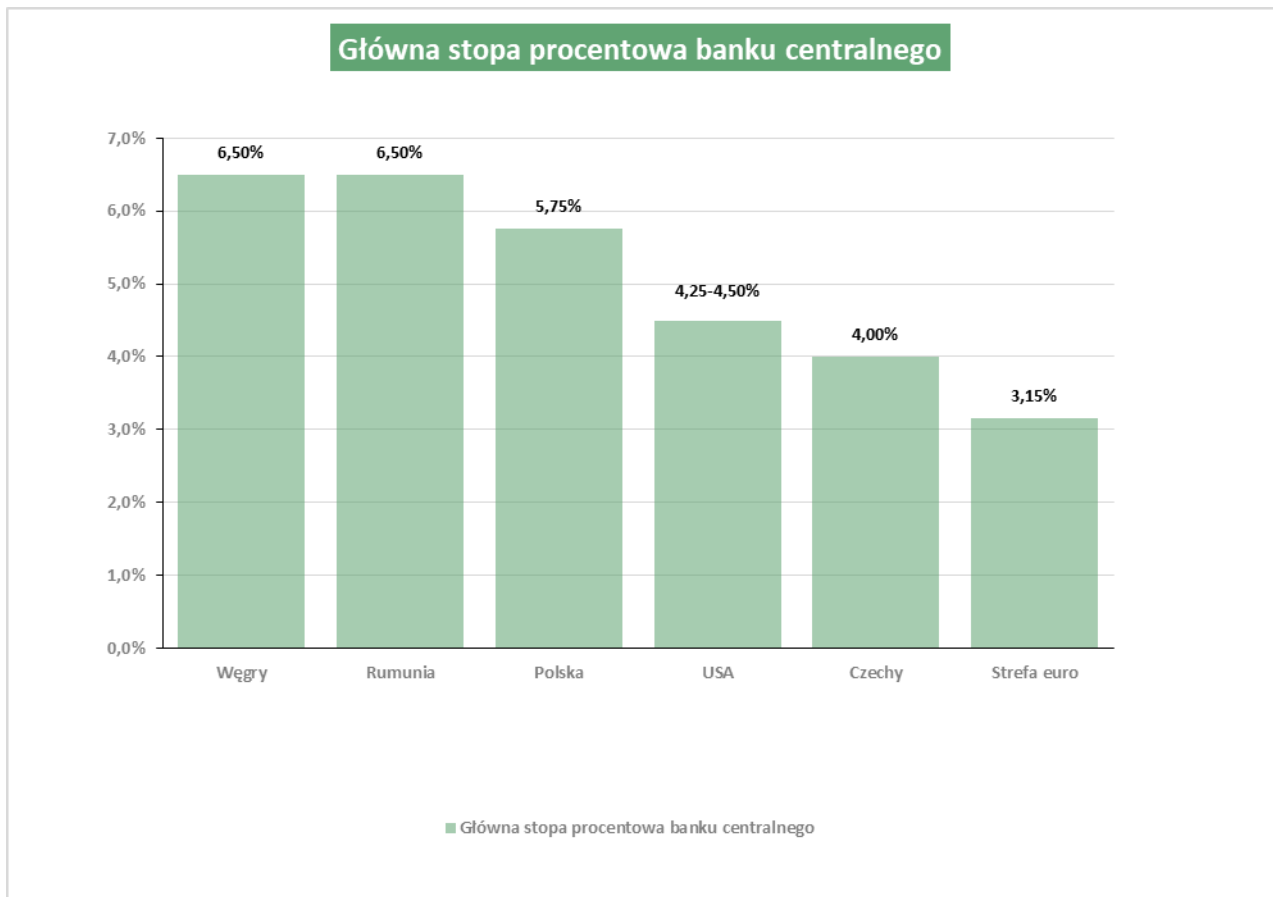


Dane makroekonomiczne

Decyzja w sprawie stóp procentowych NBP



Rada Polityki Pieniężnej na posiedzeniu w styczniu br. postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Główną przeszkodą na drodze do redukcji stóp procentowych NBP jest uporczywość tzw. inflacji bazowej, tj. po wyłączeniu cen żywności i energii. Wskaźnik ten pozostaje na wysokim poziomie (powyżej celu władz monetarnych) nieprzerwanie od lipca 2021 r. (4,0 % r/r w grudniu 2024 r.). Jest to o tyle istotne, że tzw. inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii jest postrzegana jako ta, na którą polityka władz monetarnych ma duży wpływ. Z tego względu Rada prawdopodobnie zacznie rozważać obniżki stóp NBP dopiero wówczas, gdy dynamika cen znajdzie się w tendencji spadkowej (tj. tempo, w jakim rosną ceny zacznie się trwale zmniejszać). Uwzględniając oczekiwane osłabienie wpływu ubiegłorocznych działań regulacyjnych (m.in. od kwietnia br. punktem odniesienia dla rocznej inflacji będą poziomy cen po podwyżkach cen żywności sprzed roku), wskaźniki inflacji od II kw. 2025 r. powinny się obniżyć, co mogłoby otworzyć pole do dyskusji nad ewentualną obniżką stóp NBP.

Wskaźniki gospodarcze

Wybrane wskaźniki gospodarcze w Polsce (dane GUS)

Wskaźnik	11 2024	11 2024	01-11 2024
	10 2024	11 2023	01-11 2023
Produkcja sprzedana przemysłu			
Ogółem	-5,4 %	-1,5 %	0,5 %
w tym:			
Przetwórstwo przemysłowe	-6,4 %	-1,9 %	0,4 %
Górnictwo i wydobywanie	-7,0 %	-7,9 %	-4,8 %
