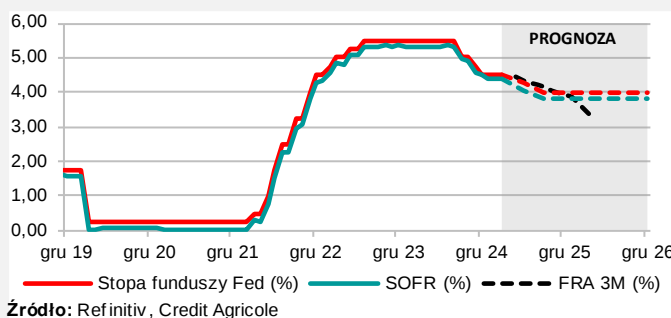


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie reakcja innych krajów, w szczególności Unii Europejskiej oraz państw Azji, na szeroko zakrojone cła ogłoszone przez D. Trumpa w ubiegłym tygodniu (patrz poniżej). Chiny już odpowiedziały własnymi cłami i ograniczeniami eksportowymi na wybrane pierwiastki ziem rzadkich, jednak nie można wykluczyć dalszej eskalacji. Duża niepewność w zakresie globalnej polityki handlowej będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych oraz pogorszenia nastrojów inwestorów.

W środę opublikowane zostaną Minutes z marcowego posiedzenia FOMC. Podczas konferencji prasowej po ostatnim posiedzeniu prezes Fed zaznaczył, że Rezerwa Federalna nie musi się spieszyć z obniżkami stóp procentowych i jest w na tyle komfortowej sytuacji, że może obecnie przyjąć strategię *wait and see*. Uważamy, że część kwestii zawartych w opisie dyskusji członków FOMC może nie być już aktualna z uwagi na znaczące zaostrenie polityki handlowej USA. W konsekwencji Minutes najprawdopodobniej nie dostarczą istotnych informacji w kontekście perspektyw polityki pieniężnej w USA, a tym samym ich publikacja będzie neutralna dla nastrojów rynkowych.

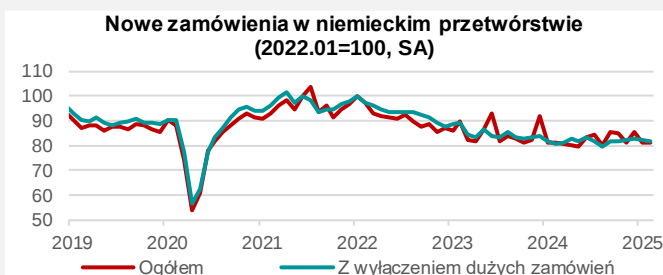


Źródło: Refinitiv, Credit Agricole

W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA. Prognozujemy, że inflacja ogółem w marcu spadła do 2,5% r/r wobec 2,8% w lutym. Podobnie inflacja bazowa obniżyła się naszym zdaniem do 3,1% r/r w marcu wobec 3,0% w lutym. Pomimo zbliżenia się inflacji do celu inflacyjnego, publikacja danych najprawdopodobniej nie wpłynie na postawę Fed, z uwagi na ryzyko ponownego wzrostu cen związanego z ogłoszonymi w zeszłym tygodniu cłami (patrz poniżej). Uważamy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan (54,0 pkt. w kwietniu wobec 57,0 pkt. w marcu) wskaże na istotne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

W piątek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w lutym. Oczekujemy zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących do -800 mln EUR wobec -168 mln EUR w styczniu. Prognozujemy, że dynamika eksportu wzrosła z -0,7% r/r w styczniu do -0,3% w lutym, a tempo wzrostu importu zmniejszyło się z 9,9% r/r do 9,4% w lutym. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

Dzisiaj rano opublikowane zostały dane z niemieckiej gospodarki. Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w lutym o 1,3% m/m wobec wzrostu o 2,0% w styczniu, kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynku (-0,9%). Spadek produkcji przemysłowej wynikał przede wszystkim z niższej produkcji



Źródło: Datastream, Credit Agricole

w budownictwie. Dzisiaj opublikowane zostały także dane o niemieckim handlu zagranicznym, którego saldo zwiększyło się w lutym do 17,7 mld EUR wobec 16,2 mld EUR w styczniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (17,0 mld EUR). Jednocześnie odnotowano zwiększenie dynamiki eksportu (1,8% m/m w lutym wobec 0,0% w styczniu) oraz obniżenie dynamiki importu (0,7% wobec 5,0%), które w obu przypadkach ukształtowały się powyżej oczekiwań rynku

(odpowiednio 1,5% i 0,1%). W kolejnych miesiącach w kierunku spadku obrotów w niemieckim handlu zagranicznym oddziaływać będzie odnotowany w ostatnim czasie wzrost napięć w światowym handlu, związany z polityką celną administracji D. Trumpa. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy z kolei dane o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie, których miesięczna dynamika wzrosła do 0,0% m/m w lutym wobec -5,5% w styczniu. Przyczyniła się do tego wyższa dynamika zamówień zarówno krajowych jak i zagranicznych. Wyższe zamówienia zagraniczne były z kolei efektem zwiększonych zamówień z krajów spoza strefy euro, podczas gdy zamówienia z obszaru wspólnej waluty obniżyły się. Warto zauważyć, że w ostatnich miesiącach dynamika zamówień zakłócana była przez napływ dużych zamówień, przede wszystkim w kategorii „pozostały sprzęt transportowy”. W nadchodzących kwartałach oczekujemy zwiększenia dynamiki PKB Niemiec, związanego z luzowaniem polityki fiskalnej przez rząd Niemiec, niemniej czynnikiem ryzyka pozostaje wpływ nowo wprowadzanych przez USA ceł na gospodarkę Niemiec (por. MAKROmapa z 31.03.2025). Uważamy, że dane z Niemiec są neutralne dla rynków finansowych.

