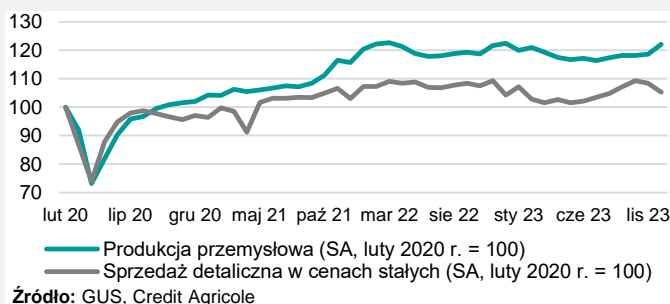


## W tym tygodniu

➤ **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na wtorek publikacja danych o styczniowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji zwiększyła się do 1,0% r/r wobec -3,9% w grudniu. Na wzrost dynamiki produkcji złożyły się korzystne efekty kalendarzowe oraz oddziałujące w przeciwnym kierunku pogorszenie koniunktury w przetwórstwie przemysłowym. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje się poniżej konsensusu (3,1%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

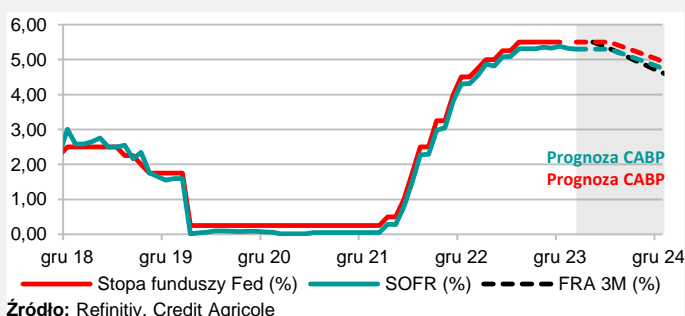
➤ **Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie czwartkowa publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Oczekujemy, że tempo wzrostu sprzedaży w cenach stałych zwiększyło się do 1,0% r/r w styczniu wobec -2,3% w grudniu. W kierunku wzrostu dynamiki sprzedaży oddziaływała poprawa nastrojów



konsumenckich. Nasza prognoza nominalnej dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się blisko konsensusu (1,4%), a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

➤ **W czwartek opublikowane zostaną wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w lutym do 48,5 pkt. wobec 47,9 pkt. w styczniu. Pomimo nieznacznej poprawy koniunktury, indeks ukształtuje się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności w strefie euro. Inwestorzy oczekują także lekkiego wzrostu indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (do 46,4 pkt. w lutym z 45,5 pkt. w styczniu). W piątek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Rynek oczekuje, że wartość indeksu zwiększyła się do 85,5 pkt. w lutym z 85,2 pkt. w styczniu. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro będzie neutralna dla rynków finansowych.

➤ **Na środę zaplanowana jest publikacja Minutes ze styczniowego posiedzenia FOMC.** Istotnym elementem Minutes będą informacje na temat różnic w oczekiwaniach poszczególnych członków Fed dotyczących kształtu polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach. Biorąc pod uwagę



publikację wyższych od oczekiwań danych o inflacji za styczeń (patrz poniżej) część opinii członków Fed wyrażonych w Minutes mogła się już zdezaktualizować. Należy jednocześnie przypomnieć, że w komunikacie po ostatnim posiedzeniu znalazł się zapis, zgodnie z którym członkowie FOMC nie oczekują aby obniżka stóp była odpowiednia tak długo jak nie nabiorą oni większego przekonania, że inflacja zbiega do celu inflacyjnego. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe o 25pb w III kw. i o 25pb w IV kw. br. Dostrzegamy jednak ryzyko wcześniejszego rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w USA. Uważamy, że publikacja Minutes będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.