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną	15,0 %	5,6 %	1,8 %
Produkcja budowlano-montażowa			
Ogółem	3,3 %	-9,3 %	-7,4 %
w tym:			
Budowa budynków	-2,6 %	-16,0 %	-6,1 %
Budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej	12,2 %	-3,2 %	-7,1 %
Roboty budowlane specjalistyczne	-6,0 %	-13,0 %	-9,5 %
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych			
Ogółem	-1,2 %	3,1 %	2,7 %
w tym:			
Pojazdy samochodowe, motocykle, części	1,4 %	28,1 %	19,6 %
Paliwa stałe, ciekłe i gazowe	-7,0 %	4,1 %	7,2 %
Żywność, napoje i wyroby tytoniowe	-4,4 %	-0,2 %	-0,4 %

Główne wskaźniki gospodarcze w Polsce, strefie euro oraz w USA w latach 2023-2025 (dane źródłowe: MFV, [link](#))

Wskaźnik	2023	2024 (prognoza)	2025 (prognoza)
Polska			
PKB, zmiana r./r.	0,2 %	3,0 %	3,5 %
Inflacja, r./r.	11,4 %	3,9 %	4,5 %
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-5,1 %	-5,7 %	-5,5 %
Dług publiczny (jako % PKB)	49,6 %	55,5 %	60,0 %
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	1,5 %	0,8 %	0,0 %
Strefa euro			
PKB, zmiana r./r.	0,4 %	0,8 %	1,2 %
Inflacja, r./r.	5,4 %	2,4 %	2,0 %
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-3,6 %	-3,1 %	-3,1 %
Dług publiczny (jako % PKB)	87,8 %	88,1 %	88,4 %
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	1,6 %	2,6 %	2,4 %
USA			
PKB, zmiana r./r.	2,9 %	2,8 %	2,2 %
Inflacja, r./r.	4,1 %	3,0 %	1,9 %
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-7,1 %	-7,6 %	-7,3 %
Dług publiczny (jako % PKB)	118,7 %	121,0 %	124,1 %
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	-3,3 %	-3,3 %	-3,1 %

