

## W tym tygodniu

**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych (stopa referencyjna NBP równa 5,75%). Wsparciem dla status quo w polityce pieniężnej są wypowiedzi prezesa

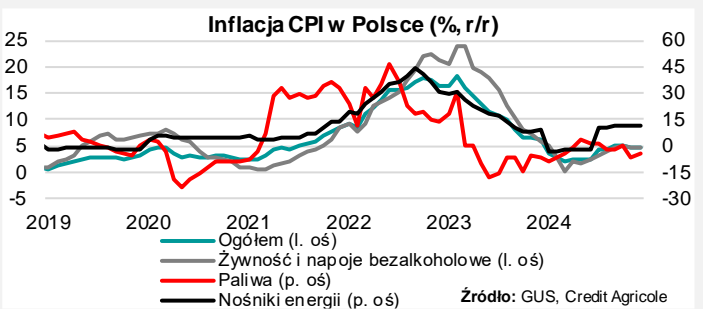
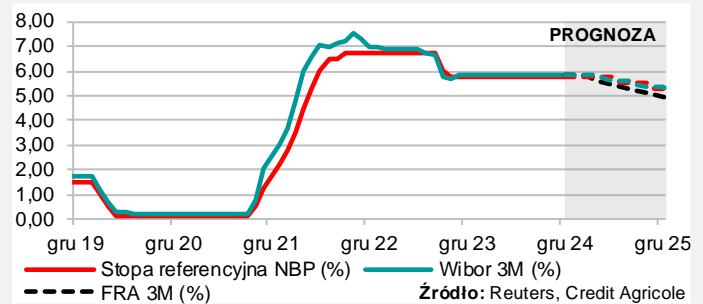
NBP na konferencji prasowej po grudniowym posiedzeniu, który stwierdził wówczas, że pierwsza obniżka stóp procentowych mogłaby nastąpić dopiero w 2026 r., tym samym wycofując się z wcześniejszych stwierdzeń wskazujących na prawdopodobne rozpoczęcie cyklu obniżek już w II kw. 2025 r. Oczekujemy, że treść komunikatu po posiedzeniu nie ulegnie znaczącym zmianom w porównaniu do dokumentu opublikowanego w grudniu. Decyzja o utrzymaniu niezmiennych stóp procentowych w tym tygodniu będzie spójna z konsensem rynkowym, a tym samym powinna być ona neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. W tym tygodniu najprawdopodobniej odbędzie się również zwyczajowa konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywy krajowej polityki pieniężnej. Uważamy, że w trakcie konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

**W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Naszym zdaniem inflacja CPI zwiększyła się w do 2,9% r/r grudniu wobec 2,7% w listopadzie, przy jednoczesnym utrzymaniu się inflacji bazowej na poziomie 3,3% przez czwarty miesiąc z rzędu. Dane zasygnalizują zatem utrzymującą się presję inflacyjną w USA. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji ogółem była wyższa dynamika cen nośników energii. Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 0,4% m/m w grudniu wobec wzrostu o 0,7% w listopadzie. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej wzrosła do 0,1% w grudniu wobec -0,1% w listopadzie, co będzie spójne ze spadkiem zatrudnienia w przetwórstwie przemysłowym odnotowanym w grudniu (patrz poniżej). Oczekujemy, że dane dotyczące rozpoczętych budów (1325 tys. w grudniu wobec 1289 tys. w listopadzie) oraz pozwoleń na budowę (1475 tys. wobec 1493 tys.) wskażą na utrzymującą się słabą aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Naszym zdaniem publikacja danych o inflacji w USA będzie neutralna dla rynków finansowych.

