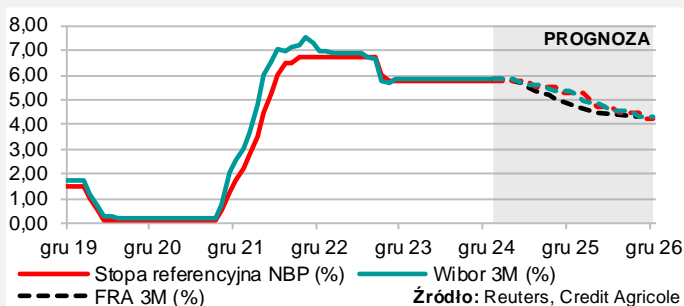


## W tym tygodniu

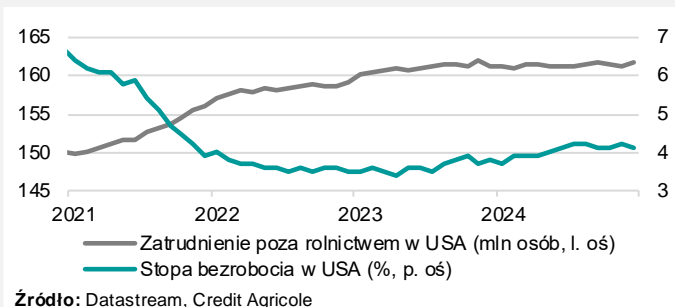
W weekend D. Trump podpisał rozporządzenie nakładające 25% cła na towary z Kanady i Meksyku, z wyjątkiem produktów naftowych, które objęte są niższym 10% cłem, oraz dodatkowe 10% cła na towary z Chin. Rozporządzenie stanowi, że jeśli prezydent USA uzna, iż wymienione państwa podjęły "wystarczające działania, by złagodzić kryzys", cła zostaną zniesione. Nowe przepisy przewidują również możliwość zwiększenia lub rozszerzenia ceł, jeśli państwa podejmą kroki odwetowe. Kanada i Meksyk już zapowiedziały zdecydowane działania wobec USA. Premier Kanady zapowiedział dwuetapowe (od 4 i 21 lutego) wprowadzenie ceł odwetowych na towary importowane z USA. Według informacji przekazanych przez agencję Bloomberg, podwyższone cła mają wejść w życie 4 lutego, chyba że w ostatniej chwili zostanie osiągnięte porozumienie. Dziś D. Trump będzie prowadził rozmowy z przedstawicielami rządów Meksyku i Kanady. Planowana podwyżka ceł, w skali większej niż wcześniej zakładano, oddziałuje w kierunku wzrostu globalnej awersji do ryzyka, co może prowadzić do dalszego umocnienia dolara względem euro i osłabienia złotego względem głównych walut. W tym tygodniu możemy spodziewać się zwiększonej zmienności na rynkach. Nastroje rynkowe będą się zmieniać w ciągu tygodnia wraz z napływającymi informacjami dotyczącymi możliwości eskalacji wojen handlowych między USA, Kanadą, Meksykiem i Chinami. Otwartą kwestią pozostaje również możliwe nałożenie ceł przez USA na towary importowane z Unii Europejskiej, co sygnalizowały wcześniejsze wypowiedzi D. Trumpa. Zarysowane powyżej tendencje stanowią wsparcie dla naszego scenariusza przewidującego osłabienie kursu złotego do końca I kw.

W środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych (stopa referencyjna NBP równa 5,75%). Wsparciem dla status quo w polityce pieniężnej są wypowiedzi prezesa NBP na konferencji prasowej po



styczniowym posiedzeniu, który stwierdził wówczas, że obecny poziom stóp procentowych będzie sprzyjał powrotowi inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie, a przedwczesna obniżka wydłużyłaby ten proces. Oczekujemy, że treść komunikatu po posiedzeniu nie ulegnie znaczącym zmianom w porównaniu do dokumentu opublikowanego w styczniu. Decyzja o utrzymaniu niezmiennych stóp procentowych w tym tygodniu będzie spójna z konsensusem rynkowym, a tym samym powinna być ona neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. W czwartek odbędzie się również konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywy krajowej polityki pieniężnej. Szczególnie interesujące będą informacje dotyczące terminu potencjalnych obniżek stóp procentowych. Uważamy, że w trakcie konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA. Najważniejszą publikacją będą piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Prognozujemy, że zwiększyło się ono o 200 tys. osób w styczniu wobec wzrostu o 256 tys. w grudniu, przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 4,1%. Przed



piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 150 tys. w styczniu wobec wzrostu o 122 tys. w grudniu). Dzisiaj opublikowany zostanie indeks ISM dla przetwórstwa. Naszym zdaniem wzrósł on w styczniu do 49,7 pkt. z 49,3 pkt. w grudniu, jednocześnie pozostając dziesiąty miesiąc z rzędu poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Uważamy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan (72,0 pkt. w lutym wobec 71,1 pkt. w styczniu) wskaże na poprawę nastrojów gospodarstw domowych. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

