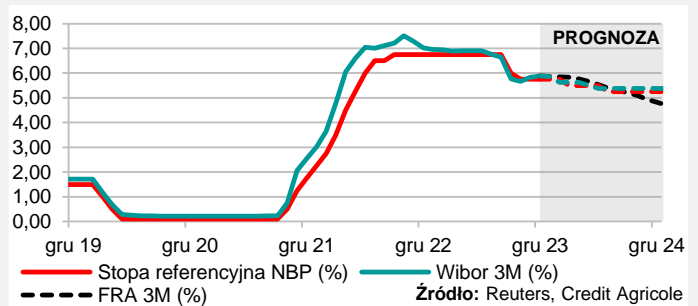
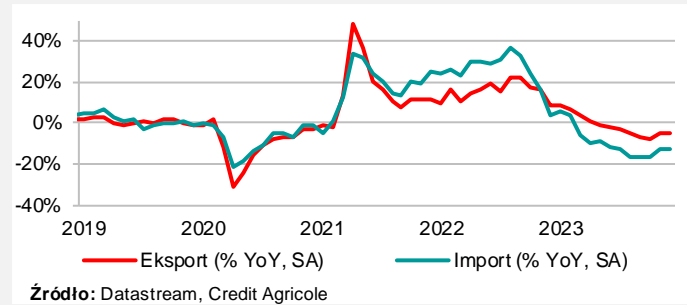


## W tym tygodniu

**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Uważamy, że stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie (stopa referencyjna równa 5,75%). Wsparciem dla naszej prognozy zakładającej status quo w polityce pieniężnej jest treść komunikatu po styczniowym posiedzeniu RPP. Jako główne argumenty na rzecz stabilizacji stóp procentowych Rada wymieniła w nim m.in. niepewność co do kształtu przyszłej polityki fiskalnej i regulacyjnej oraz jej wpływu na inflację (por. MAKROpuls z 09.01.2024). Dodatkowo na konferencji po styczniowym posiedzeniu A. Glapiński dał do zrozumienia, że prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych jest obecnie niskie. Decyzja o pozostawieniu stóp na dotychczasowym poziomie byłaby spójna z konsensusem rynkowym, a tym samym nie powinna ona wpłynąć na kursu złotego i rentowności polskich obligacji. W tym tygodniu zapewne odbędzie się również zwyczajowa konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która może rzucić więcej światła na perspektywy krajowej polityki pieniężnej. Zgodnie z naszym scenariuszem pierwsza obniżka stóp procentowych nastąpi w marcu br.



**Dzisiaj opublikowane zostały dane dotyczące handlu zagranicznego w Niemczech.** Saldo bilansu handlu zagranicznego zwiększyło się w grudniu do 22,2 mld EUR wobec 20,7 mld EUR w listopadzie (konsensus wynosił 18,8 mld EUR). Odnotowano spadek dynamiki eksportu (-4,6% m/m w grudniu wobec 3,5% w listopadzie) oraz importu (-6,7% m/m wobec 1,5%).



Podtrzymujemy naszą ocenę, że niemiecki handel zagraniczny nadal pozostaje pod wpływem spowolnienia w światowej gospodarce. Czynnikiem oddziałującym w kierunku ograniczenia aktywności w światowym handlu, które dotyka niemiecki przemysł, jest dostosowanie poziomu zapasów do słabszej koniunktury. W tym tygodniu opublikowane zostaną również dane o produkcji przemysłowej i zamówieniach w przemyśle w Niemczech. Naszym zdaniem publikacje danych z Niemiec będą neutralne dla rynków finansowych.

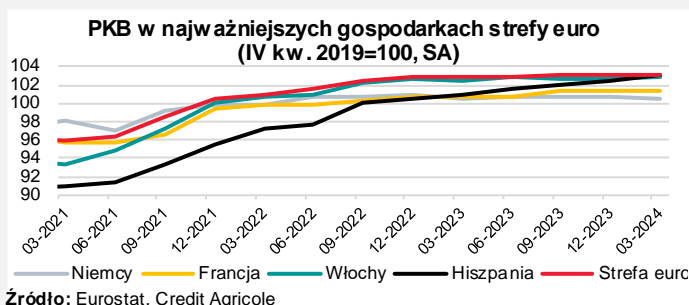
## W zeszłym tygodniu

**PKB w Polsce zwiększył się w 2023 r. o 0,2% wobec wzrostu o 5,3% w 2022 r., co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynkowych zgodnych z naszą prognozą (0,5%).** Silne spowolnienie PKB w ubiegłym roku wynikało przede wszystkim z redukcji nadmiarowych zapasów buforowych zakumulowanych w przetwórstwie przemysłowym w okresie pandemii i po wybuchu wojny w Ukrainie, a także spadku konsumpcji, której dynamika ograniczana była przez efekty wysokiej bazy i podwyższoną inflację. Na podstawie opublikowanych przez GUS danych oszacowaliśmy, że w IV kw. ub.r. realna dynamika PKB ukształtowała się na poziomie 1,0% r/r wobec 0,5% w III kw., co było wyraźnie gorszym wynikiem od naszych oczekiwań (1,6%). Głównym źródłem

