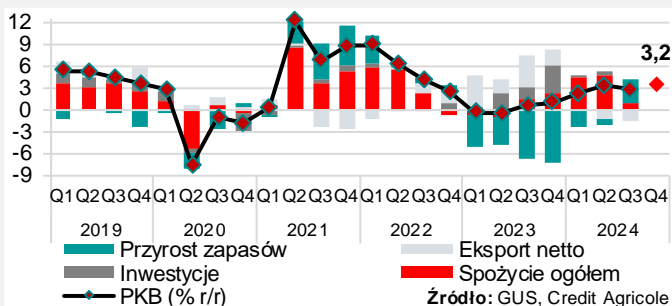


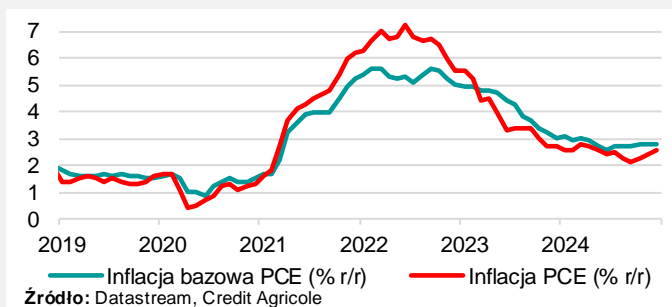
## W tym tygodniu

**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie czwartkowa publikacja pełnych danych o PKB w IV kw. ub. r.** Oczekujemy, że dynamika PKB była zgodna ze wstępnym szacunkiem i wyniosła 3,2% r/r wobec 2,7% w III kw. Na podstawie danych za cały 2024 r. szacujemy, że przyspieszenie



wzrostu gospodarczego w Polsce, napędzane było przez silniejszy 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). Uważamy, że publikacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

**W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Prognozujemy, że inflacja ogółem PCE zmniejszyła się do 2,4% r/r w styczniu wobec 2,6% w grudniu przy jednoczesnym spadku inflacji bazowej PCE do 2,6% z 2,8%. Dane wskażą zatem na lekki spadek presji inflacyjnej. Na czwartek



zaplanowana jest publikacja drugiego szacunku PKB w IV kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB nie zostanie zrewidowane w porównaniu do wstępnego szacunku i wyniosło 2,3%. W środę poznamy dane o sprzedaży nowych domów, która naszym zdaniem obniżyła się do 685 tys. w styczniu z 698 tys. w grudniu, sygnalizując obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Oczekujemy, że indeks zaufania konsumentów Conference Board (102,0 pkt. w lutym wobec 104,1 pkt. w styczniu) zasygnalizuje lekkie pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych. Naszym zdaniem publikacje danych z USA będą neutralne dla rynków finansowych.

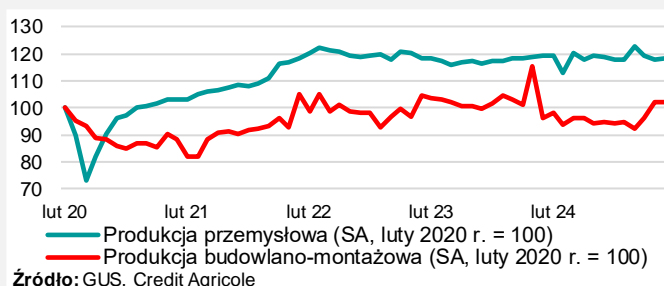
**W tym tygodniu napłyną również ważne dane z Niemiec, które pozostaną jednak w cieniu wyników niedzielnych wyborów parlamentarnych w tym kraju.** Zgodnie z niepełnymi wynikami Centroprawicowy blok CDU/CSU zwyciężył w wyborach, zdobywając 28,5% głosów. Skrajnie prawicowa Alternatywa dla Niemiec (AfD) osiągnęła rekordowy w swojej historii wynik 20,8%, podczas gdy Socjaldemokraci (SPD) zanotowali najgorszy rezultat od XIX wieku, uzyskując zaledwie 16,4%. Zieloni zdobyli 11,6%, a skrajnie lewicowa Die Linke 8,8%. CDU/CSU najprawdopodobniej będzie dążyć do sojuszu z SPD, ponieważ jej tradycyjny partner polityczny - partia FDP - może nie przekroczyć progu wyborczego 5%. Koalicja CDU/CSU z SPD, której utworzenie jest w naszej ocenie scenariuszem bazowym, pozwoliłaby na sformowanie większości parlamentarnej. To z kolei wspierałoby oczekiwania, że uda się znaleźć konstytucyjną większość dla zmiany limitu długu publicznego, co pozwoliłoby zwiększyć wydatki na modernizację armii i infrastruktury. Z tego powodu uważamy, że wynik wyborów jest pozytywny dla kursu euro i złotego. Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Rynek oczekuje, że wartość indeksu zwiększyła się do 85,8 pkt. w lutym z 85,1 pkt. w styczniu. Ubiegłotygodniowe wyniki badań koniunktury PMI stanowią wsparcie dla tej prognozy (patrz poniżej). W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji.

Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zmniejszyło się w lutym do 2,6% r/r wobec 2,8% w styczniu z uwagi na spadek inflacji bazowej. Uważamy, że publikacja danych z Niemiec będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

**Dzisiaj GUS opublikuje dane o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Oczekujemy, że tempo wzrostu sprzedaży w cenach stałych zmniejszyło się do 1,5% r/r w styczniu wobec 2,9% w grudniu. W kierunku lekkiego spadku dynamiki sprzedaży oddziaływało pogorszenie nastrojów konsumenckich i koniunktury w handlu detalicznym. Nasza prognoza realnej dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się zgodnie z konsensusem, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

## W zeszłym tygodniu

**Produkcja przemysłowa w Polsce zmniejszyła się w styczniu o 1,0% r/r wobec wzrostu o 0,2% w grudniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (-1,4%) i naszej prognozy (-1,2%).** Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy

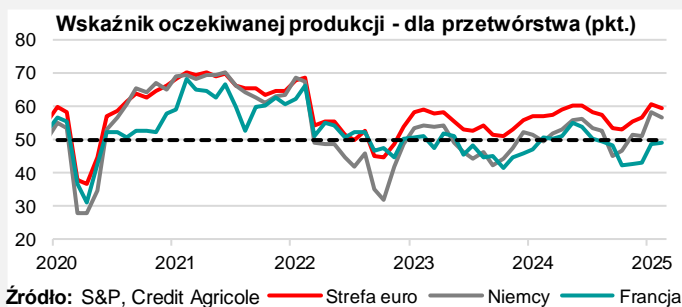


grudniem a styczniem był efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się w styczniu o 0,5% m/m, co jest jej pierwszym wzrostem od października 2024 r. Z uwagi na oddziaływanie niekorzystnych efektów kalendarzowych spadek rocznej dynamiki produkcji przemysłowej odnotowano w 2 z 3 głównych segmentów przemysłu, tj. w branżach eksportowych oraz pozostałych kategoriach, podczas gdy dynamika produkcji w branżach powiązanych z budownictwem zwiększyła się. W danych na uwagę zasługuje utrzymujący się relatywnie silny spadek produkcji w branżach eksportowych, m.in. w branży „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” (-15,1% r/r w styczniu wobec -14,8% w grudniu). Naszym zdaniem ich krótkookresowe perspektywy wciąż pozostają niekorzystne głównie ze względu na obniżoną aktywność w przetwórstwie w strefie euro, w tym w Niemczech i zgłaszane z tego powodu niższe zapotrzebowanie na dobra pośrednie wytwarzane w Polsce, co sygnalizują wyniki badań koniunktury PMI (patrz poniżej). Dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się w styczniu do 4,3% r/r wobec -8,0% w grudniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (0,9%) i poniżej naszej prognozy (5,5%). Wzrost dynamiki produkcji budowlano-montażowej pomiędzy grudniem a styczniem nastąpił mimo oddziaływania efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych (patrz powyżej). Dodatni wpływ na roczną dynamikę produkcji budowlano-montażowej miał natomiast efekt niskiej bazy sprzed roku. Roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się we wszystkich trzech głównych kategoriach: „roboty budowlane specjalistyczne”, „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej” oraz „wznoszenie budynków”. Na szczególną uwagę zasługuje utrzymujący się od listopada 2024 r. wzrost dynamiki produkcji w kategorii „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej”. Sugeruje on, że środki unijne, które napływają do Polski w ramach Krajowego Planu Odbudowy oraz Wieloletnich Ram Finansowych 2021-2027 zaczynają dynamizować aktywność w budownictwie (por. MAKROpuls z 20.02.2025). W świetle opublikowanych w ubiegłym tygodniu danych o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej podtrzymujemy naszą prognozę lekkiego spowolnienia wzrostu gospodarczego w I kw. (do 3,1% r/r wobec 3,2% w IV kw.).

**Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w styczniu do 9,2% r/r wobec 9,8% w grudniu, kształtując się lekko poniżej konsensusu rynkowego (9,3%) oraz powyżej naszej prognozy (8,5%).** W ujęciu realnym, tempo wzrostu wynagrodzeń w firmach zmniejszyło się do 3,7% r/r w styczniu wobec 4,9% w grudniu. Warto odnotować, że w styczniu w większości raportowanych kategorii nominalna dynamika wynagrodzeń obniżyła się do jednocyfrowego poziomu, co może sugerować pewne osłabienie presji płacowej w polskim sektorze przedsiębiorstw. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w styczniu do -0,9% r/r wobec -0,6% w grudniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku zgodnych z naszą prognozą (-0,7%). W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zwiększyło się w styczniu o 1,3 tys. osób, co jest najgorszym wynikiem w styczniu od 2021 r., kiedy zatrudnienie znajdowało się pod silnym, negatywnym wpływem pandemii COVID-19. Warto zauważyć, że czynnikiem, który historycznie na ogół podbijał dane o zatrudnieniu w styczniu jest coroczna rewizja danych o zatrudnieniu w mikroprzedsiębiorstwach (por. MAKROpuls z 20.02.2025). Efekt ten w br. był najprawdopodobniej wyraźnie słabszy niż w poprzednich latach. W pewnym stopniu można tłumaczyć to zmniejszającym się zasobem siły roboczej związanym ze względu na osiągnięcie wieku emerytalnego przez roczniki z wyżu demograficznego. Należy pamiętać, że ze względu na wspomnianą wyżej zmianę populacji firm badanych przez GUS, porównywanie rocznej dynamiki zatrudnienia pomiędzy grudniem a styczniem i, w konsekwencji również dynamiki funduszu płac (istotnej dla wnioskowania o tendencjach w wydatkach konsumpcyjnych gospodarstw domowych), nie jest uzasadnione. Pełniejsza ocena tendencji w zakresie zatrudnienia i funduszu płac będzie możliwa po publikacji danych za luty br.

**W ubiegłym tygodniu opublikowano Minutes ze styczniowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z zapisem dyskusji członkowie FOMC są zgodni, że należy się wstrzymać z kolejnymi decyzjami dotyczącymi obniżek stóp procentowych, aż widoczny będzie postęp w jej zbieganiu do celu inflacyjnego. Jednocześnie większość członków FOMC uważa, że Rezerwa Federalna powinna przyjąć ostrożne nastawienie w polityce pieniężnej, tak aby móc uwzględnić w niej działania administracji D. Trumpa, które stanowią ryzyko w górę dla oczekiwanej przez nich ścieżki inflacji. Treść *Minutes* jest spójna z wypowiedziami J. Powell na konferencji po styczniowym posiedzeniu, który 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. Zaznaczył on również wówczas, że jego zdaniem obniżka stóp procentowych w marcu br. „nie jest scenariuszem bazowym” (por. MAKROmapa z 03.02.2025). Dostrzegamy ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w 2025 r. Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe łącznie o 50pb (o 25pb w marcu i o 25pb w czerwcu). Rynek wycenia obecnie niepełne dwie obniżki stóp procentowych do końca 2025 r.

**Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro nie zmienił się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniósł 50,2 pkt., kształtując się poniżej oczekiwań rynku (50,5 pkt.).** Tym samym indeks od dwóch miesięcy kształtuje się powyżej granicy 50 pkt.,



oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Na stabilizację indeksu złożyły się spadek jego składowej dla aktywności biznesowej w usługach oraz wzrost jego składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. Realizuje się tym samym nasz scenariusz, zgodnie z którym w długim okresie znaczące dysproporcje pomiędzy oceną sytuacji w usługach i w przetwórstwie są nie do