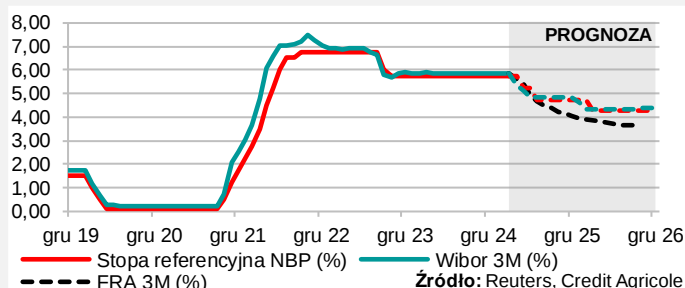
W zeszłym tygodniu

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w marcu do 50,7 pkt. wobec 50,6 pkt. w lutym, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (50,9 pkt.) oraz naszej prognozy (51,0 pkt.). W rezultacie indeks już drugi miesiąc z rzędu pozostaje powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zwiększenie indeksu wynikało z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia i czasu dostaw. W danych na szczególną uwagę zasługuje dalszy silny wzrost składowej dla nowych zamówień ogółem. Jednocześnie wskaźnik dla nowych zamówień eksportowych ukształtował się powyżej granicy 50 pkt. po raz pierwszy od lutego 2022 r. Ankietowane firmy zwracały uwagę na zwiększony eksport związany zżywieniem na uniijnym rynku, co jest spójne z wynikami badań koniunktury dla krajów strefy euro (por. MAKROpuls z 01.04.2025). Średnia wartość indeksu PMI w I kw. zwiększyła się do 50,0 pkt. wobec 48,8 pkt. w IV kw. 2024 r. Wyniki badań koniunktury PMI stanowią wsparcie dla naszego scenariusza kontynuacjiżywienia gospodarczego w I kw. Podtrzymujemy prognozę, zgodnie z którą dynamika PKB w Polsce obniżyła się w I kw. do 3,1% r/r wobec 3,2% w IV kw.

Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna NBP wynosi 5,75%). Decyzja RPP była zgodna z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. W komunikacie podtrzymano ocenę dotyczącą przyszłego poziomu stóp procentowych, który zależeć będzie od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Wydźwięk komunikatu był jednak wyraźnie mniej jastrzębi niż w marcu. Rada wskazała, że w najbliższych miesiącach inflacja utrzyma się „powyżej celu inflacyjnego NBP” podczas gdy w komunikacie marcowym wskazano, że inflacja będzie „wyraźnie wyższa od celu inflacyjnego”. Ponadto, Rada podkreśliła, że napływające informacje, w tym niższe od oczekiwań dane GUS o inflacji w pierwszych miesiącach br., sygnalizują, że inflacja w kolejnych kwartałach może być niższa niż wcześniej oczekiwano (por. MAKROpuls z 02.04.2025). W ubiegłym tygodniu odbyła się zwyczajowa konferencja prasowa, na której doszło do istotnej zmiany retoryki prezesa NBP A. Glapińskiego. Na tej podstawie zdecydowaliśmy się zrewidować nasz scenariusz stóp procentowych w Polsce (patrz poniżej).

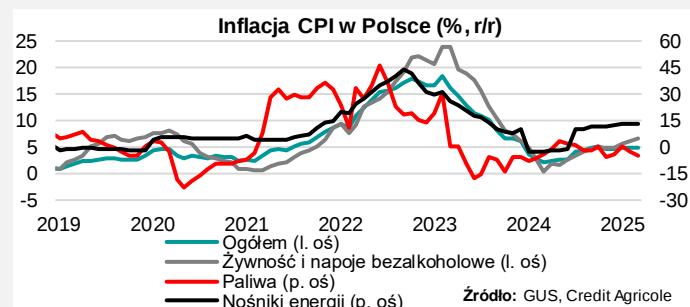
Zrewidowaliśmy naszą prognozę stóp procentowych w Polsce. Głównym powodem tej korekty jest wyraźna zmiana retoryki prezesa NBP A. Glapińskiego w trakcie ubiegłotygodniowej konferencji prasowej. Podczas ostatniej konferencji prasowej prezes Glapiński stwierdził: „Można by powiedzieć żartobliwie, że przychodzę jako gołąb na czele innych gołębi.” Podkreślił,

że RPP zasadniczo zmieniła swoje nastawienie i coraz wyraźniej skłania się ku luzowaniu polityki pieniężnej. Deklaracje te stanowią wyraźny zwrot względem treści komunikatu po kwietniowym posiedzeniu (patrz powyżej) oraz jego wcześniejszych, ostrożnych wypowiedzi. Jeszcze kilka tygodni



temu prezes NBP mówił, że nie ma jakichkolwiek podstaw do zmiany stóp procentowych. Tymczasem obecnie przyznał: „gdyby rząd jednoznacznie jakieś decyzje podjął prawne, że ceny gazu, prądu nie wzrosną, to byłbym skłonny do bardziej odważnej decyzji, np. 0,5 pkt. proc., a nawet potem zaraz, na początku przyszłego roku, powtórzyć 0,5 pkt. proc.”. W tym kontekście A. Glapiński dodał, że „jeśli nie napłynie sygnał z rządu, że jednak elektryczność nie wystrzeli (...) to nie wykluczam, że złożę wniosek o obniżkę”. Na zmianę nastawienia prezesa NBP wpływ miały także dane GUS – zarówno dotyczące inflacji, jak i aktywności gospodarczej. Inflacja bazowa wyraźnie się obniżyła w ostatnich miesiącach, a tempo wzrostu wynagrodzeń przestało być dwucyfrowe. Równolegle, L. Kotecki, członek RPP ocenił w ubiegłym tygodniu, że obniżka stóp w maju „jest bardzo, bardzo możliwa”, a 50-punktowe cięcie „jest w grze, jest to na stole”. Podkreślił również, że obecny poziom 5,75% jest zbyt wysoki wobec napływających danych, a jego zdaniem w całym 2025 r. jest przestrzeń nawet na 100 pb obniżek. Również inny członek RPP, C. Kochalski powiedział w ubiegłym tygodniu, że może rozważyć obniżkę stóp procentowych w maju nawet o 50 pb. Naszym zdaniem do złagodzenia nastawienia w polityce pieniężnej przyczyniły się także czynniki zewnętrzne. Nowe taryfy handlowe wprowadzone przez administrację D. Trumpa są bardziej dotkliwe niż zakładano, co będzie miało silniejszy, negatywny wpływ na wzrost gospodarczy i działanie antyinflacyjne. W naszym zrewidowanym scenariuszu oczekujemy obniżki stopy referencyjnej NBP o 50 pb w maju oraz kolejnej obniżki o 50 pb w lipcu, co sprowadzi ją do poziomu 4,75% w III kwartale 2025 r. Uważamy, że RPP powróci do cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w 2026 r. (por. tabela kwartalna).