**W środę opublikowane zostaną finalne dane o inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że inflacja ukształtowała się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS i wyniosła 4,8% r/r w grudniu wobec 4,7% w listopadzie. Zgodnie ze wstępnymi danymi wzrost inflacji ogółem wynikał przede wszystkim z

wyższej dynamiki cen paliw. Dane o finalnej inflacji będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

**Dzisiaj rano opublikowane zostały dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach.** Saldo bilansu handlowego wzrosło w grudniu do 104,8 mld USD wobec 97,4 mld USD w listopadzie. Dynamika importu w Chinach wzrosła w grudniu do 1,0% r/r wobec -3,9% w listopadzie. Zwiększeniu importu sprzyjały zakupy surowców strategicznych przez Chiny w warunkach ich obniżonych cen. Z kolei eksport wzrósł do 10,7% r/r wobec 6,7% w listopadzie, co w dużym



stopniu wynikało z przyspieszonych zamówień ze strony amerykańskich firm chcących zdążyć przed wprowadzeniem podwyższonych ceł zapowiadanych przez administrację D. Trumpa. Dalsze istotne dane z Chin zostaną opublikowane w piątek. Oczekujemy, że dynamika PKB Chin w IV kw. wzrosła do 5,0% r/r wobec 4,6% w III kw. (2,0% kw/kw wobec 0,9% w III kw.). Tym samym, uważamy że dynamika PKB Chin dla całego 2024 r. wyniesie 4,9% r/r wobec 5,2% w 2023 r. Oczekujemy również, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 5,5% r/r w grudniu z 5,4% w listopadzie, z uwagi na korzystne efekty kalendarzowe, jak również utrzymującą się pozytywną koniunkturę w przemyśle i nadal silną dynamikę eksportu. Oczekujemy, że wzrost inwestycji w aglomeracjach miejskich ukształtował się w grudniu na poziomie 3,3% r/r, tak samo jak w listopadzie. Z kolei tempo wzrostu sprzedaży detalicznej przyspieszyło naszym zdaniem do 3,6% r/r w grudniu wobec 3,0% w listopadzie. Wsparcie dla wzrostu sprzedaży stanowiły działania rządu chińskiego wspierające popyt krajowy. Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.

**Dzisiaj poznamy również dane nt. polskiego bilansu płatniczego.** Prognozujemy, że na rachunku obrotów bieżących w listopadzie pojawi się deficyt równy 33 mln EUR wobec nadwyżki wynoszącej 1064 mln EUR w październiku. Uważamy, że dynamika eksportu zmniejszyła się do -3,3% r/r w listopadzie wobec 1,5% w październiku, a dynamika importu do 1,7% wobec 6,6%, co w znacznym stopniu wynikało z niekorzystnych efektów kalendarzowych. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

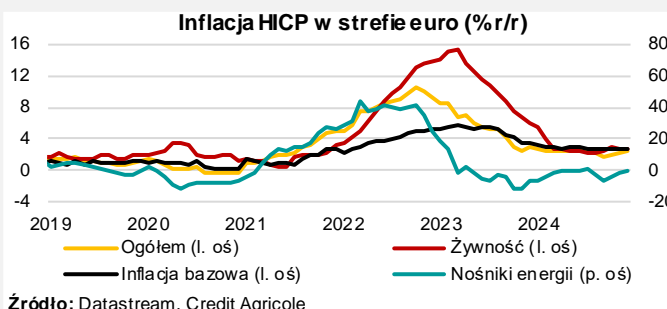
## W zeszłym tygodniu

**W ubiegłym tygodniu opublikowano *Minutes* z grudniowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z zapisem dyskusji członkowie FOMC uważają, że Fed jest „w lub blisko” momentu obniżenia tempa łagodzenia polityki pieniężnej. Warto zauważyć, że dokładnie tego samego sformułowania użył szef Rezerwy Federalnej na konferencji prasowej po grudniowym posiedzeniu (por. MAKROmapa z 23.12.2024). Zgodnie z *Minutes* większość członków FOMC uważa, że przy obecnym, znacząco mniej restrykcyjnym nastawieniu w polityce pieniężnej Rezerwa Federalna powinna przyjąć ostrożne podejście przy dalszym dostosowywaniu jej parametrów. Członkowie FOMC zwrócili również uwagę na wzrost prawdopodobieństwa scenariusza, w którym powrót inflacji do celu inflacyjnego zajmie więcej czasu niż wcześniej zakładano. Ich zdaniem wskazują na to ostatnie wyższe od oczekiwań dane o inflacji, a także proinflacyjny charakter zmian w polityce handlowej i migracyjnej zapowiadanych przez administrację D. Trumpa. Taka ocena jest spójna z opublikowaną w grudniu projekcją ekonomiczną członków FOMC, która w 2025 r. implikuje obniżki o łącznej skali 50pb (we wrześniowej projekcji było to 100 pb – por. MAKROmapa z 23.12.2024). Treść *Minutes* stanowi wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w 2025 r. Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe łącznie o 50pb (o 25pb w marcu i o 25pb w czerwcu).