✓ **W tym tygodniu zostaną opublikowane dane z niemieckiej gospodarki.** W czwartek poznamy dane dotyczące nowych zamówień w przemyśle. Zgodnie z konsensusem rynkowym, ich dynamika zwiększyła się do 2,0% m/m w grudniu wobec -5,4% w listopadzie. W piątek poznamy dane o produkcji przemysłowej. Zgodnie z konsensusem rynkowym, odsezonowana miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do -0,5% w grudniu wobec 1,5% w listopadzie. Grudniowe dane będą spójne z utrzymującą się niekorzystną sytuacją w niemieckim przemyśle, sygnalizowaną przez styczniowe dane o koniunkturze (PMI). Uważamy, że dane z Niemiec będą neutralne dla rynków finansowych.

✓ **Dzisiaj opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zwiększyło się w styczniu do 2,5% r/r wobec 2,4% w grudniu, co wynikało z wyższej dynamiki cen nośników energii, podczas gdy w przeciwną stronę oddziaływała niższa dynamika cen żywności, a inflacja bazowa ustabilizowała się naszym zdaniem na poziomie 2,7% r/r. Nasza prognoza jest spójna z opublikowanymi w ubiegłym tygodniu wstępnymi odczytami inflacji dla Niemiec i Hiszpani. Publikacja danych o inflacji w strefie euro będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

✓ **Dzisiaj rano poznaliśmy indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zmniejszył w styczniu do 50,1 pkt. wobec 50,5 pkt. w grudniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (50,5 pkt.).** W kierunku spadku indeksu oddziaływały niższe wkłady 3 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, zapasów i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla bieżącej produkcji i nowych zamówień. W danych na uwagę zasługuje utrzymujący się relatywnie silny wzrost bieżącej produkcji oraz nowych zamówień, który postępuje mimo spadku nowych zamówień eksportowych. Wskazuje to, że źródłem ożywienia aktywności w chińskim przetwórstwie jest silniejszy popyt wewnętrzny. Jednocześnie w styczniu doszło do dalszego spadku składowej dla zatrudnienia, która osiągnęła najniższy poziom od lutego 2020 r. Świadczy to o kontynuacji procesów restrukturyzacyjnych w chińskim przetwórstwie. W lutym można oczekiwać istotnego pogorszenia koniunktury w chińskim przetwórstwie ze względu na wprowadzone na początku tego miesiąca przez administrację D. Trumpa podwyższone cła na towary importowane z Chin. Dzisiejsze dane są neutralne dla rynków finansowych.

✓ **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w styczniu do 48,8 pkt. wobec 48,2 pkt. w grudniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (48,7 pkt.) i poniżej naszej prognozy (49,2 pkt.).** Wyniki badań koniunktury PMI są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym dynamika PKB w Polsce obniży się w I kw. do 3,1% r/r wobec 3,4% w IV kw. Jednocześnie uważamy, że dzisiejsze dane są neutralne dla złotego i rentowności polskich obligacji (patrz poniżej).

## W zeszłym tygodniu

✓ **Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed utrzymał docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [4,75%; 5,00%], co było zgodne z naszą prognozą i oczekiwaniami rynku.** W komunikacie powtórzony został zapis, zgodnie z którym podejmując