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce nie zmieniła się w marcu w porównaniu do lutego i wyniosła 4,9% r/r, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (5,0%) i zgodnie z naszą prognozą. GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w



kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływały wyższe dynamiki cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe” i „nośniki energii”, podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika cen w kategorii „paliwa” oraz spadek inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zmniejszyła się do 3,4% r/r w marcu wobec 3,5% w lutym. Miesięczna dynamika cen bazowych ukształtowała się w marcu na poziomie 0,3%, czyli lekko powyżej swojego wzorca sezonowego (ok. +0,2% m/m w marcu). W naszej ocenie wskazuje to, że presja inflacyjna w polskiej gospodarce pozostaje podwyższona. Czynnikiem utrwalającym podwyższoną inflację bazową pozostaje wysoka dynamika cen usług. Oczekujemy, że w II kw. br. inflacja ogółem obniży się do 4,4% r/r wobec 4,9% w I kw., pozostając tym samym znacząco powyżej górnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego (2,5% +/- 1 pkt. proc.). Oczekujemy, że w III kw. nastąpi kolejny znaczący spadek inflacji do 3,2%. W konsekwencji prognozujemy, że w całym 2025 r. inflacja średniorocznie wyniesie 3,9% wobec 3,6% w 2024 r., a w 2026 r. spadnie do 2,8%.

Zgodnie z wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zmniejszyła się w marcu do 2,2% r/r z 2,3% w lutym, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (2,3%) oraz powyżej naszej prognozy (2,1%). Do zmniejszenia inflacji przyczyniła się niższa dynamika cen nośników energii (-0,7% wobec 0,2%) oraz spadek inflacji bazowej (2,4% wobec 2,6%), podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika cen żywności (2,9% wobec 2,7%). W danych na uwagę zasługuje utrzymujące się wysokie tempo wzrostu cen usług, w szczególności w porównaniu do dynamiki cen towarów (3,4% wobec 0,6%). Ceny usług są tym samym głównym czynnikiem utrwalającym inflację bazową na podwyższonym poziomie. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja bazowa będzie się stopniowo obniżać, jednak proces ten będzie powolny, a jej poziom zbliży się do 2% dopiero w I kw. 2026 r. Dane o inflacji nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym w czerwcu EBC dokona ostatniej obniżki w tym cyklu łagodzenia polityki pieniężnej o 25pb. W konsekwencji uważamy, że docelowy poziom dla głównej stopy procentowej wynosi 2,40% oraz 2,25% dla stopy depozytowej.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w marcu o 228 tys. wobec wzrostu o 117 tys. w lutym (rewizja w dół ze 151 tys.) i ukształtowało się powyżej oczekiwań rynku (135 tys.) zgodnych z naszą prognozą. Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w edukacji i służbie zdrowia (+77,0 tys.), w turystyce i rekreacji (+43,0 tys.) oraz handlu detalicznym (+23,7 tys.). Z kolei do spadku zatrudnienia doszło w górnictwie i wycince drzew (-2,0 tys.), handlu hurtowym (-2,0 tys.) oraz usługach informacyjnych (-2,0 tys.). Stopa bezrobocia zwiększyła się w marcu do 4,2% wobec 4,1% w lutym, kształtując się powyżej oczekiwań rynku równych naszej prognozie (4,1%). Niemniej, mimo odnotowanego w marcu wzrostu, stopa bezrobocia w USA kształtuje się na poziomie stopy bezrobocia naturalnego, szacowanej przez Fed na poziomie 4,2%. Współczynnik aktywności zawodowej zwiększył się w marcu do 62,5% wobec 62,4% w lutym i tym samym pozostaje poniżej poziomów sprzed wybuchu pandemii (63,3%). Dynamika wynagrodzenia godzinowego obniżyła się w marcu do 3,8% r/r wobec 4,0% w lutym. Niemniej, mimo odnotowanego w marcu spadku, presja płacowa w amerykańskiej gospodarce pozostaje na podwyższonym poziomie. W zeszłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach na dobra trwałe, które zwiększyły się w lutym o 1,0% m/m wobec wzrostu o 3,3% w styczniu, kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (0,9%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zwiększyła się do 0,7% wobec 0,1% w styczniu. Jednocześnie dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe zmniejszyła się w lutym do 1,6% wobec 2,3% w styczniu. Jej trzymiesięczna średnia ruchoma pozostaje jednak w ostatnich miesiącach w trendzie wzrostowym. Uwzględniając jednak wzrost napięć w światowym handlu uważamy jednak, że kolejne miesiące przyniosą pogorszenie perspektyw inwestycji w USA. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla amerykańskiego przetwórstwa zmniejszył się w marcu do 49,0 pkt wobec 50,3 pkt w lutym, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (49,5 pkt). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zatrudnienia i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład dla zapasów. Warto zauważyć, że odnotowany w marcu wzrost zapasów był najsilniejszy od października 2022 r., co sugeruje, że firmy przygotowywały się w ten sposób do zaostrzenia polityki celnej USA zapowiadanej przez administrację D. Trumpa. Oznacza to, że w kolejnym miesiącu istnieje wysokie prawdopodobieństwo spadku tego wskaźnika. Z kolei indeks ISM dla usług zwiększył się w marcu do 50,8 pkt. wobec 53,5 pkt. w lutym, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (53,0 pkt.). W kierunku zmniejszenia indeksu oddziaływały niższe wkłady 3 z 4 jego składowych (dla nowych zamówień, zatrudnienia i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla aktywności biznesowej. W danych na uwagę zasługuje najsilniejszy od grudnia 2023 r. spadek zatrudnienia. W naszej ocenie wynikał on w dużym stopniu wysokiej niepewności wśród firm dotyczącej perspektyw wzrostu gospodarczego w USA związanej z