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w grudniu o 256 tys. wobec wzrostu o 212 tys. w październiku (rewizja w dół z 227 tys.) i ukształtowało się znacząco powyżej oczekiwań rynku (160 tys.) i naszej prognozy (145 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w edukacji i służbie zdrowia (+80,0 tys.), w handlu detalicznym (+43,4 tys.) oraz w turystyce i rekreacji (+43,0 tys.). Z kolei do spadku zatrudnienia doszło w przetwórstwie (-13,0 tys.), w handlu hurtowym (-3,5 tys.) i w górnictwie oraz wycince drzew (-3,0 tys.). Stopa bezrobocia spadła w grudniu do 4,1% wobec 4,2% w listopadzie, kształtując się poniżej oczekiwań rynku równych naszej prognozie (4,2%). Tym samym stopa bezrobocia w USA ukształtowała się lekko poniżej stopy bezrobocia naturalnego, szacowanej przez Fed na poziomie 4,2%. Współczynnik aktywności zawodowej ukształtował się w grudniu na poziomie 62,5%, tak samo jak w listopadzie, tym samym pozostając

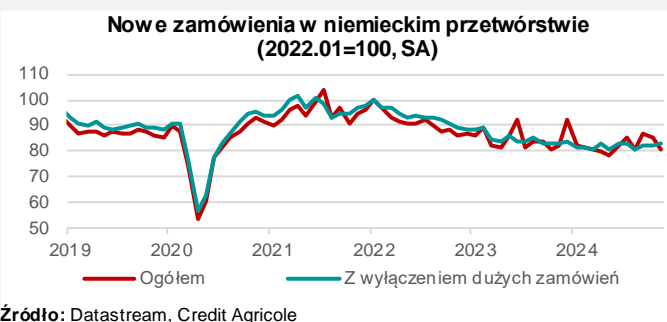
poniżej poziomów sprzed wybuchu pandemii (63,3%). Dynamika wynagrodzenia godzinowego obniżyła się w grudniu do 3,9% r/r wobec 4,0% w listopadzie. W naszej ocenie wskazuje to, że presja płacowa w amerykańskiej gospodarce lekko słabnie, choć pozostaje na podwyższonym poziomie. Z kolei indeks ISM dla usług wzrósł w grudniu do 54,1 pkt. wobec 52,1 pkt. w listopadzie, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (53,4 pkt.) i naszej prognozy (53,5 pkt.). W kierunku zwiększenia się indeksu oddziaływały wyższe wkłady 3 z 4 jego składowych (dla czasu dostaw, aktywności biznesowej i nowych zamówień), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla zatrudnienia. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w styczniu do 73,2 pkt. wobec 74,0 pkt. w grudniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku równym naszej prognozie (74,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku zwiększyła się w styczniu do 3,3% wobec 2,8% w grudniu, co wskazuje, że oczekiwania inflacyjne amerykańskich gospodarstw pozostają na podwyższonym poziomie. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszyło się w IV kw. do 2,3% wobec 3,1% w III kw., a w całym 2024 r. wzrosło o 2,8% wobec 2,9% w 2023 r.

**Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zwiększyła się w grudniu do 2,4% r/r wobec 2,2% w listopadzie, kształtując się zgodnie z naszą prognozą i konsensusem rynkowym.** Do zwiększenia inflacji przyczyniła się wyższa dynamika cen nośników energii (0,1% r/r w grudniu wobec -2,0% w listopadzie).



