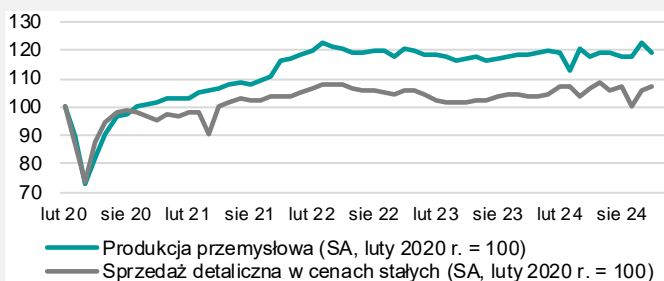


## W tym tygodniu

**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie dzisiejsze zaprzysiężenie D. Trumpa na prezydenta USA, które otwiera drogę do pierwszych decyzji w polityce gospodarczej, społecznej i zagranicznej.** Zgodnie z informacjami medialnymi, doradcy D. Trumpa przygotowali 100 rozporządzeń (*executive orders*), które prezydent miałby zacząć wdrażać już w trakcie pierwszych dni po objęciu stanowiska. Pierwsze decyzje będą najprawdopodobniej dotyczyły kwestii ograniczenia nielegalnej imigracji, nałożenia ceł na import towarów z niektórych krajów, złagodzenia regulacji dotyczącej wydobywania ropy naftowej oraz zatrzymania wzrostu liczby etatów w sferze budżetowej. Szczegóły dotyczące poszczególnych decyzji oraz tempo ich implementacji obarczone są dużą niepewnością. Napływające informacje dotyczące zmian legislacyjnych realizowanych przez administrację D. Trumpa będą ważnym czynnikiem kształtującym nastroje rynkowe w tym tygodniu.

**W środę opublikowane zostaną dane o produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 3,0% r/r w grudniu wobec -1,5% r/r w listopadzie. Na przyspieszenie wzrostu produkcji w grudniu złożyły się były korzystne efekty kalendarzowe oraz



Źródło: GUS, Credit Agricole

oddziałujące w przeciwnym kierunku pogorszenie koniunktury w przetwórstwie. Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (1,8%), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

**W czwartek poznamy krajowe dane o sprzedaży detalicznej.** Oczekujemy, że jej dynamika liczona w cenach stałych zmniejszyła się do 1,5% r/r w grudniu wobec 3,1% w listopadzie. Uważamy, że do spadku dynamiki sprzedaży przyczyniło się ustąpienie efektu niskiej bazy w kategorii paliwa, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała nieznaczna poprawa koniunktury konsumenckiej względem listopada. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (3,8%), a tym samym jej materializacja będzie negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



**W piątek opublikowane zostaną wstępne wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI).** Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się w styczniu do 49,6 pkt. wobec 49,7 pkt. w grudniu. Oznaczałoby to, że indeks PMI pozostanie drugi miesiąc





Źródło: S&P, Credit Agricole

z rządu poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wyniki badań koniunktury najprawdopodobniej potwierdzą utrzymujące się rozbieżne tendencje w sektorze usług i przetwórstwie przemysłowym. W przypadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie rynek oczekuje jego stabilizacji na poziomie 42,5 pkt. w grudniu i styczniu. Istotnym problemem dla niemieckiego przetwórstwa pozostaje silna konkurencja ze strony chińskiego przemysłu, szczególnie w produkcji samochodów i maszyn, w przypadku których Niemcy uprzednio cieszyli się bardzo silną pozycją na globalnym rynku. Najnowsze dane wskazują, że niemiecki eksport samochodów z napędem spalinowym kształtuje się w lekkim trendzie spadkowym od połowy ub. r., podczas gdy eksport samochodów elektrycznych i z napędem hybrydowym stopniowo

rośnie. W rezultacie łączny eksport samochodów z Niemiec również stopniowo zwiększa się. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech, będzie neutralna dla rynków finansowych.