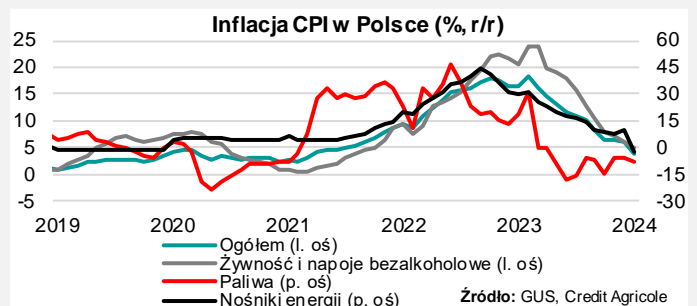
➤ **We wtorek opublikowane zostaną styczniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** GUS przeprowadzi coroczną rewizję

liczby pracowników zatrudnionych w mikroprzedsiębiorstwach (firmy zatrudniające poniżej 10 osób), co zaowocuje miesięcznym zwiększeniem liczby osób zatrudnionych w firmach zatrudniających co najmniej 10 osób. Uważamy, że skala rewizji będzie mniejsza niż w 2023 r., a w efekcie prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zmniejszyła się w styczniu do -0,4% r/r z -0,1% w grudniu ub. r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się naszym zdaniem do 10,5% r/r w styczniu wobec 9,6% w grudniu z uwagi na oddziaływanie efektów bazy. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

## W zeszłym tygodniu

**Inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w styczniu do 3,9% r/r wobec 6,2% w grudniu ub. r., kształtując się poniżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (4,1%).**

Dane o styczniowej inflacji są niepełne i mają charakter wstępny ze względu na coroczną rewizję wag w koszyku inflacji, co ogranicza



możliwości wnioskowania na podstawie danych. Pełne dane o wzroście cen w poszczególnych kategoriach w styczniu i lutym br., w tym zrewidowany wskaźnik inflacji w styczniu, zostaną opublikowane w marcu. W kierunku spadku inflacji oddziaływała niższa dynamika cen we wszystkich jej głównych kategoriach: „żywność i napoje bezalkoholowe” (4,9% r/r w styczniu wobec 6,0% w grudniu), „nośniki energii” (-2,1% wobec 9,8%), „paliwa” (-8,1% wobec -6,0%), a także obniżenie inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami zmniejszyła się w styczniu do 6,4% r/r wobec 6,9% w grudniu. Szacujemy, że miesięczna dynamika cen bazowych wyniosła w styczniu 0,5%, a tym samym pozostaje ona powyżej poziomów zgodnych ze swoim wzorcem sezonowym (ok. -0,1%). W naszej ocenie wskazuje to na utrzymującą się podwyższoną presję inflacyjną w polskiej gospodarce. Warto jednocześnie zauważyć, że relatywnie silny wzrost inflacji bazowej w ujęciu miesięcznym w styczniu wynikał w znacznym stopniu z corocznej aktualizacji cenników w wielu firmach. Z tego powodu uważamy, że w kolejnych miesiącach miesięczna dynamika cen bazowych obniży się, choć nadal pozostanie powyżej swojego wzorca sezonowego (por. MAKROpuls z 15.02.2024). Prognozujemy, że najbliższe miesiące przyniosą dalszy spadek inflacji, a ona sama w II kw. br. osiągnie swoje minimum lokalne na poziomie 2,3%. Od III kw. br. oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji, która osiągnie swoje maksimum lokalne w II kw. 2025 r. na poziomie 4,8% r/r, po czym spadnie do 3,5% w IV kw. 2025 r. Tym samym nasz scenariusz zakłada, że inflacja ogółem przejściowo ukształtuje się poniżej celu inflacyjnego (2,5% r/r) w okresie marzec-maj br. (por. MAKROmapa z 15.01.2024). W świetle ostatnich wypowiedzi prezesa NBP A. Głapińskiego dostrzegamy istotne ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym przejściowy spadek inflacji poniżej celu inflacyjnego skłoni RPP do dwóch obniżek stóp procentowych po 25pb (w marcu i lipcu br.).

