

# Makro i Rynek

2025: Nowe wyzwania na drodze ku  
stabilności

---

**Bank Millennium**  
**Biuro Analiz Makroekonomicznych**

grudzień 2024

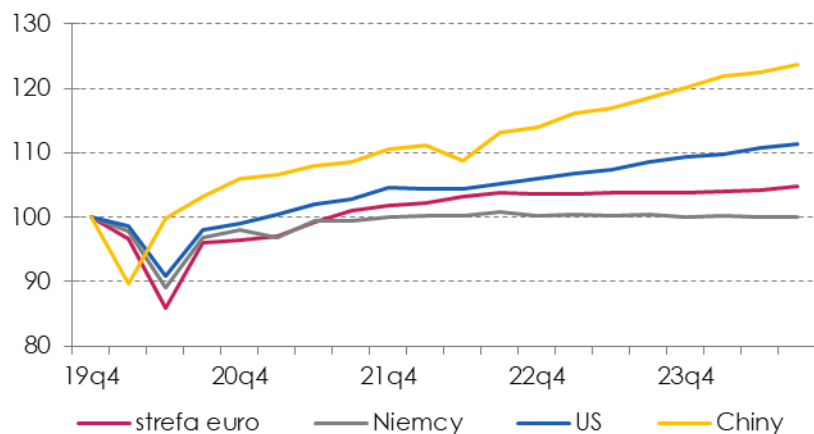
**Millennium**  
bank

# Spis treści

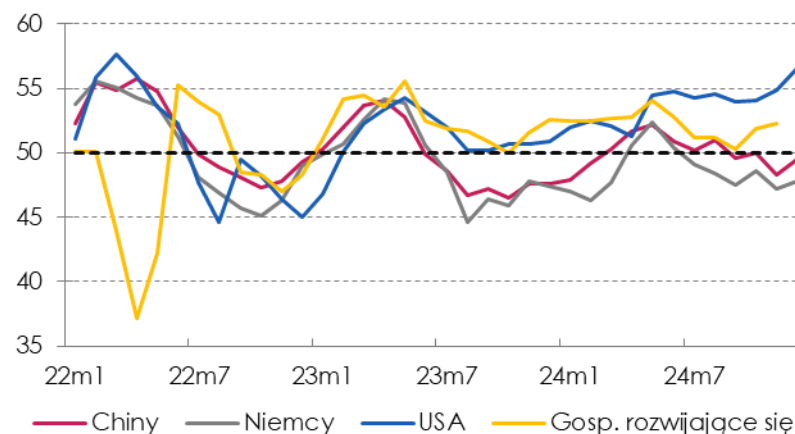
<u>Gospodarka globalna</u>	3-8
<u>PKB w Polsce</u>	9-12
<u>Fundusze UE</u>	13
<u>Wymiana handlowa z zagranicą</u>	14
<u>Rynek pracy</u>	15
<u>Inflacja</u>	16
<u>Polityka pieniężna</u>	17
<u>Polityka fiskalna</u>	18
<u>Rynki finansowe EUR/PLN</u>	19-20
<u>Globalny rynek walutowy</u>	21-22
<u>Krajowy rynek obligacji</u>	23-24
<u>Rynki finansowe obligacje bazowe</u>	25
<u>Rynek surowcowy</u>	26
<u>Dane i prognozy</u>	27

# Gospodarka globalna – Wzrost gospodarki światowej w 2025 r. zapowiada się przeciętnie, ale powinien być stabilny. Prognozy dla gospodarki światowej są niepewne, m.in. z powodu czynników politycznych.

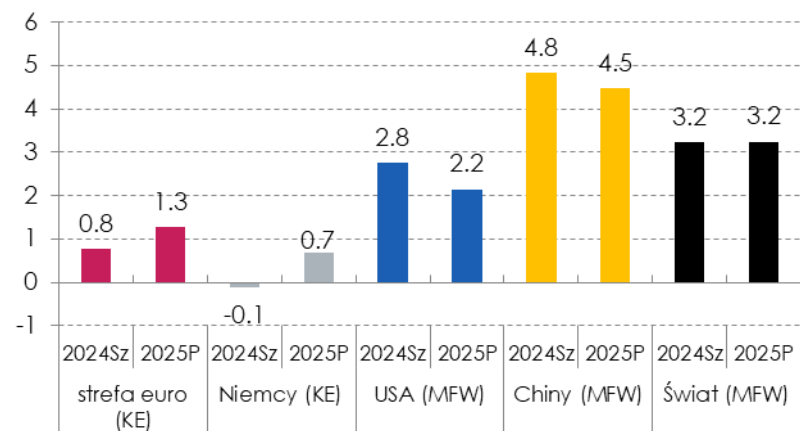
PKB w cenach stałych (4Q 2019=100)



Złożony indeks PMI (pkt)



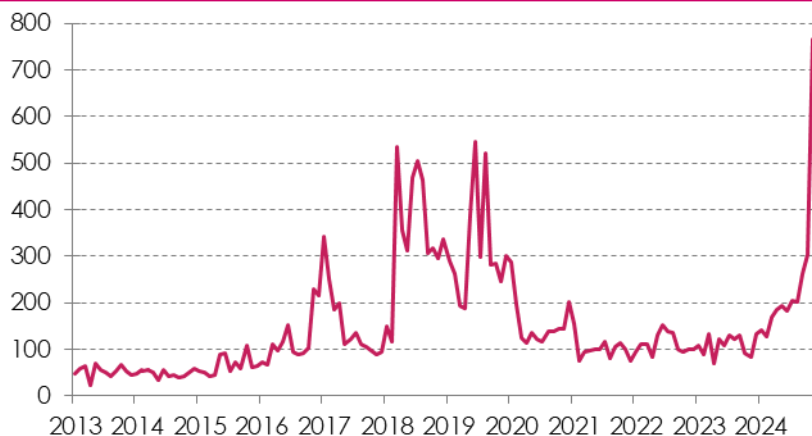
Prognozy dynamiki PKB (%)



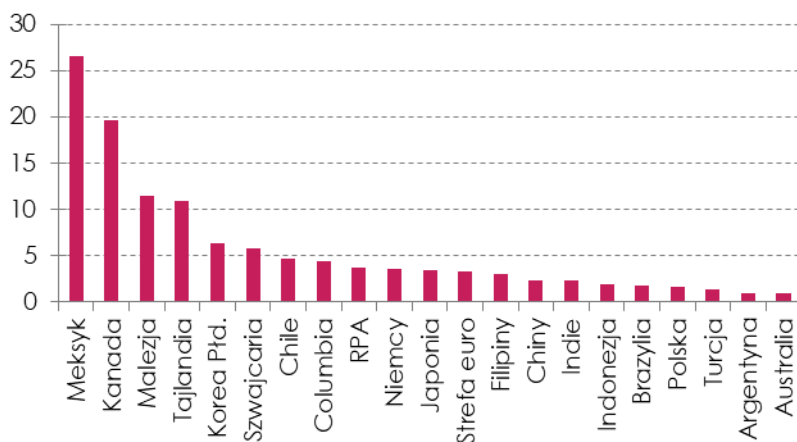
- Rok 2024 był czasem stabilnego, aczkolwiek wolniejszego niż przed pandemią wzrostu PKB na świecie, słabszej presji inflacyjnej i rozpoczęcia łagodzenia polityki pieniężnej.** Koniunktura była jednak zróżnicowana. PKB strefy euro, według szacunków Komisji Europejskiej, urosł tylko o 0,8% po wzroście o 0,4% rok wcześniej. Do słabości mocno przyczyniły się Niemcy, które zapewne drugi rok z rzędu były w recesji. Pozytywną niespodzianką okazał się wzrost w USA (ok. 2,8% wobec 2,9% r/r w 2023 r.). Natomiast Chiny, po dobrej I poł. roku, spowolniły w 3Q 2024, jednak po wdrożeniu stymulusu 4Q 2024 najpewniej będzie lepszy.
- Prognozy MFW i OECD wskazują na stabilny wzrost w 2025 r. światowego PKB, choć trendy, podobnie jak w 2024 r., pozostaną zróżnicowane.** KE spodziewa się przyspieszenia wzrostu gospodarczego w strefie euro do 1,3%, a w Niemczech do 0,7%. Odbiciu aktywności w strefie euro ma towarzyszyć tylko nieznacznie wolniejszy wzrost (2,2%) w USA względem średniej wieloletniej. Również nieco słabszego wzrostu MFW spodziewa się dla Chin: 4,5% wobec 4,8% w 2024 r., aczkolwiek nowe plany poluzowania polityki fiskalnej i monetarnej mogą pozwolić na utrzymanie dynamiki. **Rok 2025 w światowej gospodarce będzie kolejnym z wysoką niepewnością,** związaną z czynnikami ekonomicznymi (inflacja, kursy walutowe, ceny surowców, stopy procentowe), ale i (geo)politycznymi, takimi jak polityka celna i fiskalna na świecie, czy konflikty zbrojne.

# Gospodarka globalna – w 2025 r. zapowiada się kolejna odłona wojen handlowych

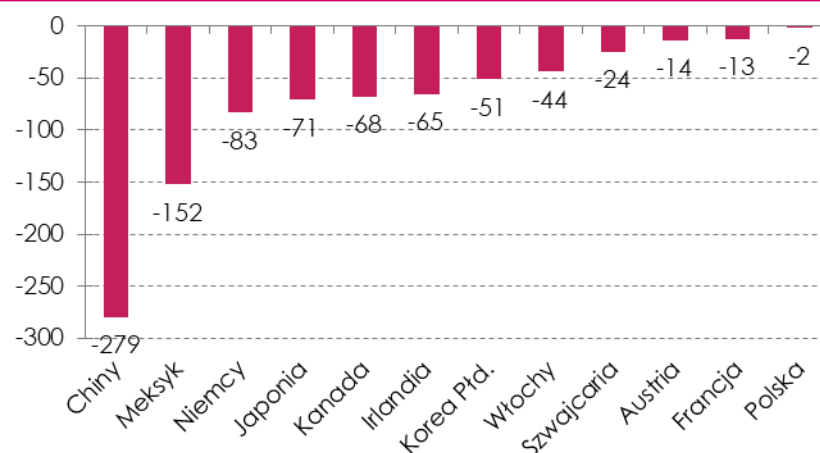
Indeks niepewności\* dotyczącej polityki handlowej na świecie wg OECD (grudzień 2022=100, pkt)



Udział eksportu do Stanów Zjednoczonych w stosunku do PKB poszczególnych gospodarek w 2023 r. (%)



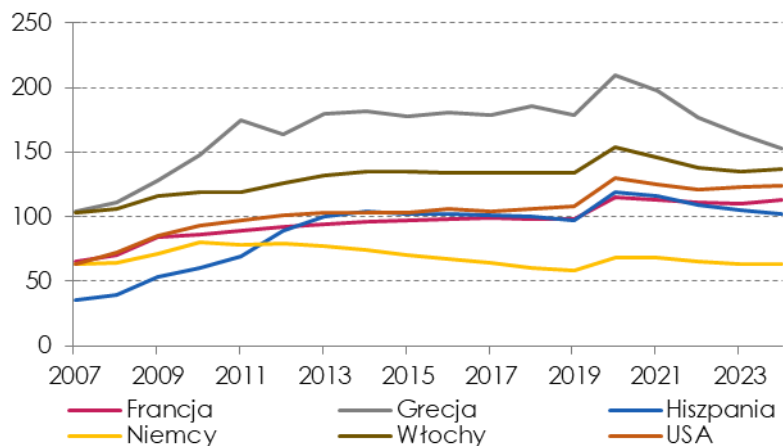
Bilans handlu towarami Stanów Zjednoczonych z wybranymi gospodarkami w 2023 r. (mld USD)



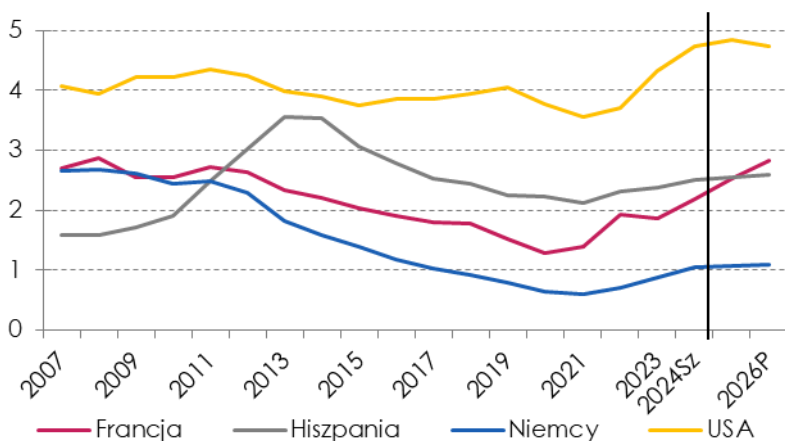
- **Wygrana wyborów w USA przez D.Trumpa i republikanów zwiększa znacząco niepewność co do polityki handlowej na świecie.** D.Trump w kampanii postulował bowiem wprowadzenie 60% ceł na import do USA towarów chińskich i 20% na import z innych krajów. Oznacza to zaostrzenie wojny handlowej względem I kadencji lat 2017-2020. Łącznie w latach 2018-2019 Amerykanie wprowadzili cła o wartości ok. 20% ówczesnego importu do USA z Chin, co spotkało się z proporcjonalną odpowiedzią Państwa Środka. Polityka USA wynikała z ogromnego deficytu handlowego USA, rosnącej roli Chin w wymianie towarów, próby wsparcia przemysłu USA, a także względów bezpieczeństwa.
- Naszym zdaniem zmaterializowanie się zapowiedzi D.Trumpa, odczuwalnie wpłynęłoby na gospodarkę światową, **Zwiększenie ceł przez USA w handlu potencjalnie stanowiłoby impuls staglacyjny na świecie**, zwłaszcza że zapewne spotkałoby się z odpowiedzią innych gospodarek. W Europie najmocniej skutki odczułyby Niemcy, zwłaszcza branża motoryzacyjna. Amerykańskie cła oddziaływałyby na Europę nie tylko bezpośrednio poprzez spadek sprzedaży do Stanów Zjednoczonych, ale także pośrednio poprzez np. ograniczenie przez firmy inwestycji oraz przez prawdopodobne zwiększenie konkurencji na rynku europejskim ze strony Chin, chcących kompensować straty poniesione w USA.

# Gospodarka globalna – Po opanowaniu inflacji uwaga decydentów i inwestorów przenosi się powoli na politykę fiskalną i niepewność co do sytuacji politycznej

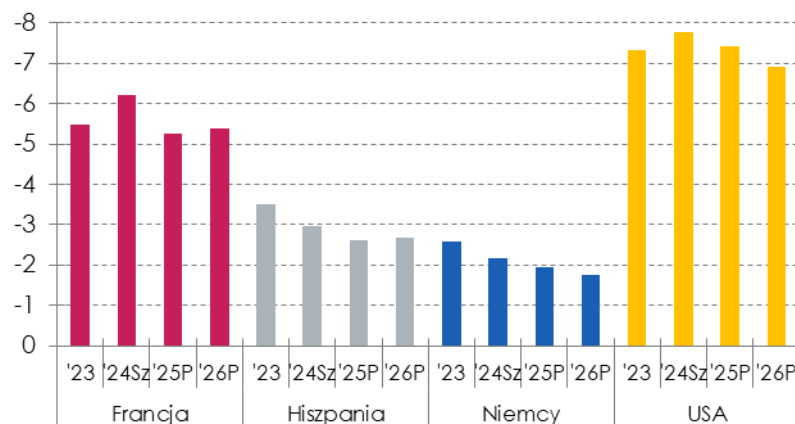
Dług publiczny (% PKB)



Koszty obsługi długu publicznego i prognozy KE (% PKB)



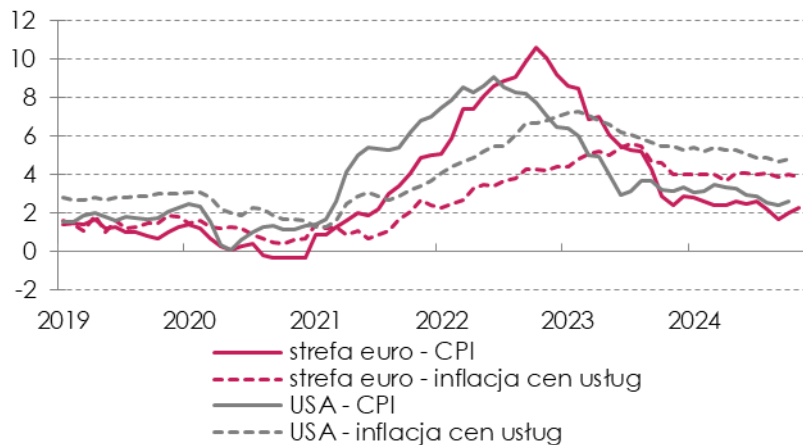
Prognozy KE deficytu sektora general government (% PKB)



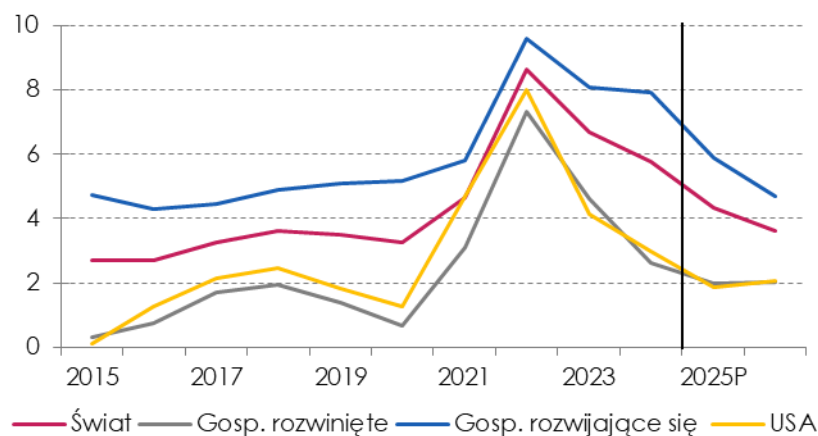
- Po ograniczeniu inflacji i rozpoczęciu w 2024 r. cyklu obniżek stóp procentowych **większa uwaga decydentów i inwestorów przenosi się na sytuację polityczną w wielu gospodarkach mocno związaną z polityką fiskalną**, która po pandemii i szoku inflacyjnym została znacząco poluzowana. Dodatkowo, wobec wysokich stóp procentowych koszt obsługi zadłużenia stał się dużo większym wyzwaniem. Z kolei, w przypadku USA pomysły prezydenta-elekta D.Trumpa dotyczą ekspansywnej polityki fiskalnej (m.in. przedłużenie obecnych obniżek podatków wygasających w 2025 r. oraz ewentualne nowe rozwiązania). Bardzo duża skala długu i deficytu poddaje pod wątpliwość możliwość realizacji tych zapowiedzi, jednak gdyby były one wdrażane, stanowiłoby to źródło niepewności dla globalnych rynków finansowych w 2025 r.
- Polityka fiskalna i jej perspektywy stały się również jeszcze bardziej istotne w Europie. Budżet był bowiem kością niezgody zarówno w Niemczech, jak i we Francji, gdzie pod koniec 2024 r. upadły rządy. W Niemczech nie osiągnięto porozumienia ws. wsparcia gospodarki ze strony luźniejszej polityki fiskalnej, a we Francji opozycja nie zaakceptowała planów koniecznej konsolidacji finansów publicznych. **Polityka fiskalna jest zatem kolejnym istotnym czynnikiem ryzyka dla aktywności gospodarczej na świecie w 2025 r.**, co jest tym bardziej istotne, że chaos polityczny w Niemczech i Francji zbiega się z zaprzysiężeniem nowej administracji USA, która może chcieć to wykorzystać w negocjacjach handlowych z UE.