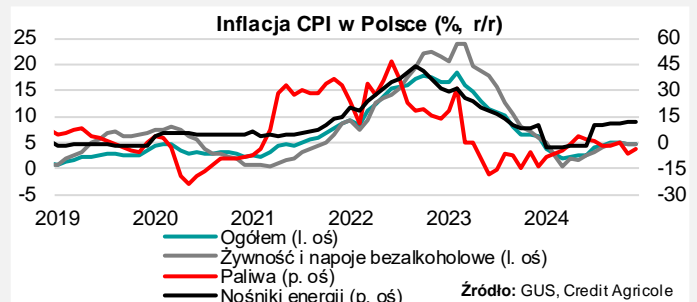
-  **W tym tygodniu poznamy dane z amerykańskiej gospodarki.** Oczekujemy, że dane dotyczące sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,23 mln w grudniu wobec 4,15 mln w listopadzie) wskażą na utrzymującą się słabą aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości, a w szczególności na ograniczenie podaży na rynku wtórnym związane z niechęcią refinansowania hipotek przy wysokiej stopie oprocentowania. W tym tygodniu poznamy również finalny indeks Uniwersytetu Michigan. Zgodnie z naszą prognozą kształtuje się on na poziomie 73,2 pkt. w styczniu wobec 74,0 pkt. w grudniu, wskazując na utrzymujące się słabe nastroje wśród amerykańskich konsumentów. Publikacja danych z USA będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
-  **W środę opublikowane zostaną grudniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia w grudniu utrzymała się na poziomie -0,5% r/r (tak jak w listopadzie). Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się naszym zdaniem do 12,9% wobec 10,5% w listopadzie. W kierunku wzrostu dynamiki wynagrodzeń oddziaływał naszym zdaniem efekt niskiej bazy. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

## W zeszłym tygodniu

-  **Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna NBP wynosi 5,75%).** Decyzja RPP była zgodna z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. Treść komunikatu po posiedzeniu uległa zmianie w kierunku bardziej jastrzębiego wydźwięku. Zaakcentowano m.in. wzrost inflacji w najważniejszych gospodarkach rozwiniętych, usunięto fragmenty mówiące o niskiej presji popytowej i kosztowej w polskiej gospodarce, a także zwrócono uwagę, że inflacja bazowa pozostanie w najbliższych kwartałach na podwyższonym poziomie (por. MAKROpuls z 16.01.2025). W komunikacie powtórzono zapowiedź, zgodnie z którą przyszły poziom stóp procentowych zależeć będzie od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. W ubiegłym tygodniu miała również miejsce zwyczajowa konferencja prasowa, podczas której prezes NBP A. Głapiński stwierdził, że obecny poziom stóp procentowych będzie sprzyjał powrotowi inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie, a przedwczesna obniżka wydłużyłaby ten proces. A. Głapiński zaprezentował również wykres przedstawiający scenariusz kształtowania się inflacji w 2025 r. wskazujący, że po przejściowym spadku w III kw. br. inflacja najprawdopodobniej wzrośnie w IV kw. ze względu na zakładane przez NBP odmrożenie cen energii. W efekcie odmrożenie cen energii odsunęłoby powrót inflacji do celu na koniec 2026 r. Treść komunikatu po posiedzeniu RPP oraz wypowiedzi prezesa NBP A. Głapińskiego nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym pierwsza obniżka stóp procentowych (o 25pb) nastąpi w III kw. br. W naszym scenariuszu zakładamy, że wyraźny wzrost cen nośników energii nastąpi dopiero w styczniu 2026 r., jednak jego skala będzie ograniczona i nie stanie na przeszkodzie powrotowi inflacji do celu RPP pod koniec 2026 r.
-  **Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się listopadzie do -521 mln EUR wobec 1220 mln EUR w październiku, kształtując się znacznie poniżej oczekiwań rynku (50 mln EUR) i naszej prognozy (-33 mln EUR).** Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z obniżenia sald wszystkich jego składowych: obrotów towarowych (o 1075 mln EUR), usług (o 271 mln EUR), dochodów pierwotnych (o 270 mln EUR) i dochodów wtórnych (o 125 mln EUR). Jednocześnie w listopadzie odnotowano spadek dynamiki eksportu (-4,7% r/r wobec 2,1%

