






**ALIOR
BANK**

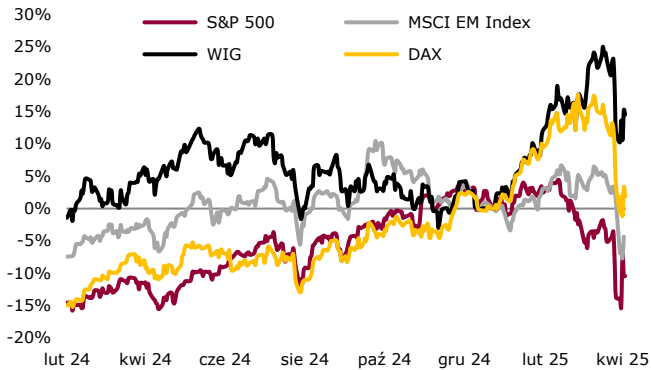
Dział Analiz
Makroekonomicznych

HANDLOWE WIATRY. FISKALNE PRĄDY

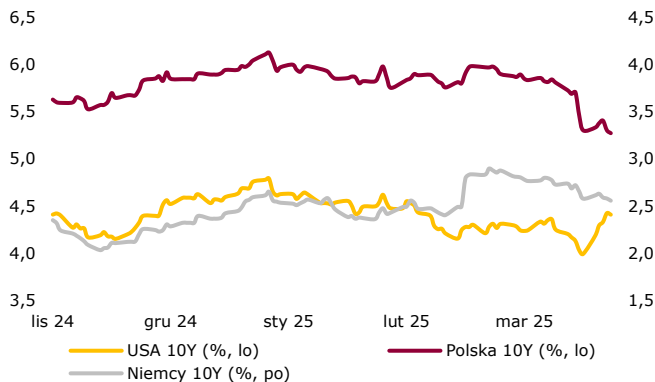
MAKROWIZJER
KWIECIEŃ 2025

- 
Trump nakręca karuzelę taryf
- 
Duża zmienność nastrojów gospodarczych i rynkowych na świecie
- 
„Gołębi” zwrot w komunikacji NBP

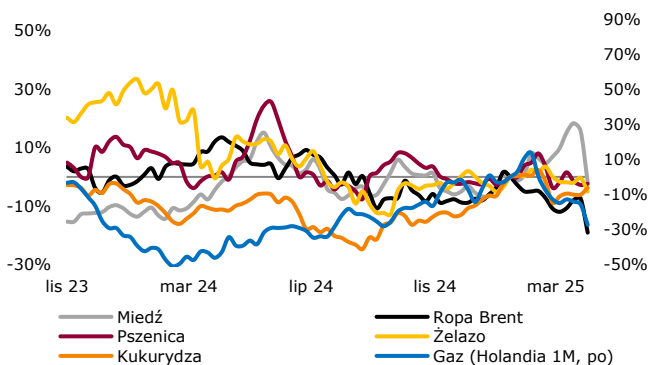
Rynek akcji (zmiana względem 31.12.2024)



Rentowności 10-latek polskich, niemieckich i amerykańskich



Zmiana notowań bieżących kontraktów surowców względem końca '24 (średnie tygodniowe)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Rynki akcji i długu

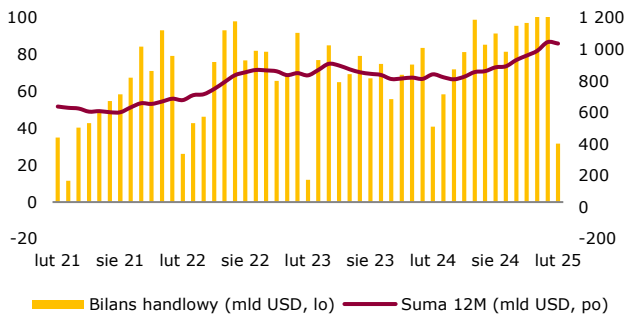
Administracja D. Trumpa ogłosiła 2 kwietnia'25 globalne cła na import, co wywołało silne spadki na rynkach akcji i obawy o recesję. Wprowadzono 10% taryfy na wszystkie towary oraz dla wybranych krajów wyższe stawki m. in. dla Chin, Japonii i UE. W kolejnych dniach kraje takie jak Chiny, UE, Japonia i Kanada zapowiedziały lub przygotowały środki odwetowe, a Chiny ogłosiły 34% cła od 10 kwietnia. Giełdy zareagowały nerwowo. Później pojawiły się informacje sugerujące otwarcie przez USA na negocjacje i redukcję wstępnie ogłoszonych stawek celnych. To pozwoliło na redukcję części spadków na giełdach. Tym niemniej straty całkowicie nie zostały odrobione. Największe straty dotknęły amerykański indeks S&P 500, który na koniec pierwszej dekady kwietnia był na minusie o ok. 9% YTD. Ogólnie nastroje były silnie negatywne we wszystkich branżach, ale najmocniej ucierpiał sektor technologiczny. Nieco lepiej wyglądała sytuacja na europejskich parkietach. Indeks EUROSTOXX traci ok -2%% YTD, a niemiecki DAX był na plusie ok. 2% YTD. Indeks rynków wschodzących MSCI EM obniżył się o ok. 3% YTD. Na tym tle relatywnie dobrze wygląda polska giełda, ze wzrostami o ok. 15% oraz 16% YTD odpowiednio dla WIG oraz WIG20.

Zwiększone obawy o recesję w USA, pogorszenie perspektyw koniunktury na świecie, napięcia handlowe i niepewność co do przyszłości polityki gospodarczej i pieniężnej przełożyły się na globalny wzrost awersji do ryzyka. Dodatkowo oczekiwania rynkowe przesunęły się w kierunku większych od wcześniej zakładanych cięć stóp procentowych przez Fed. Rentowności obligacji skarbowych USA spadły gwałtownie. Amerykańskie 2-latkki obniżyły się w ciągu dwóch dni po ogłoszeniu informacji o taryfach o ok. 25 p.b. (do 3,65%), 10-latkki o ok. 17 p.b. (do ok. 4,0%), do poziomu najniższego od października'24. Rentowności niemieckich Bundów, po silnym wzroście na początku marca, w odpowiedzi na zapowiedź niemieckiego rządu odejścia od konserwatywnej polityki fiskalnej, w ciągu tego miesiąca systematycznie obniżały się wobec oczekiwania na decyzje dotyczące ceł. Po kwietniowej informacji o taryfach, do końca pierwszej dekady kwietnia nastąpiło dalsze umocnienie niemieckiego długu, do ok. 1,8% oraz ok. 2,6% odpowiednio dla obligacji 2- i 10-letnich. W marcu i kwietniu krajowy dług pozostawał pod wpływem rynków bazowych. Z czynników krajowych, „gołębi” zwrot w komunikacji NBP odnośnie do perspektyw kontynuacji obniżek stóp procentowych wyraźnie obniżył rentowności polskich SPW. Na koniec pierwszej dekady kwietnia rentowności obligacji 2-letnich były najniższe od marca'22 (4,5%), a 10-letnich od września'24 (ok. 5,3%).