utrzymania i obniżona aktywność w przetwórstwie będzie wywierać coraz silniejszy negatywny wpływ na sytuację w sektorze usług. W ujęciu geograficznym spadek zagregowanego indeksu PMI odnotowano we Francji (do najniższego poziomu od września 2023 r.), podczas gdy w Niemczech i w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem doszło do jego zwiększenia. W tym kontekście na szczególną uwagę zasługuje silny spadek indeksu dla Francji związany ze znaczącym pogorszeniem koniunktury w usługach. Miało ono szeroki zakres i zostało ono odnotowane w przypadku wszystkich głównych wskaźników, takich jak aktywność biznesowa, nowe zamówienia, czy też zatrudnienie. Zgodnie z komunikatem czynnikiem, który mógł mieć negatywny wpływ na nastroje ankietowanych firm jest utrzymujące się podwyższone ryzyko polityczne we Francji związane z wysokim prawdopodobieństwem przedterminowych wyborów parlamentarnych. Z kolei w danych dla całej strefy euro na uwagę zasługuje dalszy wzrost cen dóbr pośrednich i cen dóbr finalnych w sektorze usług. W przypadku tych ostatnich tempo wzrostu osiągnęło najwyższy poziom od kwietnia 2024 r. W naszej ocenie wskazuje to na utrzymującą się zwiększoną presję inflacyjną w sektorze usług, co z kolei pozostaje istotnym czynnikiem utrwalającym inflację bazową w strefie euro na podwyższonym poziomie. Z punktu widzenia polskiego przetwórstwa i handlu zagranicznego kluczowa jest analiza sytuacji w niemieckim przetwórstwie, gdzie indeks PMI zwiększył się lutym do 46,1 pkt. wobec 45,0 pkt. w styczniu. Tym samym osiągnął on najwyższą wartość od lutego 2023 r. Jego wzrost wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień oraz zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia i czasu dostaw. W danych na szczególną uwagę zasługują indeksy dla nowych zamówień, w tym nowych zamówień eksportowych, które choć nadal znajdują się poniżej granicy 50 pkt., to wskazują, że spadający dotąd popyt zaczyna się stopniowo stabilizować. Niepokojącym sygnałem jest natomiast odnotowany w lutym spadek indeksu dla oczekiwanej produkcji w niemieckim przetwórstwie w horyzoncie 12 miesięcy. Zgodnie z komunikatem, ankietowane firmy obawiają się pogorszenia perspektyw popytu ze względu na napięcia geopolityczne oraz perspektywę wprowadzenia ceł na unijny eksport ze strony USA. Wyniki badań koniunktury nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro wyniesie 0,3% w I kw. wobec 0,0% w IV kw., a w całym 2025 r. PKB wzrośnie o 1,0% r/r wobec 0,7% w 2024 r.

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane z USA.** Dane o nowych pozwoleniach na budowę (1483 tys. w styczniu wobec 1482 tys. w grudniu), rozpoczętych budowach (1366 tys. wobec 1515 tys.), a także sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,08 mln wobec 4,29 mln) wskazały na ogół na spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą perspektywy wzrostu aktywności na wtórnym rynku nieruchomości w USA pozostają niekorzystne, ze względu na ograniczoną podaż mieszkań związaną z niechęcią refinansowania hipotek przy wysokiej stopie oprocentowania. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również regionalne indeksy NY Fed (5,7 pkt. w lutym wobec -12,6 pkt. w styczniu) oraz Philadelphia Fed (18,1 pkt. wobec 44,3 pkt.), które dostarczyły mieszanych sygnałów z amerykańskiego przetwórstwa. Z kolei finalny indeks Uniwersytetu Michigan zmniejszył się w lutym do 64,7 pkt. wobec 71,7 pkt. w styczniu i 67,8 pkt. we wstępnym szacunku. Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku pogorszenia nastrojów konsumenckich w lutym było silne zwiększenie oczekiwań inflacyjnych związane zapowiedziami administracji D. Trumpa dotyczącymi polityki handlowej i migracyjnej (por. MAKROMAPA z 10.02.2025). Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszy się w I kw. do 1,9% wobec 2,3% w IV kw., a w całym 2025 r. wzrośnie o 1,9% wobec 2,7% w 2024 r.