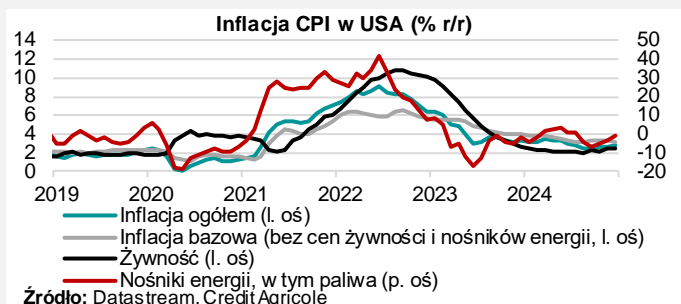
w październiku) oraz importu (-0,4% wobec 6,6%), do czego przyczyniła się niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. W danych na uwagę zasługują pogłębiające się dysproporcje pomiędzy dynamiką importu i eksportu. Z jednej strony w kierunku wzrostu dynamiki importu oddziałuje postępujące ożywienie popytu wewnętrznego w Polsce. Z drugiej strony eksport ograniczany jest przez nadal słaby popyt zagraniczny. Uważamy, że kolejne kwartały mogą przynieść dalsze pogłębienie deficytu w obrotach towarowych. Będzie temu sprzyjać prognozowana przez nas kontynuacja ożywienia popytu wewnętrznego w Polsce, wspierana przez wyższą dynamikę inwestycji finansowanych ze środków unijnych (por. MAKROmapa z 13.01.2025), przy niskim wzroście popytu zewnętrznego. Prognozujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszyło się w IV kw. do 0,3% wobec 0,5% w III kw.

**Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce nie zmieniła się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniosła 4,7% r/r, kształtując się poniżej wstępnego szacunku GUS (4,8%).** W kierunku wzrostu inflacji oddziaływały 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%). Przeciwny wpływ miała niższa inflacja bazowa, która obniżyła się w grudniu do 4,0% r/r wobec 4,3% w listopadzie. W ujęciu miesięcznym ceny bazowe zmniejszyły się o 0,1% m/m, czyli poniżej swojego wzorca sezonowego (ok. +0,1% w grudniu). Jednocześnie był to pierwszy od września 2023 r. spadek cen bazowych w ujęciu miesięcznym. Uwzględniając wysokie tempo wzrostu cen bazowych w poprzednich miesiącach uważamy, że jest zbyt wcześnie, aby grudniowe dane traktować jako sygnał osłabienia presji inflacyjnej (por. MAKROPuls z 17.01.2025). Dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” nie zmieniła się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniosła 4,8%. Publikacja grudniowych, niższych od oczekiwań danych skłoniła nas do rewizji średnioterminowej ścieżki inflacji w latach 2025-2026. Ze względu na niższy punkt startowy nieznacznie zrewidowaliśmy naszą ścieżkę cen żywności na 2025 r. Obecnie uważamy, że dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” zwiększy się w 2025 r. do 4,9% r/r (5,1% przed rewizją) wobec 3,4% w 2024 r., a w 2026 r. spadnie do 3,3% (bez zmian). Głównym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza jest kształtowanie się warunków agrometeorologicznych w Polsce w najbliższych kwartałach., które w istotny sposób będą determinować dynamikę cen owoców i warzyw. Ponadto, w naszej zrewidowanej prognozie założyliśmy, że zamrożenie cen nośników energii będzie obowiązywało do końca 2025 r., podczas gdy dotychczas zakładaliśmy wygaszenie działań osłonowych z końcem września br. W rezultacie prognozujemy, że inflacja ogółem wyniesie średniorocznie 3,9% r/r w 2025 r. i 2,8% w 2026 r. wobec 3,7% w 2024 r.

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Inflacja CPI w USA zwiększyła się w grudniu do 2,9% r/r wobec 2,7% w listopadzie, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen nośników energii, podczas gdy dynamika cen żywności



nie zmieniła się. Z kolei inflacja bazowa obniżyła się do 3,2% r/r wobec 3,3% w listopadzie. Miesięczne odsezonowane tempo wzrostu cen bazowych obniżyło się w grudniu do 0,2% wobec