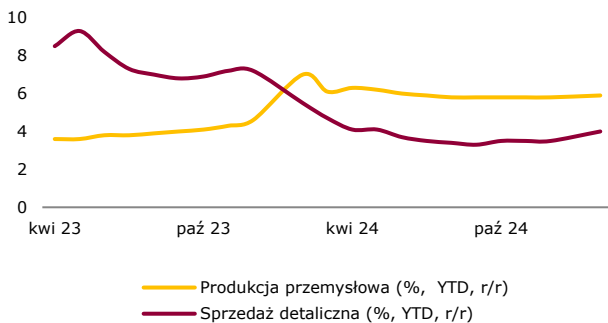
Surowce

Po spadkach cen ropy naftowej do ok. 70 USD za baryłkę Brent w okolicach połowy marca w drugiej połowie miesiąca nastąpiło lekkie odbicie w kierunku 74 USD, co wynikało z nałożenia przez USA nowych sankcji na eksport ropy z Iranu i Wenezueli. Następnie w pierwszej dekadzie kwietnia'25 ceny ropy naftowej ponownie spadły, do ok. 63 USD za baryłkę, co było efektem dwóch istotnych czynników. Po pierwsze, decyzja Stanów Zjednoczonych o wprowadzeniu ceł

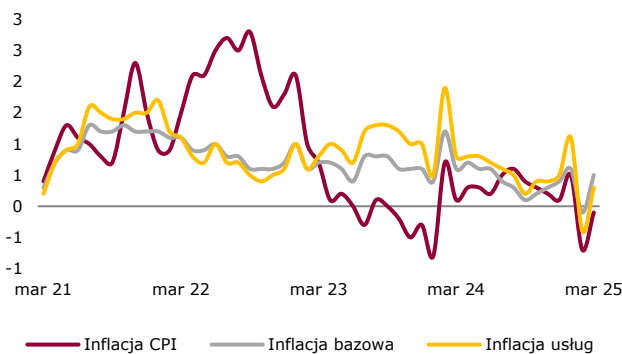
Chiny – bilans handlowy



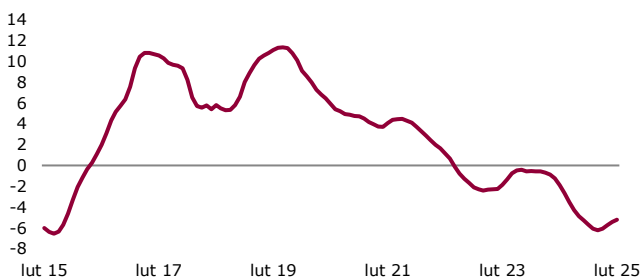
Chiny – produkcja i sprzedaż



Chiny – inflacja (% r/r)



Chiny – ceny nowych mieszkań (70 największych miast, % r/r)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

na towary importowane wywołała obawy o spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego, a tym samym o osłabienie popytu na surowce energetyczne. Po drugie, OPEC+ zaskoczył rynek zapowiedzią większego od maja niż oczekiwano wzrostu wydobywania. W następstwie notowania baryłki Brent w ujęciu spotowym po raz drugi od 2021 roku spadły poniżej poziomu 70 USD.

Kolejnym pozytywnym sygnałem w kontekście ograniczania presji kosztowej na energię w UE jest spadek cen gazu na europejskim rynku w 1Q'25 i dalej w pierwszej połowie kwietnia. Spadki mierzone benchmarkiem holenderskim nastąpiły po wcześniejszym wzroście do najwyższych poziomów od dwóch lat. Z kolei w marcu indeks cen żywności FAO wyniósł średnio 127,1, pozostając niemal niezmiennym w porównaniu z lutym. W ujęciu r/r indeks był o 6,9% wyższy, ale nadal o 20,7% niższy od szczytowego poziomu osiągniętego w marcu 2022.

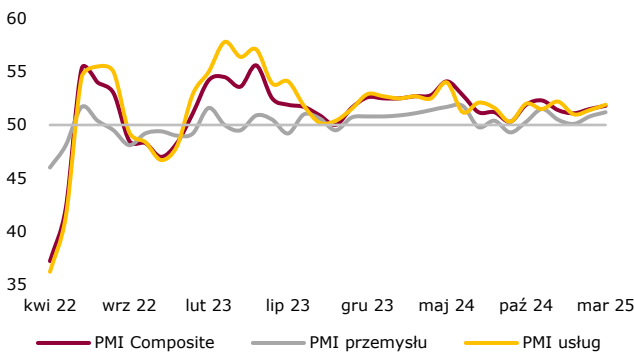
Chiny

W marcu'25 i pierwszej połowie kwietnia sytuacja gospodarcza Chin wciąż pozostawała pod silną presją zarówno czynników zewnętrznych, jak i wewnętrznych. Wojna handlowa z USA eskalowała. Po tym jak w lutym i marcu'25 administracja D. Trumpa nałożyła na import z Chin cła w wysokości 20% na wszystkie produkty. 2 kwietnia ogłoszono kolejne podwyżki, które weszły w życie od 9 kwietnia. Rynki zaskoczone zostały jednak większą skalą podwyżek niż wcześniej zapowiadano, o 50 p.p. Od 9 kwietnia łącznie stawka celna na import z Chin wynosiła 104%. Pierwsze działania odwetowe Pekinu były ograniczone. Wprowadzone zostały cła w wysokości do 15% głównie na produkty rolne i żywność. Poza tym pojawiły się celowane zakazy na wywóz do USA m.in. towarów uznawanych za kategorie tzw. dual-use, a więc mających zastosowanie w przemyśle zbrojeniowym. Następnie 4 kwietnia Chiny ogłosiły nałożenie 34% taryf na wszystkie towary importowane z USA. Dodatkowo w odpowiedzi na taryfy wprowadzone 9 kwietnia przez USA, Chiny zapowiedziały zwiększenie taryf odwetowych do 84% ze skutkiem od 10 kwietnia. Chiny objęły sankcjami także 12 spółek z USA (firmy zbrojeniowe), blokując eksport do nich. W odpowiedzi Trump ogłosił tymczasowe zawieszenie (na 90 dni) podwyższonych ceł dla krajów (obniżka do 10%), które nie zastosowały odwetu wobec USA, a dla Chin podniósł cła łącznie do 145%. Wobec tego 11 kwietnia Chiny ogłosiły nałożenie od 12 kwietnia 125% taryf na import z USA.

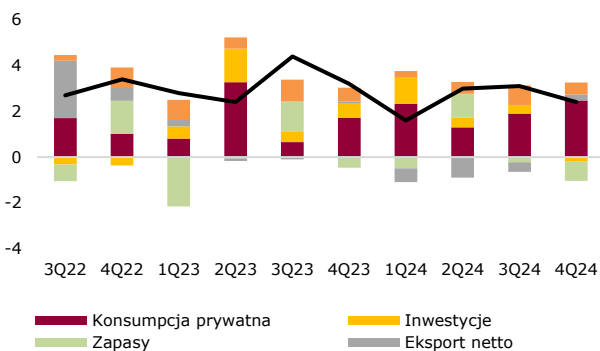
Statystyki bilansu handlowego za styczeń-luty nie wskazywały jeszcze wyraźnie na skutki wojny celnej. Eksport wzrósł o skromne 2,3% r/r, import natomiast spadł aż o 8,4% r/r, co wskazuje na utrzymującą się słabość popytu wewnętrznego. Jednocześnie brak wyraźnej poprawy konsumpcji krajowej nie jest optymistycznym zjawiskiem w otoczeniu zwiększonych ryzyk w popycie zewnętrznym. Choć dane o sprzedaży detalicznej (4,0% r/r) i produkcji w przemyśle (5,9% r/r) za luty były nieco wyższe od oczekiwań, to nie przyniosły większego przełomu. Popyt wewnętrzny pozostaje słaby, co potwierdzają także dane o Inflacji CPI i PPI. W marcu wskaźnik CPI był po raz drugi z rzędu ujemny (-0,1% r/r). Wskaźnik PPI jest na minusie od ponad 2 lat. W marcu deflacja pogłębiła się do -2,5% r/r. Oba odczyty były niższe od prognoz. Taka sytuacja cenowa daje przestrzeń do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej.