decyzje dotyczące skali i momentu kolejnych dostosowań w polityce pieniężnej FOMC będzie uważnie analizował napływające dane, oceniał perspektywy i ważył czynniki ryzyka. W komunikacie wprowadzone zostały również zmiany, które na pierwszy rzut oka wydają się mieć jastrzębi wydźwięk. Sformułowanie „*sytuacja na rynku pracy uległa poprawie*” zostało zastąpione stwierdzeniem, zgodnie z którym „*stopa bezrobocia ustabilizowała się na niskim poziomie w ostatnich miesiącach*”. Z kolei zdanie „*inflacja poczyniła postępy w kierunku osiągnięcia celu inflacyjnego*” zastąpiono sformułowaniem „*inflacja pozostaje nieco podwyższona*”. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell dał jednak do zrozumienia, że wprowadzone w komunikacie modyfikacje miały przede wszystkim charakter redakcyjny i ich celem nie było zasugerowanie uczestnikom rynku zmiany nastawienia Fed w polityce pieniężnej. J. Powell powtórzył również, że Rezerwa Federalna nie musi się spieszyć z obniżkami stóp procentowych i jest w na tyle komfortowej sytuacji, że może przyjąć strategię *wait and see*, szczególnie w obliczu wysokiej niepewności regulacyjnej związanej z działaniami administracji D. Trumpa. W tym kontekście na szczególną uwagę zasługują słowa J. Powella, który stwierdził, że jego zdaniem obniżka stóp procentowych w marcu br. „*nie jest scenariuszem bazowym*”. Wypowiedzi J. Powella stanowią zatem ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym FOMC w 2025 r. obniży stopy procentowe łącznie o 50pb (po 25pb w marcu i w czerwcu) i zakończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Uważamy jednak, że w świetle wysokiej niepewności należy podchodzić do wypowiedzi J. Powella z ostrożnością, ponieważ napływające dane lub kolejne decyzje administracji D. Trumpa mogą doprowadzić do nagłej zmiany w nastawieniu Fed. Z tego powodu zdecydowaliśmy się wstrzymać z rewizją naszego scenariusza. Rynek obecnie wycenia pierwszą obniżkę stóp procentowych o 25pb w czerwcu/lipcu br.

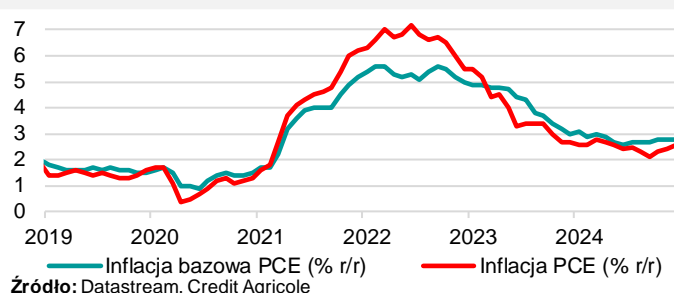
**W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego.** EBC obniżył stopy procentowe o 25pb, co było zgodne z oczekiwaniami rynku i naszą prognozą. W konsekwencji główna stopa procentowa EBC wynosi obecnie 2,90%, a stopa depozytowa 2,75%. W komunikacie potrzymano deklarację, zgodnie z którą kolejne decyzje w sprawie stóp procentowych podejmowane będą na podstawie oceny perspektyw inflacji w kontekście napływających danych gospodarczych i finansowych, tempa zmiany inflacji oraz siły transmisji polityki pieniężnej. Konferencja prasowa nie dostarczyła nowych istotnych informacji z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej w strefie euro. Prezes EBC Ch. Lagarde powtórzyła, że EBC będzie podejmował swoje kolejne decyzje dotyczące wysokości stóp procentowych w oparciu o napływające dane. Dała również do zrozumienia, że w warunkach istotnego wzrostu niepewności, związanej m.in. z decyzjami administracji D. Trumpa, nie jest ona w stanie przedstawić najbardziej prawdopodobnego scenariusza polityki EBC na kolejne miesiące (tzw. *forward guidance*). Podtrzymujemy nasz scenariusz, w którym EBC dokona jeszcze dwóch obniżek po 25pb (w marcu i w kwietniu) i zakończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej. W konsekwencji, w naszym scenariuszu, w kwietniu br. stopa depozytowa osiągnie docelowy poziom 2,25%. Uważamy, że czynniki ryzyka dla naszego scenariusza stóp procentowych w strefie euro są zbilansowane. Z jednej strony dostrzegamy ryzyko, że EBC powstrzyma się od kwietniowej obniżki jeśli nowy szacunek neutralnej stopy procentowej dla strefy euro (czyli szacunek stopy procentowej, który rozgranicza restrykcyjną i ekspansywną politykę pieniężną - zostanie opublikowany przez EBC 7 lutego) wyniesie 2,25%-2,50% lub też kurs EURUSD zbliży się do parytetu. Z drugiej strony nie można wykluczyć, że EBC zdecyduje się w tym roku jeszcze na 3 obniżki po 25pb jeśli dojdzie do dalszego pogorszenia perspektyw makroekonomicznych, a neutralna stopa procentowa zostanie oszacowana przez EBC na poziomie wyraźnie niższym niż 2,5%.

**Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS PKB w Polsce zwiększył się w 2024 r. o 2,9% wobec wzrostu o 0,1% w 2023 r., co było nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (2,8%) i powyżej naszej prognozy (2,6%).** W kierunku zwiększenia dynamiki PKB oddziaływały wyższe wkłady spożycia

prywatnego i publicznego oraz zapasów. Przeciwny wpływ miały niższe wkłady inwestycji oraz eksportu netto. Na podstawie opublikowanych przez GUS danych oszacowaliśmy, że w IV kw. ub.r. realna dynamika PKB ukształtowała się na poziomie 3,4-3,6% r/r wobec 2,7% w III kw., co było znacząco lepszym wynikiem od naszych oczekiwań (2,5%). Należy jednocześnie zaznaczyć, że szacunek ten opiera się na założeniu, że GUS nie zrewidował danych o PKB za okres I-III kw. Brak tej rewizji oznaczałoby, że w IV kw. nastąpiło znaczące przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Polsce, napędzane przez silniejszy od naszych oczekiwań wzrost konsumpcji, nieznaczny wzrost dynamiki inwestycji oraz zwiększenie wkładu eksportu netto, podczas gdy przeciwny wpływ miało zmniejszenie wkładu przyrostu zapasów (por. MAKROpuls z 30.01.2025). Tym samym głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w IV kw. podobnie jak w III kw. był najprawdopodobniej przyrost zapasów. Pogłębiona ocena struktury wzrostu PKB w IV kw. będzie możliwa po publikacji wstępnych danych o wzroście gospodarczym w tym okresie, które poznamy 27 lutego.

### W ubiegłym tygodniu poznaliśmy

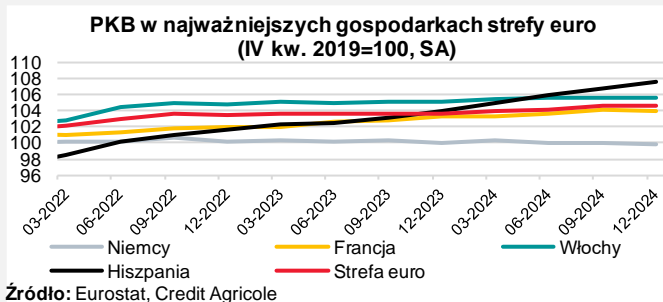
**ważne dane z USA.** Zgodnie z pierwszym szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB obniżyło się do 2,3% wobec 3,1% w III kw., kształtując się poniżej oczekiwań rynku równych naszej prognozie (2,6%). Tym samym



głównym źródłem wzrostu PKB w IV kw., podobnie jak w III kw., była konsumpcja prywatna. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o inflacji PCE, która zwiększyła się w grudniu do 2,6% r/r wobec 2,4% w listopadzie, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Jednocześnie inflacja bazowa nie zmieniła się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniosła 2,8%. Niemniej odsezonowana miesięczna dynamika cen bazowych zwiększyła się do 0,2% m/m w grudniu wobec 0,1% w listopadzie, wskazując na utrzymującą się podwyższoną presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. W zeszłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach na dobra trwałe, które obniżyły się w grudniu o 2,2% m/m wobec spadku o 2,0% w listopadzie (rewizja w dół z -1,2%), kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (0,6%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zwiększyła się w grudniu do 0,3% wobec -0,2% w listopadzie. Jednocześnie dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe zmniejszyła się w grudniu do 1,1% r/r wobec 1,3% w listopadzie. Jej trzymiesięczna średnia ruchoma kształtuje się jednak w ostatnich miesiącach w trendzie wzrostowym wskazując na lekką poprawę perspektyw inwestycji w USA. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane dotyczące sprzedaży nowych domów, która zwiększyła się do 698 tys. w grudniu wobec 674 tys. w listopadzie. Mimo odnotowanego w grudniu wzrostu, aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości pozostaje pod presją wysokich stóp procentowych w USA ograniczających dostępność kredytów hipotecznych. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Na lekkie pogorszenie nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych wskazał indeks Conference Board, który zmniejszył się w styczniu 104,1 pkt. wobec 109,5 pkt. w grudniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (105,7 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszy się w I kw. do 1,9%, a w całym 2025 r. obniży się do 1,9% wobec 2,8% w 2024 r. Jednocześnie podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym w 2025 r. Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe łącznie o 50pb (o 25pb w marcu i o 25pb w czerwcu - patrz powyżej).



Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zmniejszyła się w IV kw. do 0,0% wobec 0,4% w III kw. Tym samym ukształtowała się ona poniżej konsensusu rynkowego (0,1%) i zgodnie z naszą prognozą. Roczna dynamika PKB nie zmieniła się w IV kw. w porównaniu do III kw.

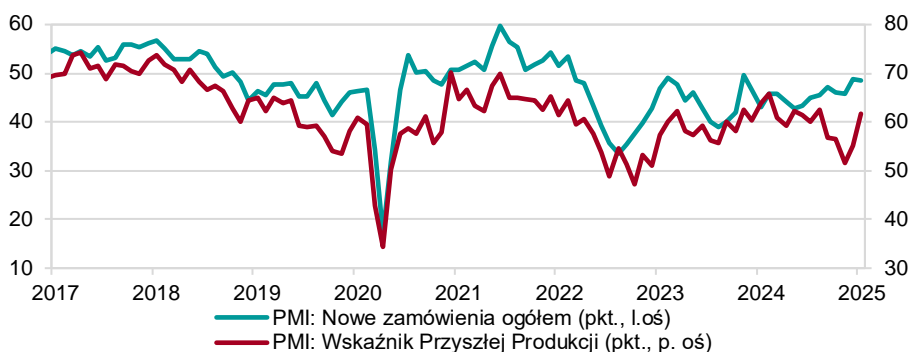


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

i wyniosła 0,9% r/r. Spośród największych gospodarek strefy euro zmniejszenie kwartalnej dynamiki PKB odnotowano w Niemczech (-0,2% kw/kw w IV kw. wobec 0,1% w III kw., przy naszej prognozie równej -0,1%) oraz we Francji (-0,1% wobec 0,4%, przy naszej prognozie na poziomie 0,0%). Tempo wzrostu PKB we Włoszech i Hiszpanii nie zmieniło się w IV kw. w porównaniu do III kw. i wyniosło odpowiednio 0,0% i 0,8% (przy naszych prognozach równych odpowiednio 0,1% i 0,6%). Na szczególną uwagę zasługuje Hiszpania, gdzie tempo wzrostu PKB znacząco się wyróżnia na tle pozostałych krajów strefy euro (por. MAKROmapa z 07.01.2025). W świetle napływających wyników badań koniunktury ze strefy euro (por. MAKROmapa z 27.01.2025) podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro wyniesie 0,3% w I kw. wobec 0,0% w IV kw. 2024 r., a w całym 2025 r. PKB wzrośnie o 1,0% r/r wobec 0,7% w 2024 r.

Indeks Ifo obrazujący nastroje w niemieckim przetwórstwie, budownictwie, handlu i usługach zwiększył się w styczniu do 85,1 pkt. wobec 84,7 pkt. w grudniu, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (84,7 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej dla oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano w usługach, podczas gdy sytuacja w budownictwie i przetwórstwie uległa pogorszeniu. Z kolei ocena sytuacji w handlu nie zmieniła się w styczniu w porównaniu do grudnia. W świetle opublikowanych dwa tygodnie temu wstępnych indeksów PMI dla Niemiec (por. MAKROmapa z 27.01.2025) podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą w I kw. 2025 r. niemiecki PKB zwiększy się w I kw. o 0,1% kw/kw wobec spadku o 0,2% w IV kw. 2024 r., a w całym 2025 r. wzrośnie o 0,2% wobec spadku o 0,2% w 2024 r.

## Rośnie optymizm w polskim przetwórstwie



Źródło: S&P, Credit Agricole

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w styczniu do 48,8 pkt. wobec 48,2 pkt. w grudniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (48,7 pkt.) i poniżej naszej prognozy (49,2 pkt.). W rezultacie indeks już od 33 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, zapasów i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla zatrudnienia oraz nowych zamówień.