przyspieszenia wzrostu gospodarczego pomiędzy III kw. a IV kw. były wyższe wkłady zasobów i inwestycji. Jednocześnie szacujemy, że głównym źródłem błędu prognozy wzrostu PKB w IV kw. był brak oczekiwanego przez nas ożywienia konsumpcji i powiązanego z nim zwiększenia aktywności w sektorze usług (por. MAKROpuls z 31.01.2024). dane sygnalizują, że ożywienie gospodarcze odzwierciedlone w nieprzerwanym wzroście odsezonowanego poziomu PKB od I kw. ub. r. silnie wyhamowało. Szacowana przez nas kwartalna dynamika odsezonowanego PKB w IV kw. ukształtowała się bowiem blisko zera. Szacunek ten obciążony jest jednak dużą niepewnością m.in. ze względu na wysokie prawdopodobieństwo rewizji wcześniejszych danych. Oficjalne dane o wzroście PKB w IV kw. poznamy za dwa tygodnie. W oparciu o opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o PKB w 2023 r. zrewidowaliśmy nasz scenariusz makroekonomiczny (patrz poniżej).

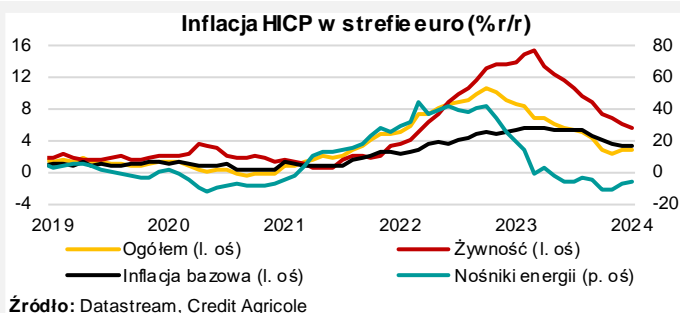
- ▾ **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w styczniu do 47,1 pkt. wobec 47,4 pkt. w grudniu, kształtując się wyraźnie oczekiwań rynku (48,2 pkt.) oraz naszej prognozy (48,0 pkt.).** Obniżenie indeksu wynikało z niższych wkładów 2 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji i nowych zamówień), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla zatrudnienia, zasobów oraz czasu dostaw. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje przyspieszenie spadku nowych zamówień ogółem, w tym nowych zamówień eksportowych. Składowe dla obu tych kategorii ukształtowały się na poziomach najniższych od października 2023 r., sygnalizując szybki spadek zamówień. Dane te wskazują, że spowolnienie w światowym handlu ogranicza aktywność w polskim przetwórstwie. Niższe zamówienia znalazły odzwierciedlenie w przyspieszeniu spadku bieżącej produkcji. Słabnący popyt przyczynił się również do nieznacznego obniżenia zasobów wyrobów gotowych, dalszego spadku zasobów materiałów oraz wyraźnego przyspieszenia spadku zakupów dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji. Malejące zakupy dóbr pośrednich są szczególnie niepokojące, gdyż ich spadek wskazuje zwykle na oddalającą się perspektywę ożywienia koniunktury w przetwórstwie. Naszym zdaniem mniejsze zakupy dóbr pośrednich w styczniu były w pewnym stopniu spowodowane zaburzeniami w łańcuchach dostaw wskutek niestabilnej sytuacji w rejonie Morza Czerwonego i znaczącego wydłużenia czasu transportu towarów z krajów azjatyckich do Europy drogą morską (por. MAKROpuls z 01.02.2024). Poziom indeksu PMI w styczniu wskazuje, że ożywienie aktywności w polskim przetwórstwie opóźnia się i nastąpi najwcześniej w II kw. Ocena ta jest spójna ze zrewidowanym przez nas scenariuszem makroekonomicznym (patrz poniżej).