# Gospodarka globalna – w 2025 r. inflacja w wielu gospodarkach powinna osiągnąć bądź zbliżyć się do celów inflacyjnych banków centralnych...

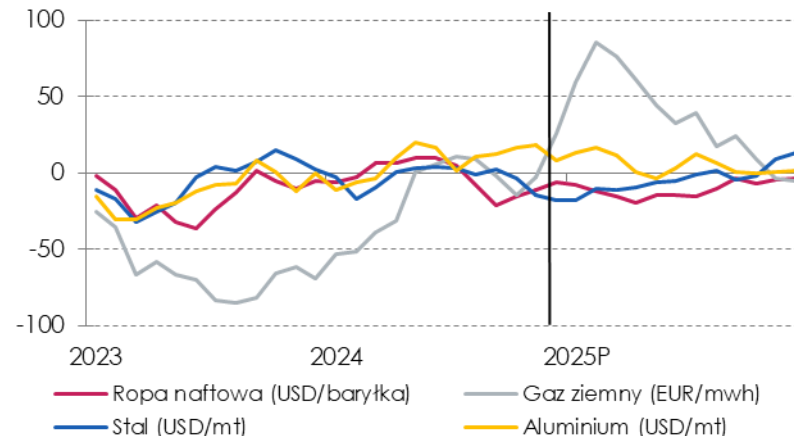
## Inflacja CPI i inflacja cen usług (% r/r)



## Inflacja cen konsumpcyjnych i prognozy MFW (%)



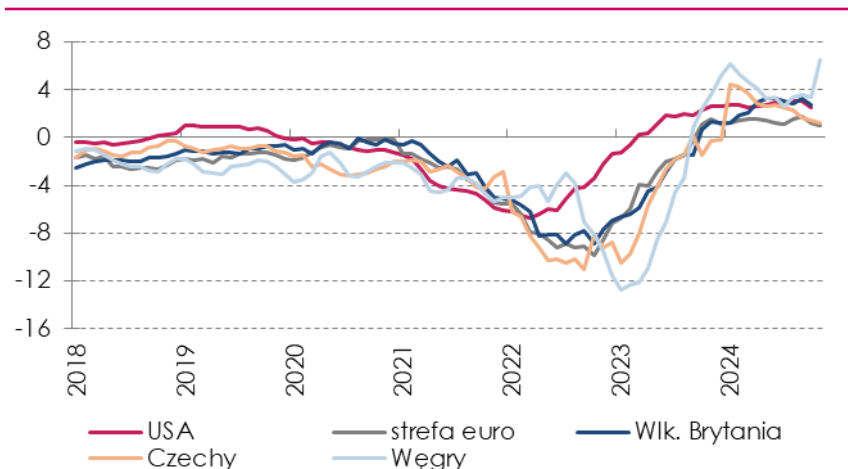
## Inflacja cen surowców i prognozy z notowań kontraktów terminowych (% r/r)



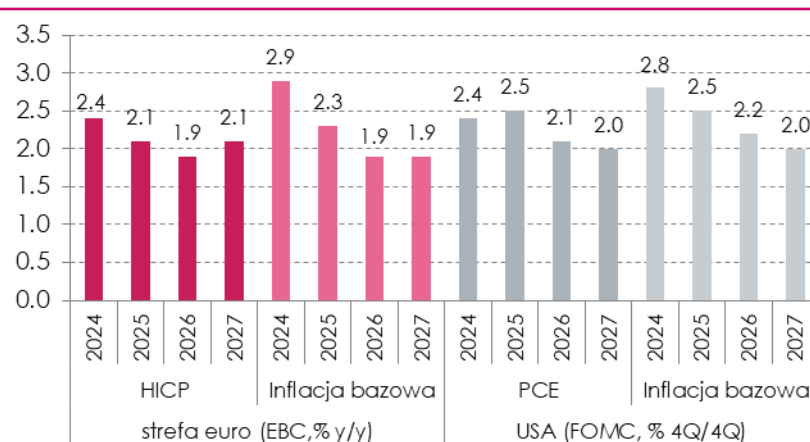
- Inflacja na świecie kontynuowała w 2024 r. trend spadkowy.** Według szacunków MFW obniżyła się ona średnio do 5,8% r/r z 6,7% r/r w 2023 r., przy czym dynamika cen w krajach rozwiniętych była dużo niższa (2,6% r/r). Czynnikiem sprzyjającym niższej dynamice cen w krajach rozwiniętych był brak negatywnych szoków globalnych w cenach surowców, a także droższe łańcuchy dostaw. Z kolei silne zacieśnianie polityki pieniężnej w latach 2022-2023 pozwoliło bankom centralnym opanować presję popytową i rozpocząć cykl obniżek stóp procentowych. Ich tempo było powolne, ze względu m.in. na wysoką i nadal uporczywą inflację cen usług powiązaną z „nadganianiem” wynagrodzeń po mocnym wzroście inflacji.
- Rok 2025 powinien przynieść dalsze spadki inflacji na świecie,** gdyż wzrost płac zapewne będzie słabnął i nie oczekuje się znaczącej inflacji cen surowców na globalnych rynkach. Jednocześnie w wielu gospodarkach rok 2025 najpewniej będzie okresem konsolidacji fiskalnej. Podobnie do 2024 r., lepsze perspektywy inflacyjne rysują się dla większości gospodarek rozwiniętych, gdzie inflacja w 2025 r. powinna być w celu lub w jego pobliżu. Gorzej sytuacja przedstawia się np. w europejskich krajach rozwijających się. **Prognozy inflacji na świecie w 2025 r. obciążone są dużą niepewnością,** związaną cenami na globalnych rynkach surowców, skutków zaostrzenia wojen handlowych oraz z czynnikami gospodarczymi (tempo ożywienia gospodarczego, rynek pracy) i politycznymi.

# Gospodarka globalna – ...które będą kontynuować łagodzenie polityki pieniężnej, choć w różnej skali

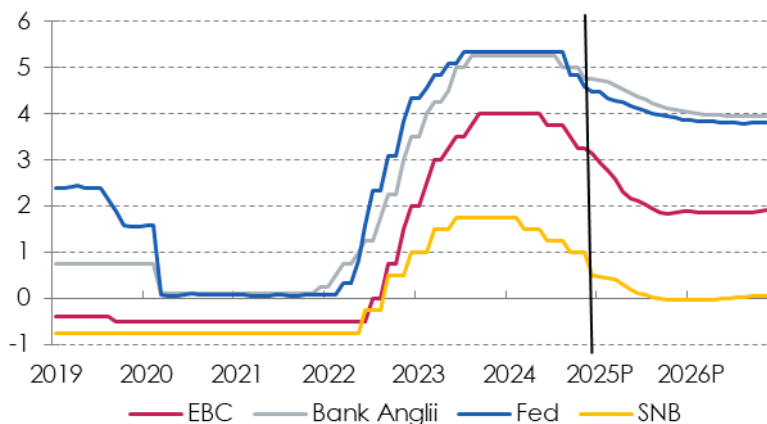
Realne stopy procentowe (%)



Rewizja prognoz inflacji banków centralnych (% r/r)



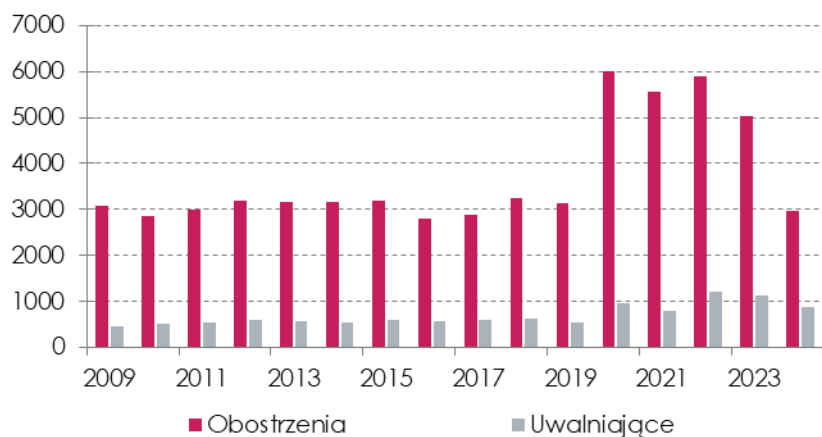
Nominalne stopy procentowe i ich prognozy w notowaniach kontraktów terminowych (%)



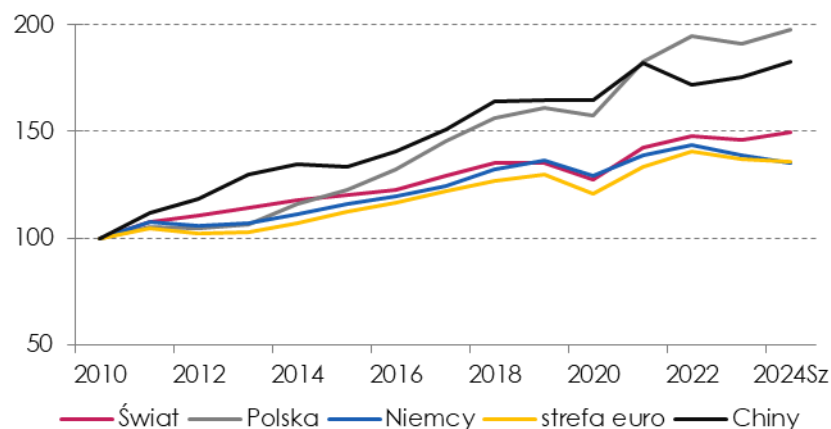
- **Obniżająca się inflacja oraz mniejsze napięcia na rynku pracy w wielu gospodarkach otworzyły drzwi do obniżek stóp procentowych.** Najważniejsze banki centralne tj. Europejski Bank Centralny i amerykańska Rezerwa Federalna ścięły stopy proc. w tej samej skali, bo o 100 pkt baz., w przypadku EBC do 3,00%, a Fed do przedziału 4,25-4,50%.
- O ile EBC i Fed obniżyły w 2024 r. stopy proc. w tej samej skali, o tyle prognozy wskazują na rosnący w 2025 r. dysparytet między tymi bankami. Obecnie rynki finansowe spodziewają się, że EBC obniży stopy procentowe w 2025 r. o 125 pkt baz. osiągając poziom zbliżony do neutralnego. W przypadku Fed inwestorzy podzieleni są co do tego, czy dojdzie do dwóch czy może tylko jednej obniżki o 25 pkt. baz. Oczekiwania rynków dla USA są bardziej agresywne od prognoz członków Fed z grudnia 2024 r., które wskazują na łączne cięcie o 50 pkt baz. w 2025 r., o tyle samo w 2026 r. i o 25 pkt baz. w 2027 r. Fed pod koniec 2024 r. wchodzi w fazę ostrożnego podejścia do swoich decyzji, które nadal mają zależeć od napływających danych. Amerykańska gospodarka zaskakiwała pod koniec 2024 r. *in plus*, a zapowiedzi D.Trumpa o podwyżce ceł i luźniejszej policy fiskalnej niosą dodatkowo proinflacyjne ryzyka. Europa natomiast borykając się z wolnym wzrostem PKB, będzie szybciej obniżała stopy procentowe. **Rosnący dysparytet między EBC a Fed zapowiada się jako jeden z wiodących tematów dla gospodarki światowej w 2025 r.**

# Gospodarka globalna – wykresy

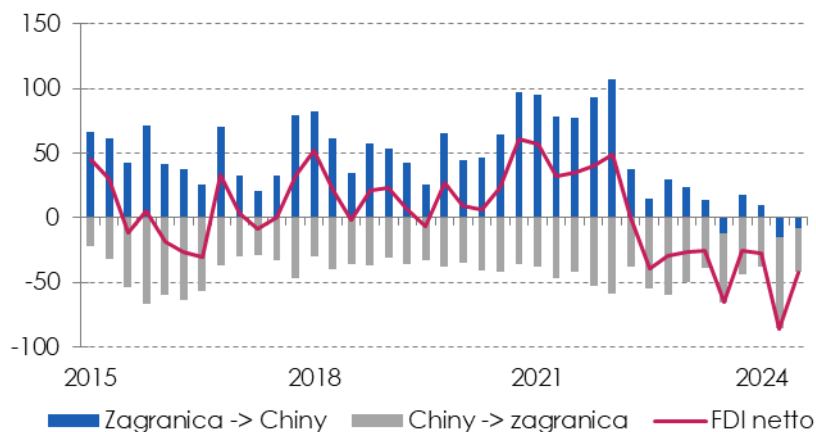
Liczba interwencji w handlu międzynarodowym spadła w 2023 i 2024 r. Czy zwiększy się w 2025 r.?



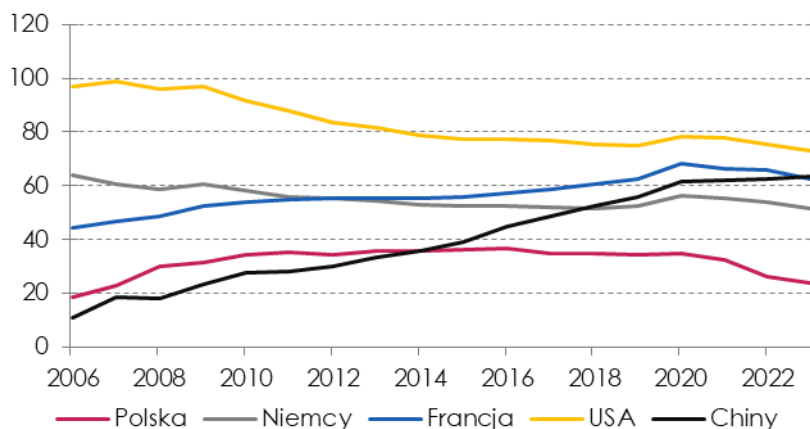
Eksport towarów z Chin i Polski wykorzystał ożywienie po pandemii, w kontraście do Niemiec (2010 r.=100)



Chiny przestały być miejscem dużych napływów bezpośrednich inwestycji zagranicznych (mld USD)



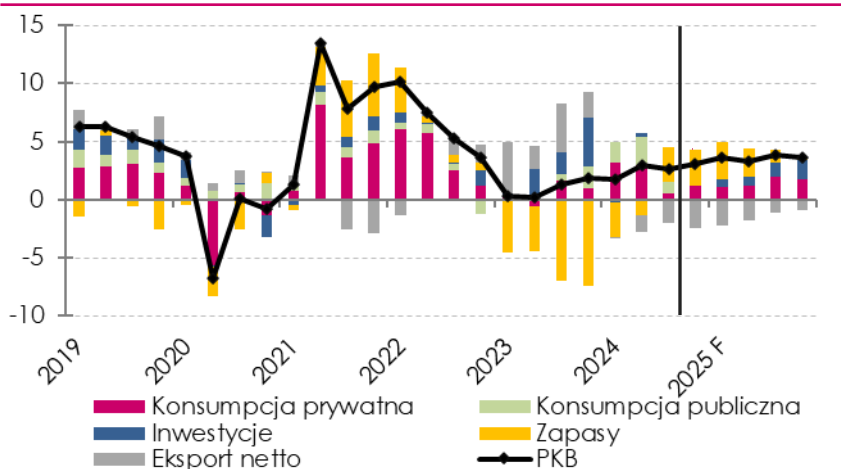
Dług gosp. domowych (% PKB) spadł w USA, co sprzyjało stabilności gospodarki. W Chinach zadłużenie rośnie.