polityką gospodarczą administracji D. Trumpa. Dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w całym 2025 r. obniży się do 1,7% wobec 2,8% w 2024 r., a w 2026 r. wzrośnie do 2,2% (por. MAKROmapa z 31.03.2025).

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zwiększył się w marcu do 51,2 pkt. wobec 50,8 pkt. w lutym, kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (51,0 pkt.). W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały niższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, zatrudnienia, zapasów i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla nowych zamówień. W danych na szczególną uwagę zasługuje utrzymujący się relatywnie silny, mimo odnotowanego w marcu spadku składowej, wzrost nowych zamówień, w tym nowych zamówień eksportowych. Wskazuje to, że źródłem ożywienia aktywności w chińskim przetwórstwie jest obecnie zarówno popyt wewnętrzny jak i zewnętrzny. Uwzględniając istotny wzrost napięć w światowym handlu w ostatnich dniach można oczekiwać, że popyt zewnętrzny na chińskie towary w najbliższych miesiącach ulegnie istotnemu pogorszeniu. Dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Chinach zwiększy się w 2025 r. do 4,6% wobec 5,0%. Kluczowe dla osiągnięcia celu podtrzymania aktywności gospodarczej w Chinach będzie dalsze pobudzenie popytu wewnętrznego (por. MAKROmapa z 24.03.2025).

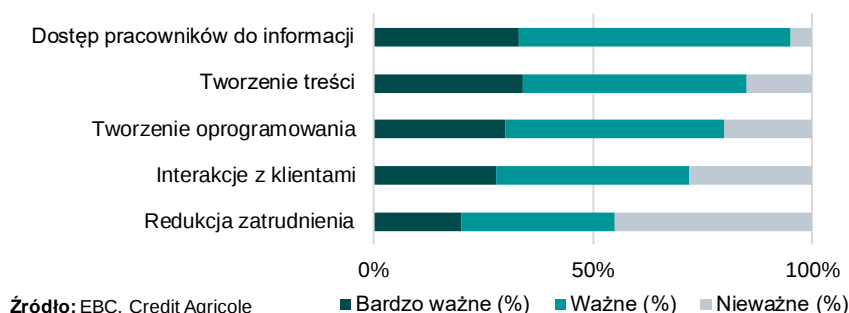
W ubiegłym tygodniu D. Trump ogłosił szeroko zakrojony pakiet „ceł wzajemnych” w ramach tzw. „Dnia Wyzwolenia”. Nowe cła objęły niemal wszystkich głównych partnerów handlowych USA, w tym Chiny, Wietnam, Unię Europejską, Japonię i Koreę Południową. Nowe cła obejmują 20% stawkę dla UE oraz 34% dla Chin, przy czym w przypadku Chin stanowi to dodatkowe obciążenie do wcześniejszych podwyżek z lutego i marca (po 10%), co łącznie daje wzrost stawek do 54%. Wybrane sektory, takie jak stal, aluminium, samochody i części samochodowe, nie zostały objęte nowymi cłami odwetowymi, ponieważ obowiązują wobec nich już sektorowe taryfy (np. 25% na stal i aluminium), co oznacza, że nowe stawki nie będą się nakładać na już istniejące opłaty celne. Dodatkowo, administracja USA wprowadziła minimalną stawkę celną w wysokości 10% na wszystkie towary importowane do Stanów Zjednoczonych. Zgodnie z naszymi szacunkami, nowe działania przyczynią się do podniesienia przeciętnej ważonej stawki celnej o około 18%. Wpływ gospodarczy tych ceł może być znaczący, choć jego ostateczna skala zależy od zakresu faktycznej realizacji zapowiedzianych środków. W przypadku USA pełna implementacja mogłaby obniżyć dynamikę PKB o 1-2 pkt. proc. w ciągu najbliższego roku, zwiększając ryzyko wystąpienia recesji. Cła zadziałałyby proinflacyjnie - szacujemy, że roczna inflacja CPI w USA mogłaby wówczas sięgnąć 4,1-4,2% pod koniec 2025 r., wobec naszych obecnych prognoz na poziomie około 3,3%. W przypadku UE, szacowany negatywny wpływ na wzrost PKB wynosi około 0,3-0,4 pkt. proc., co stanowi ryzyko w dół dla naszej zrewidowanej dwa tygodnie temu prognozy wzrostu gospodarczego w strefie euro (por. MAKROmapa z 31.03.2025). W przypadku Chin i Hongkongu, oprócz wysokich ceł, USA wycofały tzw. wyjątek de minimis dla drobnych przesyłek wysyłanych z tych krajów, co uderzy szczególnie w chiński handel elektroniczny. Eksport do USA odpowiadał w 2024 r. za prawie 15% całkowitego eksportu Chin i około 3% chińskiego PKB. Zakładając spadek eksportu do USA o 50-60% do końca 2026 r., a także uwzględniając efekt pośredni w postaci mniejszego eksportu dóbr pośrednich do krajów trzecich, łączny wpływ na poziom PKB Chin w latach 2025-2026 szacujemy na ok. 2,0-2,2%. Co więcej, wiele chińskich firm przeniosło wcześniej produkcję do Wietnamu, Malezji i Tajlandii — krajów, które teraz również zostały objęte wysokimi cłami, co dodatkowo ogranicza możliwości omijania barier handlowych. W odpowiedzi, Chiny nałożyły 34% cło na cały import z USA oraz wprowadziły ograniczenia eksportowe na wybrane pierwiastki ziem rzadkich. Niepewność w zakresie kształtowania się światowej polityki handlowej pozostaje bardzo wysoka. Nie wiadomo, czy wszystkie ogłoszone przez D. Trumpa cła zostaną rzeczywiście wdrożone, czy też mają służyć jako punkt wyjścia do negocjacji. Administracja USA sugeruje elastyczność, wskazując, że zaprezentowane stawki mogą działać jako maksymalne poziomy, a nie ostateczne wartości. Niemniej ryzyko przedłużającego

