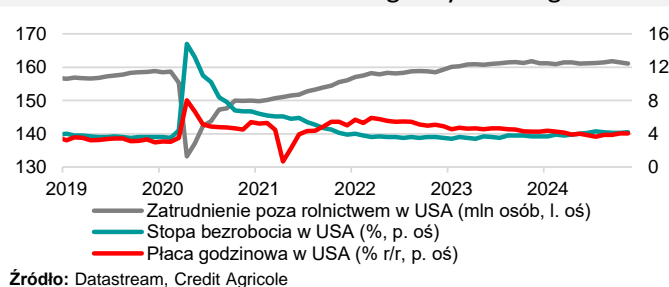


W tym tygodniu

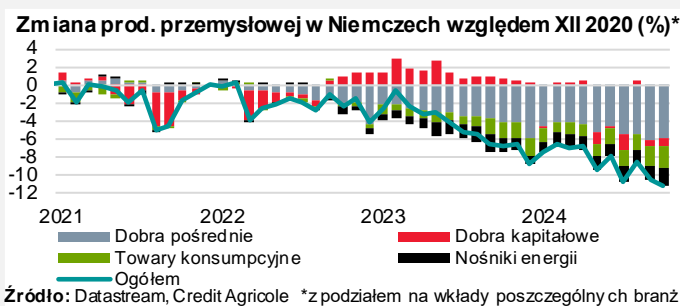
W środę opublikowane zostaną **Minutes** z grudniowego posiedzenia FOMC. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu J. Powell zakomunikował, że FOMC jest „w lub blisko” momentu obniżenia tempa łagodzenia polityki pieniężnej (por. MAKROmapa z 23.12.2024). W konsekwencji *Minutes* najprawdopodobniej dostarczą istotnych informacji na temat dyskusji o możliwości przerwy w obniżkach i jej potencjalnego terminu. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym w 2025 r. Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe łącznie o 50pb (o 25pb w marcu i o 25pb w czerwcu). Naszym zdaniem publikacja *Minutes* FOMC będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych

Dzisiaj opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro. Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zwiększyło się w grudniu do 2,4% r/r wobec 2,2% w listopadzie, co wynikało z wyższej dynamiki cen nośników energii, podczas gdy w przeciwną stronę oddziaływała niższa dynamika cen żywności, a inflacja bazowa ustabilizowała się naszym zdaniem na poziomie 2,7% r/r. Ryzyko w górę dla naszej prognozy stanowi opublikowany wczoraj wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech, która zwiększyła się do 2,9% r/r w grudniu wobec 2,4% w listopadzie, kształtując się powyżej naszej prognozy zgodnej z oczekiwaniami rynku (2,6%). Szacujemy, że wzrost inflacji w Niemczech miał szeroki zakres i został odnotowany zarówno w przypadku żywności, nośników energii jak i inflacji bazowej. Publikacja danych o inflacji w strefie euro będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA. Najważniejszą publikacją będą piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Prognozujemy, że zwiększyło się ono o 145 tys. osób w grudniu wobec wzrostu o 227 tys. w listopadzie, przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 4,2%. Warto odnotować, że w ostatnich miesiącach dane o zatrudnieniu poza rolnictwem charakteryzowały się wysoką zmiennością ze względu na efekt huraganów i strajków (por. MAKROmapa z 09.12.2024). Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 140 tys. w grudniu wobec wzrostu o 146 tys. w listopadzie). Uważamy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan (74,0 pkt. w styczniu – bez zmian w porównaniu do grudnia) wskaże na stabilizację nastrojów gospodarstw domowych. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.



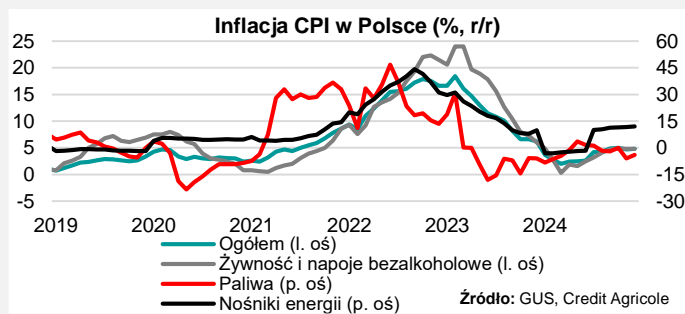
W tym tygodniu zostaną opublikowane dane z niemieckiej gospodarki. W środę poznamy dane dotyczące nowych zamówień w przemyśle. Zgodnie z konsensusem rynkowym, ich dynamika w listopadzie wzrosła do 0,0% m/m wobec -1,5% w październiku. Rynek oczekuje, że bilans handlowy zwiększył się w listopadzie do 15,1 mld euro wobec 13,4 mld euro w październiku. Zgodnie z konsensusem miesięczna dynamika eksportu zwiększyła się w listopadzie do 2,0% wobec -2,8% w październiku, a dynamika importu wzrosła do 0,7% wobec -0,1%. W czwartek poznamy również dane o produkcji przemysłowej. Zgodnie z konsensusem rynkowym, odsezonowana