- ▾ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się w IV kw. do 0,0% wobec -0,1% w III kw. (przy naszej prognozie równej 0,1%).** W ujęciu rocznym PKB w strefie euro zwiększył się o 0,1% r/r w IV kw. wobec 0,0% w III kw. Spośród głównych gospodarek zmniejszenie



kwartalnej dynamiki PKB odnotowano w Niemczech (-0,3% kw/kw w IV kw. wobec 0,0% w III kw., przy naszej prognozie równej -0,1%). Natomiast jej wzrost nastąpił w Hiszpanii (0,6% w IV kw. wobec 0,4% w III kw., przy naszej prognozie równej 0,2%), we Włoszech (0,2% wobec 0,1%, przy naszej prognozie równej 0,1%), podczas gdy tempo wzrostu PKB we Francji nie zmieniło się (0,0% w III kw. i IV kw., przy naszej prognozie równej 0,2%). Dane mają charakter wstępny i nie zawierają informacji nt. struktury wzrostu gospodarczego. W świetle styczniowych wyników badań koniunktury (por. MAKROmapa z 29.01.2024) dostrzegamy znaczące ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym kwartalna dynamika PKB w strefie euro w I kw. wyniesie 0,2%.

✓ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zmniejszyła się do 2,8% r/r w styczniu wobec 2,9% w grudniu, kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym i powyżej naszej prognozy (2,5%).** W kierunku spadku inflacji oddziaływały niższa dynamika cen żywności (5,7% r/r w styczniu wobec



6,1% w grudniu) i obniżenie inflacji bazowej (3,3% wobec 3,4%). Przeciwny wpływ miał natomiast wzrost dynamiki cen nośników energii (-6,3% wobec -6,7%) związany z wygaśnięciem efektów wysokiej bazy sprzed roku. Oczekujemy, że najbliższe miesiące przyniosą dalszy stopniowy spadek inflacji bazowej. Warto również zwrócić uwagę na duże rozbieżności pomiędzy tendencjami inflacyjnym w poszczególnych krajach strefy euro. Spadek inflacji obserwowany jest w Niemczech i we Francji, podczas gdy we Włoszech, Hiszpanii i Holandii utrzymuje się jej wzrost. Co więcej, inflacja w ujęciu rocznym w poszczególnych krajach strefy euro była w styczniu na ogół wyższa niż wynikałoby to z efektów bazy sprzed roku. Uważamy, że EBC rozpocznie we wrześniu 2024 r. cykl obniżek stóp procentowych i dokona łącznie 3 obniżek po 25pb każda (we wrześniu, październiku i grudniu). W konsekwencji na koniec 2024 r. stopa refinansowa wyniesie 3,75%, a stopa depozytowa 3,25%.

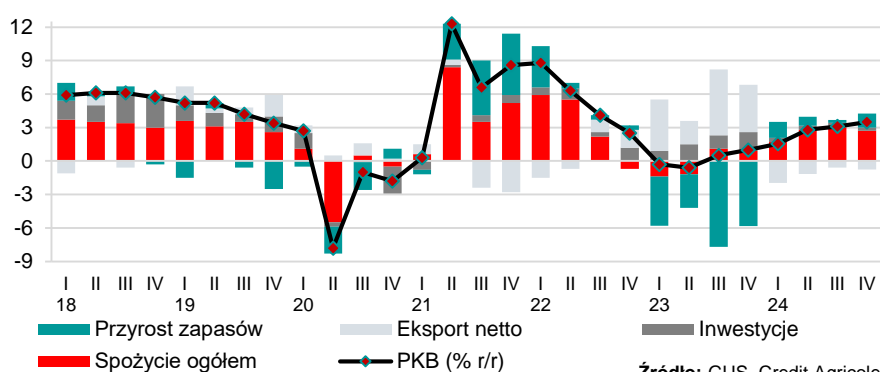
✓ **Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed pozostawił docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [5,25%; 5,50%], co było zgodne z naszą prognozą i konsensusem.** Wydźwięk komunikatu uległ dalszemu złagodzeniu w porównaniu z grudniowym posiedzeniem. Fragment „ewentualne dalsze podwyżki stóp procentowych” został zastąpiony sformułowaniem „ewentualne dostosowanie wysokości stóp procentowych”. W komunikacie znalazł się jednak zapis, zgodnie z którym FOMC nie oczekują aby obniżka stóp była odpowiednia tak długo jak członkowie FOMC nie nabiorą większego przekonania, że inflacja zbiega do celu inflacyjnego. Co więcej, podczas konferencji prasowej szef Rezerwy Federalnej J. Powell stwierdził, że jego zdaniem obniżka stóp procentowych już na marcowym posiedzeniu jest mało prawdopodobna. Wypowiedź J. Powella stanowi wsparcie dla naszego scenariusza stóp procentowych, zgodnie z którym Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe o 25pb w III kw. i o 25pb w IV kw. br. Uważamy, że napływ danych wskazujących na dalszy spadek inflacji może przyspieszyć termin pierwszej obniżki stóp, która może jednak nastąpić już w maju br.

✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w styczniu o 353 tys. wobec wzrostu o 333 tys. w grudniu (rewizja w górę z 216 tys.) i ukształtowało się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (180 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+112,0 tys.), usługach biznesowych (+74,0 tys.) i handlu detalicznym (+45,2 tys.). Z kolei do spadku zatrudnienia doszło w górnictwie i wycince drzew (-6,0 tys.). Stopa bezrobocia w styczniu nie zmieniła się w porównaniu do grudnia i wyniosła 3,7%, kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (3,8%). Tym samym nadal pozostaje ona poniżej stopy bezrobocia naturalnego, szacowanej przez Fed na poziomie 4,0%. Z kolei współczynnik aktywności zawodowej nie zmienił się w styczniu w porównaniu do grudnia i wyniosła 62,5%. Jednocześnie dynamika wynagrodzenia godzinowego nieznacznie wzrosła w grudniu do 4,5% r/r w porównaniu do 4,3% w listopadzie, co w znacznym stopniu wynikało wpływu ostrej zimy na liczbę przepracowanych godzin. Warto jednak zauważyć, że nawet po wyłączeniu tego efektu presja płacowa w amerykańskiej gospodarce pozostaje silna. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Publikacja wyraźnie wyższych od oczekiwań danych doprowadziła do umocnienia dolara. Na poprawę nastrojów w przetwórstwie wskazał indeks ISM, który zwiększył się w styczniu do 49,1 pkt. wobec 47,1 pkt. w grudniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (47,0 pkt.). W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały wyższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji,

zapasów i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla zatrudnienia. Z kolei na poprawę nastrojów konsumenckich wskazał indeks Conference Board, który zwiększył się w styczniu do 114,8 pkt. wobec 108,0 pkt., przy oczekiwaniach równych 115,0 pkt. Wzrost indeksu wynikał przede wszystkim z wyraźnego zwiększenia jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Z kolei finalny indeks Uniwersytetu Michigan zwiększył się w styczniu do 79,0 pkt. wobec 69,7 pkt. w grudniu i 78,8 pkt. we wstępnym szacunku. Silny wzrost indeksu wynikał z wyraźnego zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA obniży się do 1,3% w I kw. wobec 3,3% w IV kw. Jednocześnie, zgodnie z naszym scenariuszem w całym 2024 r. PKB w USA zwiększy się o 1,6% wobec wzrostu o 2,4% w 2023 r.

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie.** Indeks Caixin PMI nie zmienił się w styczniu w porównaniu do grudnia i wyniósł 50,8 pkt., co było nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (50,7 pkt.). Tym samym od 3 miesięcy pozostaje powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Na stabilizację indeksu złożyły się wyższe wkłady składowych dla zapasów, zatrudnienia oraz niższe wkłady składowych dla nowych zamówień, czasu dostaw oraz bieżącej produkcji. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost indeksu dla nowych zamówień eksportowych, który nastąpił mimo obniżenia indeksu dla nowych zamówień ogółem. Co więcej, indeks dla nowych zamówień eksportowych ukształtował się powyżej granicy 50 pkt. po raz pierwszy od czerwca 2023 r. Zgodnie z komunikatem wyższe zamówienia zagraniczne dotyczyły przede wszystkim dóbr pośrednich. Warto odnotować, że wzrost zamówień eksportowych (pierwszy od lipca 2023 r.) został odnotowany również w koreańskim przetwórstwie. Może to wskazywać na pierwsze sygnały ożywienia w światowym handlu. Na lekką poprawę sytuacji w chińskim przetwórstwie wskazał natomiast opublikowany w ubiegłym tygodniu indeks NBS PMI, który zwiększył się w styczniu do 49,2 pkt. wobec 49,0 pkt. w grudniu i ukształtował się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Prognozujemy, że PKB w Chinach zwiększy się w 2024 r. o 4,4% r/r wobec 5,2% w 2023 r.