się konfliktu handlowego rośnie, szczególnie w kontekście potencjalnych dalszych działań odwetowych, które prawdopodobnie zostaną ogłoszone przez inne kraje w tym tygodniu. Z uwagi na podwyższoną niepewność, na razie nie rewidujemy naszego scenariusza makroekonomicznego dla Polski. Wpływ zaostrzenia światowej polityki handlowej na nasze prognozy PKB i inflacji uwzględnimy wraz z napływem nowych informacji.

Demografia wymusi przyspieszenie wdrożenia AI w Polsce

W ostatnich miesiącach opublikowaliśmy dwie analizy dotyczące wdrażania sztucznej inteligencji w Polsce (por. MAKROmapa z 17.02.2025 oraz 17.03.2025). Głównym wnioskiem płynącym z naszych analiz było to, że poziom zastosowania rozwiązań związanych ze sztuczną inteligencją kształtuje się wyraźnie poniżej średniej unijnej. Wyniki naszych wcześniejszych analiz wskazywały jednak, że Polska ma relatywnie duży potencjał do wykorzystania sztucznej inteligencji (por. MAKROmapa z 12.02.2024). Powstaje zatem pytanie, co jest przyczyną opóźnień we wdrażaniu sztucznej inteligencji oraz jakie ma to konsekwencje dla długookresowych perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce.

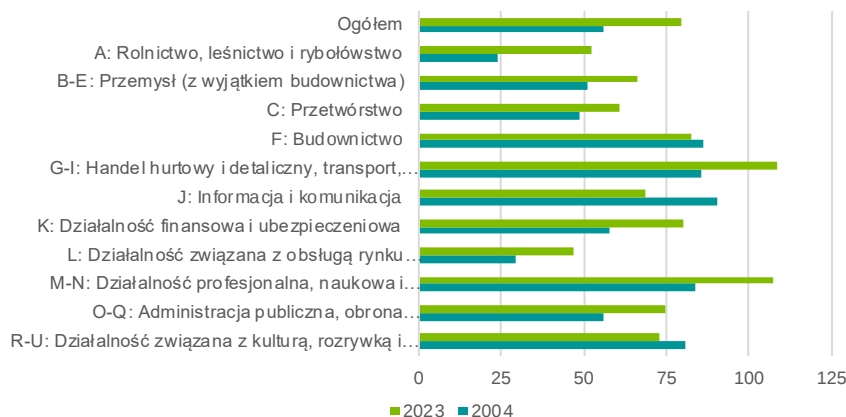
Główne motywacje firm do wdrożenia sztucznej inteligencji



Kluczowa z punktu widzenia wdrożenia AI w gospodarce jest nie tylko gotowość, ale i chęć firm do wdrażania takich rozwiązań. Stąd punktem wyjścia w naszej analizie jest badanie przeprowadzone przez Europejski Bank Centralny wśród firm w krajach strefy euro nt. głównych bodźców do wdrażania rozwiązań AI w swojej działalności. Jako najistotniejsze powody stosowania technologii AI firmy

wskazały chęć poprawy dostępu pracowników do informacji, oraz wspomaganie ich w tworzeniu wewnętrznych i zewnętrznych treści. Kolejne miejsca zajęły tworzenie oprogramowania oraz interakcja z klientami, podczas gdy najrzadziej deklarowanym powodem dla wdrożenia AI była chęć redukcji zatrudnienia. Głównym wnioskiem płynącym z badania EBC jest to, że przy obecnym poziomie rozwoju technologii opartych na AI, ich wdrożenie na ogół nadal nie ma na celu zastąpienia pracowników, lecz przede wszystkim zwiększenie ich wydajności.

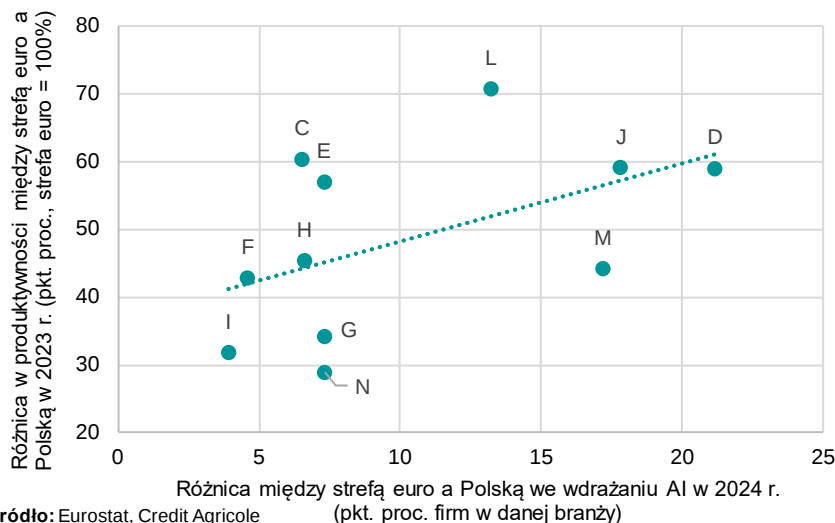
Wartość dodana na pracownika w Polsce (PPS*, strefa euro=100)