Wydarzenia

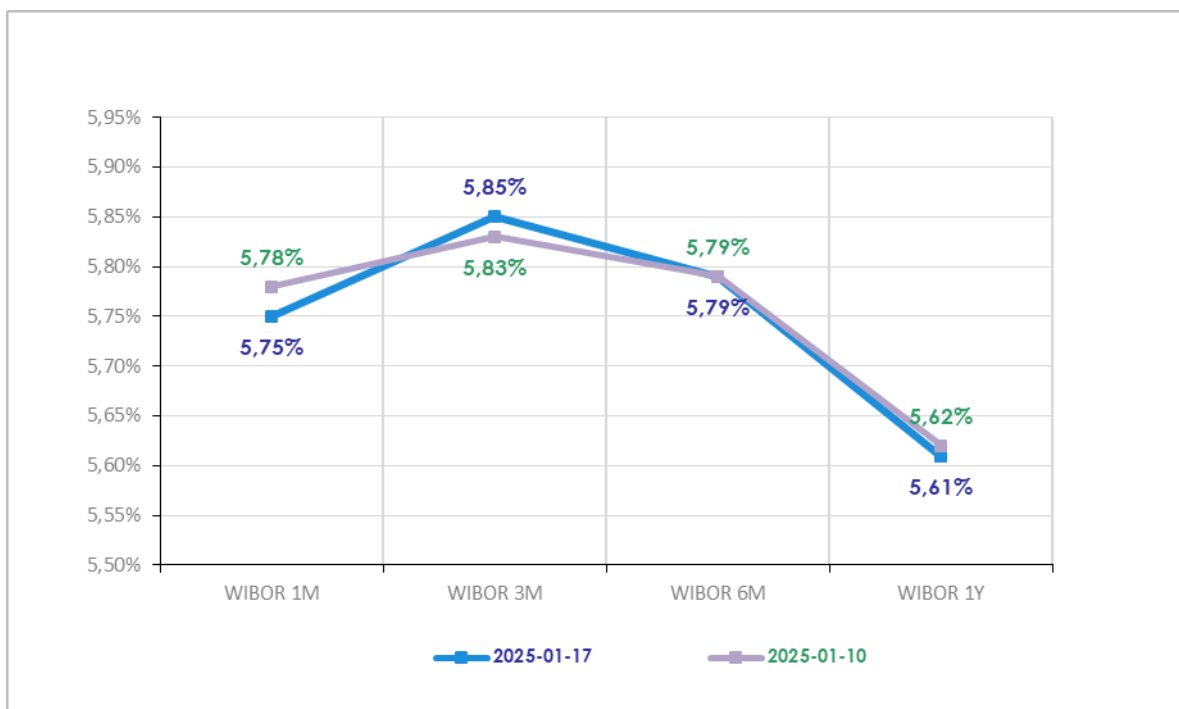
Główny Urząd Statystyczny opublikował finalne dane dotyczące wskaźnika inflacji konsumenckiej za grudzień 2024 r. (4,7 % r/r, wobec również 4,7 % r/r w listopadzie 2024 r.). Roczne tempo wzrostu cen pozostaje wyraźnie powyżej celu władz monetarnych (2,5 % w skali rocznej, plus/minus 1 pp.). Roczna dynamika inflacji jest zbliżona do tempa wzrostu cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” (4,8 % r/r w grudniu 2024 r., wobec również 4,8 % r/r w listopadzie 2024 r.). Zmiany w tej grupie produktów są szczególnie istotne dla poziomu głównego wskaźnika inflacji, gdyż mają największy udział (27,63 %) w systemie wag stosowanym przez GUS. Z uwagi na kluczowe znaczenie procesów inflacyjnych dla decyzji podejmowanych przez Radę Polityki Pieniężnej, opublikowane w minionym tygodniu dane, wskazujące na kształtowanie się rocznej dynamiki inflacji na wysokim poziomie może osłabić oczekiwania rynkowe odnośnie obniżki stóp NBP w I połowie 2025 r.

W serwisie UKNF opublikowano dane z sektora bankowego według stanu na koniec listopada 2024 r. ([link](#)). Wynika z nich, iż styczeń-listopad 2024 r. był okresem odbudowy akcji kredytowej oraz utrzymania wysokiej aktywności w segmencie depozytów. Wolumen należności sektora niefinansowego i budżetowego ukształtował się na poziomie wyższym niż przed rokiem (4,7 % r/r, wobec spadku o 1,3 % r/r na koniec 2023 r.), z kolei tempo wzrostu depozytów wyniosło 10,0 % r/r (wobec 8,8 % na koniec roku 2023). Równocześnie, odnotowano wzrost (r/r) wyniku finansowego sektora bankowego, który na koniec listopada 2024 r. osiągnął poziom 39,9 mld zł, wobec 27,9 mld zł przed rokiem. Pozytywny wpływ na wynik sektora miała przede wszystkim poprawa wyniku z tytułu odsetek (o 10,9 mld zł r/r). Łączny współczynnik kapitałowy w sektorze bankowym wyniósł na koniec września 2024 r. (informacja publikowana kwartalnie) 21,27 %, co oznacza, iż w stosunku do stanu na koniec września 2023 r. zmniejszył się o 0,77 pp., zaś współczynnik kapitału Tier I wyniósł w tym samym okresie 20,00 % (o 0,36 pp. niżej niż na koniec września 2023 r.). W relacji do końca września 2023 r. fundusze własne zwiększyły się o 3,4 %, podczas gdy kwota aktywów ważonych ryzykiem wzrosła w tym okresie o 7,2 %, zaś kapitał podstawowy Tier I zwiększył się o 4,9 % r/r.