miesięczna dynamika produkcji przemysłowej w listopadzie wzrosła do 0,4% wobec spadku o 1,0% w październiku. Listopadowe dane będą na ogół spójne z utrzymującą się niekorzystną sytuacją w niemieckim przemyśle i pesymistycznymi wynikami badań koniunktury PMI. Uważamy, że dane z Niemiec będą neutralne dla rynków finansowych.

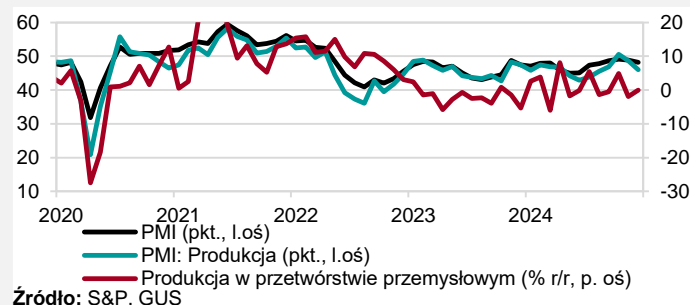
W zeszłym tygodniu

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w grudniu do 4,8% r/r wobec 4,7% w listopadzie, kształtując się poniżej naszej prognozy zgodnej z konsensusem rynkowym (5,0%). GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w



kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. Do wzrostu inflacji przyczyniły się wyższe dynamiki cen w kategorii „paliwa” (-3,9% r/r w grudniu wobec -6,0% w listopadzie) oraz „nośniki energii” (12,0% wobec 11,7%). Dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” nie zmieniła się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniosła 4,8%. Tym samym miesięczna dynamika cen w tej kategorii ukształtowała się wyraźnie poniżej swojego wzorca sezonowego (0,2% m/m wobec 0,6%), co stanowi duże zaskoczenie w świetle rosnących cen surowców rolnych. W naszej ocenie istotnym czynnikiem ograniczającym wzrost dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych była utrzymująca się ostra konkurencja cenowa pomiędzy sieciami handlowymi, której dodatkowo sprzyja obserwowane w ostatnim czasie zwiększenie skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania. Nie zmieniła się również inflacja bazowa, która w grudniu, podobnie jak w listopadzie, zgodnie z naszymi szacunkami wyniosła 4,3% r/r. Miesięczna dynamika cen bazowych ukształtowała się w grudniu na poziomie 0,2%, czyli lekko powyżej swojego wzorca sezonowego (ok. +0,1% m/m w grudniu). W naszej ocenie wskazuje to, że presja inflacyjna w polskiej gospodarce pozostaje podwyższona. Czynnikiem utrwalającym podwyższoną inflację bazową pozostaje wysoka dynamika cen usług. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja ogółem będzie kształtować się blisko poziomu 5%, a jej wyraźny spadek nastąpi dopiero w II poł. 2025 r. W konsekwencji prognozujemy, że w całym 2025 r. inflacja średniorocznie wyniesie 4,4% wobec 3,7% w 2024 r., a w 2026 r. spadnie do 3,1%.

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w grudniu do 48,2 pkt. wobec 48,9 pkt. w listopadzie, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (48,6 pkt.) i naszej prognozy (48,9 pkt.). W rezultacie indeks już od 32 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Spadek