0,3% w listopadzie, osiągając najniższy poziom od lipca 2024 r. Spadek inflacji bazowej zwiększył oczekiwania inwestorów na obniżki stóp procentowych w USA, doprowadził do spadku kontraktów FRA oraz osłabienia dolara względem euro. Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej w USA zwiększyła się w grudniu do 0,9% wobec 0,2% w listopadzie (rewizja w górę z -0,1%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,3%). Jej wzrost wynikał z wyższej dynamiki produkcji we wszystkich jej głównych działach: w przetwórstwie, górnictwie i dostarczaniu mediów. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w grudniu do 76,6% wobec 77,0% w listopadzie i pozostaje ono wyraźnie poniżej poziomu sprzed pandemii (ok. 78,6%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zmniejszyła się do 0,4% m/m w grudniu wobec 0,8% w listopadzie (rewizja w górę z 0,7%), kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,6%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się w grudniu do 0,4% wobec 0,2% w listopadzie. Dane wskazują tym samym, że mimo obserwowanego w ostatnich miesiącach spowolnienia popyt konsumpcyjny w USA pozostaje umiarkowanie silny. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały również dane o pozwoleniach na budowę (1483 tys. w grudniu wobec 1493 tys. w listopadzie) oraz rozpoczętych budowach (1499 tys. wobec 1294 tys.), wskazały na utrzymującą się obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości związaną przede wszystkim z wysokim oprocentowaniem kredytów hipotecznych. W tym kontekście warto zwrócić uwagę, że wzrost liczby rozpoczętych budów w grudniu miał w znacznym stopniu charakter sezonowy, a w ujęciu rocznym zmniejszyła się ona o 4,4%. Mieszanych sygnałów z amerykańskiego przetwórstwa dostarczyły natomiast regionalne indeksy NY Empire State (-12,6 pkt. w styczniu wobec 2,1 pkt. w grudniu) oraz Philadelphia Fed (44,3 pkt. wobec -10,9 pkt.). 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. Ponadto dane o inflacji w USA stanowią 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).

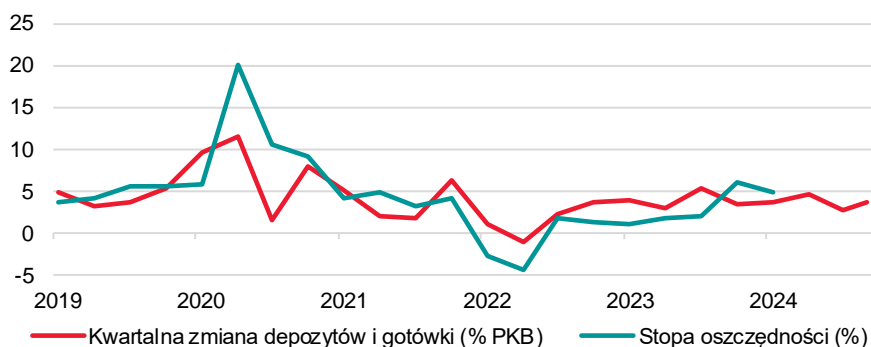
**Zgodnie ze wstępnym szacunkiem PKB w Niemczech obniżył się w 2024 r. o 0,2% r/r wobec spadku o 0,3% w 2023 r., kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku i naszą prognozą.** Zgodnie z niepełnymi danymi w kierunku obniżenia dynamiki PKB oddziaływały niższe wkłady inwestycji i eksportu netto, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady konsumpcji prywatnej i wydatków rządowych. W świetle wstępnych danych za cały 2024 r. podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w Niemczech spadła w IV kw. do -0,1% wobec 0,1% w III kw. Jednocześnie prognozujemy, że w całym 2025 r. PKB w Niemczech zwiększy się o 0,2%, a w 2026 r. wzrośnie o 0,8%.

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z Chin.** Roczna dynamika PKB w Chinach zmniejszyła się do 5,4% r/r w IV kw. 2024 wobec 4,6% w III kw., kształtując się powyżej konsensusu rynkowego zgodnego z naszą prognozą (5,0%). Jednocześnie kwartalna dynamika PKB w Chinach zwiększyła się do 1,6% kw/kw wobec 1,3% w III kw. (rewizja w górę z 0,9%). Oznacza to, że w całym 2024 r. PKB w Chinach zwiększył się o 5,0% wobec wzrostu o 5,2% w 2023 r., a tym samym osiągnął cel wyznaczony przez chiński rząd (ok. 5%). Czynnikiem wspierającym aktywność gospodarczą w Chinach były podjęte przez rząd działania stymulacyjne skierowane na pobudzenie popytu wewnętrznego, jak również realizacja przyspieszonego popytu na chińskie towary przez amerykańskie firmy w celu uniknięcia ceł, które planuje wprowadzić administracja D. Trumpa.