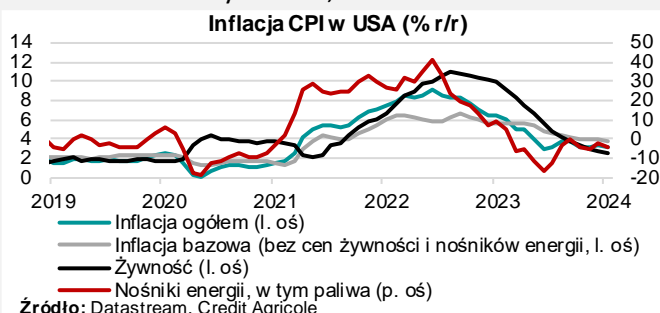
**Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących spadło w grudniu do -24 mln EUR wobec 1203 mln EUR w listopadzie, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-250 mln EUR) i poniżej naszej prognozy (332 mln EUR).** Tym samym Polska odnotowała deficyt na rachunku obrotów bieżących po raz pierwszy od kwietnia 2023 r. Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z niższych sald obrotów towarowych i dochodów wtórnych (odpowiednio o 782 mln EUR i 871 mln EUR niższe niż w listopadzie). W przeciwną stronę oddziaływały z kolei wyższe salda usług i dochodów wtórnych (odpowiednio o 328 mln EUR i 98 mln EUR wyższe niż w listopadzie). Jednocześnie w grudniu odnotowano spadek dynamiki eksportu (-6,0% r/r w grudniu wobec

-1,9% w listopadzie) i dynamiki importu (-11,3% wobec -7,8%). W kierunku obniżenia dynamiki obrotów w handlu zagranicznym w grudniu oddziaływały niekorzystne efekty kalendarzowe. Zgodnie z komunikatem NBP spadek eksportu miał szeroki zakres i został odnotowany we wszystkich jego głównych kategoriach. W przypadku towarów konsumpcyjnych NBP w swoim komunikacie zwrócił uwagę na pogłębiający się spadek sprzedaży zagranicznej artykułów gospodarstwa domowego, mebli i odbiorników telewizyjnych. W komunikacie podkreślone zostały również rozbieżne tendencje w eksporcie w branży motoryzacyjnej. Z jednej strony zwiększyła się sprzedaż samochodów dostawczych, ciągników drogowych i samochodów osobowych. Z drugiej strony doszło do spadku eksportu części motoryzacyjnych, które stanowią główną kategorię eksportową branży. W komunikacie zaznaczono również, że istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku wartości importu było obniżenie cen paliw. Jednocześnie zwrócono uwagę, że obserwowany spadek importu towarów zaopatrzeniowych i dóbr inwestycyjnych jest w dużej części konsekwencją obniżającego się popytu na towary produkowane w Polsce. Szacujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększyło się w IV kw. 2023 r. do 1,6% wobec 1,0% w III kw. 2023 r.

✓ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, dynamika PKB w Polsce zwiększyła się w IV kw. do 1,0% r/r wobec 0,5% w III kw., kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (1,1%) i zgodnie z naszą prognozą.** Wyrównana sezonowo kwartalna dynamika PKB zmniejszyła się w IV kw. do 0,0% wobec 1,1% w III kw. Warto zauważyć, że GUS dość istotnie zrewidował odsezonowane dane w poprzednich kwartałach. Wynika z nich, że w II kw. 2023 r. odnotowano nieznaczny spadek odsezonowanego PKB (o 0,1% kw/kw). Wcześniej dane wskazywały, że od I kw. 2023 r. obserwowany był nieprzerwany wzrost aktywności w polskiej gospodarce. Opublikowane przez GUS dane są wstępnym szacunkiem, a pełne dane o PKB uwzględniające informacje dotyczące jego struktury poznamy pod koniec miesiąca. Niemniej na podstawie opublikowanych wcześniej danych za cały 2023 r. szacujemy, że głównym źródłem przyspieszenia wzrostu gospodarczego pomiędzy III kw. a IV kw. były wyższe wkłady zapasów i inwestycji. Jednocześnie uważamy, że wkład spożycia prywatnego pozostał niski, co wynika z opóźniającego się ożywienia konsumpcji. Prognozujemy, że kolejne kwartały przyniosą dalsze, stopniowe zwiększenie dynamiki PKB (por. MAKROmapa z 05.02.2024). W konsekwencji oczekujemy, że w całym 2024 r. PKB w Polsce zwiększy się o 2,8% r/r wobec wzrostu 0,2% w 2023 r.