## Nadzieje na pokój w Ukrainie wsparciem dla kursu złotego

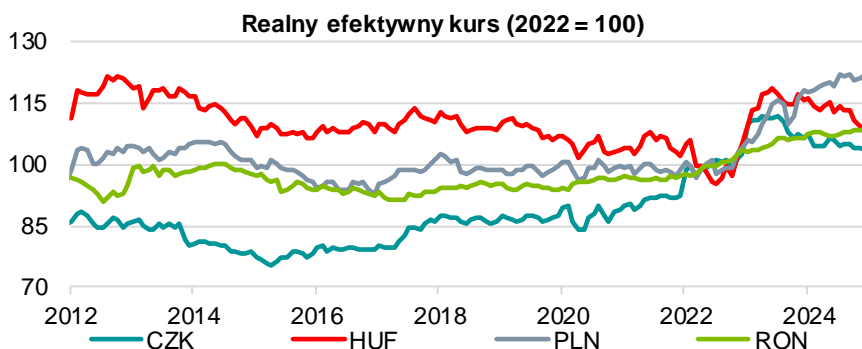
Uwzględniając tendencje rynkowe obserwowane w ostatnich tygodniach zdecydowaliśmy się zrewidować nasze prognozy kursów walutowych dla krajów Europy Środkowej – złotego, forinta, korony i leja. Chociaż nadal oczekujemy pewnej deprecjacji kursów regionu względem ich obecnych poziomów, jej skala będzie mniejsza niż wynikało to z naszych prognoz przygotowanych pod koniec ub. r. (por. MAKROmapa z 9.12.2024).

	Kursy walutowe								
	gru 24	mar 25	cze 25	wrz 25	gru 25	mar 26	cze 26	wrz 26	gru 26
EURCZK	25,2	25,1	25,2	25,0	24,8	24,6	24,5	24,4	24,3
EURHUF	411	403	403	395	385	380	370	368	365
EURRON	4,97	4,98	4,98	4,98	4,98	4,98	4,98	4,98	4,98
EURPLN	4,27	4,18	4,20	4,20	4,20	4,19	4,18	4,17	4,16

Źródło: Datastream, Credit Agricole



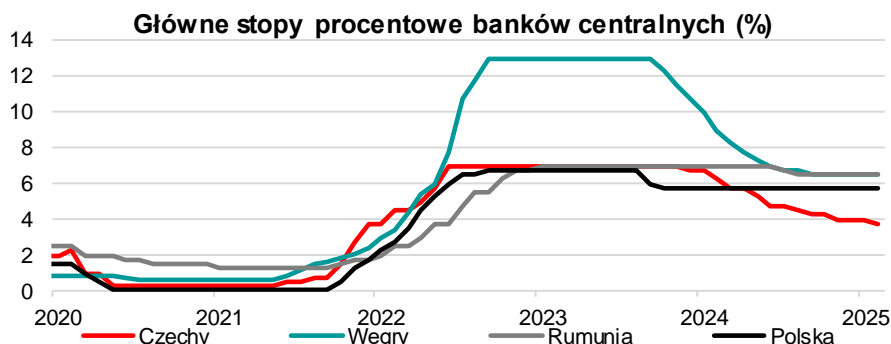
Przygotowując naszą prognozę kursów walutowych w grudniu 2024 r. zakładaliśmy istotny wzrost awersji do ryzyka wynikający z niepewności związanej ze zwycięstwem D. Trumpa w wyborach prezydenckich oraz jego wpływu na dalszy przebieg wojny w Ukrainie. Ostatnie wydarzenia wskazują jednak, że podejście D. Trumpa do negocjacji, w połączeniu z jego gotowością na ustępstwa wobec Rosji, oddziałują w kierunku spadku prawdopodobieństwa przedłużającego się konfliktu zbrojnego. Spadek awersji do ryzyka i premii za ryzyko jest widoczny w obniżającym się spreadzie pomiędzy rentownościami 10-letnich obligacji nominowanych w euro emitowanych przez Polskę i Niemcy (por. wykres). Obecny przebieg rozmów pokojowych sugeruje większą szansę na stabilizację konfliktu, nawet jeśli jego ostateczna postać pozostaje niepewna. W związku z tym spodziewamy się dużo mniejszej skali osłabienia walut regionu w pierwszej połowie 2025 r. niż pierwotnie prognozowaliśmy.