Wskaźniki koniunktury PMI dają jednak nieco bardziej optymistyczny obraz. Wskaźnik PMI Caixin dla przemysłu osiągnął poziom 51,2 i był najwyższy od czterech miesięcy. W sektorze usług PMI Caixin wzrósł do 51,9, co może

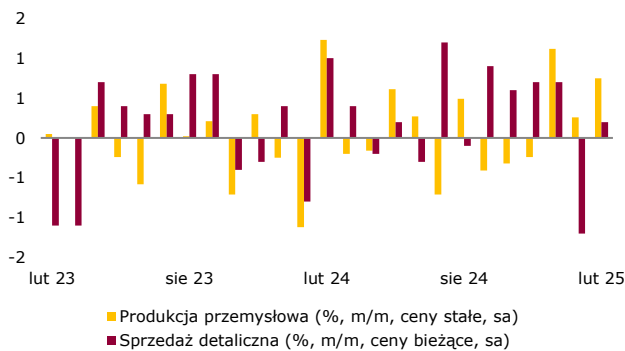
Chiny – indeksy koniunktury PMI (S&P Global)



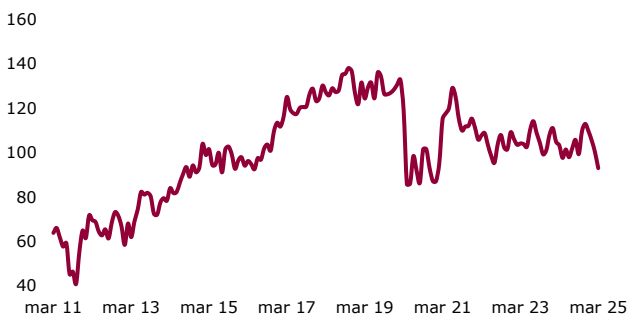
USA – dynamika PKB (% k/k SAAR) i jego kompozycja



USA – sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa



USA – indeks nastrojów konsumentów, Conference Board



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

sygnalizować pewne ożywienie w konsumpcji i działalności usługowej. Te pozytywne wyniki są jednak sprzed zaostrenia wojny handlowej pomiędzy USA a Chinami. Kolejne odczyty mogą przynieść odmienny obraz. Wciąż trudna pozostaje sytuacja na rynku nieruchomości. Nadal kurczy się liczba rozpoczętych budów mieszkań, spada sprzedaż nowych mieszkań w największych miastach, a ceny nieruchomości spadają, co przekłada się na niższy popyt na kredyty. W tych okolicznościach cel wzrostu PKB na poziomie 5% w 2025 staje się coraz trudniejszy do osiągnięcia, a narzędzia polityki fiskalnej (emisja obligacji specjalnych oraz deficyt budżetowy na poziomie 4% PKB) mogą okazać się niewystarczające bez jednoczesnych działań po stronie polityki pieniężnej i strukturalnej.

USA

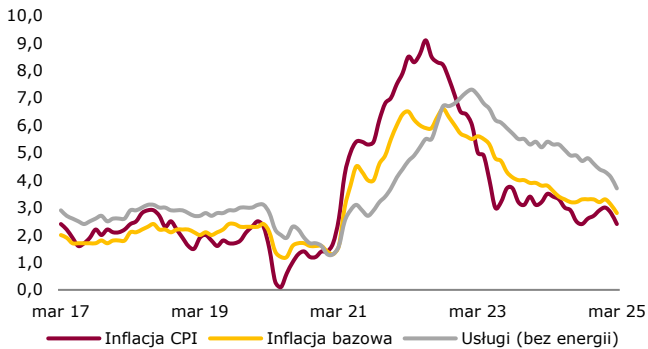
Na początku kwietnia '25 administracja D. Trumpa rozpoczęła nową fazę wojny handlowej, wprowadzając cła na cały import do USA, z podwyższonymi stawkami dla Chin, UE i Japonii. W odpowiedzi pojawiły się działania odwetowe, szczególnie ze strony Chin, co doprowadziło do dalszej eskalacji i gwałtownej reakcji rynków. Mimo chwilowego złagodzenia tonu wobec krajów neutralnych, niepewność pozostaje wysoka. Gospodarka USA zaczyna wykazywać oznaki hamowania. Konsumpcja i nastroje konsumenckie słabną, przy czym przemysł powoli ożywia się. Inflacja CPI w marcu spowolniła mocniej niż oczekiwano, ale ryzyko wzrostu cen związane z taryfami pozostaje realne. Fed utrzymał stopy procentowe bez zmian, przyjmując postawę wyczekiwania w obliczu rosnących napięć geopolityczno-gospodarczych.

2 kwietnia '25 administracja D. Trumpa ogłosiła wprowadzenie 10-procentowych ceł na wszystkie towary importowane do USA, z wyższymi stawkami dla Chin (34%), Japonii (24%) i Unii Europejskiej (20%). Decyzja ta wywołała gwałtowne spadki na rynkach i obawy o recesję w USA. W odpowiedzi UE, Chiny, Japonia i Kanada zapowiedziały działania odwetowe, a Meksyk rozpoczął przygotowania do własnej strategii. W kolejnych dniach napięcia rosły. 5 kwietnia weszły w życie cła podstawowe, a 9 kwietnia dodatkowe taryfy, m.in. 104% na towary z Chin. W odpowiedzi Pekin nałożył 84% cła na amerykański import i objął sankcjami 12 firm z USA. Trump odpowiedział czasowym (90 dni) obniżeniem ceł do 10% wobec krajów, które nie zastosowały odwetu, a wobec Chin podniósł stawkę do 125% (łącznie do 145%). Rynki zareagowały zmiennie. Złagodzenie stanowiska USA przyniosło chwilowe odciążenie. Dalej, 11 kwietnia Chiny ogłosiły nałożenie od 12 kwietnia 125% taryf na import z USA. Z kolei wobec tymczasowego zawieszenia (na 90 dni) podwyższonych ceł dla krajów (obniżka do 10%), które nie zastosowały odwetu Unia Europejska także zdecydowała się na wstrzymanie planowanych ceł wobec USA na 90 dni. Sytuacja jest jednak napięta.

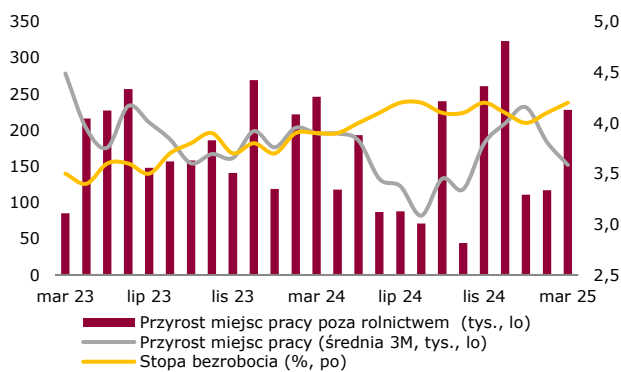
Gospodarka USA w 4Q'24 odnotowała wzrost PKB na poziomie 2,4% k/k saar, co jest wynikiem nieco lepszym niż wstępnie szacowane 2,3%, ale jednocześnie słabszym niż solidne 3,1% z 3Q'24. Choć tempo wzrostu nieco osłabło, rewizja w dół bazowego deflatora PCE do 2,6% k/k (z 2,7%) to pozytywny sygnał dla Fed, sugerujący umiarkowaną presję inflacyjną przy wciąż przyzwoitym tempie ekspansji gospodarczej.