## Prognozy na lata 2024-2025



Źródło: GUS, Credit Agricole

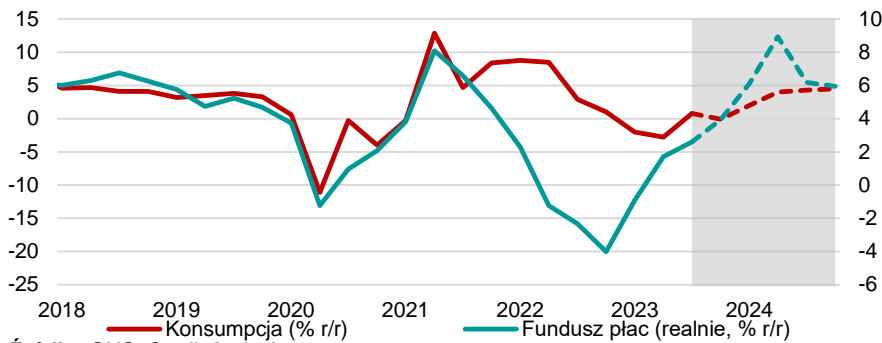
**odpowiednio 2,8% r/r i 3,5%.**

Poniżej przedstawiamy nasz scenariusz makroekonomiczny uwzględniający napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki oraz tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury (por. tabela na str. 8). Nasze prognozy średniorocznego tempa wzrostu gospodarczego w 2024 r. i 2025 r. nie uległy zmianie i wynoszą

Zmieniła się natomiast prognozowana przez nas struktura wzrostu gospodarczego. Dane o wzroście PKB za 2023 r. sygnalizują, że konsumpcji w IV kw. była znacząco niższa niż wcześniej oczekiwaliśmy (por. MAKROPuls z 31.01.2024). Obniżyła się ona o 0,1% r/r wobec wzrostu o 0,8% w III kw. Spadek konsumpcji był spójny ze słabymi danymi o sprzedaży detalicznej za listopad-grudzień ub. r. W warunkach przyspieszenia tempa wzrostu realnego funduszu płac dane te sygnalizują wyraźny wzrost skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania. Dopuszczamy również, że dane o spożyciu prywatnym w IV kw. zostaną jeszcze zrewidowane przez GUS w górę względem naszego szacunku, podobnie jak to miało



miejsce w 2022 r. Jeśli nasza hipoteza o wzroście skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania jest prawdziwa, oznacza to, że wzrost spożycia prywatnego będzie również wolniejszy w kolejnych kwartałach br. Konsumenci będą wykorzystywali okres spadku inflacji i wysokiego wzrostu wynagrodzeń do odbudowy oszczędności kosztem bieżącej konsumpcji.

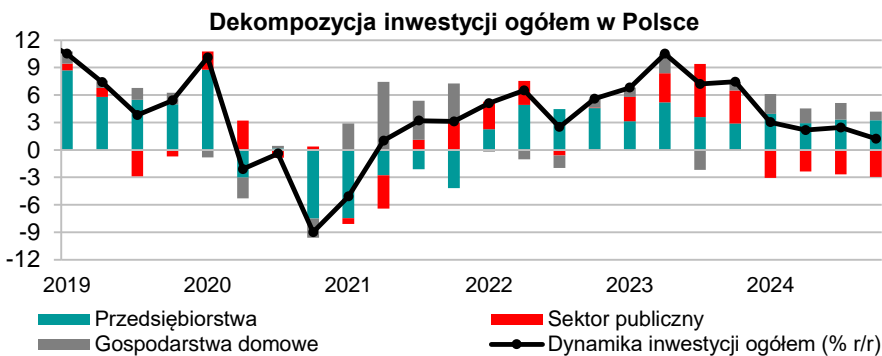


Źródło: GUS, Credit Agricole

Jednocześnie nasza dotychczasowa prognoza makroekonomiczna nie uwzględniała wpływu zapowiedzianych przez rząd podwyżek dla nauczycieli i pracowników sfery budżetowej. Zgodnie z dostępnymi informacjami szacujemy, że będą one oddziaływały w kierunku zwiększenia średniorocznej dynamiki wynagrodzeń ogółem w

gospodarce narodowej o ponad 2 pkt. proc. Oczekujemy, że podwyżki zostaną wypłacone (z wyrównaniem) począwszy od II kw. i w znaczący sposób (o ponad 1 pkt. proc.) podbiją tempo wzrostu konsumpcji. Wypadkową tych trzech czynników (niższego punktu startowego, zwiększonej skłonności do oszczędzania i wspomnianych wyżej podwyżek) jest lekka rewizja w górę średniorocznej dynamiki konsumpcji w br.