Największym beneficjentem stabilizacji w zakresie sytuacji geopolitycznej będzie naszym zdaniem forint. Uważamy, że ze względu na obserwowaną w ostatnich kwartałach tendencję spadkową realnego efektywnego kursu (REER) forinta oraz relatywnie dużą wrażliwość na zewnętrzne szoki, forint może wykazać najsilniejszą tendencję do aprecjacji

w warunkach spadku globalnej awersji do ryzyka. Z kolei złoty ma mniejsze szanse na dalsze umocnienie, ponieważ pod względem REER jego wycena jest już relatywnie wysoka (por. wykres). Choć obniżyliśmy naszą prognozę dla EURPLN, to w dłuższym okresie widzimy ograniczony potencjał złotego do dalszej

aprecjacji. Zmiany w prognozach w odniesieniu do korony i leja są stosunkowo niewielkie, ponieważ te waluty były mniej podatne na zmiany globalnej awersji do ryzyka w porównaniu do HUF i PLN.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Dysparytet stóp procentowych pomiędzy gospodarkami Europy Środkowej a strefą euro pozostaje istotnym czynnikiem wspierającym waluty regionu w średnim okresie. Znacznie wyższe lokalne stopy procentowe działają poprzez atrakcyjność transakcji typu *carry trade* jako bufor bezpieczeństwa chroniący przed nadmierną presją deprecjacyjną. Tak długo, jak nie

dojdzie do istotnego odpływu kapitału, ten strukturalny czynnik będzie wspierał wszystkie waluty regionu. Warto również zwrócić uwagę, że w przypadku Rumunii zrewidowaliśmy naszą prognozę stopy procentowej, zakładając kolejną obniżkę dopiero w III kw. br. (zamiast łagodzenia stóp po 25pb w I i II kw.). Nasza zrewidowana prognoza bierze pod uwagę wolniejszy spadek inflacji niż zakładała listopadowa projekcja Narodowego Banku Rumunii (NBR) – 5,1% r/r w grudniu wobec prognozowanych przez NBR 4,9%. Nasz scenariusz w polityce pieniężnej uwzględnia również prawdopodobny przejściowy skok inflacji do 5,3% r/r w II kw. 2025 r. wobec 4,6% w I kw., zasygnalizowany w lutowej projekcji NBR, wynikający z wygasania efektów bazy w przypadku cen energii, wysokiego wzrostu płac oraz silnej konsumpcji. Utrzymujące się napięcia na rynku pracy, w połączeniu z opóźnieniem decyzji o zacieśnieniu polityki fiskalnej (z uwagi na niepewność polityczną powiązaną z ponownymi wyborami prezydenckimi w maju br.), sprawiają naszym zdaniem, że NBR będzie mniej skłonny do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w krótkim okresie.

	Stopy referencyjne banków centralnych (%)								
	gru 24	mar 25	cze 25	wrz 25	gru 25	mar 26	cze 26	wrz 26	gru 26
<b>Czechy</b>	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
<b>Węgry</b>	6,50	6,50	6,50	6,25	6,00	5,50	5,25	4,75	4,50
<b>Rumunia</b>	6,50	6,50	6,50	6,25	6,00	5,50	5,25	4,75	4,50
<b>Polska</b>	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25

Źródło: Datastream, Credit Agricole

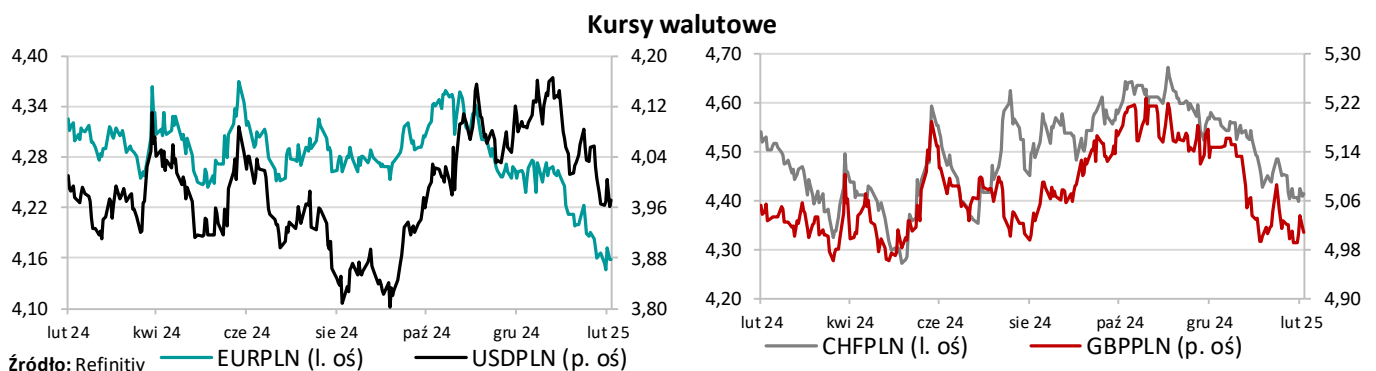
Podnieśliśmy również naszą prognozę stóp procentowych dla Węgier. Dotychczas oczekiwaliśmy rozpoczęcia łagodnego cyklu obniżek stóp przez Narodowy Bank Węgier (MNB) już w I kw. 2025 r. Styczniowe dane o znacząco wyższej od konsensusu inflacji (5,5% r/r wobec konsensusu równego 4,8% i 4,2% prognozowanych na I kw. br. w grudniowej projekcji MNB), a także jastrzębie wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego o konieczności utrzymania „zdyscyplinowanej polityki pieniężnej” skłoniły nas do odsunięcia w czasie kolejnej obniżki stóp dopiero na III kw. br. Ważne z punktu widzenia krótkookresowych perspektyw polityki pieniężnej na Węgrzech będzie również kształtowanie się kursu forinta, w tym przede wszystkim materializacja oczekiwanej przez nas aprecjacji względem euro od III kw. br. W przeciwnym wypadku osłabienie forinta będzie miało charakter proinflacyjny oddziałując w kierunku opóźnienia obniżek stóp procentowych.