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również miesięczne dane z chińskiej gospodarki.** Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w grudniu do 6,2% r/r wobec 5,4% w listopadzie, kształtując się znacząco powyżej konsensusu rynkowego (5,4%) i naszej prognozy (5,5%). Przyczyniła się do tego w dużym stopniu wyższa produkcja towarów skierowanych na eksport. Sygnałem świadczącym o ożywieniu aktywności gospodarczej w Chinach były także dane o sprzedaży detalicznej (3,7% w grudniu wobec 3,0% w listopadzie), które ukształtowały się powyżej

oczekiwań rynku (3,5%) i naszej prognozy (3,3%). Wzrostowi sprzedaży detalicznej sprzyjał uruchomiony w ubiegłym roku przez chiński rząd program subsydiowania zakupów sprzętów gospodarstwa domowe. Z kolei dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich obniżyła się w grudniu do 3,2% wobec 3,3% w listopadzie, co było poniżej oczekiwań rynku równych naszej prognozie (3,3%). Choć końcówka roku wskazuje na wyraźne przyspieszenie aktywności gospodarczej w Chinach, perspektywy wzrostu na 2025 r. pozostają niekorzystne. Wynika to z wysokiego prawdopodobieństwa wzrostu napięć między USA a Chinami po zaprzysiężeniu D. Trumpa na prezydenta. Uwzględniając zapowiedzi administracji D. Trumpa oczekujemy silnego podwyższenia amerykańskich ceł na chińskie towary, a także zwiększenia pozataryfowych ograniczeń handlowych i inwestycyjnych. Czynnikiem hamującym wzrost PKB w Chinach pozostanie również utrzymujący się kryzys na chińskim rynku nieruchomości. Ponadto uważamy, że coraz bardziej widoczne będą problemy strukturalne chińskiej gospodarki związane z niekorzystnymi zmianami demograficznymi. W tych warunkach prognozujemy, że chiński rząd będzie zmuszony do istotnego zwiększenia stymulacji wzrostu gospodarczego w 2025 r. Działania te będą obejmować dalsze łagodzenie zarówno polityki pieniężnej (obniżki głównych stóp procentowych o łącznej skali 40pb oraz stopy rezerw obowiązkowych o 100pb) jak i fiskalnej (zwiększenie deficytu finansów publicznych w relacji do PKB o 2,8 pp. do 11,1%). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą PKB w Chinach zwiększy się w 2025 r. o 4,2%.

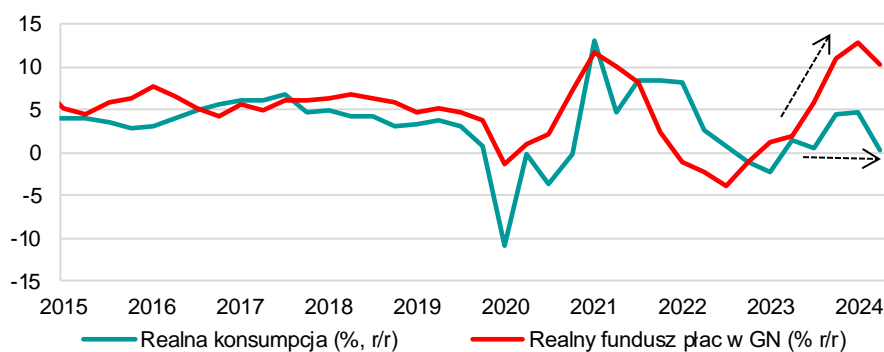
## Kiedy obniży się skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania?



Źródło: Eurostat, NBP, Credit Agricole

**W 2020 r. obserwowaliśmy silny wzrost stopy oszczędności (relacji oszczędności do dochodu rozporządzalnego) gospodarstw domowych. To zjawisko było przede wszystkim powiązane z nagromadzeniem tzw. oszczędności wymuszonych, czyli wynikających z ograniczenia konsumpcji na skutek niedostępności niektórych usług w trakcie obowiązywania restrykcji**