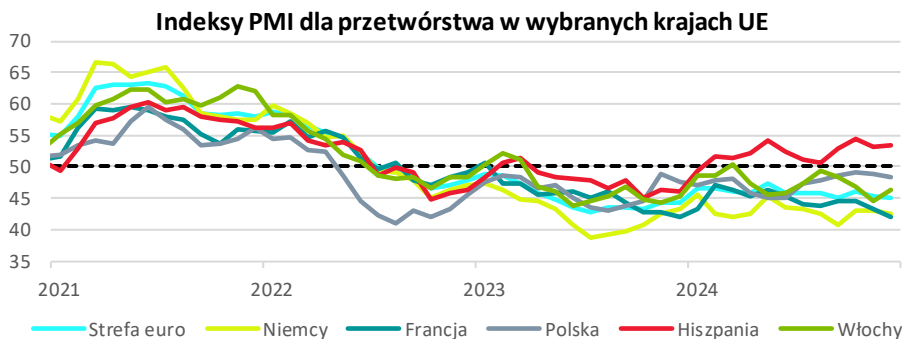
indeksu wynikał z niższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, zapasów, zatrudnienia i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla nowych zamówień. W danych na szczególną uwagę zasługuje najwolniejszy od listopada 2023 r. spadek nowych zamówień ogółem, któremu towarzyszyło przyspieszenie spadku nowych zamówień eksportowych. Zgodnie z komunikatem wskazuje to na ożywienie popytu wewnętrznego, podczas gdy popyt zagraniczny pozostaje słaby, w dużym stopniu za sprawą

niższych zamówień z Niemiec. W grudniu doszło również do silnego spadku zapasów wyrobów gotowych. W świetle pierwszych oznak ożywienia popytu wewnętrznego, niski poziom zapasów wyrobów gotowych może sprzyjać zwiększeniu produkcji w kolejnych miesiącach (por. MAKROpuls z 02.01.2025). Indeks PMI ukształtował się w IV kw. wyraźnie powyżej swojej średniej wartości w III kw. (48,8 pkt. wobec 47,9 pkt.). Nie zmienia to jednak naszego scenariusza lekkiego spowolnienia wzrostu gospodarczego w IV kw. (do 2,5% r/r w wobec 2,7% w III kw.).

✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zmniejszył się w grudniu do 50,5 pkt. wobec 51,5 pkt. w listopadzie, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (51,7 pkt.).** W kierunku spadku indeksu oddziaływały niższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zapasów i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla zatrudnienia. W danych na szczególną uwagę zasługuje silne wyhamowanie wzrostu nowych zamówień i towarzyszące mu wyraźne spowolnienie wzrostu produkcji. W dużym stopniu wynikało to ze spadku zamówień eksportowych. Wiele wskazuje zatem, że odnotowany w listopadzie silny wzrost zamówień eksportowych był przejściowy i wynikał ze zwiększonego popytu zgłaszanego na chińskie towary w oczekiwaniu na podniesienie stawek celnych przez administrację D. Trumpa, podczas gdy koniunktura w światowym handlu nadal pozostaje słaba. W danych na uwagę zasługuje również utrzymujący się silny wzrost zapasów dóbr pośrednich oraz dóbr finalnych. Zgodnie z raportem zapasy te mają charakter buforowy, co można łączyć z obawami części firm dotyczących ciągłości łańcuchów dostaw w warunkach zaostrzających się napięć w światowym handlu. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również wskaźnik NBS PMI, który zmniejszył się w grudniu do 50,1 pkt. wobec 50,3 pkt. w listopadzie, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (50,3 pkt.). Prognozujemy, że chiński PKB zwiększył się w IV kw. o 4,5% r/r wobec wzrostu o 4,6% w III kw., a w całym 2024 r. wzrósł o 4,8% wobec 5,2% w 2023 r.

✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA.** Indeks ISM dla amerykańskiego przetwórstwa zwiększył się w grudniu do 49,3 pkt. wobec 48,4 pkt. w listopadzie, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (48,4 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zapasów i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład dla zatrudnienia. Warto zauważyć, że od dwóch miesięcy utrzymuje się wzrost nowych zamówień. W efekcie, składowa dla bieżącej produkcji ukształtowała się w grudniu powyżej granicy 50 pkt. po raz pierwszy od maja 2024 r., co wskazuje na poprawiające się perspektywy aktywności w amerykańskim przetwórstwie. Z kolei wczoraj opublikowane zostały dane o zamówieniach na dobra trwałe, które obniżyły się w listopadzie o 1,2% m/m wobec wzrostu o 0,8% w październiku, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (-1,1%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zmniejszyła się w listopadzie do -0,2% wobec 0,2% w październiku. Jednocześnie dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe zwiększyła się w listopadzie do 0,8% r/r wobec 0,7% w październiku, wskazując na lekką poprawę perspektyw inwestycji w USA. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszyło się w IV kw. do 2,2% wobec 3,1% w III kw., a w całym 2024 r. wzrosło o 2,7% wobec 2,9% w 2023 r.