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

*Purchasing Power Standard - umowna jednostka walutowa wykorzystywana do porównań poziomu zamożności pomiędzy krajami, która uwzględnia różnice cen w poszczególnych krajach

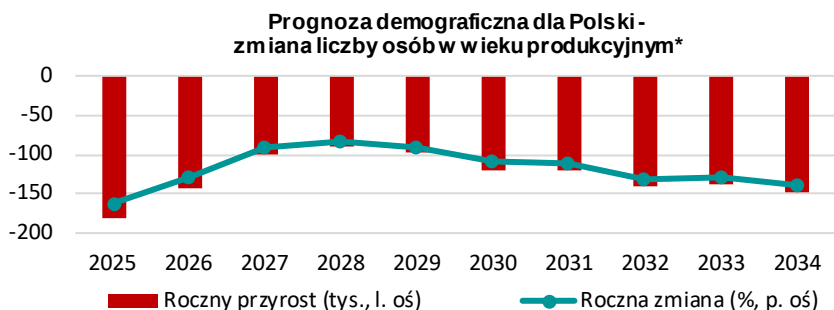
Wydajność pracy w Polsce w większości branż kształtuje się nadal wyraźnie poniżej poziomów obserwowanych w strefie euro. Czynnikiem hamującym wzrost wydajności w Polsce są nadal relatywnie niskie koszty pracy na tle krajów strefy euro. W warunkach tych dużych przewag kosztowych firmy w Polsce mają nadal ograniczoną, choć rosnącą, motywację do inwestycji we wzrost wydajności pracy. Uważamy, że jest to główna przyczyna, relatywnie niskiego stopnia wdrożenia sztucznej inteligencji w Polsce na tle pozostałych krajów UE.



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

*C - Przetwórstwo przemysłowe, D - Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i powietrze do układów klimatyzacyjnych, E - Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją, F - Budownictwo, G - Handel hurtowy i detaliczny, H - Transport i gospodarka magazynowa, I - Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi, J - Informacja i komunikacja, L - obsługa rynku nieruchomości, M - Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna, N - działalność w zakresie usług, administrowania i działalności wspierającej

między Polską a strefą euro w 2023 r. towarzyszą mniejsze różnice w adaptacji rozwiązań AI przez firmy w Polsce i w strefie euro w 2024 r. Kategoriami, które w istotnym stopniu wyłamują się z tej zależności są „obsługa rynku nieruchomości”, „przetwórstwo przemysłowe” oraz „działalność w zakresie usług, administrowania i działalności wspierającej”. Pierwsze z dwóch wymienionych kategorii odchylają się w górę, co oznacza, że stopień wdrożenia rozwiązań AI jest w nich wyższy niż wynikałoby to z różnicy poziomie wydajności pracy względem strefy euro. W naszej ocenie może wynikać to ze specyfiki tych sektorów. W obsługa rynku nieruchomości duże możliwości daje tworzenie treści przy pomocy AI oraz dostęp do informacji – czyli dwie najważniejsze motywacje do wdrażania rozwiązań AI wskazywane w ankietach. To może sprzyjać wdrażaniu rozwiązań AI w tym sektorze. Z kolei przetwórstwo charakteryzuje się silną konkurencją międzynarodową, co może wymuszać na firmach szybsze zastosowanie rozwiązań AI. Natomiast odchylająca się w dół kategoria „działalność w zakresie usług, administrowania i działalności wspierającej”, charakteryzuje się relatywnie niskimi wynagrodzeniami na tle pozostałych sektorów, co może ograniczać presję na wdrożenie AI mające na celu zwiększenie wydajności.



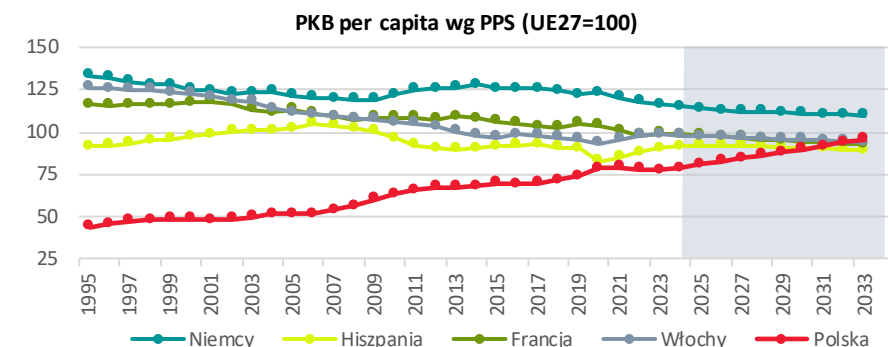
Źródło: Eurostat, Credit Agricole

*18-59 w przypadku kobiet, 18-64 w przypadku mężczyzn

imigrację zarobkową (por. MAKROmapa z 29.07.2025). W naszej ocenie będzie oddziaływało to w kolejnych latach w kierunku nasilenia presji na wzrost kosztów pracy. Uważamy, że sytuacja ta wymusi na firmach inwestycje w obszarze zastosowań AI ukierunkowanych na wzrost wydajności pracy. Z tego powodu oczekujemy, że w kolejnych latach Polska będzie nadrobić zapóźnienie w adaptacji rozwiązań AI względem średniej unijnej.