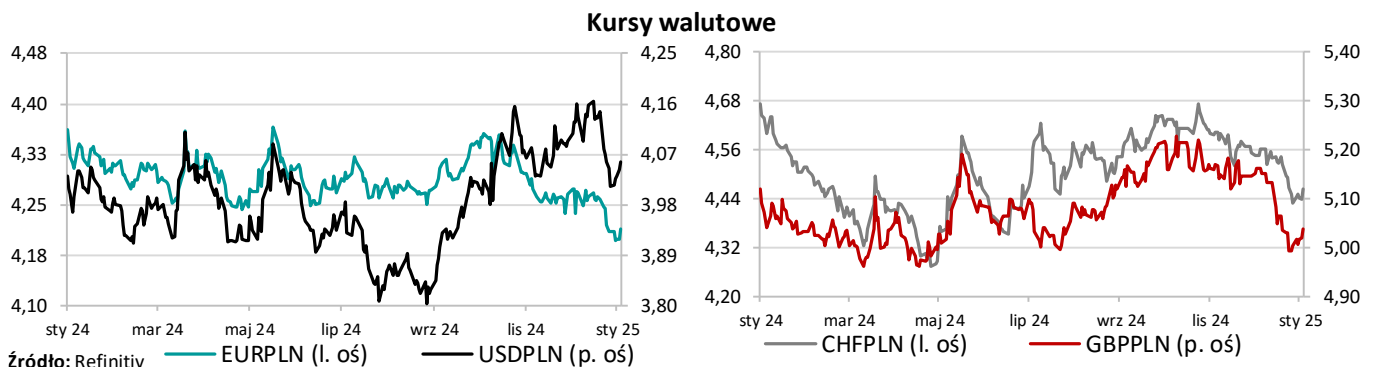
W danych na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost składowej dla bieżącej produkcji, która ukształtowała się w styczniu tylko nieznacznie poniżej granicy 50 pkt. Wzrost składowej dla bieżącej produkcji był sygnalizowany w grudniu przez zwiększenie stosunku wskaźnika nowych zamówień do wskaźnika zapasów wyrobów gotowych, który wzrósł wówczas do najwyższego poziomu od września 2021 r. (por. MAKROpuls z 02.01.2025). Dodatkowe wsparcie dla takiej oceny stanowi odnotowane w styczniu przyspieszenie spadku składowej dla zaległości produkcyjnych. W styczniu stosunek wskaźnika nowych zamówień do wskaźnika zapasów wyrobów gotowych obniżył się w porównaniu do grudnia, niemniej nadal pozostaje na relatywnie wysokim na tle historycznym poziomie, sygnalizując przestrzeń do ożywienia produkcji w przetwórstwie w kolejnych miesiącach. Jednocześnie składowa dla nowych zamówień ogółem kształtuje się wyraźnie powyżej składowej dla nowych zamówień eksportowych. Sugeruje to, że nieco lepsze perspektywy bieżącej produkcji wynikają w głównej mierze z silniejszego popytu wewnętrznego, podczas gdy popyt zewnętrzny pozostaje słaby. Dodatkowym czynnikiem negatywnym dla wzrostu zamówień eksportowych było odnotowane w styczniu umocnienie złotego względem euro.

W danych warto zwrócić uwagę również na silny spadek składowej dla zatrudnienia, która po raz pierwszy od września 2024 r. znalazła się poniżej granicy 50 pkt. W ostatnich miesiącach obserwowaliśmy rozbieżność pomiędzy wynikami badań koniunktury PMI a rzeczywistymi zmianami zatrudnienia w polskim przetwórstwie (por. MAKROpuls z 22.01.2025). Silny spadek składowej dla zatrudnienia w styczniu sugeruje, że trwające od kilku kwartałów procesy restrukturyzacyjne w polskim przetwórstwie nadal się nie zakończyły. Obecnie w części firm mają one formę redukcji liczby etatów poprzez niezatrudnianie nowych pracowników w miejsce osób przechodzących na emeryturę.

Wskaźnik dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy zwiększył się w styczniu do najwyższego poziomu od sierpnia 2024 r. Jednocześnie przez ostatnie 2 miesiące wzrósł on aż o 10,1 pkt., co jest największym dwumiesięcznym wzrostem w historii badania (nie licząc odbicia po początkowej fazie pandemii). Zgodnie z komunikatem głównym źródłem wzrostu wskaźnika były rosnące oczekiwania ankietowanych firm na ożywienie w strefie euro.

Wyniki badań koniunktury PMI są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym dynamika PKB w Polsce obniży się w I kw. do 3,1% r/r wobec 3,4% w IV kw. Jednocześnie uważamy, że dzisiejsze dane są neutralne dla złotego i rentowności polskich obligacji.