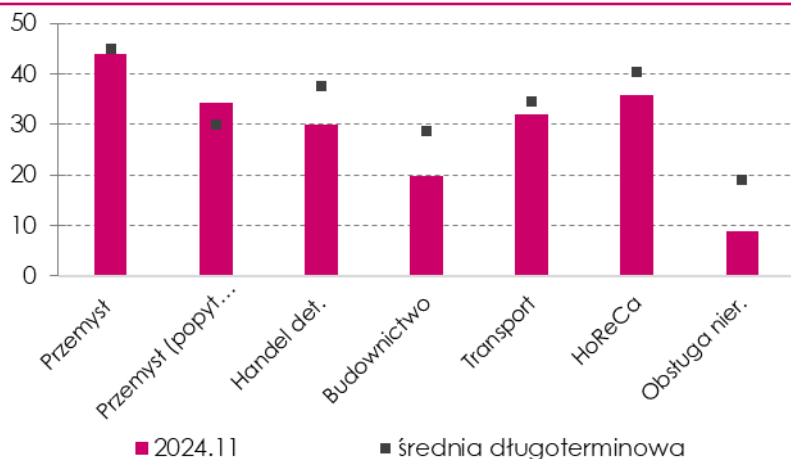


# PKB w Polsce – Przyspieszenie wzrostu PKB w 2025 r. pozostaje naszym scenariuszem bazowych, choć przyszły rok będzie obfitować w czynniki zwiększające niepewność ścieżki ożywienia

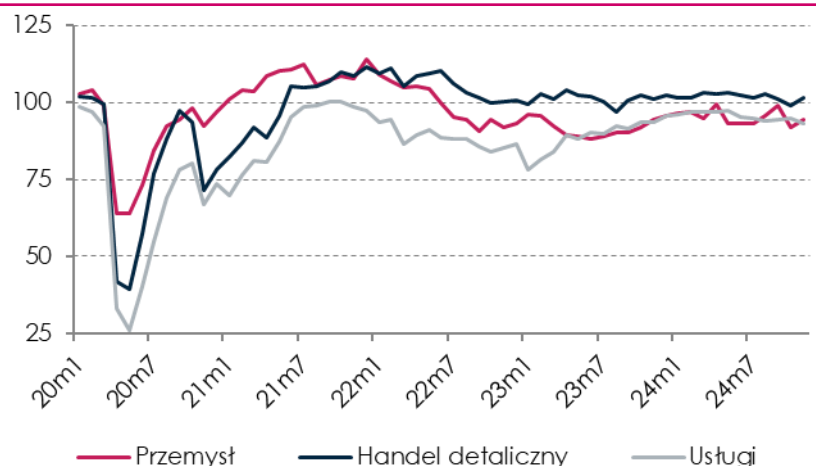
PKB i jego struktura (% r/r, ceny stałe)



Niedostateczny popyt jako bariera prowadzenia działalności gospodarczej (% przedsiębiorstw)

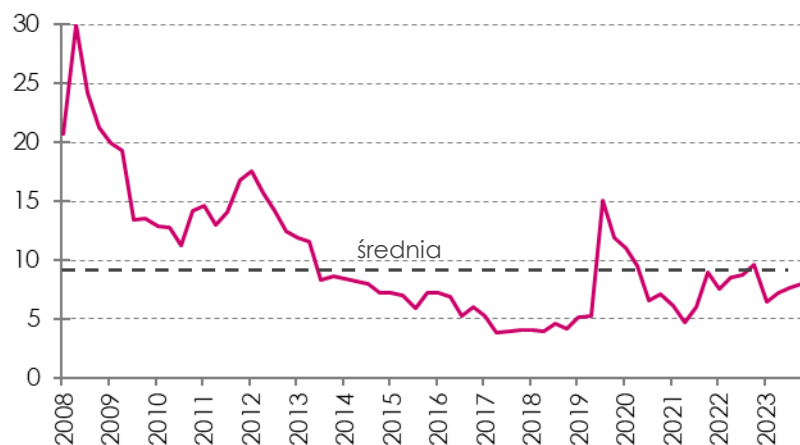


Syntetyczny wskaźnik koniunktury GUS (dane odsezonowane, pkt.)



- W 2024 r. polska gospodarka urosła, według naszych szacunków, o 2,8%**, co jest wynikiem bliskim naszym oczekiwaniom sprzed roku. Był to też kolejny rok, kiedy gospodarka Polski skracala dystans do UE. Spadek inflacji, w połączeniu z niskim bezrobociem sprzyjały odbudowie konsumpcji prywatnej. Biorąc pod uwagę tendencje w zakresie dochodów gospodarstw domowych, wyniki konsumpcji prywatnej zaskakiwały jednak negatywnie. Możliwość wzrostu polskiej gospodarki ograniczał niski wzrost w gospodarkach naszych głównych partnerów handlowych, w szczególności kolejny rok recesji w Niemczech.
- W 2025 r. oczekujemy przyspieszenia wzrostu PKB do 3,7%, który wsparty będzie przez odbudowę inwestycji w środki trwałe.** Tym bardziej, że nieco poprawi się koniunktura w strefie euro, w tym Niemcy powinny wyjść z recesji. Choć naszym bazowym scenariuszem jest przyspieszenie wzrostu gospodarczego, to **przyszły rok będzie obfitował w czynniki, które zwiększają niepewność co do ścieżki gospodarki.** Głównym ryzykiem dla koniunktury w Polsce jest w naszej ocenie otoczenie zewnętrzne, w szczególności wzrost gospodarek Niemiec i Francji w warunkach niestabilnej sytuacji politycznej, wpływ polityki handlowej nowej administracji USA na globalną koniunkturę, a także niepewne otoczenie geopolityczne.

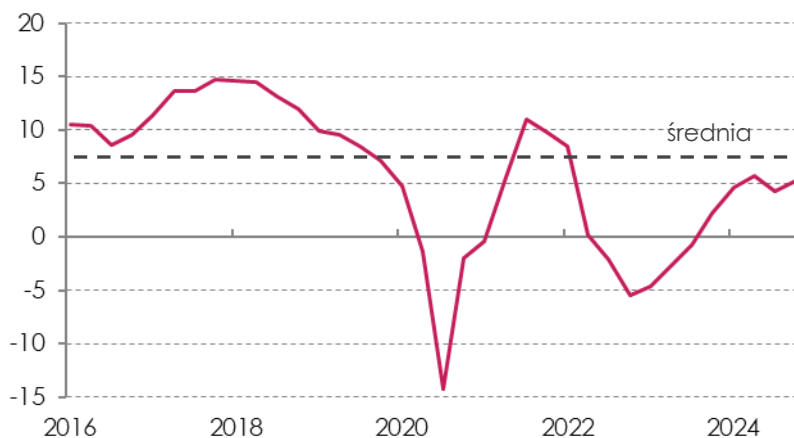
Wskaźnik bariery popytu (pkt. sa) nieznacznie wzrósł w 2024 r., choć pozostaje poniżej średniej długoterminowej



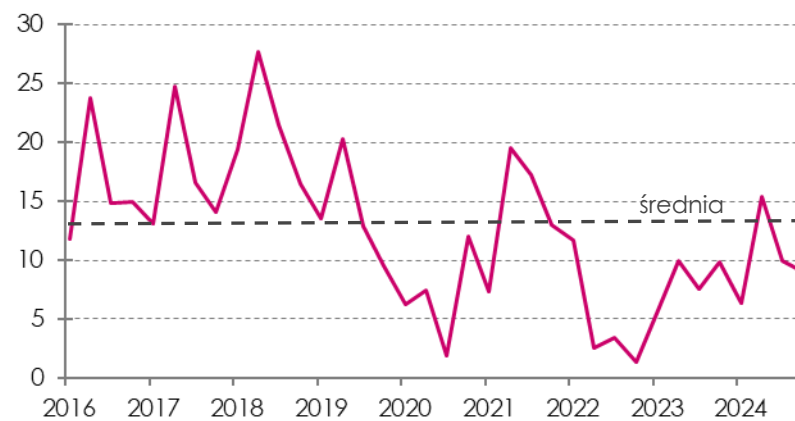
Wskaźnik rocznych prognoz sytuacji ekonomicznej wg Szybkiego Monitoringu NBP (pkt, sa) poprawia się



Poprawia się także wskaźnik prognoz popytu (pkt. sa)

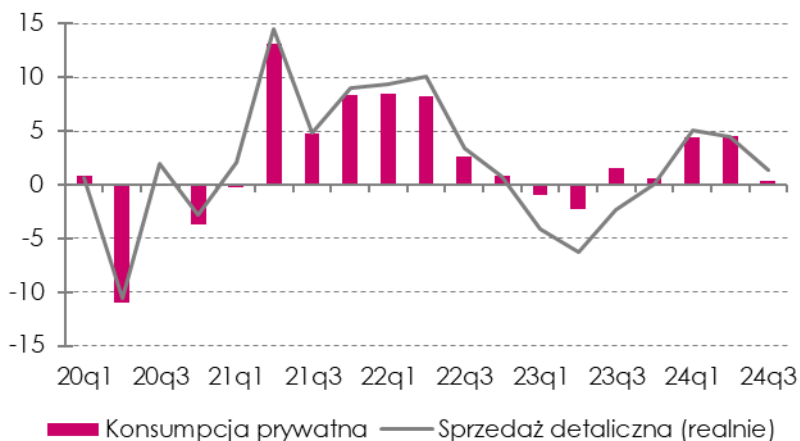


Wskaźnik prognoz eksportu (pkt) utrzymuje się poniżej średniej długoterminowej.

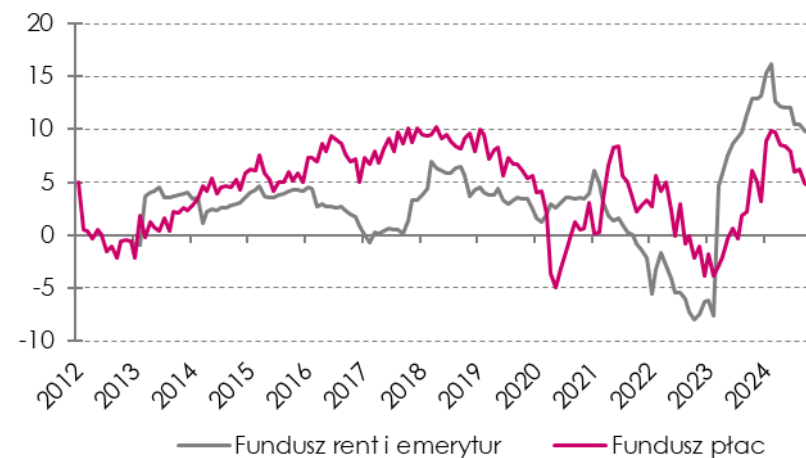


# PKB w Polsce – Konsumpcja indywidualna pozostanie w 2025 r. ważnym wsparciem gospodarki, choć jej dynamika nieco wyhamuje względem 2024 r.

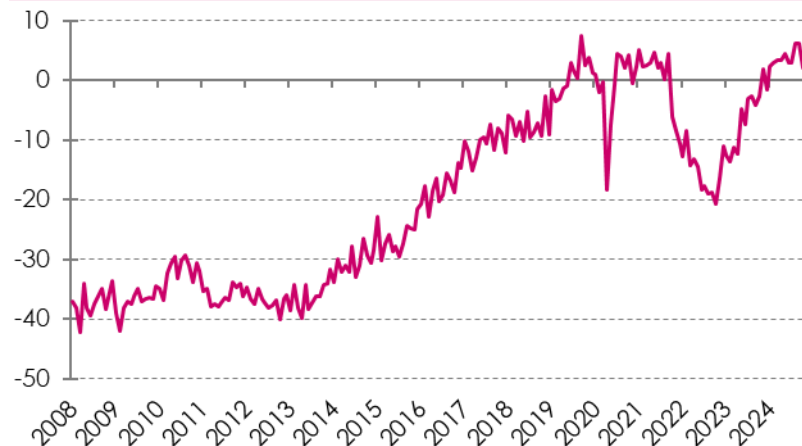
Konsumpcja indywidualna i sprzedaż detaliczna towarów (% r/r, ceny stałe)



Realna dynamika dochodów gospodarstw domowych (% r/r)



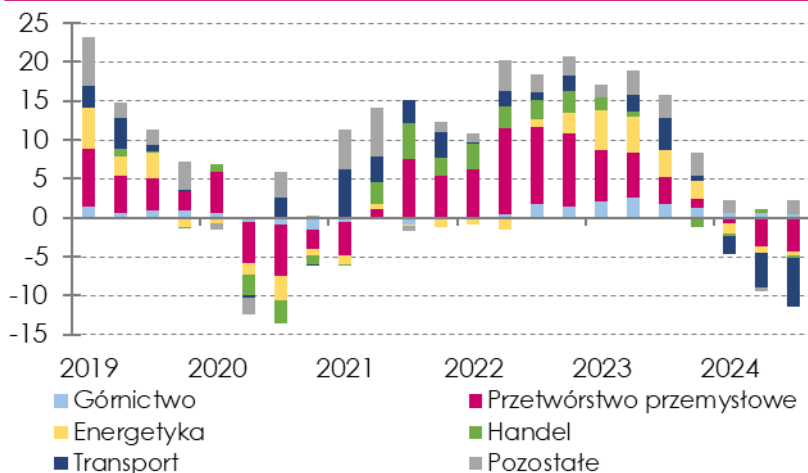
Wskaźnik nastrojów konsumentów – oszczędzanie pieniędzy (pkt.)



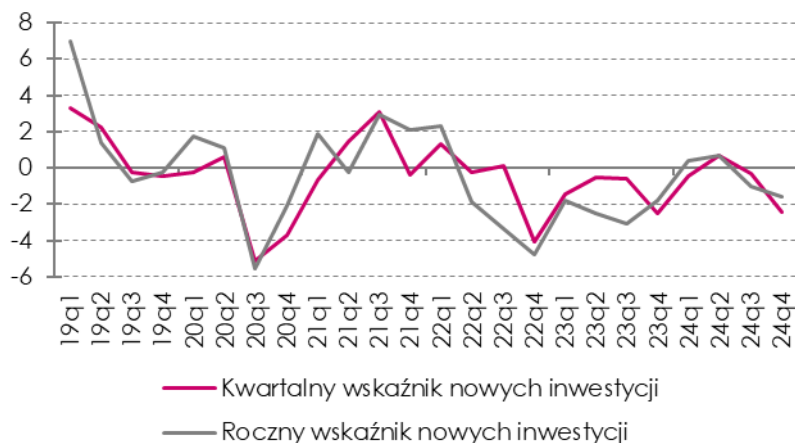
- W 2024 r. konsumpcja prywatna była głównym motorem gospodarki, choć w każdym kolejnym kwartale jej wkład do rocznej dynamiki PKB zmniejszał się. W 3Q 2024. dynamika konsumpcji prywatnej wyniosła zaledwie 0,3% r/r i była najniższa od połowy 2023 r. Po dynamicznych wzrostach w I poł. roku, zaczęła wyhamowywać konsumpcja usług. **Wyraźne osłabienie konsumpcji w II poł. mijającego roku oceniać należy jako rozczarowujące, biorąc pod uwagę wysoką dynamikę dochodów rozporządzalnych oraz niskie bezrobocie.** Na skłonności do konsumpcji ważyła rosnąca skłonność do oszczędzania, na co wpływ miały zapewne wysokie stopy proc. czy też podwyższone oczekiwania inflacyjne.
- **W 2025 r. konsumpcja pozostanie ważnym wsparciem gospodarki, choć jej dynamika nieco obniży się względem 2025 roku.** Realna dynamika dochodów pozostanie dodatnia, choć spowolni w stosunku do roku 2024. Spodziewane przez nas cięcia stóp procentowych powinny też obniżyć skłonność do oszczędzania. Jednocześnie utrzymujące się niskie bezrobocie powinno wesprzeć nastroje konsumentów. Ryzykiem dla konsumpcji w przyszłym roku jest utrzymanie się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, w związku ze spodziewanymi wzrostami cen energii elektrycznej, co może utrzymać skłonność do oszczędzania na podwyższonym poziomie i odkładanie decyzji inwestycyjnych na przyszłość.

# PKB w Polsce – Aktywność inwestycyjna firm pozostaje obniżona, natomiast napływ środków z UE daje szansę na jej odbicie w trakcie 2025 r.