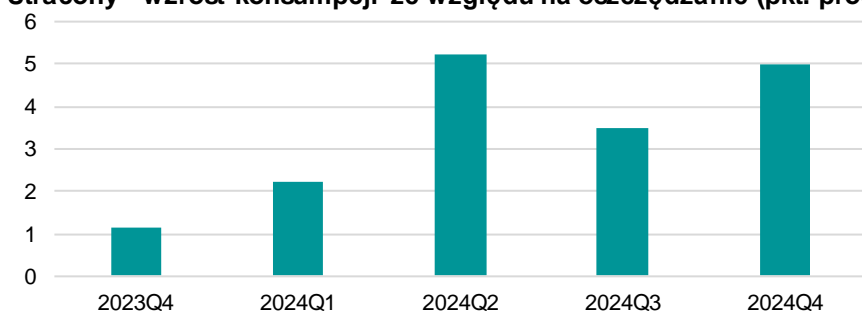
**nałożonych przez rząd oraz z obawy o zarażenie się wirusem podczas pandemii COVID-19. Następnie, w latach 2021-2022 stopa oszczędności wyraźnie zmniejszyła się, osiągając ujemne poziomy w I połowie 2022 r. Oznacza to, że gospodarstwa domowe korzystały z zasobu nagromadzonych wcześniej oszczędności aby sfinansować bieżącą konsumpcję (spożycie prywatne było wyższe od dochodu). W kolejnych kwartałach stopa oszczędności ponownie kształtowała się w trendzie wzrostowym (por. wykres). Oficjalne dane dotyczące stopy oszczędności w Polsce są dostępne tylko do I kw. 2024 r., jednak jej przybliżenie na podstawie kształtowania się wolumenu depozytów gospodarstw domowych i gotówki w obiegu sygnalizuje, że pozostawała ona na podwyższonym poziomie również przez resztę ub. r. Podobne wnioski można wyciągnąć również na podstawie badań koniunktury konsumenckiej. Wskaźnik dotyczący możliwości przyszłego (w ciągu najbliższych 12 miesięcy) oszczędzania pieniędzy utrzymuje się w trendzie wzrostowym od III kw. 2022 r. Poniżej analizujemy główne przyczyny wzrostu skłonności gospodarstw do oszczędzania oraz prezentujemy nasze oczekiwania w zakresie dalszego kształtowania się stopy oszczędności.**



Źródło: GUS, Credit Agricole

Historycznie realna dynamika konsumpcji wykazywała silną dodatnią korelację z tempem wzrostu realnego funduszu płac w gospodarce narodowej. Z uwagi na podwyższoną skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania, od połowy 2023 r. zależność ta uległa osłabieniu i realny fundusz płac rośnie szybciej niż spożycie prywatne (por. wykres).

**"Utracony" wzrost konsumpcji ze względu na oszczędzanie (pkt. proc.)**

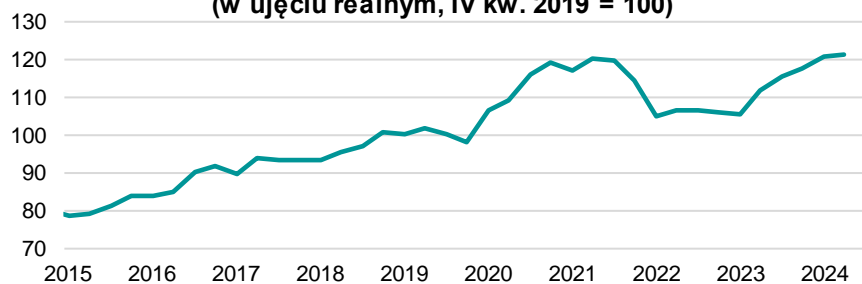


Źródło: Credit Agricole

W celu wyjaśnienia w jakim stopniu obserwowany wzrost skłonności do oszczędzania był czynnikiem ograniczającym wzrost konsumpcji w ostatnich kwartałach skonstruowaliśmy model ekonometryczny objaśniający realne tempo wzrostu spożycia prywatnego za pomocą realnej dynamiki funduszu płac i wskaźnika koniunktury dot. przewidywanego oszczędzania pieniędzy. Na

podstawie wyników modelowania ekonometrycznego szacujemy, że w przypadku braku wzrostu skłonności do oszczędzania w ostatnich kwartałach dynamika konsumpcji kształtowałaby się przeciętnie wyżej o 3,4 pkt. proc. niż w rzeczywistości. Ta różnica względem kontrfaktycznego scenariusza była największa w II i III kw. 2024 r. i sięgała 5 pkt. proc.