## Kurs EURPLN pozostaje na niskich na tle historycznym poziomach

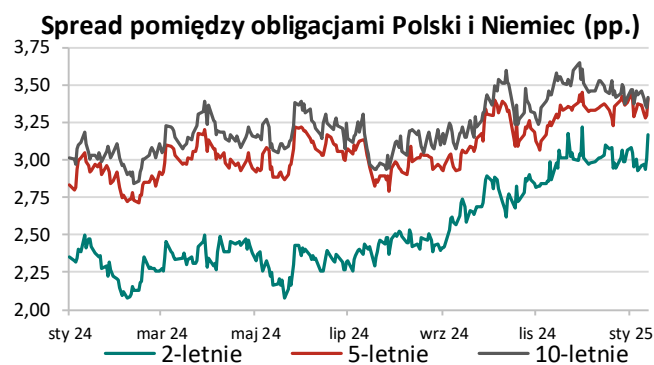
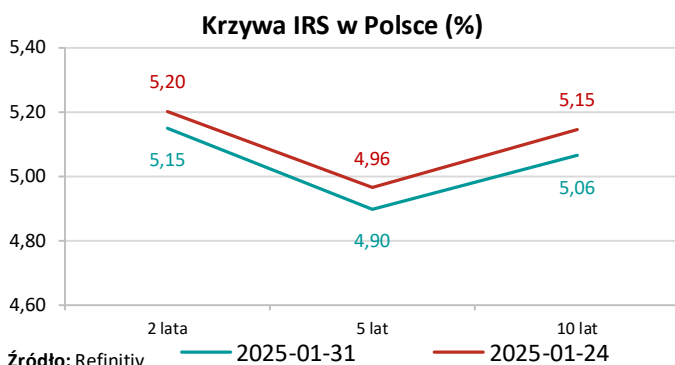


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2149 (osłabienie złotego o 0,1%).** W zeszłym tygodniu kurs EURPLN był relatywnie stabilny na tle poprzednich tygodni i kształtował się w pobliżu 4,20. W środę w kierunku jego podwyższonej zmienności oddziaływało posiedzenie FOMC. Publikacja lepszych od oczekiwań krajowych danych o PKB nie miała istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

Początek ubiegłego tygodnia przyniósł osłabienie dolara względem euro, czemu sprzyjała wyprzedaż na amerykańskiej giełdzie związana z premierą chińskiego modelu AI DeepSeek, który podał w wątpliwość dominację USA w obszarze sztucznej inteligencji. W dalszej części tygodnia obserwowany był spadek kursu EURUSD, czemu sprzyjał zwiększający się dysparytet stóp procentowych pomiędzy USA a strefą euro.

W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów będzie wzrost napięć w handlu międzynarodowym związany z wprowadzonymi w weekend przez administrację D. Trumpa podwyższonymi cłami na import z Kanady, Meksyku i Chin. W reakcji na tę decyzję doszło do umocnienia dolara względem euro, co na początku tego tygodnia będzie sprzyjać osłabieniu złotego względem euro. Istotna będzie również zaplanowana na czwartek zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego, która może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. W tym tygodniu istotne z punktu widzenia kształtowania kursu złotego pozostaną kolejne decyzje administracji D. Trumpa, które będą sprzyjać podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty.

## Amerykańskie cła będą sprzyjać wzrostowi stawek IRS



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,15 (spadek o 5pb), 5-letnie do 4,90 (spadek o 6pb), a 10-letnie do 5,06 (spadek o 9pb).** W zeszłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS w ślad za rynkiem niemieckim. Do zmniejszenia rentowności w Niemczech i w pozostałych krajach strefy euro przyczyniła się decyzja EBC o obniżce stóp procentowych. Krajowe, lepsze od oczekiwań dane o PKB nie miały istotnego wpływu na krzywą.