Dynamika cen żywności w grudniu pozostała na poziomie z listopada i wyniosła 2,7% r/r. Nie zmieniła się również inflacja bazowa, która ukształtowała się w grudniu na poziomie 2,7%. W danych na uwagę zasługuje utrzymująca się wysoka dynamika cen usług oraz wyraźnie niższe tempo wzrostu cen towarów. Oczekujemy, że najbliższe miesiące przyniosą stopniowe obniżenie inflacji bazowej. Spadek ten będzie jednak bardzo powolny i zmniejszy się ona do poziomu ok. 2% dopiero w IV kw. 2025 r. Taka ścieżka inflacji jest spójna z naszym scenariuszem, zgodnie z którym EBC na kolejnych posiedzeniach będzie kontynuował cykl łagodzenia polityki pieniężnej i na każdym z nich będzie obniżał stopy procentowe o 25pb, aż w kwietniu 2025 r. osiągną one docelowy poziom (2,25% w przypadku stopy depozytowej).

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się w listopadzie o 1,5% m/m wobec spadku o 0,4% w październiku (rewizja w górę z -1,0%), kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (wzrost o 0,5%).



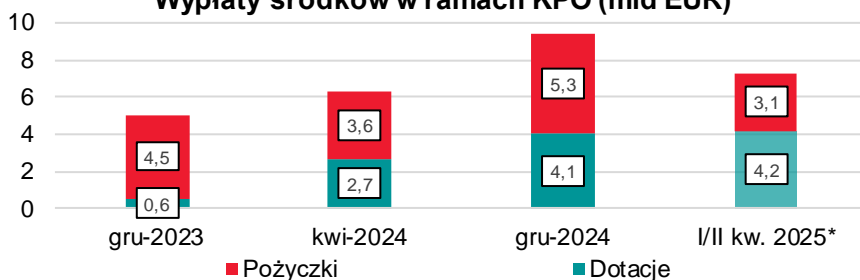
Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się we wszystkich trzech głównych działach: w energetyce, w przetwórstwie i w budownictwie. Najsilniejszy wzrost produkcji miał miejsce w kategoriach „wytwarzanie i przetwarzanie koks i produktów rafinacji ropy naftowej” (16,3% m/m), „produkcja pozostałego sprzętu transportowego” (11,4%) oraz „produkcja odzieży” (11,0%). W listopadzie zwiększyła się również produkcja w branżach energochłonnych (o 1,1% m/m), która mimo odnotowanego wzrostu nadal kształtuje się na poziomie o ok. 17% niższym niż

bezpośrednio przed wybuchem wojny w Ukrainie. W kierunku zwiększenia produkcji w branżach energochłonnych oddziaływał wzrost produkcji w 4 z 5 jej branż (metalurgicznej, petrochemicznej i koksowniczej, szklarskiej oraz papierniczej), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał spadek produkcji w branży chemicznej. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach w przetwórstwie, których miesięczna dynamika zmniejszyła się w listopadzie do -5,4% wobec -1,5% w październiku, kształtując się istotnie poniżej oczekiwań rynku (0,0%). W kierunku spadku dynamiki nowych zamówień oddziaływała niższa dynamika zamówień zagranicznych, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała wyższa dynamika zamówień krajowych. Obniżenie zamówień eksportowych wynikało z niższych zamówień zarówno z obszaru wspólnej waluty, jak i z krajów spoza strefy euro. W ujęciu sektorowym najsilniejszy spadek nowych zamówień odnotowano w kategoriach „pozostały sprzęt transportowy” (warto jednak pamiętać, że zamówienia w tej kategorii charakteryzują się wysoką zmiennością) oraz „podstawowe substancje farmaceutyczne oraz leki i pozostałe wyroby farmaceutyczne”. W tym kontekście warto zauważyć, że dynamika nowych zamówień z wyłączeniem dużych zamówień odnotowała nieznaczny wzrost, kształtując się na poziomie 0,2% m/m w listopadzie wobec 0,2% w październiku. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB Niemczech spadła w IV kw. do -0,1% wobec 0,1% w III kw., a w całym 2024 r. PKB Niemiec zmniejszył się o 0,2% wobec spadku o 0,3% w 2023 r.