Według danych opublikowanych przez Eurostat, inflacja w strefie euro w grudniu 2024 r. wyniosła 2,4 % r/r, wobec 2,2 % r/r w listopadzie ub. r. Ponowny wzrost inflacji był konsekwencją przyspieszenia rocznej dynamiki cen energii (o 2,1 pp. w porównaniu z listopadem 2024 r.). Wskaźniki inflacji w Europie w IV kw. 2024 r. wykazywały tendencję wzrostową ze względu na czynniki niezależne od polityki pieniężnej (rosnące ceny energii), co sprzyja kontynuacji polityki obniżek stóp procentowych w strefie euro (najbliższe posiedzenie decyzyjne Rady EBC zaplanowano w dniach 29-30 stycznia 2025 r.). Za niższym niż obecnie (3,15 %) poziomem stóp w strefie euro przemawia również utrzymująca się słabość koniunktury gospodarczej (według danych opublikowanych przez Eurostat, realny wzrost PKB w strefie euro w III kw. 2024 r. wyniósł 0,9 % r/r, wobec 1,7 % r/r w Polsce – według metodologii unijnej, [link](#)). W tym samym kierunku (za polityką obniżek stóp procentowych w strefie) przemawiają także długoterminowe prognozy ekspertów banku centralnego, które wskazują w perspektywie kolejnych dwóch lat na malejącą inflację (2,1 % w 2025 r., 1,9 % w 2026 r., wobec 2,4 % w 2024 r.).