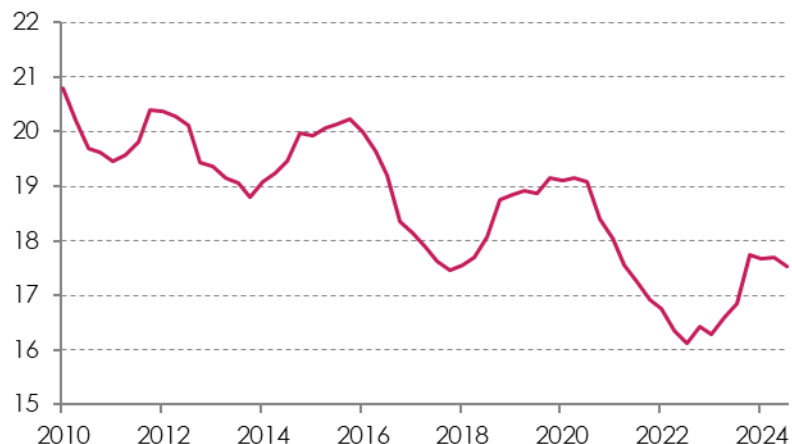
Inwestycje w środki trwałe przedsiębiorstw niefinansowych (% r/r, firmy 50+)



Wskaźniki inwestycji (pkt, zmiana r/r, Szybki Monitoring NBP)



Stopa inwestycje w środki trwałe (% PKB)

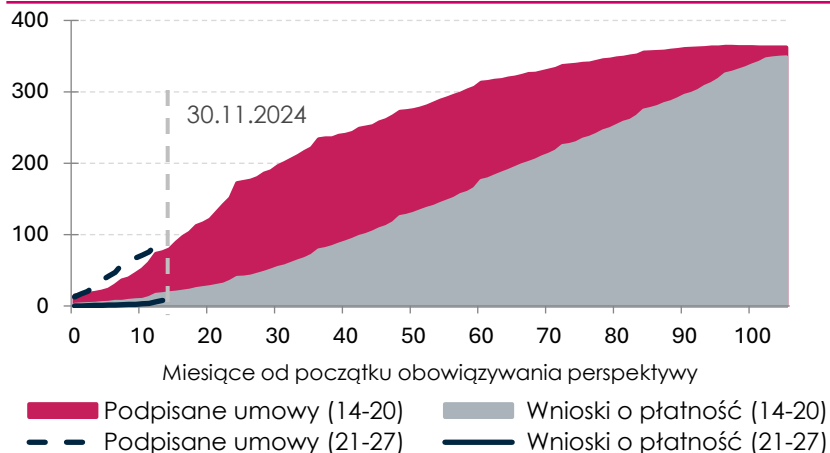


- Zgodnie z oczekiwaniami 2024 r. był okresem obniżonej aktywności inwestycyjnej, głównie ze względu na wygaszenie projektów współfinansowanych ze środków poprzedniej perspektywy finansowej UE. Według naszych szacunków dynamika nakładów inwestycyjnych w całym 2024 r. wyniesie +1,0% r/r tj. blisko naszej prognozy sprzed roku. Obniżyły się zarówno inwestycje samorządów, jak też przedsiębiorstw. W sektorze przedsiębiorstw najsilniejszy spadek inwestycji nastąpił w firmach publicznych oraz firmach z udziałem kapitału zagranicznego. Co ciekawe, ujemna dynamika inwestycji firm z udziałem kapitału zagranicznego zanotowana została w czterech kwartałach z rzędu.

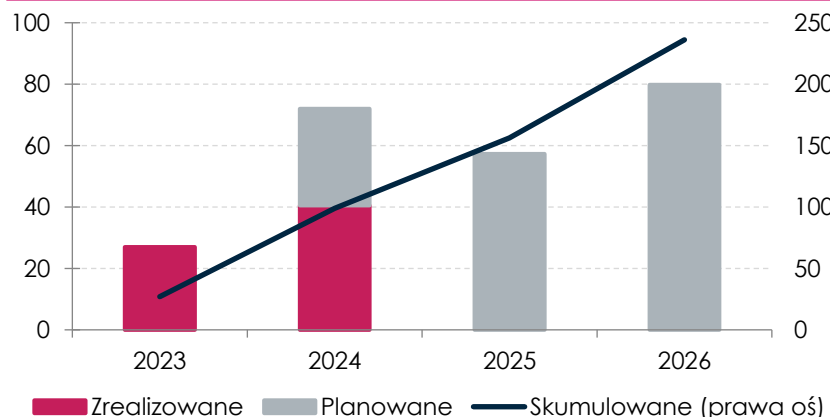
- Perspektywy inwestycji w środki trwałe w 2025 r. pozostają optymistyczne i przyszły rok przyniesie przyspieszenie jej dynamiki do 7,3% r/r.** To w głównej mierze efekt spodziewanego nasilenia realizacji projektów współfinansowanych ze środków UE. Scenariusz ten wspierają dane o dynamice podpisanych wniosków na dofinansowanie. Klimat inwestycyjny poprawić może prawdopodobne zakończenie działań wojennych na Ukrainie. Obniżone wartości wskaźnika nowych inwestycji w badaniu NBP – Szybki Monitoring sugerują jednak, iż na wyraźniejsze odbicie inwestycji firm może przesunąć się na II poł. przyszłego roku. Ryzykiem dla inwestycji pozostaje niski wzrost w Niemczech oraz niepewność co do polityki handlowej nowego prezydenta USA.

# Fundusze UE – Znaczne przyspieszenie absorpcji środków z Unii Europejskiej w latach 2025 i 2026 pozostaje scenariuszem bazowym

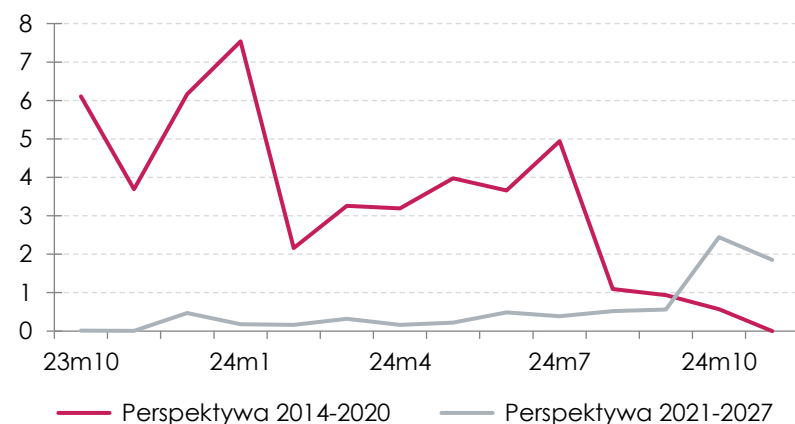
Fundusze strukturalne UE (ujęcie narastającym od początku obowiązywania p. finansowej, mld PLN)



Roczna wartość wniosków o płatności z KPO, zrealizowane i plany MFiPR (mld PLN)



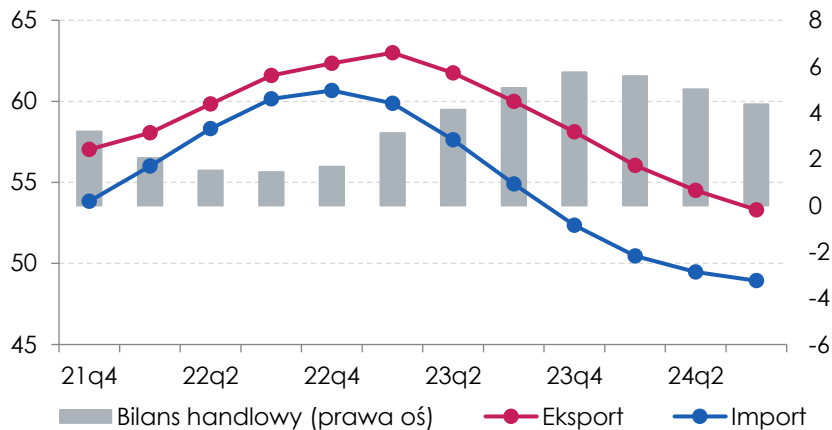
Miesięczna wartość wniosków o płatności z funduszy strukturalnych UE (mld PLN)



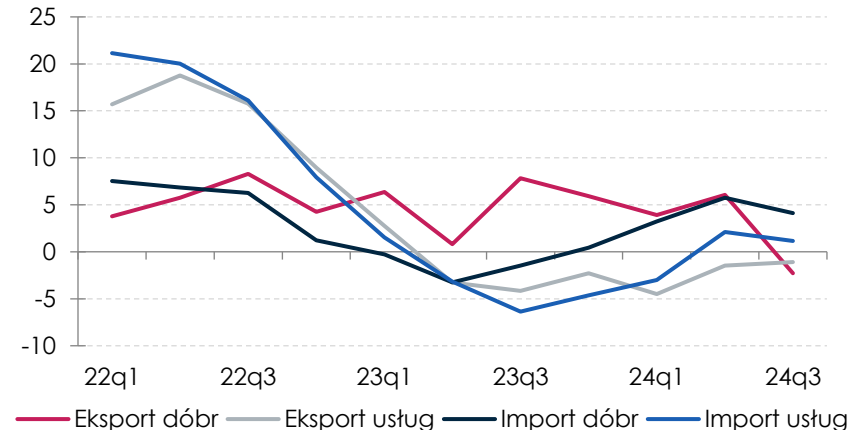
- **2024 rok stanowił okres mniejszego napływu funduszy strukturalnych UE do Polski**, co wynika z przejścia do nowej perspektywy finansowej. W ciągu poprzedniego roku stopniowo kończono wypłacanie funduszy z perspektywy 2014-2020, a dopiero podpisywano umowy o dofinansowanie z perspektywy 2021-2027. 4Q 2024 cechował się najmniejszą wartością złożonych wniosków o płatność z funduszy strukturalnych UE, jednak zwyżka we wnioskach z perspektywy 2021-2027 zapowiada znaczący wzrost wielkości napływających środków w roku 2025.
- Po przestoju Krajowego Planu Odbudowy w poprzednich latach, druga połowa 2024 okazała się okresem wyraźnego ożywienia. Wystano 2 wnioski o płatność opiewające łącznie na 40 mld PLN (fundusze wypłacono w grudniu), planowane jest złożenie kolejnych dwóch wniosków (ok. 30 mld PLN) pod koniec bieżącego roku. Napływ funduszy z KPO zacznie wyraźnie wspierać polskie inwestycje w 2025 i 2026 roku.
- **Podsumowując, czwarty kwartał 2024 roku był okresem niskiego napływu funduszy europejskich do Polski. Niemniej, w nadchodzących kwartałach w naszej ocenie nastąpi przyspieszenie i środki europejskie (fundusze strukturalne i KPO) zaczną napływać szerzej i istotnie wspierać inwestycje.**

# Wymiana handlowa z zagranicą – Eksport pozostaje pod negatywnym wpływem słabej koniunktury w gospodarkach głównych partnerów handlowych Polski

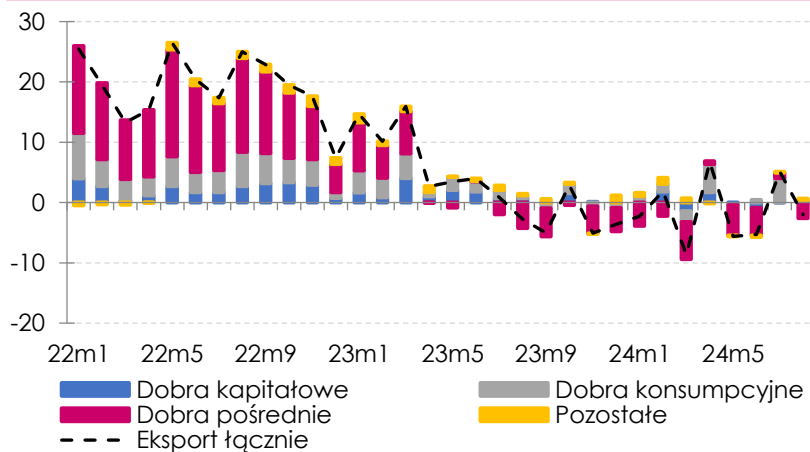
Wymiana międzynarodowa w towarach i usługach (% PKB, rachunki narodowe, suma krocząca 4Q)



Import i eksport Polski z podziałem na towary i usługi (% r/r)



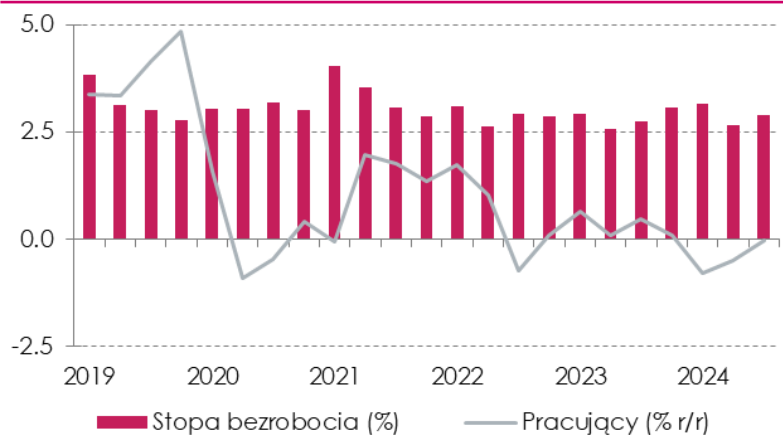
Struktura eksportu wg. klasyfikacji BEC (% r/r)



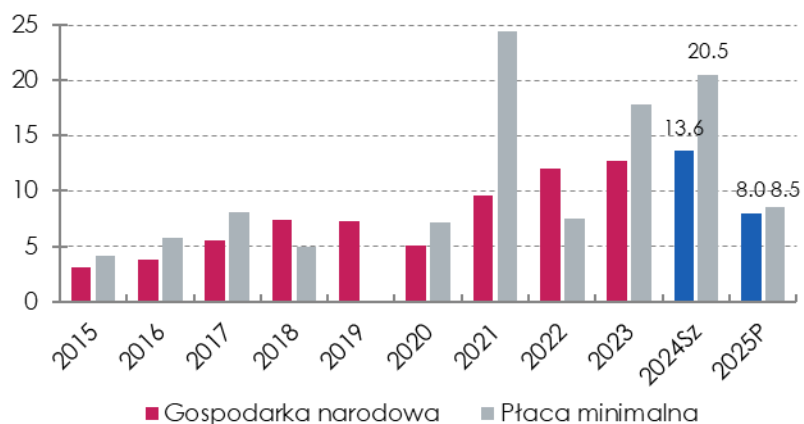
- **W 2024 roku eksport pozostawał pod negatywnym wpływem słabej koniunktury w gospodarkach głównych partnerów handlowych Polski. Słabszy popyt zagraniczny widoczny był szczególnie w spadkach eksportu towarów, co wiązać należy z pogorszeniem koniunktury gospodarczej w Niemczech, czyli w kraju będącym największym odbiorcą polskich towarów. Za osłabienie eksportu odpowiedzialny jest przede wszystkim sektor dóbr pośrednich, czyli na przykład podzespoły i półprodukty.**
- **W 2025 roku sytuacja eksporterów powinna się nieznacznie poprawić, choć ze względu na uwarunkowania zewnętrzne prognozy obciążone są podwyższoną niepewnością.** Spodziewane jest nieznaczne odbicie w gospodarce strefy euro, jednak istnieją ryzyka w dół dla tej prognozy. Koniunktura w niemieckiej gospodarce pozostaje obniżona, źródłem dodatkowego ryzyka jest wygrana D. Trumpa w wyborach prezydenckich, którego głównym postulatem są wysokie cła. Polityka handlowa nowego prezydenta w niewielkim zakresie bezpośrednio uderzy w polskich eksporterów, choć nieco silniejszy wpływ będzie poprzez kanały pośrednie (poprzez kraje trzecie). Jednocześnie spodziewamy się przyspieszenia dynamiki importu, m.in. ze względu na odbicie inwestycji. **W efekcie w 2025 roku eksport netto będzie miał ujemny wkład do dynamiki polskiego PKB.**

# Rynek pracy – Rynek pracy w 2024 r. uległ tylko niewielkiej korekcie i nadal był bardzo mocnym punktem krajowej gospodarki. Nie powinno się to też zmienić w 2025 r.