Oczekiwany przez nas szybszy wzrost konsumpcji w ujęciu rocznym przyczynił się równocześnie do rewizji w górę dynamiki popytu krajowego i importu, co poprzez spadek wkładu eksportu netto będzie czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Jednocześnie perspektywy wzrostu eksportu wyglądają naszym zdaniem mniej optymistycznie niż dotychczas. Nasza dotychczasowa prognoza uwzględniała już negatywny wpływ słabej sytuacji gospodarczej w otoczeniu zewnętrznym Polski na polski eksport, jednak będzie on najprawdopodobniej silniejszy niż zakładaliśmy wcześniej. Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się w IV kw. do 0,0% wobec -0,1% w III kw., a Niemczech zmniejszyła się do -0,3% kw/kw w IV kw. wobec -0,1% w III kw. Oba odczyty ukształtowały się poniżej naszych oczekiwań (odpowiednio 0,1% i -0,1%). Ponadto styczniowy zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro już 8 miesiąc z rzędu znalazł się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu szczególnie ważna jest koniunktura w Niemczech, gdzie indeks PMI dla przetwórstwa od ponad roku utrzymuje się wyraźnie poniżej 50 pkt., sygnalizując tendencje recesyjne. W rezultacie dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w I kw. w obszarze wspólnej waluty (0,2% kw/kw) i w Niemczech (-0,1%). Negatywny wpływ spowolnienia w otoczeniu zewnętrznym na sytuację gospodarczą w Polsce zasygnalizował również styczniowy indeks PMI dla polskiego przetwórstwa (patrz poniżej). W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje przyspieszenie spadku nowych zamówień ogółem, w tym nowych zamówień eksportowych. Składowe dla obu tych kategorii ukształtowały się na poziomach najniższych od października 2023 r., sygnalizując szybki spadek zamówień. Dane te wskazują, że spowolnienie w światowym handlu oraz sygnalizowana w odpowiedziach ankietowanych firm obniżona aktywność gospodarcza w krajach UE (m. in. Niemczech, Czechach, Austrii i Węgrzech) ograniczają aktywność w polskim przetwórstwie. Poziom indeksu PMI w styczniu wskazuje, że ożywienie aktywności w polskim przetwórstwie opóźnia się i nastąpi najwcześniej w II kw. Uwzględniając powyższe tendencje obniżyliśmy naszą prognozę eksportu w 2024 r., co przy wyższej dynamice importu będzie czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu gospodarczego.



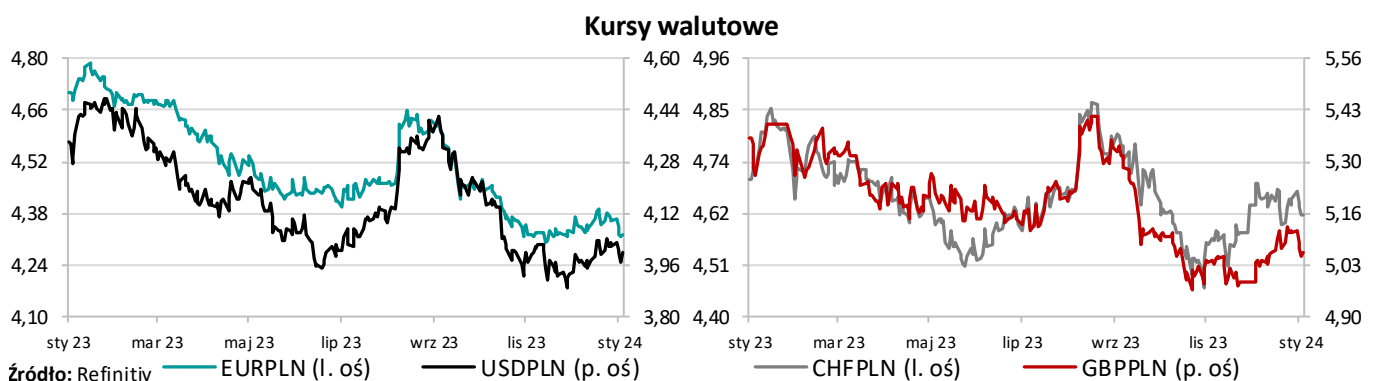
Źródło: Eurostat, GUS, Credit Agricole

inwestycje publiczne obniżyły się o ponad jedną czwartą w porównaniu do 2015 r. W 2024 r. spadek ten będzie częściowo łagodzony przez realizację projektów ramach KPO i zbliżające się wybory samorządowe, jednak i tak będzie on znaczący. Perspektywy inwestycji przedsiębiorstw nadal oceniamy dosyć optymistycznie (podobnie jak w poprzedniej rundzie prognostycznej), co jest spójne z wynikami badań koniunktury przedsiębiorstw. Zgodnie z „Szybkim monitoringiem NBP” (styczeń 2024 r.) firmy prywatne – zarówno krajowe, jak i zagraniczne – sygnalizują zwiększenie planowanych inwestycji w perspektywie roku. Rządowe programy wsparcia kredytobiorców będą czynnikiem podbijającym dynamikę inwestycji gospodarstw domowych (zakupy mieszkań na rynku pierwotnym).