Sprzedaż detaliczna ponownie rozczarowała. Lutowy wzrost o zaledwie 0,2% m/m wyr. sez. (0,3% bez aut) był wyraźnie poniżej oczekiwań i potwierdził gasnącą siłę amerykańskiego konsumenta. Słabe wyniki sprzedaży idą w parze z pogarszającymi się nastrojami. Marcowy indeks zaufania

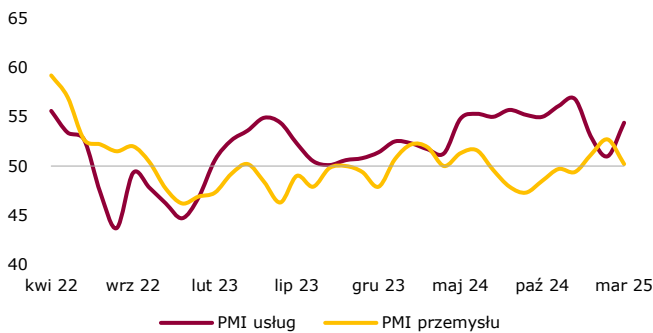
USA – inflacja CPI (% r/r)



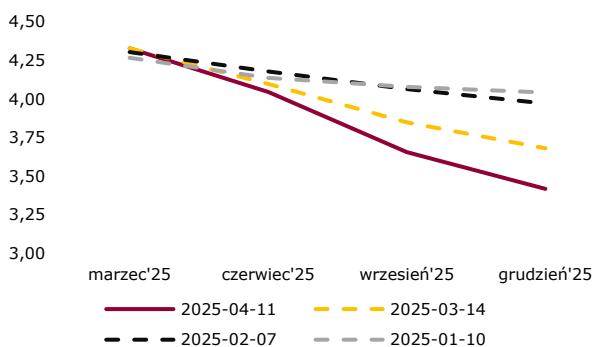
USA – rynek pracy



USA – indeksy koniunktury PMI (S&P Global)



Wyceny stóp procentowych Fed w czasie (%)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

konsumentów Conference Board spadł do 92,9, osiągając najniższy poziom od 2020. Szczególnie niepokojący był spadek wskaźnika bieżącej sytuacji do 65,2, poniżej poziomu 80, który często sygnalizuje nadchodzącą recesję. Jedynym elementem nieco stabilizującym obraz była lekko pozytywna ocena warunków na rynku pracy.

Pomimo sygnalizowanej słabości konsumenta, sektor przemysłowy w USA zaskoczył pozytywnie. Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 0,7% m/m wyr. sez., a produkcja przetwórcza o 0,9% m/m wyr. sez., co wpisuje się w obraz cyklicznego ożywienia. Dodatkowo wzrosły zamówienia na dobra trwałego użytku (+0,9% m/m), co może wskazywać na zakupy „na zapas” w związku z planowanymi podwyżkami ceł. Jednakże wskaźnik PMI dla przemysłu obniżył się w marcu i znajduje się na poziomie ledwo powyżej 50, co sugeruje ryzyko dla trwałości ożywienia. Podobny wniosek można wysnuć z PMI od ISM. Indeks cofnął się z 50,3 do 49. W komentarzach do badania dominują obawy o niepewność związaną z wojną handlową i wyższe koszty. Z kolei sektor usług radzi sobie lepiej. PMI wzrósł do 54,3, wskazując na dobrą aktywność w usługach, szczególnie w marcu.

Mimo pozytywnego zaskoczenia marcowym raportem z amerykańskiego rynku pracy, który wykazał wzrost zatrudnienia poza rolnictwem o 228 tys. etatów (znacznie powyżej prognoz), rewizje w dół danych za poprzednie dwa miesiące oraz niepewność związana z polityką handlową wywołują obawy o przyszłość. Wzrost stopy bezrobocia do 4,2% oraz powyższe czynniki wpływają na zaufanie przedsiębiorstw oraz konsumentów. Z tych względów można oczekiwać dalszego chłodzenia sytuacji na rynku pracy w nadchodzących miesiącach.

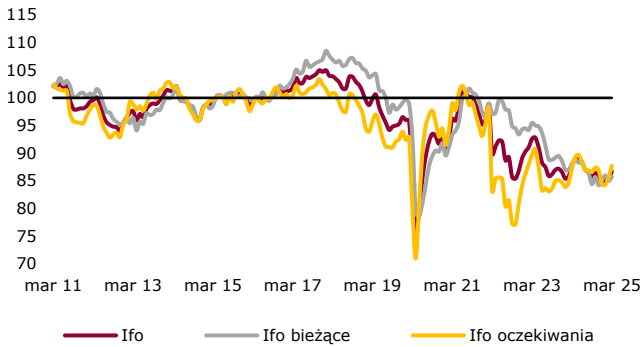
W marcu inflacja CPI w USA spowolniła mocniej od oczekiwań. Wskaźnik ogólny spadł do 2,4% r/r (z 2,8% w lutym), a inflacja bazowa do 2,8% (z 3,1%), co wpisuje się w dezinflacyjny trend. Jednocześnie jednak rośnie niepewność związana z niedawno wprowadzonymi przez administrację D. Trumpa wysokimi cłami na import z Chin, które mogą w nadchodzących miesiącach wywołać presję kosztową i podbić inflację.

Fed na marcowym posiedzeniu pozostawił stopy procentowe bez zmian (4,25–4,50%), podkreślając ostrożność i wzrost niepewności związanej z polityką handlową. Bank centralny zrewidował w dół prognozy wzrostu i w górę inflacji, a prezes Powell otwarcie przyznał, że wyższe taryfy są istotnym źródłem ryzyka inflacyjnego. Choć projekcje Fed nadal przewidują obniżki stóp w tym i przyszłym roku (łącznie blisko 100 p.b.), obecna sytuacja rynkowa i fiskalna stawia bank centralny przed trudnym dylematem. Z jednej strony możliwe spowolnienie gospodarcze i pogarszające się nastroje konsumentów mogłyby przemawiać za luzowaniem polityki. Z drugiej strony presja cenowa wynikająca z ceł może opóźnić ten proces. Na razie Fed przyjmuje postawę „wait and see”, uznając obecny poziom stóp za nadal restrykcyjny. Rynek natomiast dowoła ryzyko pogorszenia koniunktury, co przekłada się na wycenę większej ilości obniżek stóp Fed. Do niedawna wyceny implikowały cięcia stóp o 25-50 p.b. do końca 2025, a obecnie jest to ok. -75 p.b.

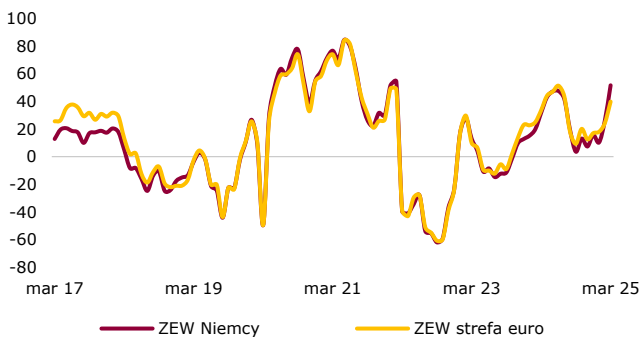
Europa

Gospodarka strefy euro, z Niemcami na czele, wchodzi w kluczową fazę przejściową, w której ścierają się siły wspierające ożywienie z narastającymi zagrożeniami zewnętrznymi. Przełomowa zmiana niemieckiej polityki