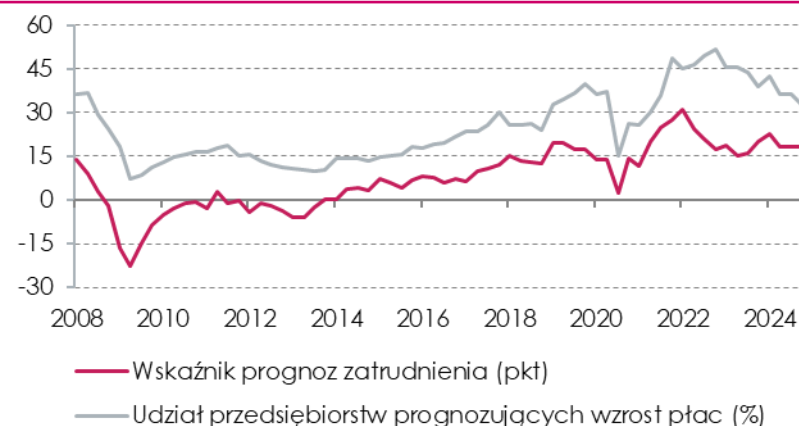
BAEL: stopa bezrobocia i liczba pracujących



Wynagrodzenia w gospodarce narodowej, ich prognozy i płaca minimalna (% r/r)



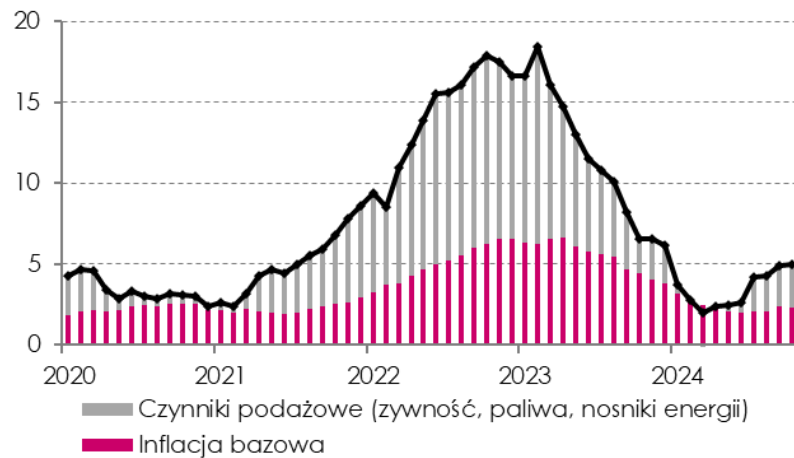
Szybki Monitoring NBP: wskaźnik prognoz zatrudnienia i udział firm prognozujących wzrost płac (sa)



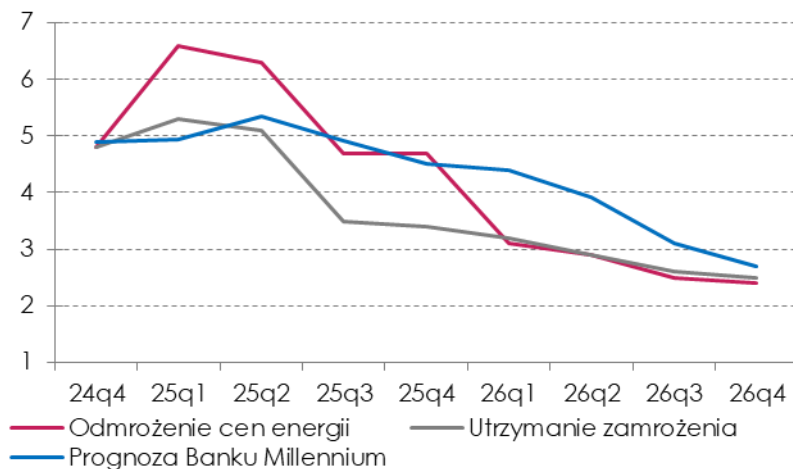
- Rynek pracy w Polsce w 2024 r. uległ tylko niewielkiej korekcie**, jako dostosowanie do wolniejszego wzrostu gospodarki względem lat 2021-2022. W I poł. roku liczba pracujących według BAEL obniżyła się średnio o 0,6% r/r, jednak w 3Q 2024 spadki wyhamowały (0,0% r/r). Co ciekawe, w przeciwieństwie do tych zmian, stopa bezrobocia rejestrowanego po raz pierwszy spadła przejściowo poniżej 5,0%. W takich warunkach oraz wobec silnych podwyżek płacy minimalnej i w sferze budżetowej dynamika wynagrodzeń w 2024 r. była nadal bardzo wysoka (jak szacujemy 13,7% r/r wobec 12,8% r/r w 2023 r.).
- Rynek pracy w 2024 r. był mocną stroną krajowej gospodarki i pozytywnie wyróżniał Polskę na tle innych krajów. Naszym zdaniem nie ulegnie to zmianie w 4Q 2024 i w 2025 r.** Co więcej, istnieje szansa, że 2025 r. przyniesie wzrost liczby osób pracujących. Sądzymy jednak, że na wzrost popytu na pracę musimy poczekać co najmniej do II poł. 2025 r., gdyż ze względu na inercję przełożenie się poprawy aktywności gospodarczej na rynek pracy jakiś czas zajmie. W przypadku stopy bezrobocia rejestrowanego spodziewamy się, że wyniesie na koniec 2025 r. 5,0%, podobnie jak w 2024 r. Dynamika płac nadal powinna przewyższać średnią wieloletnią, aczkolwiek niższa inflacja oraz mniejsze podwyżki płacy minimalnej i w budżetówce będą sprzyjać spowolnieniu wzrostu (do 8,0% r/r z 13,7% r/r). Wg nas bilans czynników niepewności dla rynku pracy przechylony jest nieco w dół, z uwagi na ryzyka dla wzrostu w strefie euro.

# Inflacja – Spodziewamy się nieznacznego przyspieszenia inflacji CPI w roku 2025, głównie ze względu na wzrost cen regulowanych. Trwały powrót inflacji do celu NBP pozostaje odległą perspektywą.

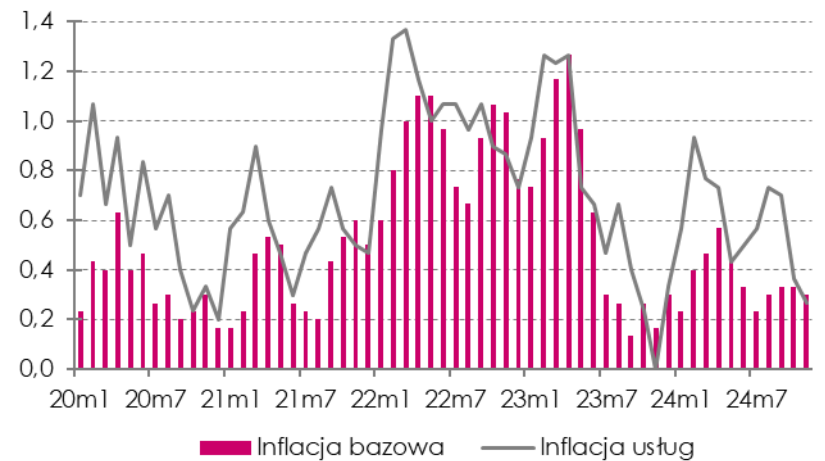
## Inflacja CPI (% r/r) oraz jej struktura



## Ścieżka inflacji CPI – projekcje NBP i prognoza Banku Millennium (% r/r)



## Inflacja bazowa netto i inflacja cen usług (% m/m, 3-miesięczna średnia ruchoma)



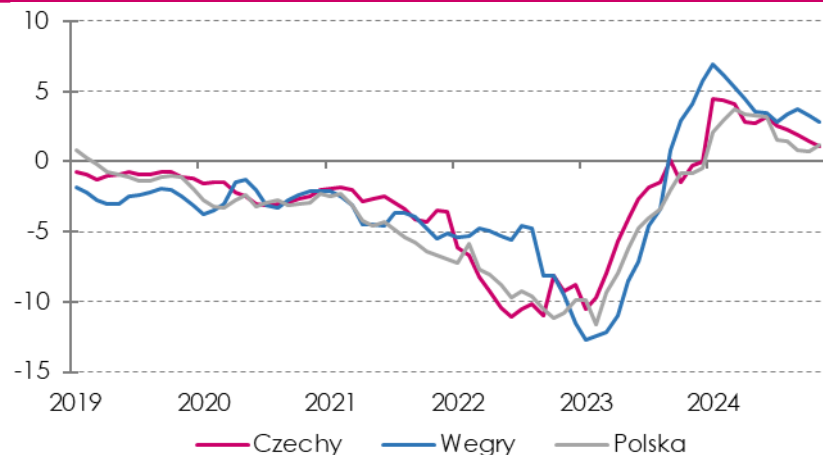
- I poł. 2024 roku przyniosła wyhamowanie inflacji, nieco silniejsze niż nasze oczekiwania sprzed roku. Wskaźnik CPI w marcu 2024 spadł do nawet 2,0% r/r, czemu sprzyjało wygasanie negatywnych szoków podażowych oraz korzystne efekty bazy statystycznej. Obniżyła się także inflacja bazowa, jednak ze względu na wysoką dynamikę cen usług, pozostawała powyżej celu banku centralnego. Miesięczna dynamika inflacji bazowej obniżyła się, choć wciąż utrzymywała się powyżej długoterminowej średniej. W II poł. roku inflacja przyspieszyła ze względu na częściowo zniesienie działań osłonowych w zakresie cen nośników energii.

- **Trwały powrót inflacji do celu NBP pozostaje odległą perspektywą.** W roku 2025 inflacja CPI wzrośnie w naszej ocenie do 4,7%, ze względu na stopniowe wygasanie działań osłonowych w zakresie cen energii elektrycznej. Od lipca 2025 r. przywrócona zostanie opłata mocowa, która przeloży się na wzrost rachunku za energię elektryczną o ok. 7%. Zapewne od października 2025 r. odmrożone zostaną też ceny energii elektrycznej. To właśnie czynniki regulacyjne stanowią jedno z głównych źródeł niepewności ścieżki inflacji w przyszłym roku. Złagodzeniu napięć cenowych sprzyjać będzie natomiast mocny złoty, niska inflacja u naszych partnerów handlowych, złagodzenie napięć na rynkach surowców. Wolniejszy wzrost płac powinien wspierać natomiast dezinflację na poziomie komponentów bazowych.

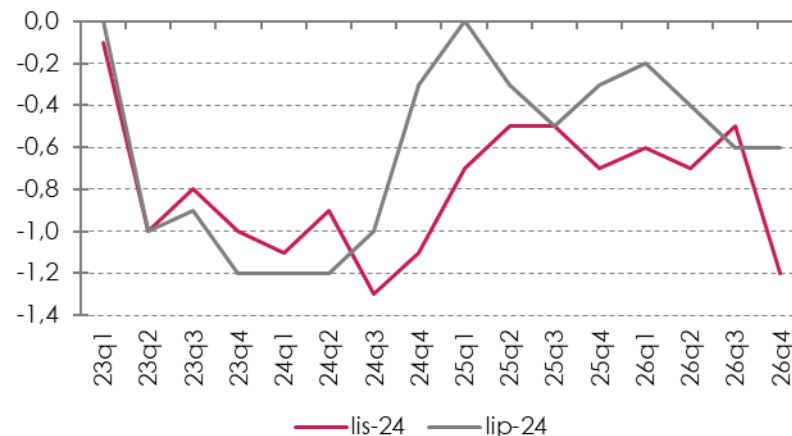


# Polityka monetarna – RPP nie będzie spieszyła się z łagodzeniem polityki pieniężnej, jednak widzimy przestrzeń do spadku stóp procentowych w 2025 r.

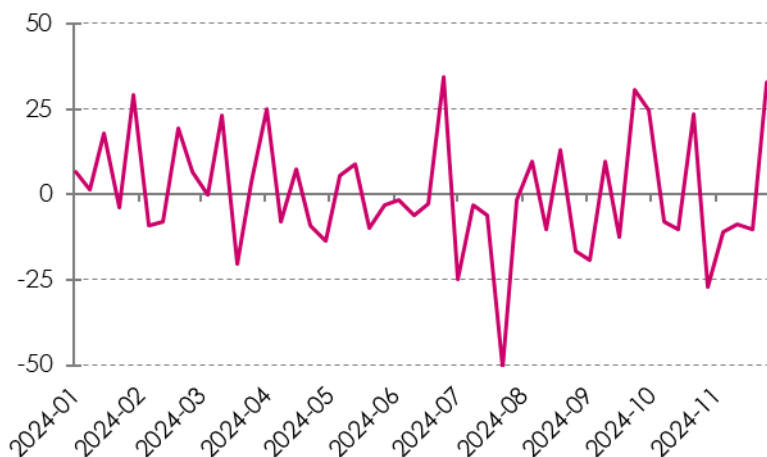
Realne stopy procentowe w Polsce i innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej (%)



Szacunek luki popytowej w projekcjach NBP (% PKB potencjalnego)



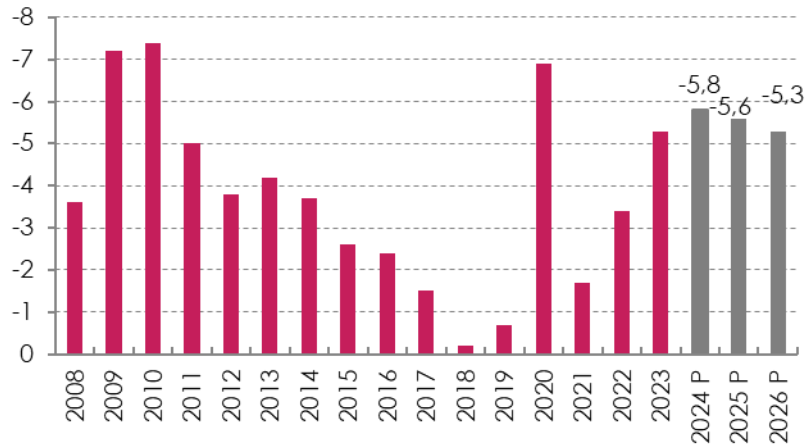
Tygodniowa zmiana stawek FRA PLN 12x15 (pkt. baz.)



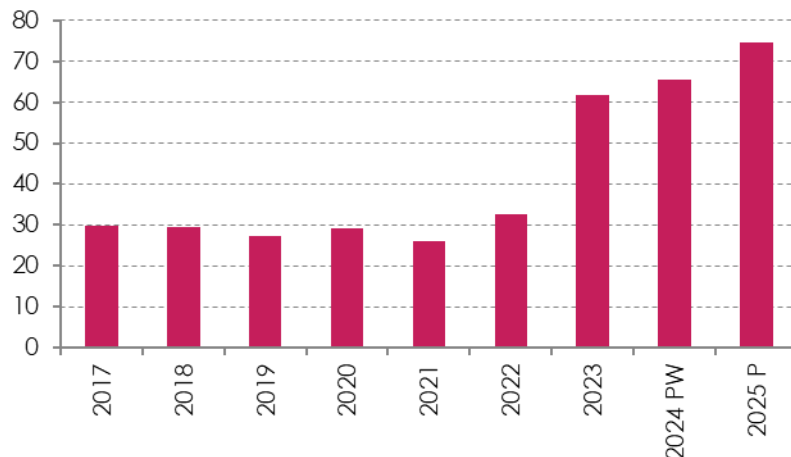
- Po cięciu stóp procentowych we wrześniu i październiku 2023 r. o łącznie 100 pkt. baz., **RPP zaostrzyła narrację i utrzymuje parametry polityki pieniężnej na niezmiennym poziomie**. Postawa krajowej RPP kontrastuje z nastawieniem banków centralnych gospodarek rozwiniętych (USA, strefa euro) i Europy Środkowo-Wschodniej, co związane jest z mniej korzystnymi tendencjami inflacji. W ujęciu realnym stopy procentowe w Polsce pozostają jednak niskie na tle regionu.
- Konferencja prezesa NBP A.Głapińskiego po grudniowym posiedzeniu RPP wskazuje na wysoką niepewność co do ścieżki stóp procentowych w Polsce i mało czytelną funkcję reakcji Rady**. Znajduje to odzwierciedlenie w wysokiej zmienności notowań na rynku stopy procentowej. Komunikaty płynące z RPP wskazują, w naszej ocenie, na brak chęci bankierów centralnych do szybkich obniżek stóp procentowych. Uważamy, że do maja, czyli do wyborów prezydenckich, RPP będzie chciała utrzymać obecny poziom stóp procentowych. Widzimy jednak przestrzeń do ich cięć w II poł. przyszłego roku, choć moment pierwszej obniżki przy tak nieczytelnej komunikacji RPP jest trudny do określenia. Biorąc pod uwagę niskie bezrobocie, wciąż podwyższoną dynamikę płac, czy wzrost w II poł. 2024 r. oczekiwań inflacyjnych i niepewność co do ścieżki cen nośników energii, stopy procentowe w przyszłym roku spadną o 100 pkt. baz.