Podsumowując, niższy punkt startowy, mniej korzystne tendencje w zakresie kształtowania się eksportu oraz inwestycji publicznych będą kompensowane przez rewizję w górę ścieżki konsumpcji. W rezultacie oczekujemy, że skala ożywienia w 2024 r. pozostanie umiarkowana, zgodnie z naszymi wcześniejszymi założeniami. W 2025 r. oczekujemy dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego powiązanego z nasilaniem się pozytywnych tendencji w zakresie kształtowania się spożycia prywatnego, absorpcji środków unijnych w ramach nowej perspektywy finansowej, kumulacji projektów realizowanych w ramach KPO (w związku z koniecznością ich rozliczenia w 2026 r.) oraz poprawy koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski.

Nieznacznie zrewidowaliśmy w dół również dynamikę inwestycji ogółem. Biorąc pod uwagę cykl absorpcji środków unijnych (pauza pomiędzy dwiema siedmioletnimi perspektywami finansowymi) dynamika publicznych nakładów brutto na środki trwałe wyraźnie obniży się w br. Pewnym punktem odniesienia w tym zakresie jest 2016 r. (tj. poprzednia pauza), kiedy

## Konferencja prezesa NBP istotna dla kursu EURPLN

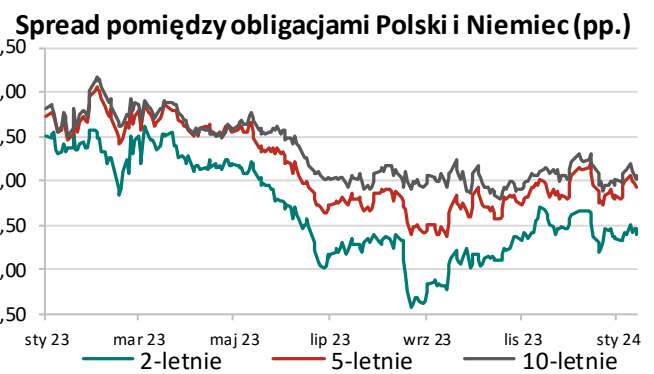
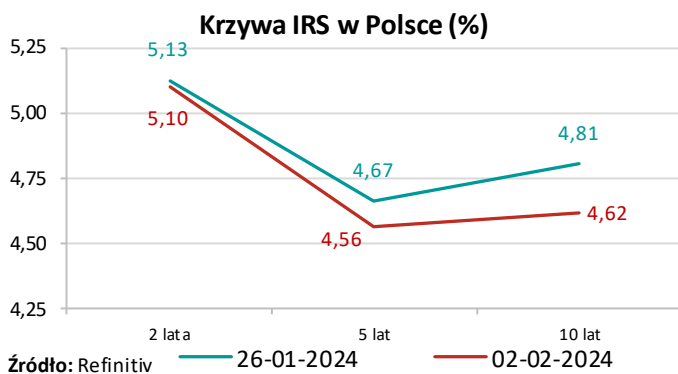


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3227 (umocnienie złotego o 0,9%).** Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w wyraźnym trendzie spadkowym. Podobne tendencja obserwowana była w przypadku kursu EURHUF. Wskazuje to, że głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku umocnienia złotego był wyższy popyt na aktywa w regionie wspierany m.in. przez mniejszą od oczekiwań skalę obniżek stóp procentowych na Węgrzech jak również zatwierdzenie przez UE pakietu pomocy o wartości 50 mld EUR dla Ukrainy.

Z relatywnie wysoką zmiennością mieliśmy do czynienia natomiast w przypadku kursu EURUSD. W środę doszło do przejściowego osłabienia dolara względem euro. Początkowo w kierunku wzrostu kursu EURUSD oddziaływał gołębi wydźwięk komunikatu po posiedzeniu Fed. Jastrzębie wypowiedzi prezesa Fed J. Powella doprowadziły jednak do korekty i umocnienia dolara. Od czwartku obserwowany był ponowny wzrost kursu EURUSD w oczekiwaniu na publikację danych z amerykańskiego rynku pracy. Ostatecznie okazały się one wyraźnie lepsze od oczekiwań rynku co doprowadziło do korekty i umocnienia dolara względem euro.

W tym tygodniu istotna dla złotego może być zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP. W naszej ocenie może ona sprzyjać podwyższonej zmienności kursu EURPLN. Uważamy, że przewidziane na ten tydzień publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

## Konferencja prezesa NBP w centrum uwagi



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,10 (spadek o 3pb), 5-letnie do 4,56 (spadek o 11pb), a 10-letnie do 4,62 (spadek o 19pb).** W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS widocznego na całej długości krzywej. Sprzyjały temu rosnące oczekiwania na łagodzenie polityki pieniężnej przez główne banki centralne. W piątek doszło do korekty i wzrostu stawek IRS w reakcji na publikację wyraźnie lepszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy.