## Środki unijne zdynamizują inwestycje publiczne w 2025 r.

Tempo absorpcji środków unijnych w ramach Krajowego Planu Odbudowy będzie istotnym czynnikiem kształtującym tempo wzrostu gospodarczego w najbliższych latach. Dostępne środki w ramach KPO składają się z bezzwrotnych dotacji oraz niskoprocentowych pożyczek. Przy czym warto zaznaczyć, że w przypadku bezzwrotnych dotacji wypłata środków możliwa jest jedynie do końca sierpnia 2026 r. W przeciwnym wypadku środki przepadają. W przypadku pożyczek termin ten może zostać wydłużony pod warunkiem, że odpowiednie umowy o dofinansowanie zostały podpisane przed wspomnianym wyżej terminem. Oznacza to, że terminowa absorpcja środków w ramach KPO będzie kluczowa z punktu widzenia kształtowania się ścieżki inwestycji w latach 2025-2026.

Wypłaty środków w ramach KPO (mld EUR)



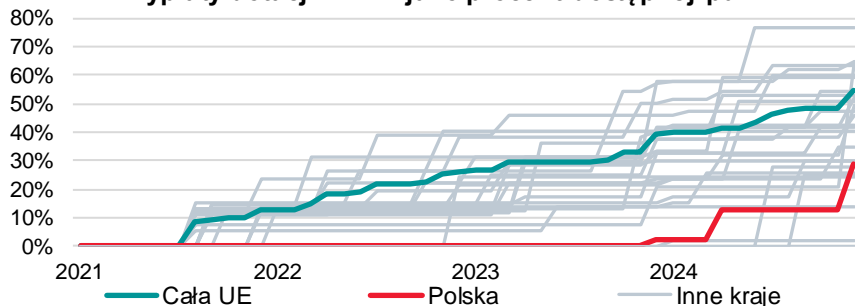
Źródło: Komisja Europejska, Credit Agricole

\*Oczekujemy, że wypłata wniosków złożonych w grudniu 2024 r. nastąpi w podanym terminie

Z uwagi na trwający wcześniej spór z Komisją Europejską, Polska przystąpiła do składania pierwszych wniosków o płatność z Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (RRF, odpowiednik KPO na szczeblu unijnym) w grudniu 2023 r., a zatem dopiero w połowie ramy czasowej przewidzianej na wykorzystanie środków. Od tego czasu Polska otrzymała cztery transze o łącznej wartości 20,7 mld euro (por. wykres). W połowie grudnia ub. r. media obiegła informacja o rzekomym wstrzymaniu w wypłatach z KPO przez Komisję Europejską z uwagi na niewykonanie przez Polskę zobowiązania dotyczącego oskładkowania umów cywilno-prawnych. Ta informacja została jednak później zdementowana przez minister K. Pełczyńską-Nałęcz. Tym samym w najbliższych miesiącach przewidujemy wypłatę środków w ramach wniosków IV i V złożonych 27 grudnia ub. r., w wysokości 7,1 mld euro. W rezultacie wówczas zostałaby wypłacona połowa dostępnych środków w ramach KPO (28,1 mld z 59,8 mld euro). Zgodnie z deklaracjami rządu, wnioski VI i VII złożone zostaną dopiero w IV kw. 2025 r., podczas gdy planowany termin złożenia dwóch ostatnich wniosków (VIII i IX) pozostaje nieznany.



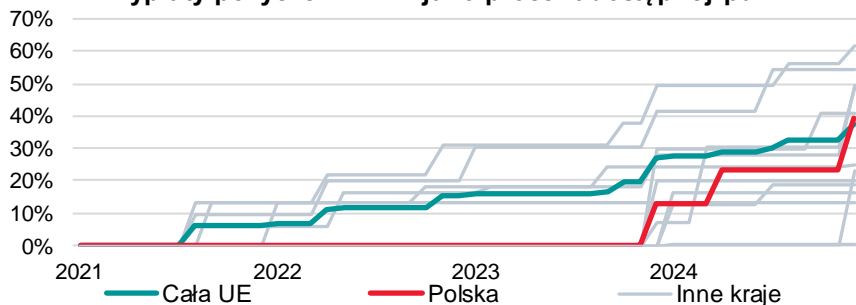
### Wyплаты dotacji z RRF jako procent dostępnej puli



Źródło: Komisja Europejska, Credit Agricole

osiągnęlibyśmy wykorzystanie środków na poziomie 45% i 14 pozycję w UE.