# Polityka fiskalna – w 2025 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych kolejny rok z rzędu przekroczy 5% PKB

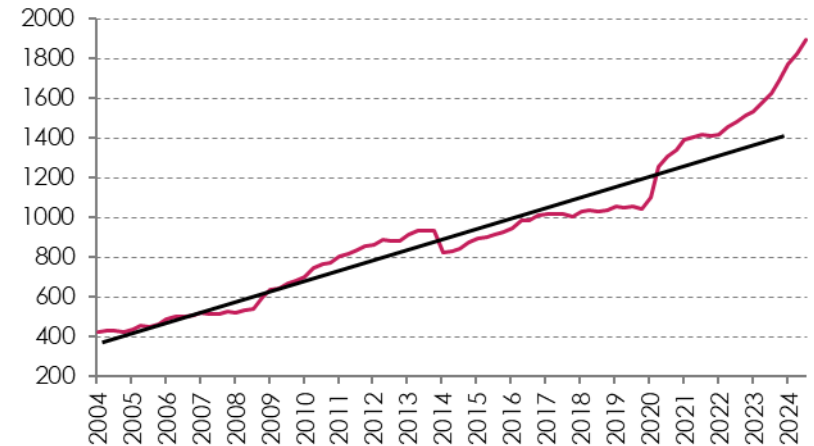
## Saldo sektora general government (% PKB)



## Koszty obsługi długu publicznego (mld PLN)



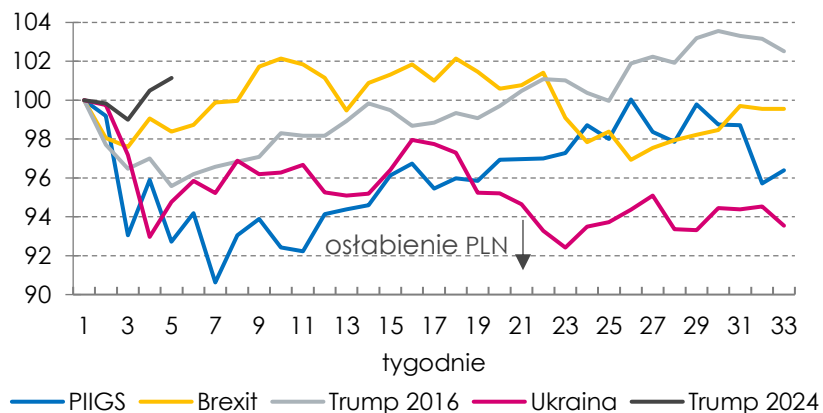
## Dług instytucji rządowych i samorządowych (mld PLN)



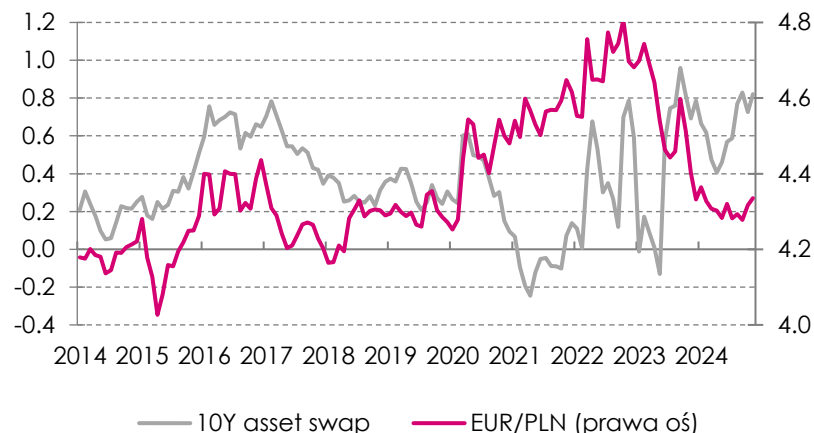
- Rok 2024 będzie trzecim z rzędu, kiedy deficyt sektora finansów publicznych rośnie, a jednocześnie utrzymuje się powyżej wartości referencyjnej 3% PKB. Polityka fiskalna pozostawała ekspansywna, bez sygnałów konsolidacji. **Deficyt sektora general government wzrośnie w tym roku do 5,8% PKB z 5,3% PKB w 2023. Wzrostowi deficytu towarzyszy silny wzrost długu publicznego.** Uwzględniając dane na koniec września 2024 r., dług instytucji rządowych i samorządowych wzrósł o niemal 17% r/r, osiągając wartość 1,9 bln PLN (53,5%PKB w 3Q 2024 wobec 48,6% PKB rok temu). Polityka fiskalna, z silnym akcentem na wydatki społeczne, nie pomaga trwałemu sprowadzeniu inflacji do celu banku centralnego. Uporczywa nierównowaga fiskalna skłoniła też Komisję Europejską do objęcia Polski procedurą nadmiernego deficytu.
- W roku 2025 polityka fiskalna pozostanie ekspansywna, a deficyt budżetu państwa zaplanowany został na 289 mld PLN. Deficyt całego sektora finansów publicznych wyniesie natomiast 5,6% PKB. Zgodnie z przyjętym przez rząd planem budżetowo-strukturalnym, deficyt będzie obniżany od 2026 r. i zgodnie z zapisami, deficyt sektora general government spadnie poniżej wartości referencyjnej 3% PKB w roku 2028. To ambitny plan, szczególnie biorąc pod uwagę znaczne obciążenie finansów publicznych wydatkami militarnymi. Oceniamy to pozytywnie, ponieważ wskazuje na determinację rządu do zmniejszenia nierównowagi fiskalnej po 2025 r.

# Rynki finansowe PLN – Kurs EUR/PLN przez większość 2025 roku utrzymywać się powinien w trendzie bocznym 4,20 – 4,40

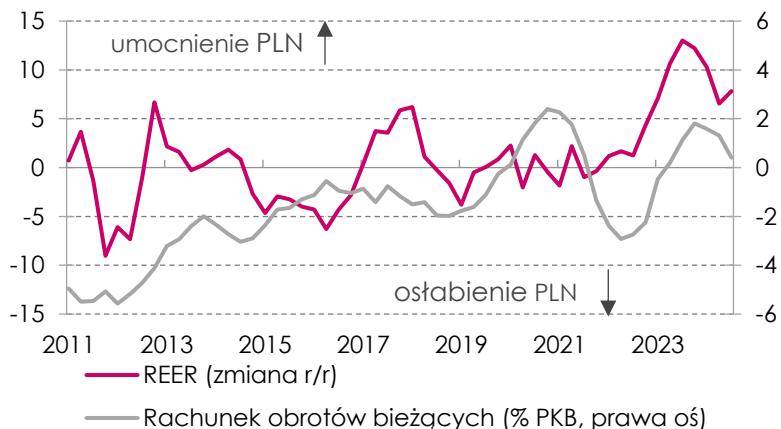
Zmiana kursu NEER w rynkowych epizodach wzrostu awersji do ryzyka (100 = moment wystąpienia zdarzenia)



Kurs EUR/PLN i notowania stawek 10-letniego asset swapa (pkt. proc.) jako proxy ryzyka fiskalnego



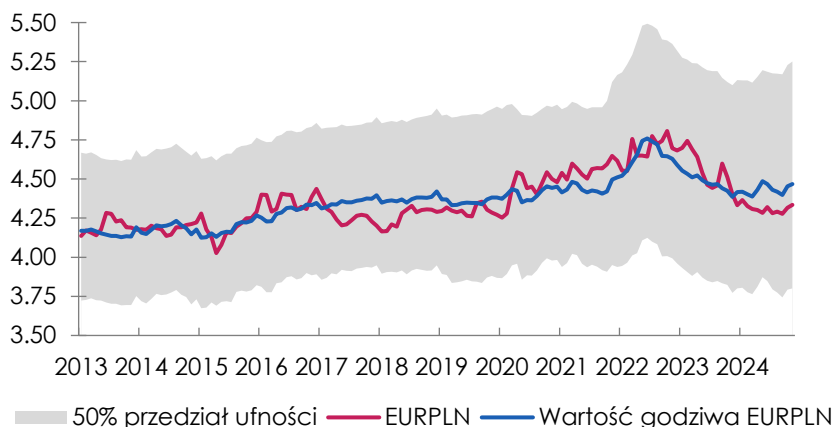
Zmiana kursu REER oraz krajowy rachunek obrotów bieżących



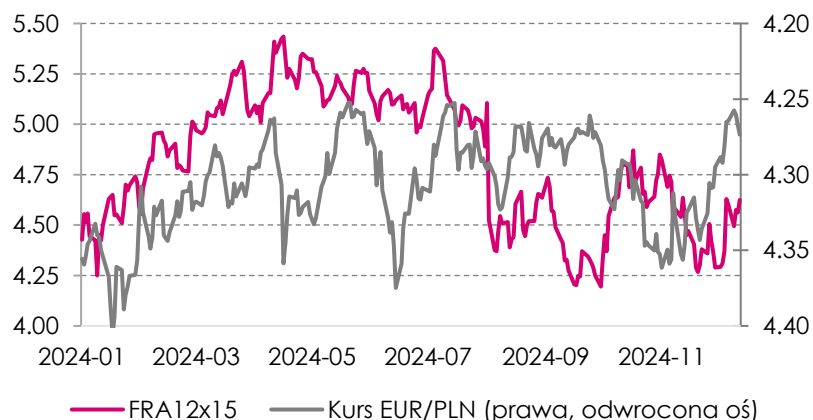
- Złoty w ostatnich tygodniach udowadnia wysoką odporność na zawirowania globalnych rynków finansowych. Mimo solidnego umocnienia dolara, rosnących krajowych stawek asset swap, pogarszającego się stopniowo rachunku obrotów bieżących kurs EUR/PLN konsekwentnie – jak przez większość 2024 roku – porusza się w przedziale 4,20 – 4,40. Naszym zdaniem przyszły rok przyniesie utrzymanie ruchów złotego do euro we wspomnianym przedziale. **Za kotwicę chroniącą polską walutę przed nadmiernym osłabieniem uznajemy opóźnienie momentu restartu cyklu obniżek stóp procentowych przez RPP** w kontrze do innych banków centralnych, ale i pozytywne na tle np. Europy Zachodniej wyniki krajowej gospodarki. Nie bez znaczenia będzie także porozumienie Rosja – Ukraina, którego oczekujemy w 2025 roku, czy dalszy napływ środków z KPO.
- Ryzyka dla złotego w 2025 roku utożsamiamy przede wszystkim z geopolityką (wojny handlowe, wybory w Europie), która negatywnie może oddziaływać na stan światowej koniunktury. Źródłem zmienności złotego okazać się może także komunikacja NBP z rynkiem w kwestii perspektywy polityki monetarnej. Podsumowując **uwazamy, iż przedział 4,20 – 4,40 PLN za EUR będzie obowiązywał przez większość 2025 roku.** Sądzymy iż ryzyka dla złotego są asymetryczne z większym prawdopodobieństwem niewielkiej przeceny w 2025 roku w stosunku do bieżących poziomów, na co wskazuje także nasz model wartości godziwej kursu EUR/PLN.

# Rynki finansowe PLN – Brak istotnych argumentów za kontynuacją umocnienia złotego w 2025 roku

Kurs EUR/PLN i jego wartość godziwa według modelu Banku Millennium



Kurs EUR/PLN oraz notowania krajowych kontraktów FRA 12x15 (%)



Mapa nierównowag polskiej gospodarki (kolor zielony spadek nierównowag pozytywny dla PLN, kolor czerwony ich wzrost)

		Poziom	Δ 3M	Δ 1Y	Δ 3Y
REER (%)	2024-10	106,7	0,0	8,3	23,1
Stopa referencyjna (pkt. proc.)	2024-12	5,75	0	0	4
CPI (pkt. proc.)	2024-11	4,7	0,4	-1,9	-3,1
Realne stopy procentowe (pkt. proc.)	2024-11	1,1	-0,4	1,9	7,6
Stopa bezrobocia (pkt. proc.)	2024-11	5,0	0	0	-0,8
C/A (% PKB)	2024-09	0,4	-0,9	-0,7	-0,2
Rachunek finansowy (% PKB)	2024-09	0,4	-0,9	-1,4	-1,3
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2024-09	0,6	-0,1	0,7	-0,8
Aktywa rezerwowe NBP (% PKB)	2024-09	23,6	-0,6	0,1	-2,4
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (PLN, % PKB)	2024-06	-31,9	1,2	1,8	5,4
Bilans handlowy (PLN, % PKB)	2024-09	0,4	-0,2	-0,8	0,0
CDS (pkt.)	2024-11	67,1	-0,2	2,3	17,3
Deficyt general government (% PKB)	Q2 2024	-6,0	-0,9	-1,8	-3,1
Terms of trade	2024-08	96,8	2,4	-12,0	-3,4
Podaż pieniądza M3 (% PKB)	2024-09	67,1	0,07	0,32	-7,31

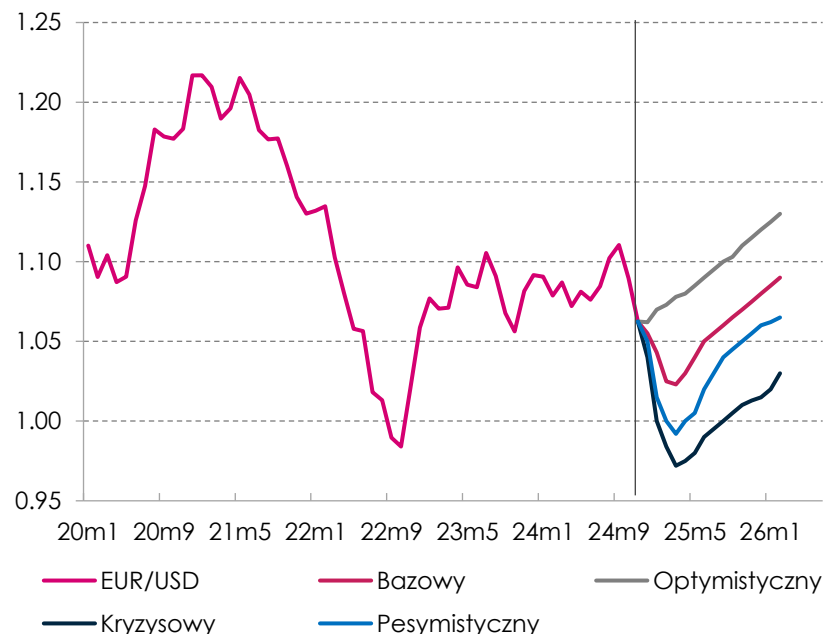
- Zrównoważenie gospodarki i postępujące niwelowanie nierównowag makroekonomicznych (m.in. dezinflacja) sprzyja utrzymaniu relatywnie mocnego złotego. Jednocześnie model wartości godziwej kursu EUR/PLN Banku Millennium sugeruje, iż polska waluta nie dysponuje obecnie potencjałem do dalszego umocnienia i – na podstawie czynników uwzględnionych w modelu – trudno będzie o wygenerowanie istotnego impulsu prozłotowego. Wyniki modelu wskazują wręcz, że bieżący kurs złotego względem euro jest obecnie przewartościowany wobec fundamentów makroekonomicznych gospodarek polskiej i strefy euro.

# Globalny rynek walutowy – Eurodolar - mimo zagrożeń - z potencjałem do wzrostów w 2025 roku...

## Scenariusze kursu EUR/USD

Scenariusz bazowy	Scenariusz optymistyczny	Scenariusz pesymistyczny	Scenariusz kryzysowy
<p>EBC i Fed łagodzą politykę pieniężną, przy czym w przypadku strefy euro ryzyka wciąż są po stronie głębszych cięć.</p> <p>Koniunktura w strefie euro pozostaje słaba, choć zakładamy powolne jej odbicie, w czym pomoże spadek inflacji, niskie stopy proc., impuls fiskalny w Niemczech i ustabilizowanie sytuacji politycznej we Francji.</p> <p>D. Trump wprowadza cła, lecz w mniejszej skali niż pierwotnie zapowiadał. Gospodarka USA rośnie, choć w tempie wolniejszym niż w 2024 roku.</p> <p>W I połowie 2025 roku osiągnięte zostaje porozumienie na linii Rosja - Ukraina. Jednoczesny brak nowych istotnych napięć wojennych na świecie.</p> <p>Chiny stymulują gospodarkę, brak negatywnych informacji z rynku nieruchomości.</p> <p>Brak szoków na rynku surowców.</p>	<p>Nastroje globalne poprawiają się na skutek szybszego zakończenia wojny w Ukrainie, poluzowania polityki fiskalnej w USA, czy unormowania sytuacji politycznej we Francji (stabilny rząd w II połowie roku) i Niemczech (porozumienie w kwestii pakietu fiskalnego, reformy strukturalne).</p> <p>Rośnie światowa wymiana handlowa, gdyż polityka celna USA jest mniej restrykcyjna.</p> <p>Mocny dolar staje się „problemem” dla administracji prezydenta USA.</p> <p>W Europie stopniowe odbicie koniunktury wsparte łagodną polityką EBC przy solidnych perspektywach gospodarczych w USA.</p> <p>Pakiety wsparcia gospodarek w Europie i Azji nie wymagają zwrotu w łagodnym tonie banków centralnych.</p>	<p>Kontynuacja stagnacji koniunktury w strefie euro, której towarzyszy pogorszenie sytuacji gospodarczej Chin, jako wynik wyższych od oczekiwań cel nakładanych przez USA w światowym handlu.</p> <p>Głębsze od oczekiwań cięcia stóp procentowych w strefie euro przy jednoczesnym opóźnieniu łagodzenia monetarnego w USA (stagflacja) pogłębiają carry trade na korzyść dolara.</p> <p>Eskalacja wojny w Ukrainie wraz z dalszym wzrostem ryzyka geopolitycznego na Bliskim Wschodzie i Azji Południowo-Wschodniej.</p> <p>Wyniki wyborów w czołowych gospodarkach europejskich są negatywnie odbierane przez rynki finansowe.</p>	<p>Gwałtowne pogorszenie koniunktury w USA rozlewa się na arenę międzynarodową generując wzrost awersji do ryzyka.</p> <p>Rosnąca przewaga Rosji w wojnie z Ukrainą. Eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie skutkuje droższymi surowcami.</p> <p>Napięcia migracyjne w Europie, którym towarzyszy kryzys polityczny w Niemczech i Francji. Brak planowanego pakietu wsparcia gospodarki w Niemczech.</p> <p>Stopy procentowe w strefie euro i USA zostają silnie obniżone, choć w przypadku Fed z pewnym opóźnieniem z uwagi na szok inflacyjny.</p> <p>Wewnętrzna niestabilność w USA (migracja).</p> <p>Niepewność geopolityczna w Azji (Tajwan, Korea Płn.).</p>

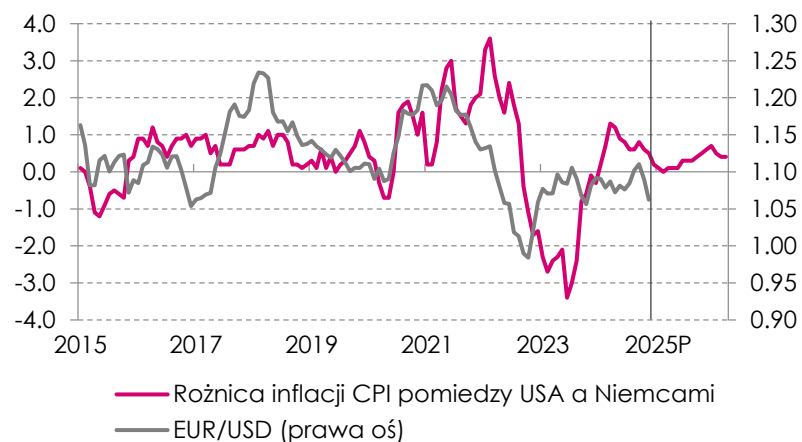
## Kurs EUR/USD i prognozy scenariuszowe