**Majątek finansowy netto gospodarstw domowych w Polsce (w ujęciu realnym, IV kw. 2019 = 100)**



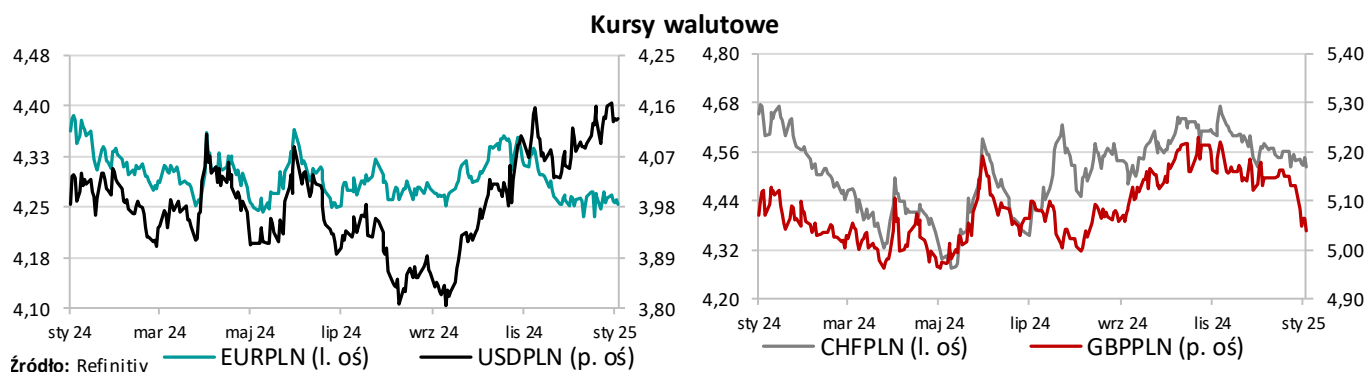
Źródło: ECB, GUS, Credit Agricole

Uważamy, że ważnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu skłonności do oszczędzania w tym okresie był tzw. efekt majątkowy. Zgodnie z teorią ekonomii spadek wartości nagromadzonego majątku oddziałuje w kierunku zmniejszenia skłonności gospodarstw domowych do konsumpcji i wzrostu skłonności do oszczędzania. Z uwagi na brak dostępności danych o wartości

majątku konsumentów nagromadzonego w postaci nieruchomości, korzystamy z danych dotyczących tylko majątku finansowego netto (gotówka, depozyty bankowe, akcje, obligacje, jednostki funduszy inwestycyjnych oraz inne aktywa po skorygowaniu o zadłużenie gospodarstw domowych). Nominalna wartość aktywów netto w posiadaniu gospodarstw domowych rosła nieprzerwanie w ostatnich latach. Jednakże z uwagi na szybki wzrost cen konsumpcyjnych (dwucyfrowa inflacja w latach 2022-2023) jego realna wartość wyraźnie obniżyła się na początku 2022 r. (por. wykres), co oddziaływało w kierunku zwiększenia skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania. Oprócz wspomnianego wyżej efektu majątkowego, odbudowie oszczędności sprzyjały znaczący wzrost realnych stóp procentowych oraz wzrost niepewności związany z wybuchem wojny na Ukrainie.

Warto zwrócić uwagę, że w III kw. 2024 r. wartość majątku finansowego netto gospodarstw domowych osiągnęła najwyższą wartość w historii, nieznacznie (o 1,1%) przekraczając dotychczasowe maksimum sprzed okresu silnego wzrostu inflacji odnotowane w III kw. 2021 r. W związku z tym uważamy, że skłonność gospodarstw do oszczędzania będzie stopniowo obniżać się w kolejnych kwartałach. Ponadto, czynnikiem ograniczającym wzrost skłonności do oszczędzania będzie oczekiwane przez nas spowolnienie realnego wzrostu wynagrodzeń, który dotychczas umożliwiał relatywnie szybką akumulację środków finansowych. Zakładane przez nas rozpoczęcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w III kw. br. będzie dodatkowo negatywnie wpływać na skłonność gospodarstw do oszczędzania. Uważamy, że stopa oszczędności nie spadnie jednak skokowo, co oznacza, że w warunkach spowalniającego wzrostu realnego funduszu płac najprawdopodobniej odnotujemy lekki spadek dynamiki konsumpcji w kolejnych kwartałach. Taka ocena jest spójna z naszą prognozą zakładającą średnioroczny wzrost spożycia prywatnego na poziomie 2,2% w 2025 r. wobec 2,9% w 2024 r.