Pomimo bardziej optymistycznych perspektyw dla kursów walutowych krajów regionu, nadal dostrzegamy istotne czynniki ryzyka dla naszej prognozy, przede wszystkim możliwość załamania się negocjacji pokojowych. Jeśli rozmowy zakończą się fiaskiem, ponowne nasilenie napięć geopolitycznych może będzie oddziaływało w kierunku wzrostu awersji do ryzyka, prowadząc do ponownej presji na waluty

regionu. Dodatkowo, ewentualne ograniczenie wsparcia militarnego USA dla Ukrainy oraz zmniejszona obecność NATO w Europie mogłyby dodatkowo oddziaływać w kierunku odpływu kapitału z regionu. W takim scenariuszu korzystny wpływ dysparytetu stóp procentowych może nie być czynnikiem wystarczającym do zrównoważenia negatywnego wpływu awersji do ryzyka, co skutkowałoby osłabieniem walut regionu.

Podsumowując, kluczowy z punktu widzenia prawdopodobieństwa materializacji naszych prognoz kursów walutowych pozostaje dalszy przebieg rozmów pokojowych. Podtrzymujemy nasz pogląd, że osiągnięcie pewnej formy porozumienia jest prawdopodobne, nawet jeśli jego termin pozostaje niepewny.

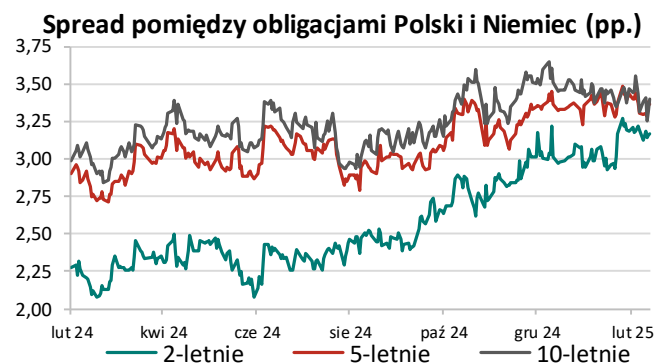
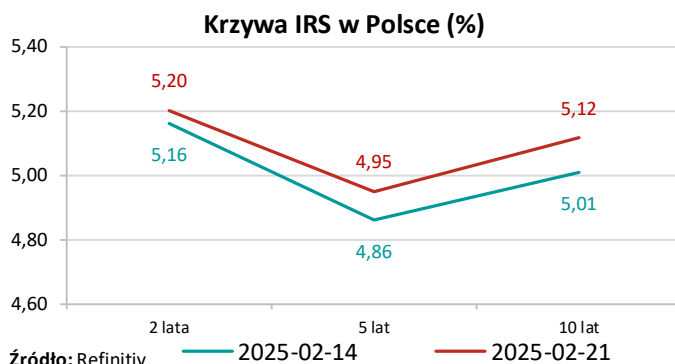
## Rozmowy w sprawie zakończenia wojny w Ukrainie kluczowe dla złotego