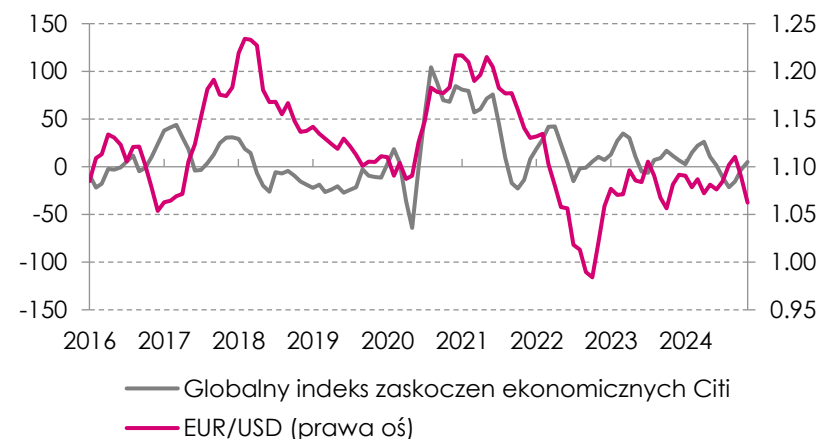
- Uważamy, iż **2025 rok rozpocznie się od utrzymania prodolarowej presji** na globalnym rynku walutowym, a kurs EUR/USD zbliży się, choć prawdopodobnie nie osiągnie, parytetu. W naszej ocenie pierwsze miesiące nowego roku będą bowiem kumulacją czynników osłabiających euro, do których zaliczamy przede wszystkim wciąż niepewne perspektywy odbicia wzrostu gospodarczego w strefie euro, nerwowość towarzyszącą m.in. wyborom parlamentarnym w Niemczech, ale i możliwie głębszym cięciom stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego. Od 2Q 2025 oczekujemy natomiast łagodnego odbicia koniunktury wspartej impulsem fiskalnym w Niemczech i Chinach (poprawą nastrojów rynkowych) z jednoczesnym wolniejszym niż w 2024 roku tempie wzrostu amerykańskiej gospodarki. Naszym zdaniem niektóre pomysły okresu wyborczego D.Trumpa okazały się ponadto mniej restrykcyjne (zakres i skala ceł handlowych), co wesprze perspektywy światowego handlu i przyczyni się do wzrostu apetytu na ryzyko. Jednocześnie w swoim bazowym scenariuszu zakładamy porozumienie na linii Rosja – Ukraina. Proces odbudowy Ukrainy wraz ze zwiększeniem wydatków zbrojeniowych (zobowiązania NATO) przez Europę Zachodnią dodatkowo wspomogą w naszej ocenie poprawę europejskiej koniunktury. **Te wszystkie czynniki zadecydują o stopniowym wzroście kursu EUR/USD w dalszej części 2025 roku.** Mamy jednocześnie świadomość, iż rok 2025 będzie niezwykle burzliwy, głównie z uwagi na szeroko pojętą geopolitykę (Bliski Wschód, Azja Płd.-Wsch., USA), stąd rynek eurodolara zapewne cechować będzie wysoka zmienność.

# Globalny rynek walutowy – ...choć mnogość ryzyk zadecyduje o wysokiej zmienności eurodolara w najbliższych miesiącach.

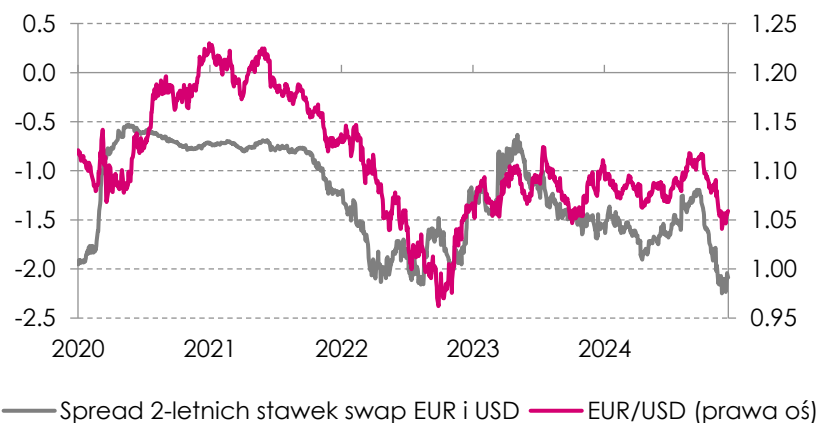
## Kurs EUR/USD i różnica inflacji CPI między USA a Niemcami (pkt. proc.)



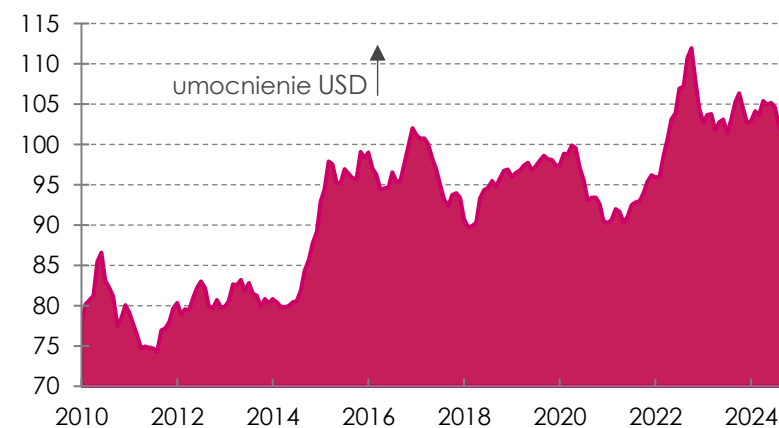
## Kurs EUR/USD i globalny indeks zaskoczeń ekonomicznych Citi (pkt)



## Kurs EUR/USD i spread 2-letnich stawek swap EUR i USD (pkt. proc.)

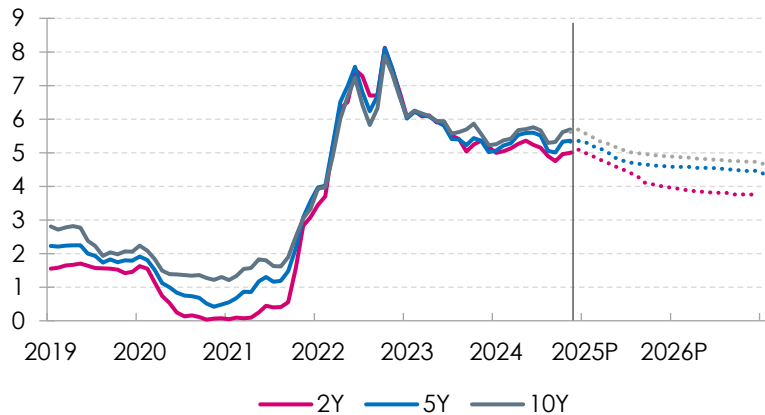


## Notowania indeksu dolarowego (pkt)

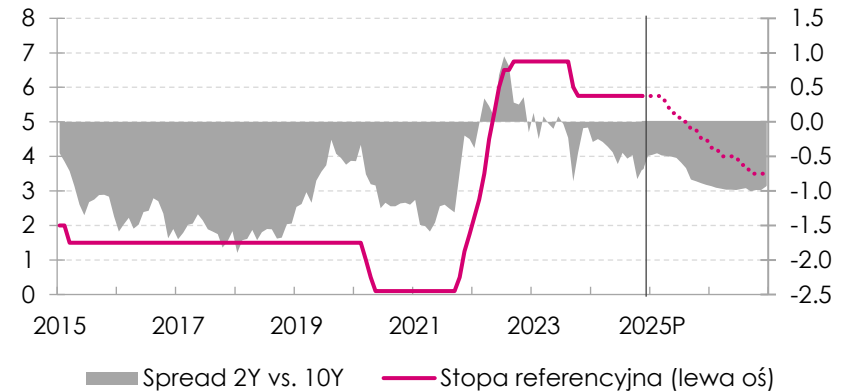


# Krajowy rynek obligacji – Trend spadku dochodowości polskich obligacji pozostaje nadrzędny w 2025 roku, choć początkowo czynniki krajowe będą stanowić dla niego przeciwwagę

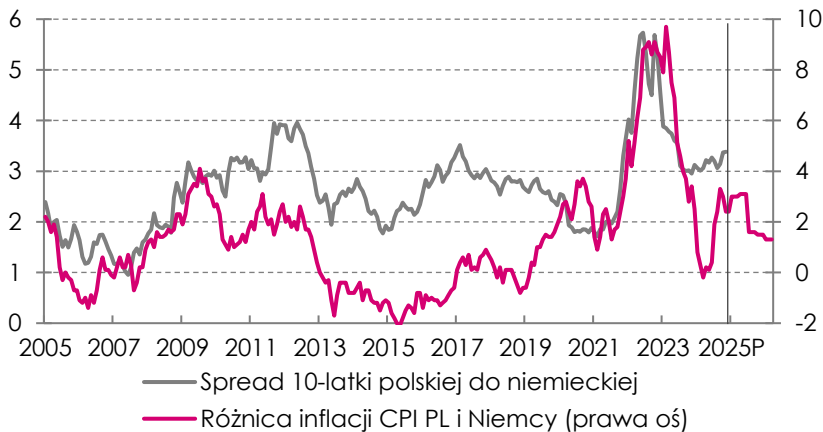
## Rentowność polskich obligacji skarbowych (%)



## Nachylenie krajowej krzywej oraz stopa referencyjna (%)



## Różnica inflacji CPI i rentowności obligacji Polski i Niemiec (pkt. proc.)



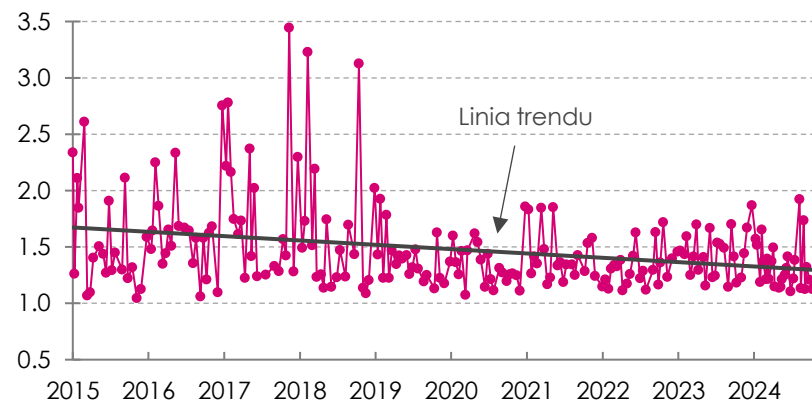
- Koniec 2024 roku przyniósł znaczące wzrosty dochodowości polskiego długu. Był to efekt złożenia się kilku czynników tj. wzrost stawek asset swap jako proxy ryzyka fiskalnego, opóźnienia momentu obniżki stóp procentowych w Polsce w ślad za zmianą narracji prezesa NBP, czy wyższą rentowności rynków bazowych. Utrzymania ich wpływu oczekujemy także na starcie nowego roku. W efekcie w 2025 roku polska 10-latka wejdzie z rentownością jedynie nieco poniżej psychologicznego poziomu 6,0%, a pierwsze miesiące przyniosą naszym zdaniem jedynie kosmetyczne ruchy spadkowe.
- O ile, naszym zdaniem, **długookresowe perspektywy dochodowości długu skarbowego pozostają niezmiennie i zakładają kontynuację niżki**, o tyle – powtarzając za naszym poprzednim raportem - uważamy, iż trend spadkowy nabierze tempa dopiero z końcem 1Q. Wtedy to m.in. w ślad za wynikami marcowej projekcji makroekonomicznej Narodowego Banku Polskiego rynek „grać” będzie scenariusz wakacyjnych obniżek stóp procentowych. Zaawansowany będzie ponadto cykl łagodzenia monetarnego w strefie euro (chęć utrzymania spreadu do Bundu), ale i bankach centralnych regionu. W całym 2025 roku – głównie za sprawą oczekiwanych cięć stóp procentowych – spodziewamy się ponadto wystromienia krzywej dochodowości (przede wszystkim w II połowie roku).

# Krajowy rynek obligacji – Pytaniem otwartym pozostaje, czy popyt ze strony banków komercyjnych „wytrzyma” rekordowe potrzeby pożyczkowe 2025 roku?

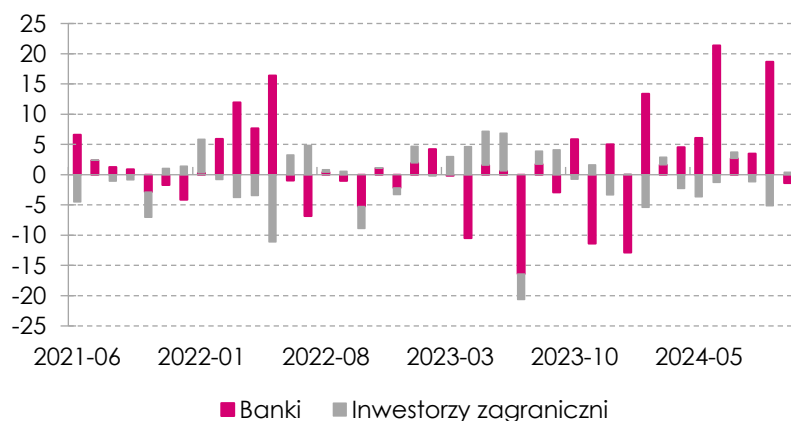
Stopień prefinansowanie potrzeb pożyczkowych na kolejny rok i średnia wieloletnia (%)



Relacja popytu do podaży na przetargach sprzedaży obligacji skarbowych



Miesięczna zmiana portfela obligacji skarbowych w zależności od typu inwestora (mld PLN)

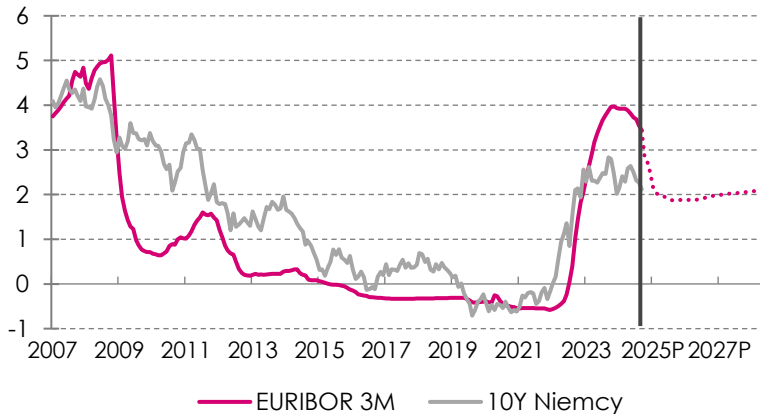


- Naszą tezę o przyspieszeniu trendu niżki dochodowości polskiego długu pod koniec 1Q 2025 wspiera ponadto historyczny wzorec sezonowy związany z emisjami podaży długu. Zakłada on kumulację emisji w pierwszych trzech miesiącach roku, choć opublikowany przez Ministerstwo Finansów kalendarz emisyjny na przyszły rok zakłada z reguły trzy przetargi każdego miesiąca. Przypomnijmy ponadto, iż plan na 2025 rok opiewa na rekordową wysokość zarówno w ujęciu brutto (553 mld PLN), jak i netto (367 mld PLN). Mimo niespotykanego dotąd poziomu potrzeb nie spodziewamy się istotnych problemów z ich realizacją. Banki – po chwilowej zadyszce w listopadzie - pozostaną głównym odbiorcą polskich obligacji. Przejściowo jednak – w przypadku wzrostu awersji do ryzyka na świecie – mogą występować okresy zmniejszonego popytu ze strony sektora bankowego. „Ratunkiem” będą wysokie stany środków na rachunkach budżetowych Ministerstwa Finansów wspierane wpływami m.in. z KPO.
- Podsumowując, uważamy, iż rentowność polskiego długu najwyższe poziomy osiągnie na początku 2025 roku. W miarę upływu miesięcy trend niżki zacznie przyspieszać motywowany przede wszystkim nie tak odległą jak bieżące wskazania prezesa NBP perspektywą cięć stóp procentowych w Polsce, ale i średnioterminowymi planami konsolidacji fiskalnej. W efekcie na koniec roku dochodowość 10-latkki obniży się do 5,00%.