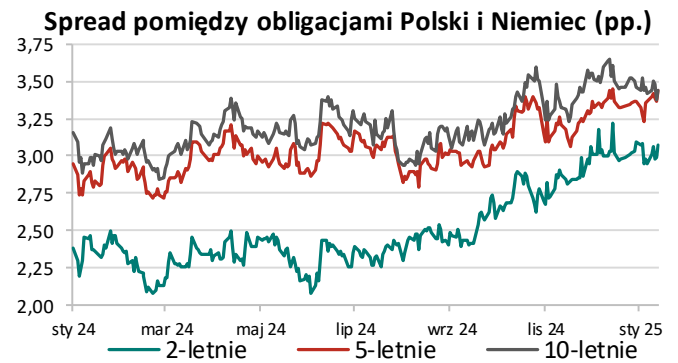
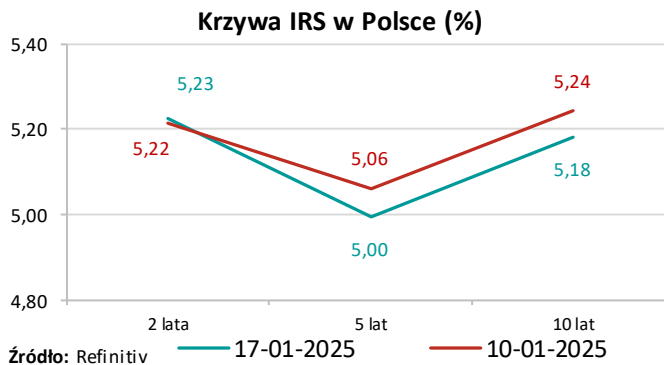
## Kurs złotego pod wpływem oczekiwań dotyczących decyzji Donalda Trumpa



**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2557 (umocnienie złotego o 0,2%).** W zeszłym tygodniu kurs EURPLN kształtował się w trendzie spadkowym, czemu sprzyjało umocnienie euro względem dolara. Lokalne czynniki (posiedzenie RPP, dane o inflacji) miały ograniczone znaczenie dla kursu polskiej waluty. Na początku tygodnia aprecjacji euro względem dolara sprzyjały doniesienia medialne mówiące o tym, że wzrost ceł na chińskie towary może być stopniowy. W kierunku osłabienia dolara oddziaływały również dane o inflacji CPI w USA, które zwiększyły oczekiwania części inwestorów na obniżki stóp procentowych w USA.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą pierwsze decyzje administracji D. Trumpa, które będą sprzyjać podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. Istotna dla złotego będzie również zaplanowana na środę publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej, które mogą sprzyjać umocnieniu złotego. Przeciwny wpływ mogą mieć czwartkowe dane o sprzedaży detalicznej w Polsce. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty.

## Pierwsze decyzje D. Trumpa w centrum uwagi



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,23 (wzrost o 1pb), 5-letnie zmniejszyły się do 5,00 (spadek o 6pb), a 10-letnie do 5,18 (spadek o 6pb).** W zeszłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. Obniżenie rentowności na rynkach bazowych wynikało ze zwiększenia oczekiwań na obniżki stóp procentowych w USA, do czego przyczyniła się publikacja danych o inflacji w USA (patrz powyżej).

W tym tygodniu kluczowe dla krzywej będą pierwsze decyzje administracji D. Trumpa, które mogą sprzyjać zwiększonej zmienności stawek IRS. Istotne dla krzywej będą także publikacje krajowych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Dane o produkcji przemysłowej mogą doprowadzić do wzrostu stawek IRS, podczas gdy dane o sprzedaży detalicznej będą miały najprawdopodobniej przeciwny wpływ. Przewidziane na ten tydzień publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki będą naszym zdaniem neutralne dla 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	4,7	4,7
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	4,0	4,0
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
Sprzedż 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	1220	-521		
Eksport (r/r, %, EUR)	-6,3	-3,1	2,0	-8,7	8,1	-5,4	-6,7	5,3	-2,7	1,0	2,1	-4,7		
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	-0,4		

\* 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	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	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	4,9	4,6	3,1	3,1	3,7	3,9	2,8	
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	PROGNOZA*	
				WARTOŚĆ	CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 20.01.2025 r.</b>						
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Grudzień			
<b>Wtorek 21.01.2025 r.</b>						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Styczeń	15,7		15,3
<b>Środa 22.01.2025 r.</b>						
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Grudzień	-1,5	3,0	1,8
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	-3,7	-2,5	-2,4
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Grudzień	10,5	12,9	11,3
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Grudzień	-0,5	-0,5	-0,5
<b>Czwartek 23.01.2025 r.</b>						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Grudzień	3,4	2,1	4,4
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Grudzień	3,1	1,5	3,8
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Styczeń	-14,5		-14,2
<b>Piątek 24.01.2025 r.</b>						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Styczeń	42,5		42,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Styczeń	51,6		51,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Styczeń	45,1		45,3
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Styczeń	49,6		49,7
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Grudzień	8,7	9,0	8,6
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	49,4		
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Grudzień	4,15	4,23	4,20
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Styczeń	73,2	73,2	73,5

\* 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