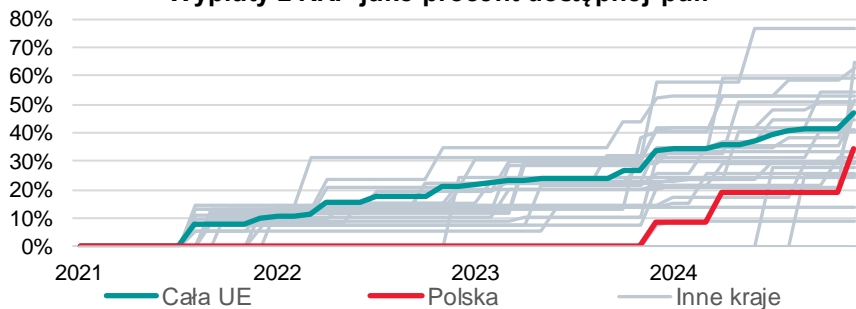
### Wyплаты pożyczek z RRF jako procent dostępnej puli



Źródło: Komisja Europejska, Credit Agricole

dawałoby 5 najwyższy wynik w UE.

### Wyплаты z RRF jako procent dostępnej puli



Źródło: Komisja Europejska, Credit Agricole

środków przez Polskę w ramach RRF można za dość dobry wynik. Obecnie trudno jednoznacznie ocenić czy Polska zdąży wykorzystać wszystkie fundusze dostępne w ramach KPO. Uważamy, że prawdopodobieństwo terminowego wykonania wszystkich kamieni milowych będzie można precyzyjnie ocenić dopiero w II poł. 2025 r. Można wnioskować, że ministerstwo będzie dążyć do szybkiego wykonania kamieni milowych, aby możliwie szybko uzyskać dostęp do środków bezzwrotnych, unikając tym samym ich przepiędnięcia. Nie można również wykluczyć, że rządawnioskuje o przedłużeniu terminu, do którego należy wykorzystać środki w ramach KPO. Trudno jednak ocenić prawdopodobieństwo sukcesu takiego działania. Rząd pozostaje optymistyczny w kwestii wykorzystania środków z KPO, a zdaniem minister K. Pełczyńskiej-Nałęcz, w bieżącym roku zainwestowane zostanie 90 mld zł (2,5% PKB) z KPO. Do 13 grudnia 2024 r. zawarto ponad 630 tys. umów of dofinansowanie z KPO na łączną kwotę ponad 41,8 mld zł (1,2% PKB), z których tylko część została zrealizowana w ub. r. Tym samym uważamy, że absorpcja środków w ramach KPO będzie istotnym czynnikiem dynamizującym wzrost inwestycji i PKB w 2025 r.

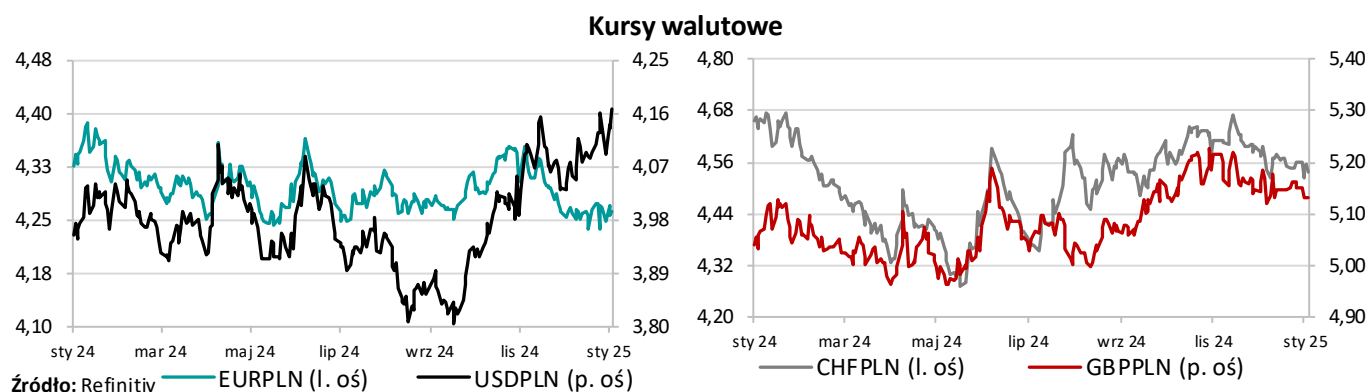
W skali całej UE wypłata dotacji w ramach RRF wynosi obecnie 55% dostępnej puli środków, podczas gdy w Polsce jest to tylko 29%. Polska plasuje się na 20 miejscu w UE w tym ujęciu. Dane te nie uwzględniają wypłaty środków, która nastąpi najprawdopodobniej w I poł. br., o które Polskaawnioskowała pod koniec ub. r. Wówczas