W celu przetestowania naszej hipotezy zestawiliśmy dane nt. różnic w wydajności pracy w poszczególnych sekcjach PKD pomiędzy Polską a strefą euro w 2023 r. z różnicami w stopniu adaptacji rozwiązań AI w tych branżach pomiędzy Polską a strefą euro w 2024 r. Takie ujęcie wynika z jednej strony z dostępności danych (nadal nie opublikowane zostały dane o wartości dodanej na pracownika w PPS za 2024 r.), a z drugiej strony występujące opóźnienie narzuca kierunek zależności (różnic w wydajności pracy nie można tłumaczyć późniejszymi różnicami we wdrożeniu rozwiązań AI, podczas gdy różnice w stopniu adaptacji rozwiązań AI mogą być skutkiem wcześniejszych różnic w poziomach wydajności pracy). Uzyskane wyniki wskazują na umiarkowaną dodatnią korelację pomiędzy zmiennymi: mniejszym różnicom w poziomach wydajności pracy

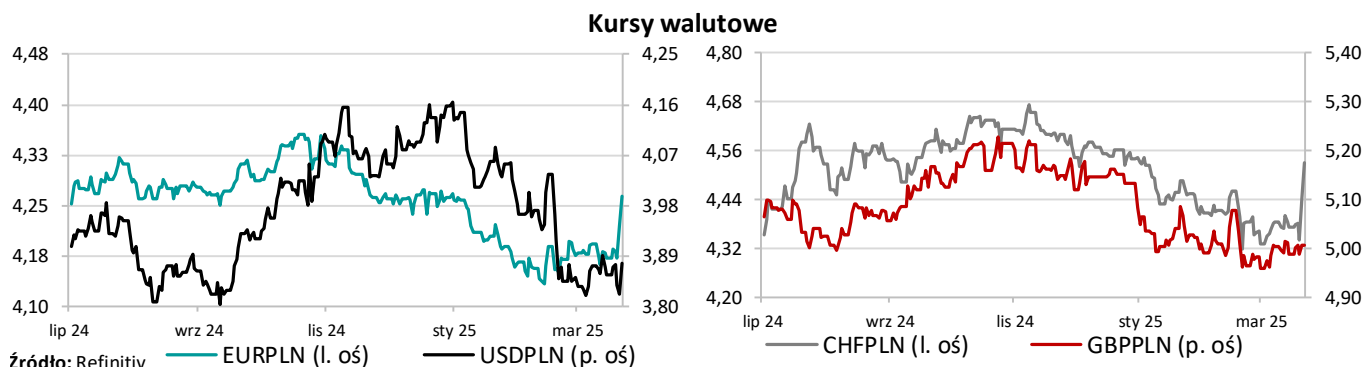
W kolejnych latach będziemy mieć do czynienia z dalszym pogarszaniem się sytuacji demograficznej w Polsce. Zgodnie z projekcjami Eurostatu w perspektywie najbliższej dekady liczba osób w wieku produkcyjnym obniży się o prawie 1,4 mln. Jednocześnie uwzględniając przyjętą przez rząd strategię migracyjną, trudno oczekiwać, aby ubytek ten został w istotnym stopniu skompensowany przez



Na tej podstawie uważamy, że długoterminowe perspektywy wzrostu PKB w Polsce pozostają dobre. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą kolejne lata przyniosą kontynuację procesu konwergencji, dzięki czemu w perspektywie najbliższej dekady PKB per capita w Polsce liczony według parytetu siły nabywczej w 2033 r. osiągnie ok. 95% średniej

unijnej. Złożą się na to wysokie na tle UE tempo wzrostu PKB w Polsce oraz spadek populacji (zgodnie z projekcjami Eurostatu do 2033 r. populacja Polski zmniejszy się o 4,3% do 36,8 mln osób). W konsekwencji prognozujemy, że na początku lat 30. Polska ma szansę wyprzedzić pod względem PKB per capita Hiszpanię, Włochy oraz Francję, osiągając jednocześnie ok. 85% PKB per capita Niemiec. Istotnym czynnikiem ryzyka w dół dla przedstawionych wyżej prognoz jest zwiększenie napięć w światowym handlu związane z polityką celną USA. Uwzględniając jednak, że ekspozycja polskiego eksportu na USA jest mniejsza niż całej UE, nie uważamy, aby polityka celna USA i jej globalne konsekwencje miały zahamować proces konwergencji.

Komunikacyjny pivot prezesa NBP osłabił kurs złotego

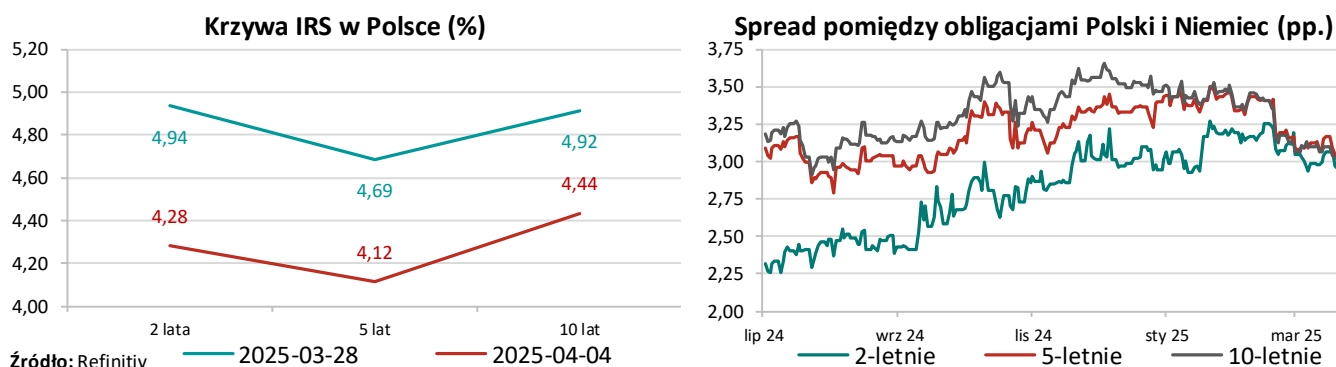


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2653 (umocnienie złotego o 2,2%). W ubiegłym tygodniu doszło do wyraźnego osłabienia złotego w reakcji na gołębi wydźwięk zwyczajowej konferencji prasowej prezesa NBP A. Głapińskiego (patrz wyżej), który nasilił oczekiwania inwestorów na obniżki stóp procentowych w Polsce.