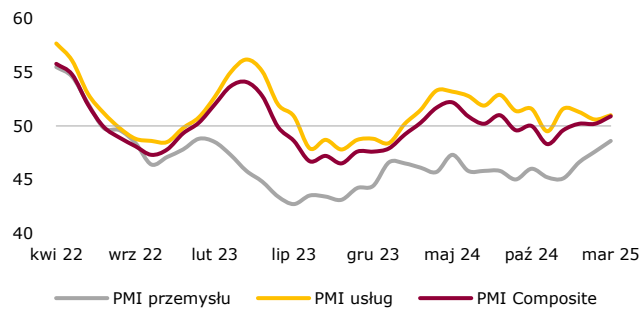
Niemcy – indeks Ifo



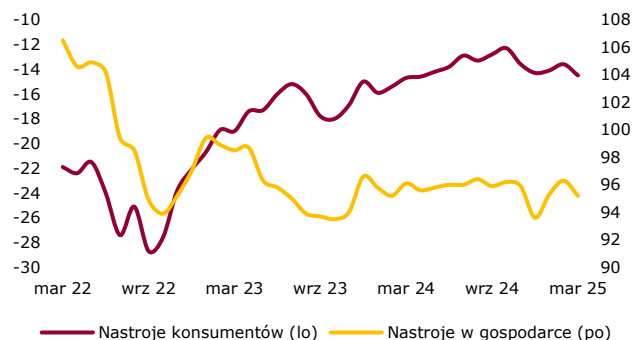
Niemcy – indeks ZEW



Strefa euro - wskaźniki PMI (S&P Global)



Strefa euro – indeksy koniunktury wg KE



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

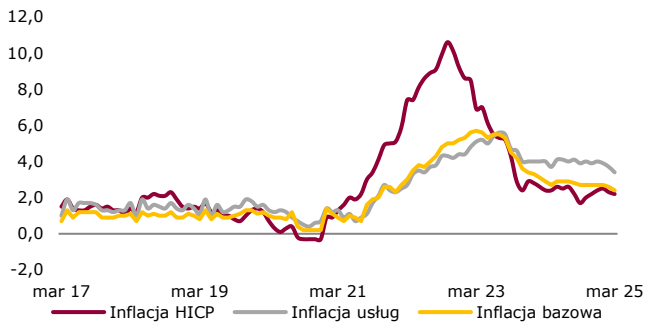
fiskalnej, obejmująca wieloletni program inwestycyjny oraz złagodzenie reguł zadłużenia, daje impuls do wzrostu gospodarczego i wzmacnia fundamenty długoterminowego rozwoju. Pierwsze efekty tego zwrotu widoczne są już w poprawiających się wskaźnikach koniunktury i nastrojach przedsiębiorców. Jednocześnie, mimo spadającej inflacji i rosnącej przestrzeni dla dalszego łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC, konsumpcja prywatna pozostaje słaba, a nastroje konsumentów stonowane. Pogarszające się perspektywy handlowe związane z wojną celną z USA mogą w krótkim okresie osłabić odbudowę eksportu i nastroje rynkowe. Dlatego też dalszy rozwój sytuacji będzie zależał od skutecznej koordynacji polityki fiskalnej i monetarnej oraz zdolności do szybkiego reagowania na napięcia handlowe i niepewność globalną.

W odpowiedzi na pogarszającą się sytuację gospodarczą i narastające napięcia geopolityczne Niemcy ogłosiły przełomową zmianę swojej polityki fiskalnej, zrywając z wieloletnią tradycją dyscypliny budżetowej. Plan przewiduje utworzenie pozabudżetowego funduszu infrastrukturalnego o wartości 500 miliardów euro, który ma być realizowany przez 10–12 lat, oraz wyłączenie wydatków obronnych powyżej 1% PKB spod tzw. "hamulca zadłużenia" (niemieckiej reguły ograniczającej deficyt). Dodatkowo landy zyskają możliwość zadłużania się do 0,35% PKB rocznie. Szczególne znaczenie przypisuje się wydatkom infrastrukturalnym (transport, energetyka, cyfryzacja, edukacja), które mają wyższy mnożnik fiskalny niż inne formy wydatków publicznych. Wpływ wydatków obronnych oceniany jest jako umiarkowany w krótkim okresie, głównie z powodu uzależnienia od importu uzbrojenia. Z perspektywy europejskiej ogłoszony pakiet może pociągnąć za sobą podobne zmiany w innych krajach UE. Komisja Europejska już zaproponowała 150 mld euro pożyczek oraz możliwość wydatkowania kolejnych 650 mld euro na cele obronne bez naruszania reguł budżetowych, co może oznaczać nowy etap integracji fiskalnej i bezpieczeństwa w Europie.

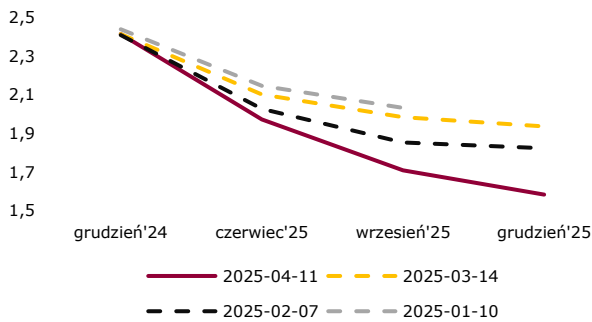
W marcu napłynęły pierwsze wyraźniejsze sygnały poprawy nastrojów w przemyśle oraz gospodarce strefy euro, szczególnie widoczne w Niemczech. Indeks instytutu Ifo w Niemczech w marcu wzrósł z 85,3 (po rewizji z 85,2) do poziomu 86,7. Bieżące nastroje wśród firm za Odrą poprawiły się (wzrost indeksu bieżącej sytuacji z 85 do 85,7), a oczekiwania co do przyszłości wyraźnie wzrosły (indeks oczekiwań wzrósł z 85,6 do 87,7). Ponadto wskaźnik nastrojów gospodarczych ZEW dla Niemiec wzrósł gwałtownie w marcu '25, o 25,6 pkt., do 51,6, przebijając oczekiwania rynkowe. Dane PMI dla przemysłu w strefie euro pokazały solidny wzrost. Indeks podniósł się z 47,6 do 48,6, sygnalizując wyhamowanie spadków aktywności. Szczególnie pozytywnie zaskoczyły Niemcy, gdzie PMI wzrósł z 46,5 do 48,3, najwyższej od września '22, co związane było z ogłoszonym programem stymulacji fiskalnej. Równocześnie PMI dla usług w strefie euro wzrósł do 51, a PMI Composite osiągnął 50,9. Ogólny obraz koniunktury pokazuje rachityczne ożywienie, wspierane obniżkami stóp EBC oraz perspektywą stymulacji fiskalnej, przede wszystkim w Niemczech.

Mimo poprawy nastrojów, zagrożeniem pozostaje wojna handlowa. Wprowadzenie przez administrację Trumpa ceł na unijne towary może w krótkim okresie uderzyć w eksport i ograniczyć popyt zewnętrzny, zwłaszcza w Niemczech. W dłuższej perspektywie jednak stymulacja fiskalna, głównie w Niemczech, powinna częściowo zamortyzować skutki wojny celnej i wesprzeć proces stopniowego ożywienia w przemyśle i usługach w całej strefie euro.