Czy Hiszpania będzie „zieloną wyspą”?



Źródło: S&P, Credit Agricole

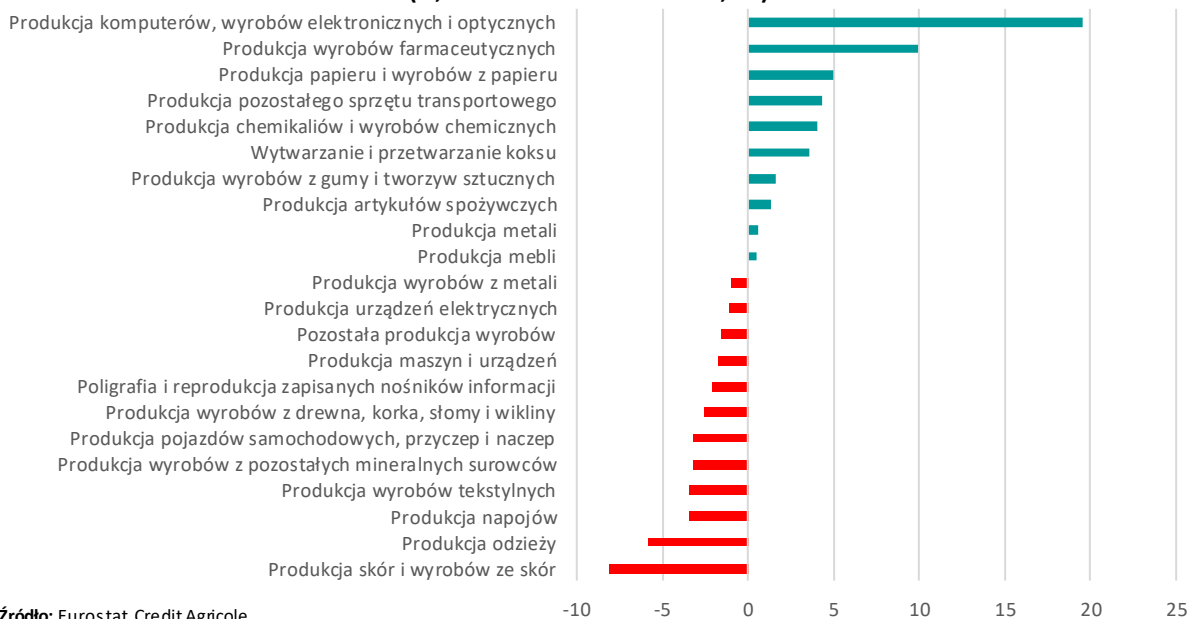
Indeks PMI dla hiszpańskiego przetwórstwa zwiększył się w grudniu do 53,3 pkt. wobec 53,1 pkt. w listopadzie. Tym samym już od 11 miesięcy pozostaje on powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Hiszpania jest jednocześnie jedyną dużą gospodarką strefy euro, gdzie w 2024 r. obserwowany był wzrost

aktywności w przetwórstwie. Przedmiotem poniższej analizy jest próba odpowiedzi na pytanie, co jest przyczyną zaskakującej odporności hiszpańskiego przetwórstwa na tendencje recesyjne w przetwórstwie w strefie euro.

W pierwszym kroku naszej analizy przyjrzelśmy się strukturze wzrostu indeksu PMI dla hiszpańskiego przetwórstwa. Dane wskazują, że aktywność w hiszpańskim przetwórstwie rośnie w sposób zrównoważony. Innymi słowy wszystkie składowe indeksy (bieżąca produkcja, nowe zamówienia, zatrudnienie, zapasy i czas dostaw) w poprzednich miesiącach systematycznie wskazywały na wzrost aktywności. W tym kontekście na szczególną uwagę zasługuje rosnąca bieżąca produkcja – średnia wartość indeksu dla bieżącej produkcji w 2024 r. wyniosła 52,6 pkt., podczas gdy w innych dużych gospodarkach strefy euro wskaźnik ten ukształtował się wyraźnie poniżej granicy 50 pkt., sygnalizując spadek produkcji.