Na początku tego tygodnia możemy mieć do czynienia ze wzrostem stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi, w reakcji na decyzję administracji D. Trumpa o wprowadzeniu podwyższonych ceł na import towarów z Kanady, Meksyku i Chin. Istotna dla krzywej może być również zaplanowana na czwartek zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP. Uważamy, że może ona oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS. Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki będą naszym zdaniem neutralne dla stawek IRS. W tym tygodniu istotne dla krzywej pozostaną kolejne decyzje administracji D. Trumpa, które mogą sprzyjać zwiększonej zmienności stawek IRS.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,32	4,31	4,29	4,33	4,27	4,30	4,29	4,28	4,28	4,35	4,30	4,27	4,21	4,22
Kurs USDPLN*	4,00	3,99	3,97	4,06	3,94	4,02	3,96	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,06	4,10
Kurs CHFPLN*	4,64	4,52	4,40	4,41	4,36	4,47	4,50	4,56	4,54	4,64	4,60	4,54	4,46	4,50
Inflacja CPI (r/r, %)	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	6,2	5,4	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	3,9	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	3,0	3,2	-5,7	7,8	-1,6	0,0	5,3	-1,3	-0,5	4,7	-1,3	0,2	-1,2	
Inflacja PPI (r/r, %)	-10,6	-10,0	-9,9	-8,5	-7,0	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,8	-2,6	-0,5	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,6	6,7	6,0	4,3	5,4	4,7	5,0	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,7	2,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	12,8	12,9	12,0	11,3	11,4	11,0	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	8,5	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	
Saldo ROB (mIn EUR)	1575	1752	1239	658	-605	441	-649	-2494	-1133	1220	-521	-2067		
Eksport (r/r, %, EUR)	-3,1	2,0	-8,7	8,1	-5,4	-6,7	5,3	-2,7	1,0	2,1	-4,7	-1,2		
Import (r/r, %, EUR)	-4,1	2,1	-7,2	5,6	0,9	1,4	9,8	5,5	5,7	6,6	-0,4	5,2		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym												
Wskaźnik	2024				2025				2024	2025	2026	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	2,1	3,2	2,7	3,4	3,1	3,3	3,4	3,6	2,9	3,5	3,3	
Konsumpcja (% r/r)	4,4	4,6	0,3	3,1	2,5	2,1	2,0	1,8	3,1	2,2	2,9	
Inwestycje (% r/r)	1,9	3,2	0,1	0,7	5,6	7,7	8,9	8,8	1,3	8,1	7,3	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	2,1	2,9	-0,7	1,8	4,6	5,7	4,3	7,1	1,6	5,3	5,5	
Import (ceny stałe, %, r/r)	2,3	5,7	1,9	4,1	4,9	5,3	4,3	3,9	3,5	4,5	4,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,7	2,6	0,2	1,5	1,5	1,2	1,2	0,9	1,8	1,3	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,5	0,0	0,2	0,7	1,2	1,4	2,0	0,3	1,4	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,3	-1,5	-1,0	0,1	0,5	0,1	1,8	-1,0	0,6	0,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,6	1,3	0,5	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	5,0	5,1	5,3	4,9	4,9	4,9	5,1	4,9	4,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	-0,2	0,9	1,5	0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,5	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,4	14,7	13,4	12,8	10,1	8,3	7,1	6,5	13,8	8,0	6,0	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,5	4,5	4,8	4,9	4,6	3,1	3,1	3,7	3,9	2,8	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,85	5,85	5,84	5,85	5,60	5,48	5,35	5,84	5,35	4,35	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,75	5,25	4,25	
EURPLN**	4,29	4,30	4,28	4,27	4,40	4,35	4,30	4,25	4,27	4,25	4,21	
USDPLN**	3,97	4,02	3,85	4,13	4,19	4,18	4,10	3,97	4,13	3,97	3,83	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały



## Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 03.02.2025 r.</b>						
2:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	50,5		50,5
<b>9:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)</b>	<b>Styczeń</b>	<b>48,2</b>	<b>49,2</b>	<b>48,7</b>
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	44,1	44,1	44,1
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	46,1	46,1	46,1
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	2,4	2,5	2,4
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	50,1		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	49,3	49,7	49,6
<b>Wtorek 04.02.2025 r.</b>						
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Grudzień	-0,4		-0,9
<b>Środa 05.02.2025 r.</b>						
	<b>Polska</b>	<b>Decyzja o stopach procentowych NBP (%)</b>	<b>Luty</b>	<b>5,75</b>	<b>5,75</b>	<b>5,75</b>
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Styczeń	51,4	51,4	51,4
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Styczeń	50,2	50,2	50,2
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	-1,2		-0,2
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Styczeń	122		150
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Styczeń	54,1	53,3	54,3
<b>Czwartek 06.02.2025 r.</b>						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Grudzień	-5,4		2,0
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Grudzień	0,1		0,2
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Luty	4,75		4,50
<b>Piątek 07.02.2025 r.</b>						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	1,5		-0,7
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Grudzień	19,7		
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Minutes z posiedzenia RPP</b>	<b>Luty</b>			
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Styczeń	4,1	4,1	4,1
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Styczeń	256	200	170
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Grudzień	-0,5		
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Grudzień	0,6		
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Luty	71,1	72,0	72,0

\* 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



**Jakub BOROWSKI**

Główny Ekonomista  
tel.: 600 457 021

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

**Krzysztof JAWORSKI**

Starszy Ekonomista  
tel.: 512 191 822

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

**Jakub OLIPRA**

Starszy Ekonomista  
tel.: 518 003 696

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

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

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