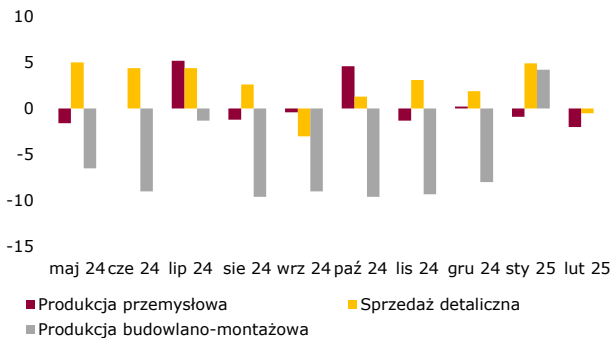
Strefa euro – inflacja konsumencka HICP (% , r/r)



Strefa euro - wycena stopy depozytowej EBC (%) w czasie

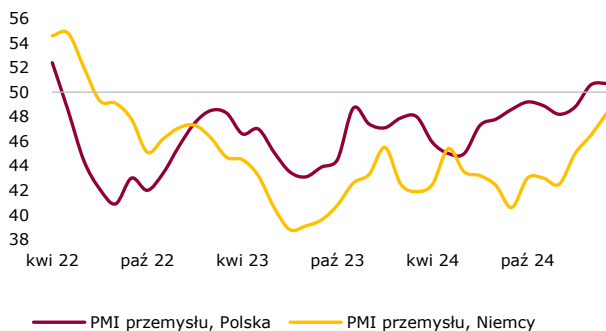


Polska - dynamika (% , r/r) głównych danych gospodarczych



Źródło: Bloomberg, GUS, NBP, opracowanie własne DAM

Polska – indeks PMI przemysłu (S&P Global) na tle Niemiec



Z kolei wyniki marcowego badania koniunktury przeprowadzonego przez KE wskazują na pogorszenie nastrojów konsumentów w strefie euro, co może negatywnie wpłynąć na perspektywy dla sprzedaży detalicznej. Spadek wskaźnika ESI z 96,3 do 95,2, napędzany m.in. słabnącym sentymentem konsumenckim (z -13,6 do -14,5), sugeruje rosnącą ostrożność w wydatkach gospodarstw domowych.

Marcowe dane inflacyjne ze strefy euro potwierdziły wyraźne oznaki słabnięcia presji cenowej, co umocniło oczekiwania na obniżkę stóp procentowych przez EBC. Finalny odczyt HICP dla całej strefy euro spadł zgodnie z oczekiwaniami z 2,4% r/r do 2,2% r/r. Obniżyła się także inflacja bazowa (z 2,6% r/r do 2,4% r/r) oraz inflacja w usługach, co świadczy o coraz szerszym charakterze dezinflacji. Wskaźnik HICP w ujęciu miesięcznym wzrósł zaledwie o 0,1% po odsezonowaniu, co w ujęciu rocznym daje dynamikę wyraźnie poniżej 2%. Dane sugerują, że inflacja zmierza w stronę celu EBC i otwierają przestrzeń do kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach.

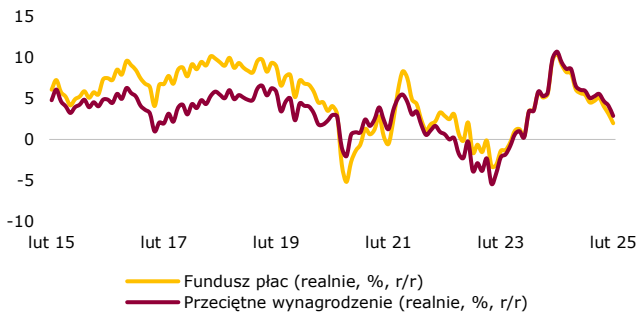
Jednakże, w kontekście obecnej wojny handlowej, polityka monetarna EBC staje przed nowymi wyzwaniami. Z jednej strony napięcia handlowe mogą osłabiać wzrost gospodarczy strefy euro poprzez spadek eksportu i zakłócenia w łańcuchach dostaw, co sprzyjałoby dalszemu spadkowi inflacji i mogłoby skłonić EBC do bardziej zdecydowanego luzowania polityki pieniężnej. Z drugiej strony, wprowadzenie ceł i innych barier handlowych może prowadzić do wzrostu cen niektórych dóbr importowanych, co działałoby proinflacyjnie i mogłoby ograniczać przestrzeń do dalszych obniżek stóp. Choć w Europie kontekst inflacyjny jest bardziej niejasny, m.in. wobec ryzyka nadpodaży strumienia produktów niezbywalnych w USA. Dla EBC w krótkim terminie ważniejsze będą raczej bieżące odczyty inflacyjne i obawy o popyt. W kwietniu oczekiwana jest kontynuacja obniżek stóp. W dalszej perspektywie kluczowe będzie zachowanie elastyczności w prowadzeniu polityki pieniężnej oraz gotowość do reagowania na szybko zmieniające się warunki zewnętrzne.

Polska

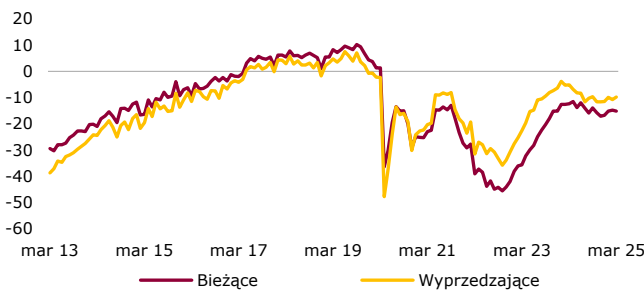
W lutym i marcu'25 sytuacja gospodarcza w Polsce pokazała mieszane sygnały, choć coraz wyraźniej zarysowuje się umiarkowane ożywienie. Budownictwo potwierdziło stopniowe odbicie, mimo słabszej od oczekiwań dynamiki rocznej. Przemysł pozostaje w stagnacji, choć marcowy odczyt PMI drugi miesiąc z rzędu utrzymał się powyżej granicy 50, a poprawiające się perspektywy eksportowe, zwłaszcza z Niemiec, budzą nadzieje na odbicie w kolejnych miesiącach. Konsumpcja osłabła, a dane o płacach pokazują wyraźne hamowanie dynamiki wynagrodzeń, co przy podwyższonej inflacji ogranicza realny fundusz płac i przekłada się na ostrożność konsumentów. Inflacja CPI utrzymuje się na poziomie 4,9% r/r, przy czym inflacja bazowa spada i zbliża się do celu NBP, co wraz z niższą presją płacową daje przestrzeń do luzowania polityki monetarnej. RPP pozostawiła w kwietniu stopy procentowe bez zmian, jednak w komunikacie i wypowiedziach prezesa NBP widoczny jest duży zwrot i gotowość do ich obniżek, możliwe, że już od drugiego kwartału.

W lutym 2025 budownictwo potwierdziło stopniowe ożywienie, mimo że roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej utrzymała się na poziomie 0,0% r/r i była niższa od oczekiwań. Miesięczny wzrost o 0,8% r/r po korekcie sezonowej świadczą o kontynuacji poprawy w tym sektorze. Szczególnie dobrze radziły sobie roboty specjalistyczne i budowa infrastruktury, które po serii spadków notując drugi

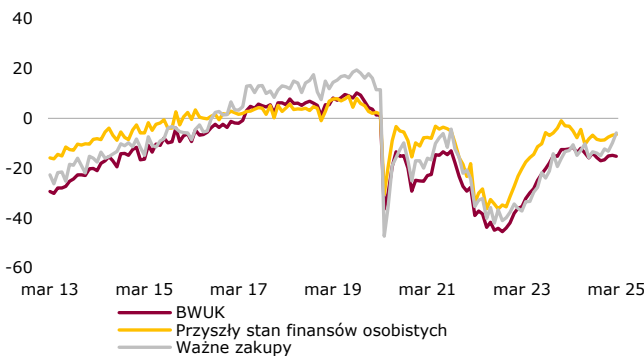
Polska – rynek pracy, sektor przedsiębiorstw