Tylko 13 krajów korzysta z części pożyczkowej RRF. W tym przypadku absorpcja środków przebiega sprawniej niż w przypadku dotacji. Polska osiągnęła bowiem wykorzystanie alokacji nieznacznie powyżej średniej unijnej (39% wobec 37%). Po uwzględnieniu wypłat, o które polski rządawnioskował pod koniec ub. r. relacja ta wzrosłaby do 48%, co

Polsce wypłacone zostało już 35% całej dostępnej puli środków (dotacje + pożyczki) w ramach RRF, podczas gdy dla całej UE ta relacja wynosi 47%. Po uwzględnieniu wypłat zaplanowanych na I poł. br. stopień wykorzystania środków przez Polskę wzrosłby do 47%. Biorąc pod uwagę dwuletnie opóźnienie w absorpcji środków w ramach KPO obecne wykorzystanie

Kluczowym elementem oczekiwanego przez nas przyspieszenia wzrostu gospodarczego w 2025 r. będzie prognozowane przez nas ożywienie w inwestycjach publicznych i powiązany z nim boom w budownictwie. Popyt w branży budowlanej był w 2024 r. nadal silnie ograniczany przez obniżoną absorpcję środków unijnych. Na podstawie profilu czasowego absorpcji środków unijnych w ramach perspektywy 2014-2020 oczekujemy, że wykorzystanie funduszy UE wyraźnie przyspieszy w 2025 r. i utrzyma się na wysokim poziomie 2026 r. W świetle powyższej analizy zakładamy, że ożywienie inwestycji publicznych w 2025 r. będzie dodatkowo wspierane przez kumulację projektów realizowanych w ramach KPO (w związku z koniecznością ich rozliczenia w 2026 r.). W połączeniu z efektami niskiej bazy z 2024 r. oczekujemy, że inwestycje publiczne wzrosną w ujęciu realnym w dwucyfrowym tempie. Realizacja inwestycji infrastrukturalnych będzie silnym wsparciem dla aktywności w budownictwie. Tym samym podtrzymujemy naszą prognozę przyspieszenia wzrostu gospodarczego do 3,5% r/r w 2025 r. z 2,6% w 2024 r.

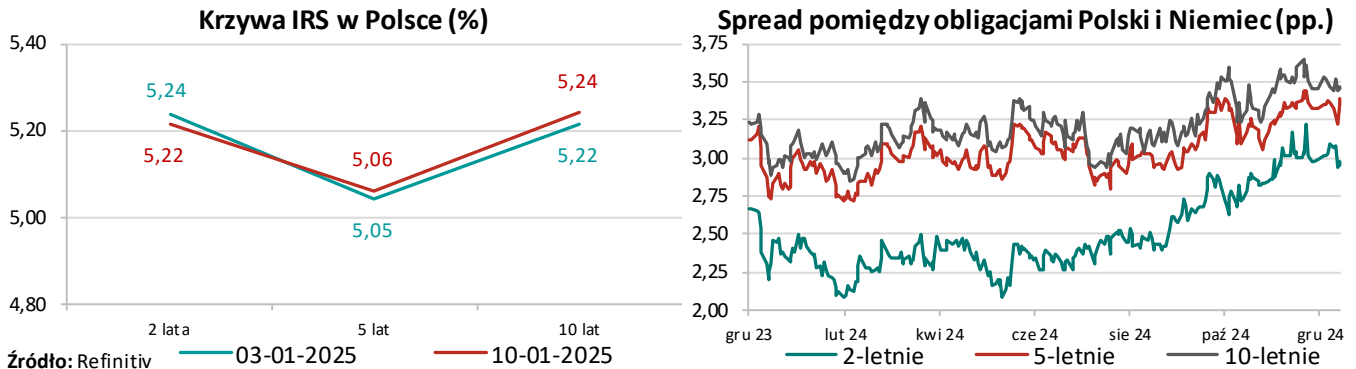
## Kurs EURPLN najniższy od lutego 2020 r.