W ubiegłym tygodniu doszło również do osłabienia dolara względem euro w reakcji na ogłoszenie przez D. Trumpa pakietu ceł. Silny spadek stawek FRA, odnotowany zarówno w USA, jak i w strefie euro, wskazuje, że inwestorzy w większym stopniu obawiają się w większym stopniu wyraźnego pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego niż trwałego i znaczącego zwiększenia inflacji. Jednocześnie odnotowany w ubiegłym tygodniu znaczący wzrost kursu EURUSD świadczy o tym, że inwestorzy oczekują silniejszego negatywnego wpływu wojny handlowej na wzrost gospodarczy w USA niż w strefie euro.

W tym tygodniu kluczowa dla inwestorów będzie reakcja innych krajów, w szczególności Unii Europejskiej oraz państw Azji, na szeroko zakrojone cła ogłoszone przez D. Trumpa w ubiegłym tygodniu. Duża niepewność w zakresie globalnej polityki handlowej będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynku walutowym. Ewentualna eskalacja sytuacji może doprowadzić do dalszego osłabienia dolara i złotego.

Spadek stawek IRS wraz ze wzrostem oczekiwań na obniżki stóp



Źródło: Refinitiv

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,28 (spadek o 66pb), 5-letnie do 4,12 (spadek o 57pb), a 10-letnie do 4,44 (spadek o 48pb). Początek ubiegłego tygodnia przyniósł spadek stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Spadek rentowności na rynkach bazowych wynikał z obaw inwestorów o perspektywę wzrostu gospodarczego na świecie w związku z istotnym zwiększeniem napięć w światowym handlu. W czwartek doszło do pogłębienia spadku stawek IRS, ze względu na gołębi wydźwięk konferencji prasowej prezesa NBP, który nasilił oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Polsce. Rynek obecnie wycenia obniżki o prawie 175pb do końca br.

W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów będzie reakcja innych krajów, w szczególności Unii Europejskiej oraz państw Azji, na szeroko zakrojone cła ogłoszone przez D. Trumpa w ubiegłym tygodniu. Duża niepewność w zakresie globalnej polityki handlowej będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynku długu. Ewentualna eskalacja sytuacji może doprowadzić do dalszego spadku stawek IRS i rentowności obligacji.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 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*	4,29	4,33	4,27	4,30	4,29	4,28	4,28	4,35	4,30	4,27	4,21	4,19	4,19	4,25
Kurs USDPLN*	3,97	4,06	3,94	4,02	3,96	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,06	4,04	3,87	3,85
Kurs CHFPLN*	4,40	4,41	4,36	4,47	4,50	4,56	4,54	4,64	4,60	4,54	4,46	4,46	4,38	4,52
Inflacja CPI (r/r, %)	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,9
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	3,7	3,6	3,4	3,4
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-5,7	7,8	-1,6	0,0	5,3	-1,3	-0,5	4,7	-1,3	0,3	-0,9	-1,9	4,9	4,9
Inflacja PPI (r/r, %)	-9,9	-8,5	-7,0	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,8	-2,7	-1,0	-1,3	-0,9	-0,9
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	6,0	4,3	5,4	4,7	5,0	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,7	6,1	0,6	1,2	1,2
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	12,0	11,3	11,4	11,0	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	9,2	7,9	7,9	7,9
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,3	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,3
Saldo ROB (mln EUR)	1239	658	-605	441	-649	-2494	-1133	1220	-33	-803	-168	-800	-800	-800
Eksport (r/r, %, EUR)	-8,7	8,1	-5,4	-6,7	5,3	-2,7	1,0	2,1	-3,1	-0,3	-0,7	-0,3	-0,3	-0,3
Import (r/r, %, EUR)	-7,2	5,6	0,9	1,4	9,8	5,5	5,7	6,6	-0,4	3,9	9,9	9,4	9,4	9,4

* 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	3,5	2,5	2,1	2,0	1,8	3,1	2,2	2,9	
Inwestycje (% r/r)	1,9	3,2	0,1	1,3	5,6	7,7	8,6	7,6	1,5	7,9	7,3	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	2,1	2,9	-0,7	0,5	4,6	5,7	4,3	7,1	1,2	5,3	5,5	
Import (ceny stałe, %, r/r)	2,3	5,7	1,9	3,3	4,9	5,3	4,3	3,9	3,3	4,5	4,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,7	2,6	0,2	1,8	1,5	1,2	1,2	0,9	1,8	1,3	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,5	0,0	0,3	0,7	1,2	1,4	1,8	0,3	1,3	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,3	-1,5	-1,3	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	0,4	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,4	-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	4,4	3,2	3,2	3,6	3,9	2,8	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,85	5,85	5,84	5,84	4,85	4,85	4,85	5,84	4,85	4,36	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	4,75	4,75	5,75	4,75	4,25	
EURPLN**	4,29	4,30	4,28	4,27	4,19	4,20	4,20	4,20	4,27	4,20	4,16	
USDPLN**	3,97	4,02	3,85	4,13	3,87	3,89	3,82	3,75	4,13	3,75	3,78	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 07.04.2025 r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Luty	2,0		-0,8
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Luty	16,0		17,0
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Kwiecień	-2,9		-10,0
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Luty	-0,3		0,4
Środa 09.04.2025 r.						
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Luty	0,3		0,3
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Luty	-1,3		
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Marzec			
Czwartek 10.04.2025 r.						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Marzec	-2,2		-2,3
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Marzec	-0,7		0,1
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Marzec	0,2	0,0	0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Marzec	0,2	0,3	0,3
Piątek 11.04.2025 r.						
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Luty	-168	-800	-414
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Kwiecień	57,0	54,0	54,7

* 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