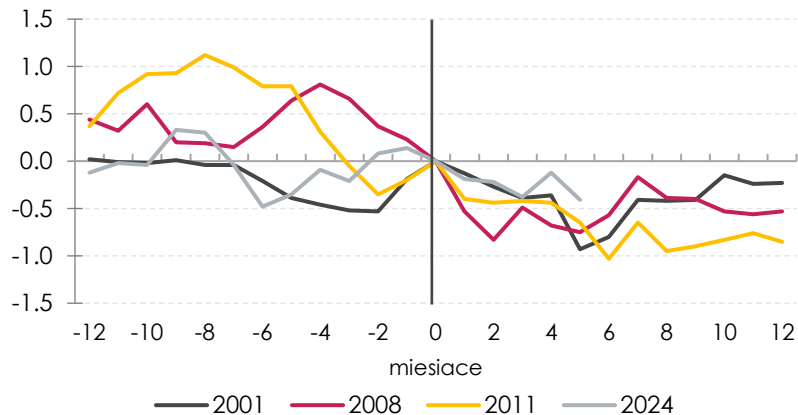


# Rynek obligacji bazowych – Impulsy fiskalne zdominują w 2025 roku kwestie polityki monetarnej jako argumentu za zmianą rentowności Bunda i Treasuries

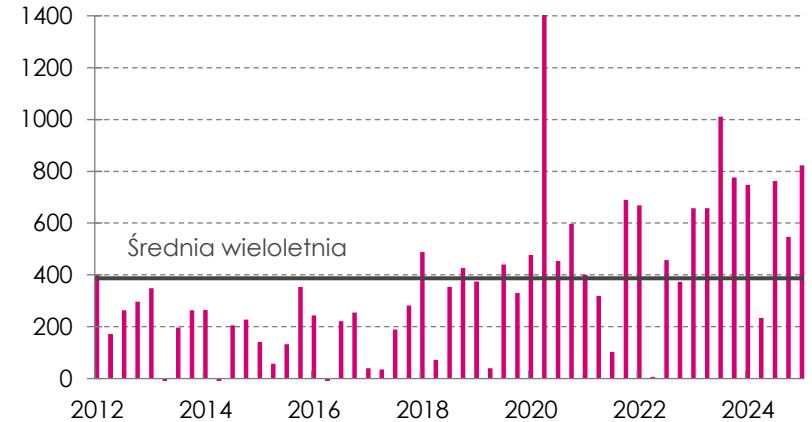
Stawka EURIBOR 3M i rentowność 10-letniego długu skarbowego Niemiec (%)



Zmiana rentowności 10-letniego Bunda rok przed i po pierwszej obniżce stóp proc. w strefie euro (pkt.proc.)



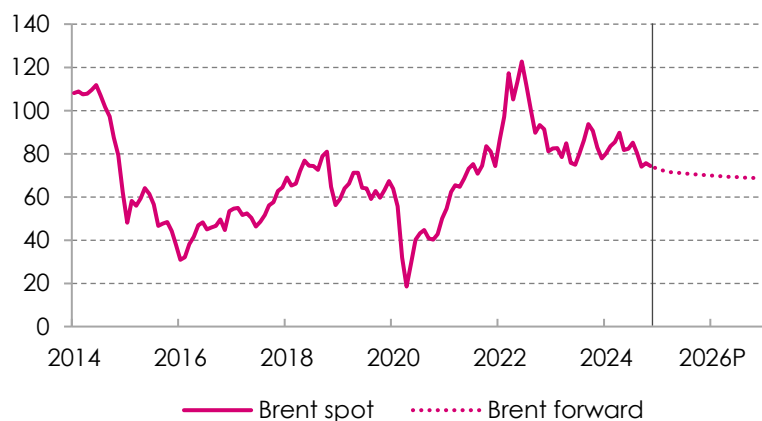
Rynkowe potrzeby pożyczkowe Departamentu Skarbu USA (mln USD)



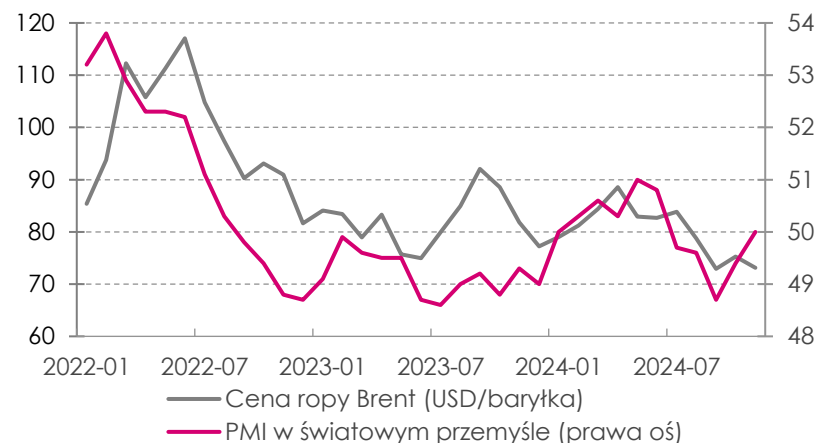
- Podtrzymujemy naszą ocenę z poprzedniego raportu, gdy pisaliśmy, iż rentowność Bunda pozostawać będzie względnie stabilna. Uważamy, iż przez większość 2025 roku dochodowość niemieckiej 10-latki poruszać się będzie w przedziale 2,0 – 2,50%. Spodziewana kontynuacja cięć stóp procentowych w strefie euro nie będzie czynnikiem istotnie determinującym zmiany długiego końca niemieckiej krzywej. Jest ona bowiem rynkowo wyceniona i jak pokazują historycznie analogie ruch spadkowy 10-letnich obligacji niemieckich z tytułu cięć stóp procentowych wygasa na początku cyklu łagodzenia monetarnej. Kwestia otwartą pozostaje skala impulsu fiskalnego szykowanego dla niemieckiej gospodarki na rok przyszły. Krystalizować się to będzie jednak po wyborach parlamentarnych w tym kraju, a więc pod koniec 1Q.
- W przypadku Treasuries nasze oczekiwania zakładają przede wszystkim wysoką zmienność wyceny długu USA. Będzie to efekt wciąż niepewnego co do wielkości impulsu fiskalnego pod rządami Republikanów. Pragniemy zauważyć, iż plany Departamentu Skarbu USA na 1Q 2025 zakładają niemal rekordowe potrzeby pożyczkowe. Zmienność Treasuries mogą ponadto możliwe modyfikacje – względem przedstawionych na posiedzeniu w grudniu – planów Fed odnośnie do skali cięć stóp procentowych w 2025 roku. Spodziewamy się bowiem utrzymania wysokiej wrażliwości rynku Treasuries na napływające dane makroekonomiczne.

# Rynek surowcowy – Ceny ropy naftowej w klinczu

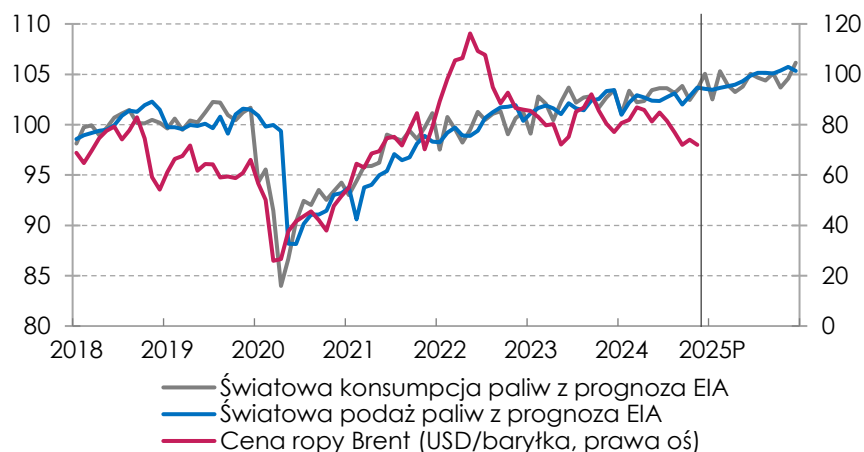
## Cena ropy naftowej Brent oraz notowania kontraktów forward



## Cena ropy naftowej Brent oraz indeks PMI w światowym przemyśle (pkt.)



## Konsumpcja i podaż paliw z prognozą Międzynarodowej Agencji Energii (mln baryłek/ dzień) i cena ropy Brent



- Mimo, iż kartel OPEC+ ponownie opóźnił (o trzy miesiące do kwietnia 2025) moment zwiększenia wydobycia ropy naftowej, to i tak w 4Q 2024 roku cena baryłki Brent zbliżyła się do 3-letniego minimum w okolicy 70 USD. Źródłem decyzji organizacji, jak i obecnych niskich cen surowca, jest przede wszystkim przedłużająca się słabość globalnej gospodarki. Dekoniunktura w przemyśle wielu rozwiniętych gospodarek skutecznie utrzymuje relatywnie niskie ceny surowca. Jednocześnie jednak prognozy Międzynarodowej Agencji Energii wskazują na stopniowe odradzanie się konsumpcji paliw. Wsparciem w pobudzeniu popytu może być m.in. pakiet stymulacji chińskiej gospodarki proponowany przez tamtejsze władze. Warto jednak pamiętać, iż sygnały zwiększającej się konsumpcji niwelowane będą przez rosnące wydobycie ropy naftowej przez Stany Zjednoczone, czy Brazylię. Tym bardziej, iż D.Trump jest – w odróżnieniu od J.Bidena - zwolennikiem wydobycia paliw kopalnianych.
- O ile zatem zakładamy dla 2025 r. wzrosty cen ropy Brent, to pozostajemy sceptycznie nastawieni, by były one znaczące. Zgodnie z prognozami Międzynarodowego Funduszu Walutowego dynamika światowego wzrostu PKB pozostanie zbliżona do 2024 roku, przy wciąż istotnych ryzykach towarzyszących wojnom handlowym, czy skuteczności pakietów stymulacji gospodarek w części państw świata.

# Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
<b>PKB</b>	% r/r	5,3	0,1	2,8	3,7	-0,5	-0,6	0,5	1,0	2,1	3,2	2,7	3,2	3,5	3,3	3,9	3,6
<b>Popyt krajowy</b>	% r/r	4,8	-3,1	4,5	5,4	-4,9	-2,7	-3,8	-1,3	2,3	4,8	4,4	5,8	5,9	5,1	5,1	4,6
<b>Spożycie w sektorze gosp. domowych</b>	% r/r	5,2	-0,3	3,0	3,2	-1,0	-2,3	1,5	0,6	4,4	4,6	0,3	2,4	2,8	2,9	3,5	3,6
<b>Inwestycje w środki trwałe</b>	% r/r	1,7	12,6	1,0	7,3	1,8	14,8	11,0	17,6	1,9	3,2	0,1	-0,2	5,1	6,2	8,2	8,8
<b>Wkład eksportu netto</b>	pkt proc.	0,6	3,2	-1,2	-1,6	4,4	2,1	4,3	2,3	0,0	-1,3	-1,5	-2,4	-2,3	-1,8	-1,2	-1,0
<b>Inflacja CPI *</b>	% r/r	14,4	11,4	3,7	4,7	17	13,1	9,7	6,5	2,8	2,5	4,5	4,9	5,3	4,9	4,2	4,4
<b>Inflacja bazowa *</b>	% r/r	9,1	10,1	4,4	4,0	12,0	11,6	9,7	7,4	5,4	3,8	3,9	4,3	4,3	4,1	3,8	3,7
<b>Ropa naftowa Brent *</b>	USD	98,7	82,0	79,8	73,6	82,1	77,7	85,6	82,7	81,5	84,8	78,7	74,0	72,9	73,3	73,9	74,2
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	% k.o.	5,2	5,1	5,0	5,0	5,4	5,1	5,0	5,1	5,3	4,9	4,9	5,0	5,3	4,9	4,9	5,0
<b>Place w gospodarce narodowej</b>	% r/r	12,0	13,1	13,6	8,0	14,3	13,8	11,0	12,0	14,4	14,7	13,4	12,0	8,5	8,0	7,9	7,6
<b>Saldo C/A</b>	% PKB	-2,2	1,8	-0,1	-1,4	-0,5	0,2	1,1	1,8	1,6	1,3	0,4	-0,1	-0,7	-1,0	-1,3	-1,4
<b>Saldo sektora general government</b>	% PKB	-3,4	-5,3	-5,8	-5,6	-	-	-	-5,3	-	-	-	-5,8	-	-	-	-5,6
<b>Stopa referencyjna</b>	% k.o.	6,75	5,75	5,75	4,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	4,75
<b>WIBOR 1M</b>	% k.o.	6,93	5,80	5,85	4,82	6,84	6,86	6,04	5,80	5,83	5,84	5,82	5,85	5,85	5,73	5,31	4,82
<b>WIBOR 3M</b>	% k.o.	7,02	5,88	5,86	4,83	6,89	6,90	5,77	5,88	5,88	5,85	5,85	5,86	5,85	5,76	5,26	4,83
<b>WIBOR 6M</b>	% k.o.	7,14	5,82	5,79	4,69	6,95	6,95	5,63	5,82	5,86	5,86	5,85	5,79	5,77	5,42	5,22	4,69
<b>Obligacja 2-letnia</b>	% k.o.	6,77	5,12	5,03	4,00	6,11	5,84	5,04	5,12	5,14	5,13	4,76	5,03	4,85	4,55	4,25	4,00
<b>Obligacja 10-letnia</b>	% k.o.	6,92	5,20	5,80	5,00	6,03	5,76	5,90	5,20	5,43	5,74	5,24	5,80	5,55	5,25	5,10	5,00
<b>EUR/PLN</b>	k.o.	4,69	4,35	4,26	4,30	4,68	4,45	4,64	4,35	4,30	4,31	4,28	4,26	4,28	4,30	4,31	4,30
<b>USD/PLN</b>	k.o.	4,40	3,94	4,06	4,00	4,29	4,11	4,37	3,94	3,99	4,03	3,82	4,06	4,09	4,04	4,02	4,00
<b>EUR/USD</b>	k.o.	1,07	1,10	1,05	1,08	1,09	1,08	1,06	1,10	1,08	1,07	1,12	1,05	1,05	1,06	1,07	1,08
<b>EURIBOR 3M</b>	% k.o.	2,13	3,91	2,77	1,83	3,04	3,58	3,95	3,91	3,89	3,71	3,28	2,77	2,22	1,94	1,88	1,83
<b>LIBOR 3M USD/SOFR 3M (od 07.2023 roku)</b>	% k.o.	3,62	4,62	4,62	3,84	4,51	5,00	5,27	5,36	5,35	5,35	5,31	4,62	4,27	4,03	3,84	3,84

Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Szare pola – prognozy Banku Millennium, k.o. - koniec okresu; \* - średnio w okresie, kursy walutowe - fixing NBP

Prognozy Banku Millennium zostały sporządzone w oparciu o dane i informacje dostępne do dnia 16 grudnia 2024 r.

# BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Bank Millennium SA

[www.bankmillennium.pl](http://www.bankmillennium.pl)

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

[grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl](mailto:grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl)

Andrzej Kamiński

Ekonomista

[andrzej.kaminski@bankmillennium.pl](mailto:andrzej.kaminski@bankmillennium.pl)

Mateusz Sułowicz

Analityk rynków finansowych

[mateusz.sulowicz@bankmillennium.pl](mailto:mateusz.sulowicz@bankmillennium.pl)

Antoni Zalewski

Młodszy analityk danych

[antoni.zalewski@bankmillennium.pl](mailto:antoni.zalewski@bankmillennium.pl)

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, w tym udzielonej w ramach doradztwa inwestycyjnego, podatkowego, prawnego; ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Została ona wydana wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, czy dokonywania transakcji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Nie stanowi ona analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Nie stanowi ona również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku, ani „badania inwestycyjnego” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy – w tym nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych. Informacje podane w analizie Banku nie uwzględniają indywidualnych okoliczności odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom. Niniejsza analiza nie powinna stanowić jedynej przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej przez odbiorcę. Decyzja inwestycyjna w odniesieniu do instrumentu finansowego lub inwestycji powinna być podjęta na podstawie opublikowanej dokumentacji emisyjnej. Ostateczna decyzja zawarcia transakcji należy wyłącznie do inwestora. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem straty, w tym całości wartości zainwestowanego kapitału, lub, w niektórych przypadkach, kwot przekraczających tę wartość. Fakty przedstawione w niniejszej analizie pochodzą oparte są na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne oraz na informacjach publicznie dostępnych – do jej sporządzenia nie wykorzystano żadnych informacji poufnych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, aby zawarte informacje nie były błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Informacje zawarte w tej analizie są aktualne na datę utworzenia dokumentu i mogą ulec zmianie w przyszłości. Bank nie zobowiązuje się do ich aktualizowania. Bank nie udziela w odniesieniu do niniejszej analizy żadnych gwarancji, wyrażonych wprost ani dorozumianych, dotyczących jej przydatności do określonego celu. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych, indeksów lub wyników finansowych - nie stanowią one pewnego wskaźnika na przyszłość, w tym nawet co do podobnego zachowania instrumentów lub indeksów finansowych, gdyż wszelkie takie założenia są ze swej natury niepewne i obciążone ryzykiem błędu. Prezentowane informacje, czy przykłady użyte w niniejszym materiale mogą opierać się na przyjęciu pewnych założeń, np. co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. Z uwagi na to, że przyjęte teoretyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste wyniki związane z instrumentami, indeksami lub wskaźnikami finansowymi mogą istotnie odbiegać od prezentowanych założeń co do okoliczności mogących mieć wpływ na ich poziomy. Wszelkie odniesienia dotyczące poziomu kursów walutowych, cen surowców lub innych wskaźników ekonomicznych, nie odnoszą się do instrumentów finansowych opartych o te wskaźniki bazowe. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Bank Millennium S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2A, 02-593 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 0000010186; NIP 5260212931; kapitał zakładowy 1 213 116 777 złotych, w pełni opłacony.