Rynki finansowe

Rynek stóp procentowych

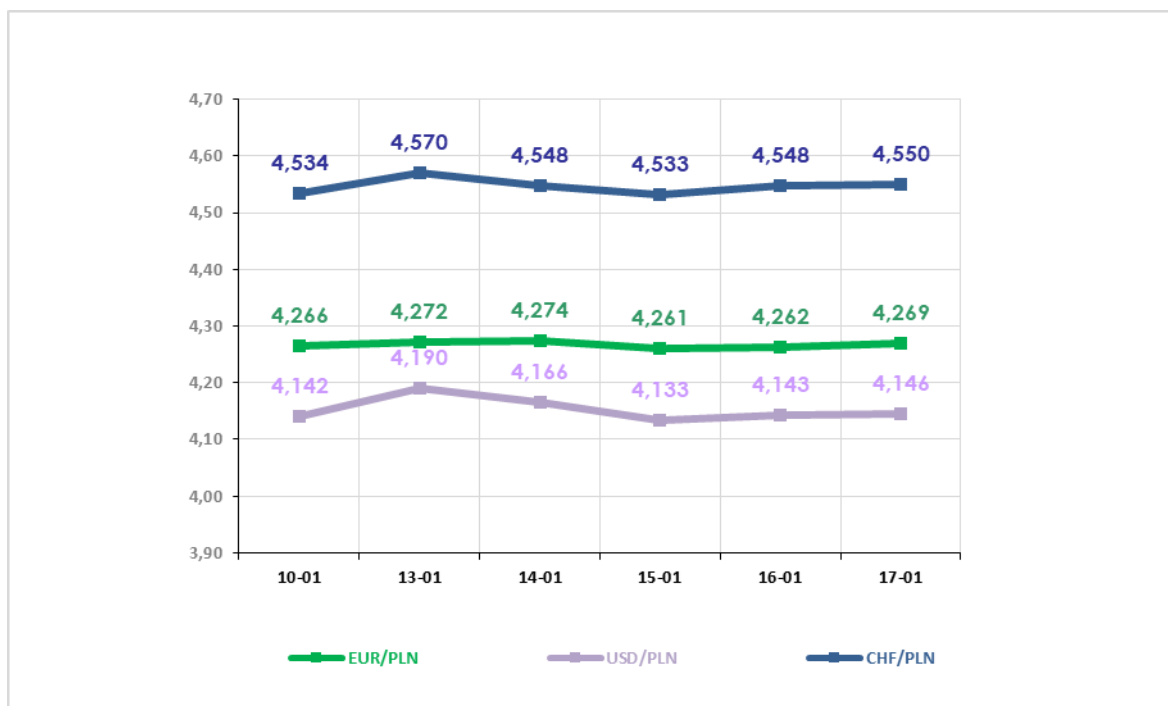


Brak sygnałów o możliwej redukcji kosztu pieniądza w Polsce w najbliższych miesiącach ([link](#)) determinuje stabilny poziom rynkowych stawek (wykres obok). Najbliższe posiedzenie decyzyjne Rady Polityki Pieniężnej zaplanowano w dniach 4-5 lutego 2025 r. Oczekujemy, iż RPP utrzyma stopy NBP na niezmiennym poziomie.

Rynkowe stopy procentowe (13 – 17.01.2025 r.)

STAWKA	2025-01-17	2025-01-16	2025-01-10
WIBOR 1M	5,75%	5,81%	5,78%
WIBOR 3M	5,85%	5,85%	5,83%
WIBOR 6M	5,79%	5,79%	5,79%
WIBOR 1Y	5,61%	5,62%	5,62%
POLONIA	5,53%	5,67%	5,50%
WIRON	5,33%	5,54%	5,07%
€STR (EUR)	2,92%	2,92%	2,92%
SOFR (USD)	-	4,29%	4,30%
SONIA (GBP)	-	4,70%	4,70%
SARON (CHF)	-	-	0,44%

Rynek walutowy

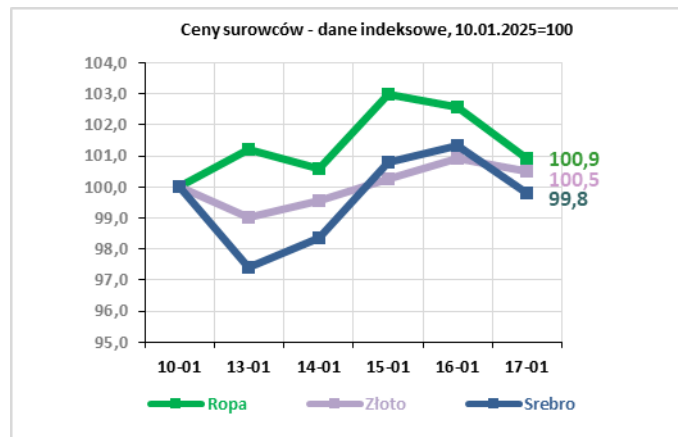


Perspektywy polityki pieniężnej realizowanej przez główne banki centralne oraz podwyższona niepewność geopolityczna (w kontekście zaplanowanego na dziś, tj. 20.01 objęcia urzędu przez prezydenta-elekta Donalda Trumpa w USA) pozostają kluczowymi czynnikami determinującymi kierunek zmian na rynkach finansowych. Ryzyka związane z funkcjonowaniem światowej gospodarki (w tym relacji handlowych) w nowych uwarunkowaniach politycznych mogą okazać się kolejnym szokiem dla osłabionych (konsekwencjami długotrwałej wojny na Wschodzie) gospodarek europejskich. Przewaga czynników ryzyka w kolejnych tygodniach może być czynnikiem ograniczającym potencjał do umocnienia walut z krajów rozwijających się (w tym złotego).

Kursy wybranych par walutowych (fixing NBP, zł)

WYSZCZEGÓLNIENIE	2004-2022 (średnia)	2023 (średnia)	2024 r. (średnia)	2025-01-10	2025-01-17	ZMIANA (tygodniowa)
USD/PLN	3,42	4,20	3,98	4,1415	4,1462	0,1%
EUR/PLN	4,20	4,54	4,31	4,2657	4,2691	0,1%
CHF/PLN	3,39	4,67	4,52	4,5341	4,5503	0,4%

Rynek towarowy



Obniżki stóp procentowych w głównych gospodarkach w ostatnich miesiącach (USA, strefa euro) oraz prawdopodobna kontynuacja łagodnej polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach pozostają czynnikiem sprzyjającym utrzymaniu się cen metali szlachetnych na wysokim poziomie (tabela obok).