Z tego powodu, w drugim kroku przeanalizowaliśmy strukturę produkcji w hiszpańskim przetwórstwie. Wykorzystywane przez nas miesięczne dane Eurostatu dotyczą wolumenu hiszpańskiej produkcji przemysłowej są pozbawione efektów sezonowych oraz kalendarzowych. W celu odpowiedzi na pytanie, co odpowiada za silny wzrost produkcji w przetwórstwie w Hiszpanii w 2024 r. zestawiliśmy dane o

Zmiana indeksu produkcji przemysłowej w Hiszpanii (% I-X 2024 r. vs. I-X 2023 r., SA)



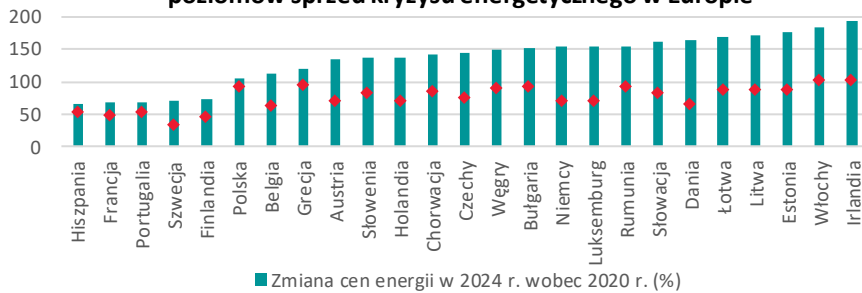
Źródło: Eurostat, Credit Agricole

wolumenie hiszpańskiej produkcji w okresie I-X 2024 r. (ostatnie dostępne dane) z analogicznym okresem 2023 r. Wyniki zostały zaprezentowane na poniższym wykresie:

Dane wskazują, że wzrost produkcji jest obserwowany jedynie w 10 z 22 analizowanych działów. Na pierwszy rzut oka można zauważyć relatywnie silny wzrost produkcji w branżach: „produkcja papieru i wyrobów z papieru” (+5,0% r/r), „produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych” (+4,0% r/r) oraz „wytwarzanie i przetwarzanie koks i produktów rafinacji ropy naftowej” (+3,5% r/r), czyli branżach charakteryzujących się wysoką energochłonnością. Wyższej produkcji w tych działach sprzyja relatywnie wysoka konkurencyjność cenowa Hiszpanii związana z jednymi z najniższych cen energii w UE. Niskie ceny energii w Hiszpanii wynikają z dużego udziału energii odnawialnej w całkowitej produkcji energii, co istotnie zwiększyło odporność tego kraju na szok na unijnym rynku energii związany z agresywną polityką energetyczną Rosji oraz wybuchem wojny w Ukrainie. Ceny energii elektrycznej na rynku hurtowym w Hiszpanii były w 2024 r. średnio o ok. 67% wyższe niż w 2020 r., czyli rok przed tym jak Rosja poprzez celowe obniżenie zapasów gazu w UE zaczęła podbijać ceny energii na unijnym rynku. Był to jednocześnie

najniższy wzrost cen energii w analizowanym okresie w całej UE. Relatywnie niskie ceny energii naszym zdaniem nie wyjaśniają jednak w pełni odporności hiszpańskiego przetwórstwa na recesję w przetwórstwie w strefie euro. Wsparcie dla takiej oceny stanowią słabe wyniki francuskiego przetwórstwa mimo zbliżonych cen energii jak w Hiszpanii.

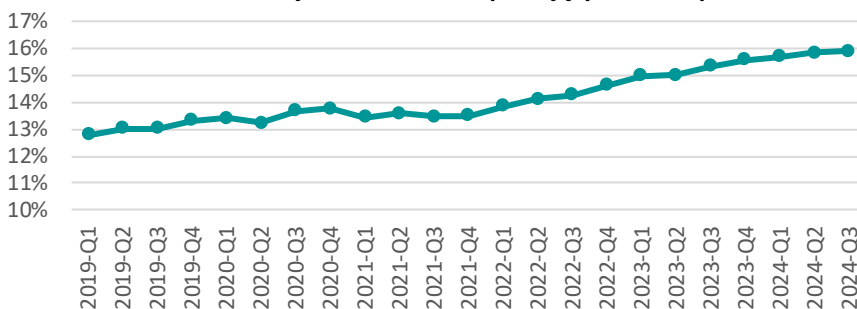
Zmiana konkurencyjności na unijnym rynku energii elektrycznej względem poziomów sprzed kryzysu energetycznego w Europie



Źródło: EMBER, Credit Agricole ♦ Hurtowa cena energii dnia następnego w 2024 r. (EUR/MWh, średnia)