W tym tygodniu kluczowe dla stawek IRS będzie zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP, która może sprzyjać ich podwyższonej zmienności. Naszym zdaniem zaplanowane na ten tydzień publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla stawek IRS.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,71	4,70	4,68	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,35	4,33	4,32	4,37
Kurs USDPLN*	4,33	4,45	4,31	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	4,37	4,21	4,00	3,93	4,00	4,05
Kurs CHFPLN*	4,70	4,72	4,71	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,56	4,64	4,64	4,60
Inflacja CPI (r/r, %)	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	4,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	7,3	6,9	6,4	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,8	-1,0	-3,1	-6,0	-2,8	-1,1	-2,3	-1,9	-3,3	1,9	-0,3	-3,9	1,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	20,1	18,2	10,3	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,4	-8,3	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	15,1	10,8	4,8	3,4	1,8	2,1	2,1	3,1	3,6	4,8	2,6	0,5	3,6	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	13,5	13,6	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6	10,5	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	1,1	0,8	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,4	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,5	5,6	5,4	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	
Saldo ROB (mln EUR)	2246	1467	1372	-230	589	1272	157	556	1176	2119	1325	332		
Eksport (r/r, %, EUR)	19,2	14,8	16,1	1,8	4,3	4,0	0,0	-2,3	-4,2	2,3	-2,1	-3,4		
Import (r/r, %, EUR)	10,4	-1,6	3,3	-9,6	-5,0	-5,8	-7,4	-11,9	-14,7	-7,7	-8,0	-10,5		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2023				2024				2023	2024	2025	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	-0,3	-0,6	0,5	1,0	1,5	2,8	3,1	3,5	0,2	2,8	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	-2,0	-2,8	0,8	-0,1	2,0	4,0	4,3	4,5	-1,0	3,7	3,5	
Inwestycje (% r/r)	6,8	10,5	7,2	7,6	3,0	2,2	2,4	1,2	8,0	2,0	8,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	3,8	-3,2	-11,0	-5,8	1,0	3,8	5,3	6,0	-4,3	4,0	5,5	
Import (ceny stałe, % r/r)	-3,2	-6,8	-20,3	-13,3	4,6	6,5	7,1	8,2	-11,2	6,6	7,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	-1,3	-1,6	0,5	-0,1	1,2	2,3	2,5	2,2	-0,8	2,1	2,0
	Inwestycje (pp.)	0,9	1,5	1,2	1,7	0,4	0,3	0,4	0,3	1,8	0,4	1,5
	Eksport netto (pp.)	4,6	2,1	5,9	4,3	-2,0	-1,2	-0,6	-0,7	5,4	-1,1	-0,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,7	-0,1	0,6	0,8	1,0	0,5	-0,3	-1,0	0,8	-1,0	-0,5	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	5,1	5,0	5,1	5,2	4,9	4,8	5,0	5,1	5,0	5,0	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	1,5	1,1	1,4	0,7	0,0	-0,5	-0,6	-1,0	1,2	-0,5	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,3	13,8	11,0	9,9	9,5	12,0	11,3	11,5	12,2	11,1	7,0	
Inflacja CPI (%)*	17,0	13,1	9,7	6,5	3,2	2,3	4,2	4,2	11,6	3,5	4,0	
Wibor 3-miesięczny (%)**	6,89	6,90	5,77	5,88	5,63	5,38	5,38	5,38	5,88	5,38	4,88	
Stopa referencyjna NBP (%)**	6,75	6,75	6,00	5,75	5,50	5,50	5,25	5,25	5,75	5,25	4,75	
EURPLN**	4,68	4,43	4,63	4,33	4,42	4,40	4,38	4,36	4,33	4,36	4,32	
USDPLN**	4,31	4,06	4,37	3,93	4,09	4,11	4,13	4,15	3,93	4,15	3,86	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały



## Kalendarz

KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 05.02.2024 r.</b>					
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Grudzień	20,4	19,8
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Styczeń	48,4	48,4
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Styczeń	47,9	47,9
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Luty	-15,8	-15,0
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	-8,8	-10,5
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Styczeń	50,6	52,0
<b>Wtorek 06.02.2024 r.</b>					
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Grudzień	0,3	0,0
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Grudzień	-0,3	-0,8
<b>Środa 07.02.2024 r.</b>					
	<b>Polska</b>	<b>Decyzja o stopach procentowych NBP (%)</b>	<b>Luty</b>	<b>5,75</b>	<b>5,75</b>
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	-0,7	-0,1
<b>Czwartek 08.02.2024 r.</b>					
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Styczeń	-2,7	-2,6
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Styczeń	-0,3	-0,5
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Grudzień	0,4	
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Grudzień	0,0	

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

\*\* Konsensus Refinitiv