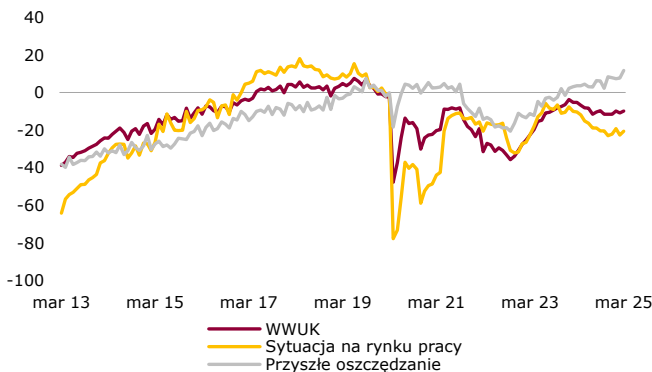
Polska – nastroje konsumentów wg GUS



Polska - nastroje konsumentów wg GUS (bieżące)



Polska – nastroje konsumentów wg GUS (przyszłe)



Źródło: Bloomberg, GUS opracowanie własne DAM

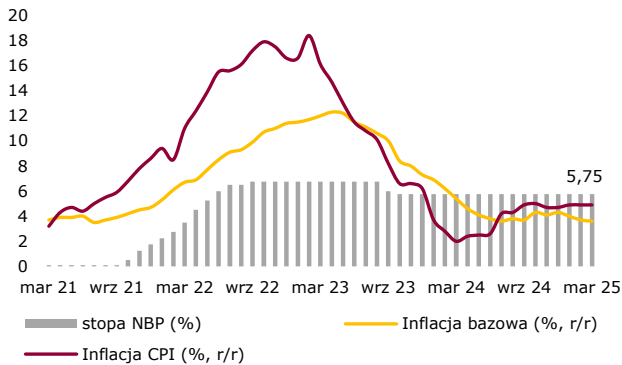
miesiąc z rzędu wzrosty w ujęciu r/r. W przemyśle sytuacja była mniej optymistyczna. Produkcja przemysłowa spadła o 2% r/r, co wskazuje na trwającą stagnację. Ciągłe oczekujemy na odbicie, które naszym zdaniem wynikać będzie najpierw z popytu krajowego, a następnie z poprawy sytuacji w gospodarkach europejskich, co spowoduje zwiększoną produkcję na eksport. Negatywnie na polski sektor przemysłowy wpływa aktualnie m.in. słaby popyt z Niemiec. Jednak pozytywne sygnały napływają z indeksów koniunktury. Lutowy PMI dla przemysłu po raz pierwszy od długiego czasu przekroczył granicę 50, a w marcu wzrósł do 50,7, wskazując na umiarkowane ożywienie i poprawę zamówień eksportowych. Wśród czynników wspierających odbudowę wskazuje się rosnący popyt krajowy, inwestycje oraz odbijanie przemysłu europejskiego. Odczyt polskiego PMI potwierdza scenariusz przyspieszenia gospodarki w tym roku (w 2025 spodziewamy się wzrostu PKB o 3,7% wobec 2,9% w 2024). Jednocześnie raport GUS z marca potwierdza lekką poprawę ogólnej koniunktury gospodarczej. W większości branż poprawiają się składowe prognozy, co może zapowiadać wzrost aktywności gospodarczej w nadchodzących miesiącach.

W lutym'25 sprzedaż detaliczna w Polsce rozczarowała, kurcząc się o 0,5% r/r, co stanowi wyraźne osłabienie w porównaniu do silnego wzrostu w styczniu (4,9% r/r). Po odsezonowaniu zanotowano także spadek o 3,2% m/m, a gorsze odczyty objęły większość kategorii, szczególnie motoryzację. Mimo słabszego początku roku, w dalszej części 2025 oczekujemy stopniowego ożywienia konsumpcji, wspieranego przez niższą inflację i spadek oczekiwań inflacyjnych. Sytuacja na rynku pracy jednak nie sprzyja dynamicznej poprawie. Tempo wzrostu wynagrodzeń słabnie trzeci miesiąc z rzędu (7,9% r/r w lutym), a zatrudnienie wciąż spada. Realny fundusz wynagrodzeń wzrósł jedynie o 2% r/r, co jest najniższym wynikiem od września'23 i ogranicza siłę nabywczą gospodarstw domowych. W marcu nastroje konsumentów były mieszane. Pogorszyła się ocena bieżącej sytuacji finansowej, ale poprawiły się oczekiwania na przyszłość, w tym możliwość oszczędzania i sytuacja na rynku pracy. Konsumenty pozostają ostrożni, jednak umiarkowany optymizm dotyczący przyszłości może sprzyjać stopniowemu ożywieniu konsumpcji na przestrzeni bieżącego roku.

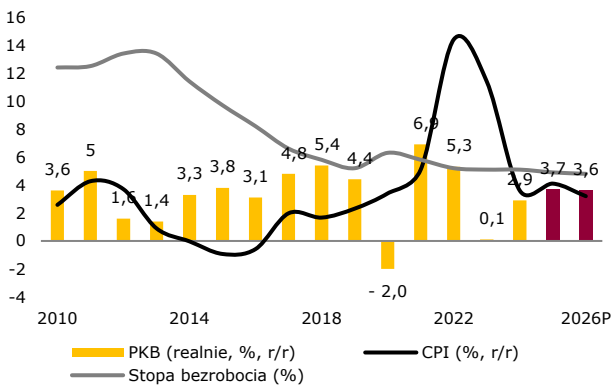
W marcu'25 inflacja CPI w Polsce utrzymała się na poziomie 4,9% r/r, co oznacza trzeci miesiąc z rzędu bez zmian i jednocześnie wynik zgodny z naszą prognozą, nieco niższy od rynkowego konsensusu. Wzrost cen żywności okazał się wyższy niż oczekiwano, osiągając 6,7% r/r. Jednak pozytywne zaskoczenie może stanowić inflacja bazowa, która według naszych szacunków spadła w marcu do około 3,5% r/r, najniższego poziomu od czerwca'21, zbliżając się do celu inflacyjnego NBP. Wcześniejsze dane NBP wskazują na systematyczne obniżanie się inflacji bazowej (do 3,6% w lutym'25 wobec 4,0% w grudniu'24). Obecna struktura inflacji sugeruje, że spowolnienie dynamiki płac może ograniczać presję cenową, szczególnie w kategoriach usługowych. W najbliższych miesiącach inflacja bazowa powinna stabilizować się wokół obecnego poziomu 3,6% r/r.

W komunikacji RPP zaznaczył się istotny zwrot w kierunku złagodzenia retoryki. Choć RPP podczas kwietniowego posiedzenia utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna 5,75%), to już w komunikacji po posiedzeniu zasygnalizowano większą otwartość na rozpoczęcie dyskusji o możliwych obniżkach. Główne przesłanki ku temu to wyraźne spowolnienie inflacji, w tym inflacji bazowej, po corocznej rewizji koszyka CPI. RPP dostrzega, że inflacja w kolejnych kwartałach może

Polska - inflacja CPI (% r/r) i stopa bazowa NBP (%)



Polska – prognozy DAM Alior



Źródło: Bloomberg, GUS opracowanie własne DAM

przebiegać poniżej wcześniejszych oczekiwań, choć wciąż wskazuje na ryzyka związane z regulowanymi cenami energii, akcją i napięciami na rynku pracy. Przełomowy ton przyjął prezes NBP A. Glapiński, który podczas konferencji zaskoczył „gołębią” retoryką, akcentując szanse na utrzymanie niskich cen energii oraz wyhamowanie wzrostu płac. W jego ocenie możliwe są obniżki już od kolejnego posiedzenia w maju, sugerując możliwość dwóch cięć po 50 p.b. w tym roku i dalszej obserwacji sytuacji (inflacja, wynagrodzenia). W naszym dotychczasowym bazowym scenariuszu zakładamy zejście głównej stopy procentowej do 5% na koniec 2025 (start w 3 kwartale) i 3,75% na koniec 2026. Wystąpienie prezesa NBP postrzegamy przede wszystkim jako ryzyko dla naszych prognoz na 2025 (możliwy szybszy start i nieco głębsze cięcia, o 25-50 p.b.).