Stąd na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost produkcji w takich branżach jak „produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych” (+19,5% r/r), „produkcja wyrobów farmaceutycznych” (+9,9% r/r), a także „produkcja pozostałego sprzętu transportowego” (+4,3%). Wysoka dynamika produkcji w tej pierwszej kategorii wynika z silnego rozwoju rynku ICT (*Information and Communications Technology*) w Hiszpanii ostatnich latach. W przypadku branży farmaceutycznej Hiszpania od lat ujawnia przewagi w tym sektorze. O istotnym znaczeniu tego sektora dla hiszpańskiej gospodarki świadczy ogłoszona w grudniu 2024 r. przez hiszpański rząd strategia rozwoju przemysłu farmaceutycznego na lata 2024-2028 obejmująca m.in. zwiększenie nakładów na badania i rozwój w tym obszarze. Z kolei w przypadku branży „produkcja pozostałego sprzętu transportowego” Hiszpania w ostatnim czasie wzmocniła swoje przewagi konkurencyjne w branży kolejowej i lotniczej. W tej ostatniej Hiszpania odgrywa istotną rolę w międzynarodowych łańcuchach tworzenia wartości.

Udział obcokrajowców w liczbie pracujących w Hiszpanii



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

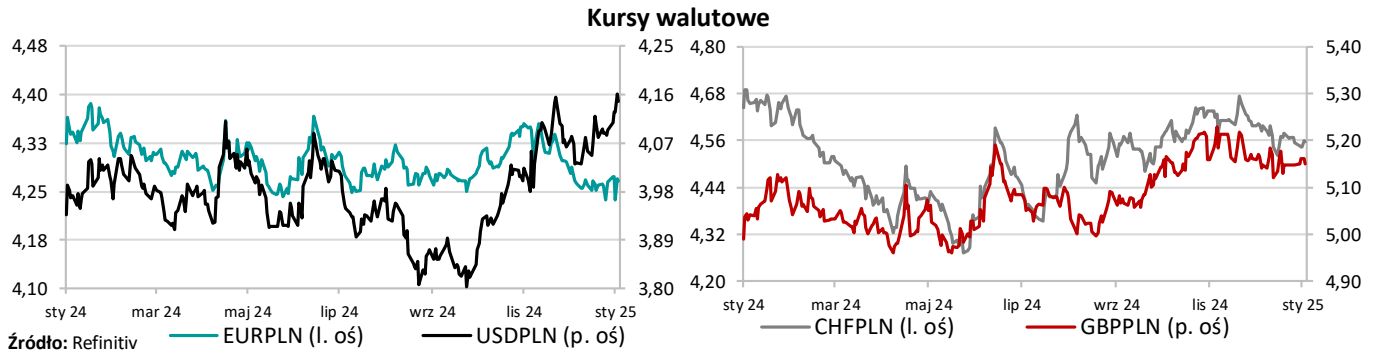
Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku poprawy konkurencyjności hiszpańskiego przetwórstwa w ostatnich latach jest również rosnąca imigracja. Wyraźnie przyspieszyła ona po 2022 r., co nie wynikało jedynie z napływu uchodźców z Ukrainy, ale również ze zwiększonej imigracji z krajów Ameryki Południowej (m.in. Kolumbii, Wenezueli, Peru), czy też Maroka. W efekcie, udział obcokrajowców w liczbie pracujących ogółem w hiszpańskiej gospodarce

zwiększył się z 13,9% w I kw. 2022 r. do 15,9% w III kw. 2024 r. i pozostaje w wyraźnym trendzie wzrostowym.

Podsumowując, przyczynami wysokiej odporności hiszpańskiego przetwórstwa na recesję w przetwórstwie strefie euro są relatywnie niskie ceny energii w tym kraju, a także wysoka konkurencyjność kilku sektorów takich jak: „produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych”, „produkcja wyrobów farmaceutycznych” oraz „produkcja pozostałego sprzętu transportowego”, w których obecnie obserwowane jest ożywienie popytu. Wskazuje to, że przyczyny odporności mają przede wszystkim charakter wewnętrzny, stąd trudno oczekiwać, aby w kolejnych kwartałach podobna ścieżka ożywienia aktywności realizowała się również w przetwórstwie w innych krajach strefy euro.