W warunkach osiągnięcia w minionym tygodniu porozumienia o zawieszeniu broni w Strefie Gazy, potencjał do dalszego wzrostu cen ropy na skutek prowadzenia działań zbrojnych na Bliskim Wschodzie wydaje się ograniczony (pomimo 0,9 % wzrostu cen surowca w minionym tygodniu). Opublikowane w dn. 14 stycznia br. prognozy amerykańskiej agencji ds. energii (ang. E.I.A., [link](#)) wskazują, że średnia cena ropy Brent w 2025 r. spadnie do 74 dolarów za baryłkę (wobec 81 dolarów w 2024 r.). Taka perspektywa powinna ograniczać potencjał wzrostu cen konsumpcyjnych (inflacji) w tym roku.

Ceny wybranych surowców na światowych rynkach (źródło Macrobond)

Data	Cena ropy (USD/bbl)	Cena złota (USD/oz.)	Cena srebra (USD/oz.)
10-01	79,26	2 689,38	30,41
13-01	80,23	2 663,54	29,62
14-01	79,72	2 677,19	29,90
15-01	81,64	2 696,27	30,65
16-01	81,29	2 714,44	30,82
17-01	79,98	2 703,03	30,35

Ceny produkcji rolnej na rynku krajowym (na podstawie danych tygodniowych publikowanych przez MRiRW)

Data	Pszenvica konsumpcyjna (zł, t)	Filety z piersi kurczaka (zł/kg)	Żywiec wieprzowy rzeźny (zł/kg)	Ziemniaki (zł/kg)	Jaja M (zł/100 szt.)
11-11	942,95	19,85	6,26	1,47	64,02
18-11	939,35	19,58	6,24	1,55	66,55
25-11	941,63	19,52	6,23	1,45	64,29
2-12	938,38	19,24	6,23	1,48	65,62
9-12	941,67	19,01	6,21	1,51	64,74
16-12	938,18	19,12	6,08	1,36	66,29
23-12	960,50	19,27	6,08	1,36	67,31

Rynek kapitałowy



Perspektywy polityki pieniężnej realizowanej przez główne banki centralne (oczekiwana w 2025 r. kontynuacja redukcji stóp procentowych w strefie euro oraz USA) oraz konsekwencje rozstrzygnięć wyborczych w Stanach Zjednoczonych pozostają kluczowymi czynnikami determinującymi kierunek zmian na rynkach akcji. Potencjał do trwałych wzrostów kursów akcji ogranicza utrzymywanie się ryzyka geopolitycznego na wysokim poziomie, które dodatkowo zwiększa niepewność decyzji politycznych po zaplanowanym na dziś (20 stycznia 2025 r.) objęciu prezydentury w USA przez prezydenta-elekta Donalda Trumpa.

Kalendarium

Kalendarium na najbliższy tydzień (20 – 24.01.2025 r.)

Data	Kraj	Wskaźnik makro	Okres	Wartość poprzednia
22 stycznia	Polska	Produkcja sprzedana przemysłu, r/r	XII	-1,5 %
23 stycznia	Polska	Sprzedaż detaliczna (w cenach stałych), r/r	XII	3,1 %

DEPARTAMENT RACHUNKOWOŚCI I SPRAWOZDAWCZOŚCI

Daniel Piekarek – Analityk Makroekonomiczny, tel.: 22 539-54-97

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowane jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowane jako oferta ani propozycja zawarcia jakiejkolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani ofertą sprzedaży jakiejkolwiek usługi świadczonej przez Bank BPS S.A. Przedstawione opinie i komentarze są niezależnymi opiniami Banku BPS S.A. i pozostają aktualne wyłącznie w momencie ich wydania. Przy ich opracowaniu wykorzystano źródła informacji, które są uważane za wiarygodne i dokładne, jednak zastrzegamy, iż mimo to mogą być one niekompletne lub skrócone. Niniejszy dokument stanowi własność Banku. Kopiowanie i rozpowszechnianie niniejszego dokumentu w całości lub w części możliwe jest wyłącznie po uprzednim uzyskaniu pisemnej zgody Banku.