**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2649 (umocnienie złotego o 0,2%).** Na początku ubiegłego tygodnia doszło do obniżenia kursu EURPLN poniżej 4,25. Tym samym osiągnął on najniższy poziom od lutego 2020 r. W dalszej części tygodnia doszło do lekkiego osłabienia złotego, czemu sprzyjała realizacja zysków przez część inwestorów. Początek tygodnia przyniósł również wzrost kursu EURUSD, do czego przyczyniła się publikacja wyraźnie wyższych od oczekiwań danych o inflacji w Niemczech (por. MAKROmapa z 06.01.2025). Wtorkowa publikacja zgodnych z konsensusem danych o inflacji w całej strefie euro doprowadziła jednak do odwrócenia trendu. W efekcie w kolejnych dniach dolar odrobił straty z początku tygodnia. Publikacja wyższych od oczekiwań danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA doprowadziła do umocnienia dolara względem euro.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego. 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.

## Konferencja prezesa NBP w centrum uwagi



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,22 (spadek o 2pb), 5-letnie zwiększyły się do 5,06 (wzrost o 1pb), a 10-letnie zwiększyły się do 5,24 (wzrost o 2pb).** W zeszłym tygodniu stawki IRS charakteryzowały się relatywnie niską zmiennością, co wynikało z obniżonej aktywności inwestorów ze względu na święto Trzech Króli. Jednocześnie rentowności obligacji na rynkach bazowych kształtowały się w trendzie wzrostowym, czemu sprzyjały oczekiwania na wolniejsze tempo łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed.

W tym tygodniu kluczowa dla krzywej będzie zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego, 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	kw 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	5,84	5,85	5,60	5,48	5,35	5,84	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	4,13	4,19	4,18	4,10	3,97	4,13	3,97	3,83	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały



**Kalendarz**

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 13.01.2025 r.</b>						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Grudzień	97,4	99,9	99,8
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)</b>	<b>Listopad</b>	<b>1064</b>	<b>-33</b>	<b>165</b>
<b>Środa 15.01.2025 r.</b>						
10:00	Niemcy	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	2024	-0,3	-0,2	-0,2
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Grudzień</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	0,0		0,4
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Grudzień	0,3	0,4	0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Grudzień	0,3	0,2	0,2
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	0,2		5,0
<b>Czwartek 16.01.2025 r.</b>						
	<b>Polska</b>	<b>Decyzja o stopach procentowych NBP (%)</b>	<b>Styczeń</b>	<b>5,75</b>	<b>5,75</b>	<b>5,75</b>
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja bazowa (% r/r)</b>	<b>Grudzień</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Grudzień	0,7	0,4	0,5
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Styczeń	-16,4		-4,0
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Listopad	0,1		
<b>Piątek 17.01.2025 r.</b>						
3:00	Chiny	PKB (% r/r)	IV kw.	4,6	5,0	5,1
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Grudzień	3,0	3,6	3,5
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Grudzień	3,3	3,3	3,3
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Grudzień	5,4	5,5	5,4
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Listopad	25,8		
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	2,4	2,4	2,4
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Grudzień	1493	1475	1458
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Grudzień	1289	1325	1310
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Grudzień	76,8		76,9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	-0,1	0,1	0,2

\* 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


**Jakub BOROWSKI**

 Główny Ekonomista  
 tel.: 600 457 021

[jakub.borowski@credit-agricole.pl](mailto:jakub.borowski@credit-agricole.pl)
**Krzysztof JAWORSKI**

 Starszy Ekonomista  
 tel.: 512 191 822

[krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl](mailto:krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl)
**Jakub OLIPRA**

 Starszy Ekonomista  
 tel.: 518 003 696

[jakub.olipra@credit-agricole.pl](mailto:jakub.olipra@credit-agricole.pl)

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMAPA” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Arturem Arutyunyanem: [aarutyunyan@credit-agricole.pl](mailto:aarutyunyan@credit-agricole.pl)

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.