Uwzględniając trwały charakter przyczyn obserwowanej obecnie odporności hiszpańskiego przetwórstwa na tendencje recesyjne w przetwórstwie w strefie euro oczekujemy, że dobra koniunktura w tym sektorze utrzyma się również w kolejnych latach. Prognozujemy, że PKB w Hiszpanii zwiększy się w 2025 r. o 2,4% wobec wzrostu o 3,1% w 2024 r., a w 2026 r. dynamika PKB obniży się do 1,8%. Głównym źródłem wzrostu PKB w Hiszpanii w horyzoncie naszej prognozy będą konsumpcja prywatna oraz inwestycje wspierane przez napływ środków unijnych. Tym samym prognozujemy, że Hiszpania w latach 2025-2026 odnotuje najwyższe tempo wzrostu gospodarczego spośród największych gospodarek strefy euro.

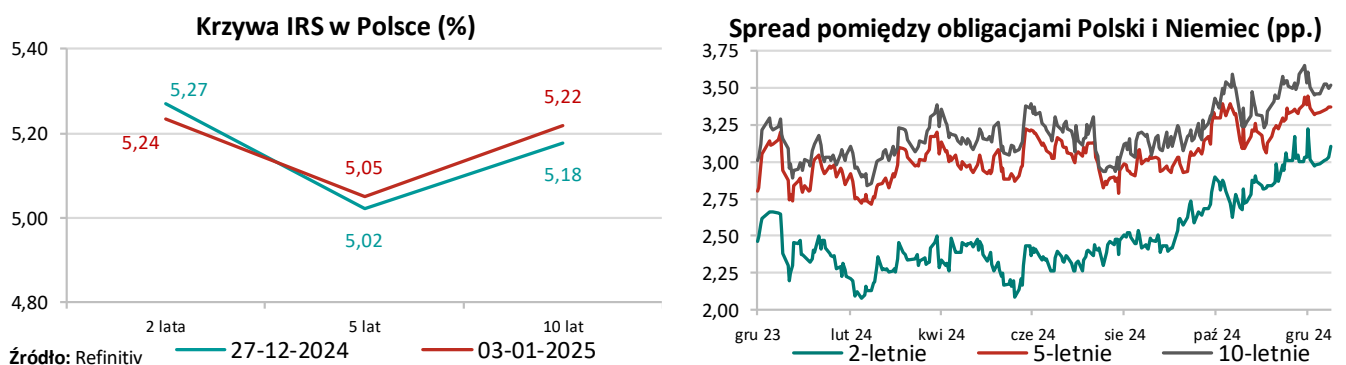
Wzrost kursu EURUSD wspierany przez dane o inflacji w Niemczech



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wyniósł 4,2691 (brak zmiany w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN charakteryzował się relatywnie niską zmiennością i oscylował na poziomie 4,27. Mieliśmy natomiast do czynienia z umocnieniem dolara względem euro, czemu sprzyjały rosnące oczekiwania części inwestorów na zmniejszenie tempa obniżek stóp procentowych przez Fed.

Początek tygodnia przyniósł umocnienie euro względem dolara, któremu sprzyjała publikacja wyższych od oczekiwań danych o inflacji w Niemczech. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z grudniowego posiedzenia FOMC. Uważamy, że może ona sprzyjać podwyższonej zmienności kursu złotego. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. Istotny dla kursu złotego pozostanie dalszy rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie i w Ukrainie. Ewentualna eskalacja napięcia może doprowadzić do wzrostu kursu EURPLN.

Publikacja *Minutes* FOMC może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,24 (spadek o 3pb), 5-letnie zwiększyły się do 5,05 (wzrost o 3pb), a 10-letnie do 5,22 (wzrost o 4pb). W zeszłym tygodniu stawki IRS charakteryzowały się relatywnie niską zmiennością, czemu sprzyjały obniżona aktywność inwestorów w połączeniu z relatywnie ubogim kalendarzem wydarzeń makroekonomicznych.

Początek tygodnia może przynieść wzrost stawek IRS w ślad za rynkiem niemieckim, gdzie doszło do wzrostu rentowności po publikacji wyższych od oczekiwań danych o inflacji. W tym tygodniu kluczowa dla krzywej będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z grudniowego posiedzenia FOMC, która może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. Przewidziane na ten tydzień publikacje danych z polskiej i