**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1517 (umocnienie złotego o 0,2%).** Na początku ubiegłego tygodnia kurs złotego kształtował się w trendzie spadkowym, co było kontynuacją tendencji z ostatnich tygodni. Umocnieniu walut w regionie sprzyjały spekulacje części inwestorów dotyczące tego, że administracja D. Trumpa wkrótce doprowadzi do zawieszenia broni w Ukrainie. W efekcie we wtorek wieczorem kurs EURPLN obniżył się poniżej granicy 4,15. W środę doszło do korekty i osłabienia złotego. W naszej ocenie wynikało to w dużym stopniu z realizacji zysków przez część inwestorów. Deprecjacji złotego sprzyjała także zmiana retoryki D. Trumpa, który istotnie zaostrzył swoje stanowisko względem Ukrainy sygnalizując, że warunki ewentualnego porozumienia pokojowego mogą okazać się mniej korzystne dla tego kraju niż wcześniej zakładano. Pod koniec tygodnia doszło do ponownego umocnienia złotego, niemniej nie odrobił on już w pełni strat ze środy.

W ubiegłym tygodniu doszło do odwrócenia trwającego w ostatnich tygodniach trendu spadkowego, w którym znajdował się kurs EURUSD i osłabienia dolara, co mogło być efektem realizacji zysków przez część inwestorów. Niemniej piątkowe, słabsze od konsensusu wyniki badań koniunktury w strefie euro doprowadziły do ponownego umocnienia dolara względem euro, przy czym nie zdołał on odrobić strat z poprzednich dni.

Przewidziane 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, a także rozmowy w sprawie zakończenia wojny w Ukrainie, które będą sprzyjać podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty.


**Decyzje administracji D. Trumpa w centrum uwagi**


**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,20 (wzrost o 4pb), 5-letnie do 4,95 (wzrost o 9pb), a 10-letnie do 5,12 (wzrost o 11pb).** W zeszłym tygodniu doszło do nieznacznego wzrostu stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. Wzrostowi rentowności na rynkach bazowych sprzyjały słabnące oczekiwania części inwestorów na obniżki stóp procentowych przez Fed.

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, a także rozmowy w sprawie zakończenia wojny w Ukrainie, 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	4,16
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	3,98
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	4,41
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	5,3	
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	4,1	
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	-1,0	
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	-0,9	
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	9,2	
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	-0,9	
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 (mln EUR)	1575	1752	1239	658	-605	441	-649	-2494	-1133	1220	-33	-803		
Eksport (r/r, %, EUR)	-3,1	2,0	-8,7	8,1	-5,4	-6,7	5,3	-2,7	1,0	2,1	-3,1	-0,3		
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	3,9		

\* 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	3,2	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	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	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	12,4	10,1	8,3	7,1	6,5	13,7	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	4,18	4,20	4,20	4,20	4,27	4,20	4,16	
USDPLN**	3,97	4,02	3,85	4,13	3,98	4,04	4,00	3,93	4,13	3,93	3,78	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 24.02.2025 r.</b>					
10:00	<b>Polska</b>	<b>Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)</b>	<b>Styczeń</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5 2,5</b>
10:00	<b>Polska</b>	<b>Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)</b>	<b>Styczeń</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5 1,5</b>
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Luty	85,1	85,8
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	2,5	2,5 2,5
14:00	<b>Polska</b>	<b>Podaż pieniądza M3 (% r/r)</b>	<b>Styczeń</b>	<b>9,3</b>	<b>9,1 9,2</b>
<b>Wtorek 25.02.2025 r.</b>					
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	IV kw.	-0,2	-0,2 -0,2
12:39	<b>Polska</b>	<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)</b>	<b>Styczeń</b>	<b>5,1</b>	<b>5,4 5,4</b>
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Grudzień	0,4	
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Luty	104,1	102,0 102,1
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Luty	-4,0	
<b>Środa 26.02.2025 r.</b>					
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Styczeń	698	685 690
<b>Czwartek 27.02.2025 r.</b>					
10:00	<b>Polska</b>	<b>Finalny PKB (% r/r)</b>	<b>IV kw.</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2 3,2</b>
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Styczeń	3,5	3,8
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Luty	-0,94	
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	IV kw.	2,3	2,3 2,3
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Styczeń	-2,2	0,5 1,3
<b>Piątek 28.02.2025 r.</b>					
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Luty	2,8	2,6 2,6
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Styczeń	2,6	2,4 2,5
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Styczeń	2,8	2,6 2,6
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Styczeń	0,4	
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Luty	39,5	

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

\*\* Konsensus Refinitiv