W najnowszej aktualizacji prognoz utrzymujemy naszą ocenę wzrostu gospodarczego Polski w 2025 na poziomie 3,7% r/r. Obniżamy lekko prognozę wzrostu konsumpcji prywatnej z 3,6% do 3,4% r/r, uwzględniając nieco słabszą oczekiwaną dynamikę płac nominalnych i ostrożność konsumentów w pierwszej połowie roku. Jednocześnie lekko podnosimy prognozę inwestycji z 6,8% do 7,1% r/r, oczekując przyspieszenia związanego z wydatkami z KPO, środkami unijnymi i utrzymanym wysokim poziomem nakładów obronnych. W kolejnych latach spodziewamy się kontynuacji stabilnego wzrostu, 3,6% w 2026 i 3,2% w 2027, przy normalizacji tempa konsumpcji i inwestycji. Główne ryzyka dla scenariusza bazowego to sytuacja geopolityczna oraz niepewność związana z wojną handlową, której wpływ na krajową gospodarkę jest na tym etapie niejednoznaczny. Głównie w związku z rewizją wag koszyka inflacyjnego obniżamy prognozę średniorocznej inflacji CPI na 2025 z 4,5% do 4,1% r/r, przy utrzymaniu szacunku na 2026 na poziomie 3,2% r/r. Podtrzymujemy nasze oczekiwania rozpoczęcia obniżek stóp procentowych w tym roku, łącznie o 75 p.b. Przy czym najnowszy zwrot w retoryce RPP sugeruje ryzyko dla prognozy naszej ścieżki stóp, skierowane w stronę przyspieszenia luzowania monetarnego (start obniżek stóp być może już w 2 kwartale) i jego nieco większej skali.

Prognoza makroekonomiczna z dnia 26-03-2025

	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25P	2q25P	2024	2025P
Wzrost gospodarczy								
PKB (realnie, %, r/r)	2,1	3,2	2,7	3,2	3,3	3,6	2,9	3,7
Inwestycje (realnie, %, r/r)	1,9	3,2	0,1	1,3	4,2	4,4	1,5	7,1
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	4,4	4,6	0,3	3,5	2,9	3,1	3,1	3,4
Ceny i płace								
Inflacja CPI - koniec okresu (% , r/r)	2,0	2,6	4,9	4,7	4,9	4,9	4,7	3,4
Inflacja CPI - średnio (% , r/r)	2,8	2,5	4,5	4,8	4,9	4,7	3,6	4,1
Płace nominalne w GN - średnio w okresie (% , r/r)	14,4	14,7	13,4	12,4	8,0	7,6	13,7	7,5
Rynek pracy								
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,3	4,9	5,0	5,1	5,3	4,9	5,1	4,9
Bezrobocie - średnio (%)	5,4	5,0	5,0	5,0	5,4	5,0	5,1	5,0
Zatrudnienie w GN - średnio w okresie (% , r/r)	-0,8	-0,5	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,4	0,0
Stopy procentowe								
Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,00
Rentowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	5,44	5,75	5,26	5,89	5,80	5,67	5,89	5,12

Prognozy wybranych danych miesięcznych

	mar 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25
Stopa referencyjna NBP (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
<i>konsensus Parkiet</i>					5,75
Produkcja przemysłowa (% , r/r, ceny stałe)	-5,6	-0,9	-2,0	4,0	
<i>konsensus Parkiet</i>				3,7	
Produkcja budowlano-montażowa (% , r/r, ceny stałe)	-13,4	4,2	0,0	5,3	
<i>konsensus Parkiet</i>				5,7	
Sprzedaż detaliczna (% , r/r, ceny stałe)	6,1	4,9	-0,5	0,6	
<i>konsensus Parkiet</i>				0,4	
Inflacja konsumencka (% , r/r)	2,0	4,9	4,9	4,9	
<i>konsensus Parkiet</i>				5,0	
Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii) (% , r/r)	4,6	3,7	3,6	3,7	
<i>konsensus Parkiet</i>				3,6	
Stopa bezrobocia (%)	5,3	5,4	5,4	5,3	
<i>konsensus Parkiet</i>				5,3	
Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (% , r/r)	-0,2	-0,9	-0,9	-0,9	
<i>konsensus Parkiet</i>				-0,9	
Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (% , r/r)	12,0	9,2	7,9	8,1	
<i>konsensus Parkiet</i>				7,7	
Eksport towarów (% , r/r, EUR)	8,3	-1,4	-0,2		
<i>konsensus Parkiet</i>			-1,2		
Import towarów (% , r/r, EUR)	6,0	2,3	6,2		
<i>konsensus Parkiet</i>			5,5		

prognozy DAM na dany okres zaznaczone są pogrubioną czcionką

Dział Analiz Makroekonomicznych

Agata Filipowicz-Rybicka

Główny Ekonomista
Dyrektor Działu Analiz Makroekonomicznych
agata.filipowicz-rybicka@alior.pl

Marta Skrzypczyńska

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych
marta.skrzypczynska@alior.pl

Paweł Bojar

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych
pawel.bojar@alior.pl

Jakub Szczepaniec

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych
jakub.szczepaniec@alior.pl

Powyższy materiał (dalej Materiał) został przygotowany przez Dział Analiz Makroekonomicznych Alior Bank SA. Właścicielem Materiału jest Alior Bank Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie. Powielanie bądź publikowanie Materiału lub jego części bez pisemnej zgody Alior Bank S.A. jest zabronione.

Materiał ma charakter informacyjny, w szczególności nie stanowi: rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, rekomendacji udzielonej w związku ze świadczeniem usługi doradztwa inwestycyjnego (usługa doradztwa inwestycyjnego jest świadczona na podstawie odrębnej umowy o doradztwo inwestycyjne), porady inwestycyjnej o charakterze ogólnym, badania inwestycyjnego, jak również nie może być traktowany jako usługa doradztwa podatkowego bądź prawnego.

Alior Bank S.A. podjął starania, aby Materiał został sporządzony w sposób rzetelny, z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności oraz z należytą starannością.

Materiał wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień sporządzenia. Alior Bank S.A. nie zobowiązuje się do aktualizacji Materiału po dniu publikacji. Materiał został sporządzony na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez Dział Analiz Makroekonomicznych za wiarygodne, przy czym Alior Bank S.A. ani sporządzający Materiał pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za rzetelność oraz prawdziwość materiałów źródłowych sporządzonych przez podmioty trzecie, a wykorzystanych do opracowania Materiału.

Materiał może zawierać prognozy co do zdarzeń przyszłych, które są niepewne oraz są obciążone ryzykiem błędu.

Podejmując decyzje inwestycyjne Klient powinien kierować się własną, niezależną oceną. Klient ponosi pełną odpowiedzialność za skutki swoich decyzji inwestycyjnych.

Źródłem danych są m.in. GUS, NBP, PAP, Refinitiv, Bloomberg, GPW, prasa finansowa i internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.



**ALIOR
BANK**

HANDLOWE WIATRY. FISKALNE PRĄDY

MAKROWIZJER