ze światowej gospodarki będą naszym zdaniem neutralne dla stawek IRS. Istotnym czynnikiem dla krzywej pozostanie dalszy rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie oraz Ukrainie. Ewentualna eskalacja napięcia może doprowadzić do zwiększenia stawek IRS.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,33	4,32	4,31	4,29	4,33	4,27	4,30	4,29	4,28	4,28	4,35	4,30	4,27	4,30
Kurs USDPLN*	3,93	4,00	3,99	3,97	4,06	3,94	4,02	3,96	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,16
Kurs CHFPLN*	4,64	4,64	4,52	4,40	4,41	4,36	4,47	4,50	4,56	4,54	4,64	4,60	4,54	4,59
Inflacja CPI (r/r, %)	6,2	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,8	4,8
Inflacja bazowa (r/r, %)	6,9	6,2	5,4	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,3	4,3
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-3,5	3,0	3,2	-5,7	7,8	-1,6	0,0	5,3	-1,3	-0,5	4,7	-1,5	3,0	3,0
Inflacja PPI (r/r, %)	-6,9	-10,6	-10,0	-9,9	-8,5	-7,0	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,7	-2,5	-2,5
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	0,5	4,6	6,7	6,0	4,3	5,4	4,7	5,0	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,1	2,1
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	9,6	12,8	12,9	12,0	11,3	11,4	11,0	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	12,9	12,9
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,1
Saldo ROB (mln EUR)	-102	1575	1752	1239	658	-605	441	-649	-2494	-1133	1064	-33	-33	-33
Eksport (r/r, %, EUR)	-6,3	-3,1	2,0	-8,7	8,1	-5,4	-6,7	5,3	-2,7	1,0	1,5	-3,3	-3,3	-3,3
Import (r/r, %, EUR)	-9,3	-4,1	2,1	-7,2	5,6	0,9	1,4	9,8	5,5	5,7	6,6	1,7	1,7	1,7

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym												
Wskaźnik	2024				2025				2024	2025	2026	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	2,1	3,2	2,7	2,5	3,1	3,3	3,4	3,6	2,6	3,5	3,3	
Konsumpcja (% r/r)	4,4	4,6	0,3	2,5	2,5	2,1	2,0	1,8	2,9	2,2	2,9	
Inwestycje (% r/r)	1,9	3,2	0,1	-5,8	5,6	7,7	8,9	8,8	-1,2	8,1	7,3	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	2,1	2,9	-0,7	1,8	4,6	5,7	4,3	7,1	1,6	5,3	5,5	
Import (ceny stałe, %, r/r)	2,3	5,7	1,9	3,5	4,9	5,3	4,3	3,9	3,3	4,5	4,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,7	2,6	0,2	1,3	1,5	1,2	1,2	0,9	1,7	1,3	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,5	0,0	-1,4	0,7	1,2	1,4	2,0	-0,2	1,4	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,3	-1,5	-0,7	0,1	0,5	0,1	1,8	-0,9	0,6	0,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,6	1,3	0,5	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	1,0	0,8	0,1	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	5,0	5,1	5,3	4,9	4,9	4,9	5,1	4,9	4,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	-0,2	0,9	1,5	0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,5	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,4	14,7	13,4	12,8	10,1	8,3	7,1	6,5	13,8	8,0	6,0	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,5	4,5	4,8	5,2	5,1	3,6	3,6	3,7	4,4	3,1	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,85	5,85	5,85	5,85	5,60	5,48	5,35	5,85	5,35	4,35	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,75	5,25	4,25	
EURPLN**	4,29	4,30	4,28	4,27	4,40	4,35	4,30	4,25	4,27	4,25	4,21	
USDPLN**	3,97	4,02	3,85	4,12	4,19	4,18	4,10	3,97	4,12	3,97	3,83	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 06.01.2025 r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Grudzień	51,4	51,4	51,4
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Grudzień	49,5	49,5	49,5
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Styczeń	-17,5		-17,5
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	2,4	2,6	2,5
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Listopad	0,2		-0,3
Wtorek 07.01.2025 r.						
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	2,2	2,4	2,4
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Listopad	6,3		6,3
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Grudzień	52,1	53,5	53,1
Środa 08.01.2025 r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Listopad	-1,5		0,0
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Grudzień	-0,77		
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Listopad	-3,2		-1,2
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Grudzień	146		140
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Styczeń	0,0		
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Grudzień			
Czwartek 09.01.2025 r.						
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	-2,5		-2,4
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Grudzień	0,2		0,2
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	-1,0		0,5
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Listopad	13,4		15,1
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Listopad	-0,5		0,5
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Listopad	-0,2		
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Listopad	-0,1		
Piątek 10.01.2025 r.						
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Grudzień	4,2	4,2	4,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Grudzień	227	145	150
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Styczeń	74,0	74,0	74,0

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Refinitiv