✓ **Zgodnie kolejnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się w IV kw. do 0,0% wobec -0,1% w III kw. (brak zmian względem pierwszego szacunku).** W ujęciu rocznym PKB w strefie euro zwiększył się o 0,1% r/r w IV kw. wobec 0,0% w III kw. Spośród głównych gospodarek zmniejszenie kwartalnej dynamiki PKB odnotowano w Niemczech (-0,3% kw/kw w IV kw. wobec 0,0% w III kw.). Natomiast jej wzrost nastąpił w Hiszpanii (0,6% w IV kw. wobec 0,4% w III kw.) i we Włoszech (0,2% wobec 0,1%), podczas gdy tempo wzrostu PKB we Francji nie zmieniło się (0,0% w III kw. i IV kw.). Dane mają charakter wstępny i nie zawierają informacji nt. struktury wzrostu gospodarczego. W świetle styczniowych wyników badań koniunktury (por. MAKROmapa z 29.01.2024) dostrzegamy znaczące ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym kwartalna dynamika PKB w strefie euro w I kw. wyniesie 0,2%.

✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA.** Inflacja CPI w styczniu obniżyła się do 3,1% r/r wobec 3,4% w grudniu, kształtując się powyżej konsensusu (2,9%) i naszej prognozy (3,0%). W kierunku obniżenia inflacji oddziaływały niższe dynamiki cen nośników energii i żywności, podczas gdy inflacja bazowa nie zmieniła się w styczniu w porównaniu do grudnia i wyniosła 3,9% (konsensus zakładał



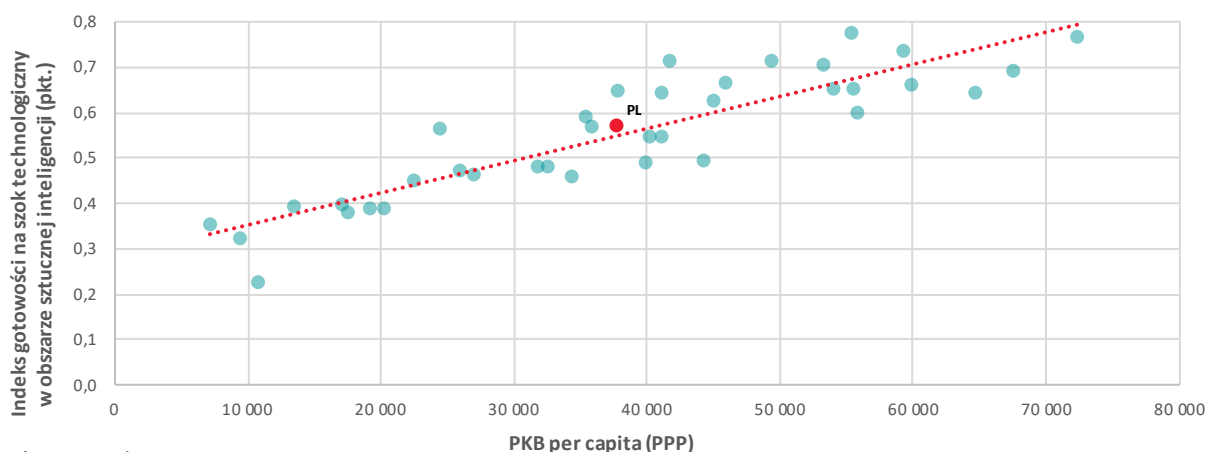
spadek inflacji bazowej do 3,7%). Czynnikiem hamującym obniżenie inflacji bazowej były rewizja wag w koszyku inflacyjnym, gdzie zwiększył się udział silnie drożejących w ubiegłym roku kategorii oraz utrzymująca się wysoka dynamika cen w kategoriach „mieszkanie” oraz „zdrowie”. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji przemysłowej, której miesięczna dynamika zmniejszyła się w styczniu do -0,1% wobec 0,0% w grudniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,3%). Do jej spadku przyczyniły się niższe dynamiki produkcji w przetwórstwie i budownictwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika produkcji w dostarczaniu mediów. Warto jednak zwrócić uwagę, że wzrost produkcji w tej ostatniej kategorii w znacznym stopniu wynikał z mroźniej zimy. Wykorzystanie mocy wytwórczych obniżyło się w styczniu do 78,5% wobec 78,7% w grudniu, osiągając tym samym najniższy poziom od września 2021 r. Wskazuje to naszym zdaniem na obniżającą się aktywność w amerykańskim przemyśle. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika spadła w styczniu do -0,8% m/m wobec 0,4% w grudniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (-0,1%). Bez uwzględnienia samochodów sprzedaż detaliczna obniżyła się w styczniu o 0,6% wobec wzrostu o 0,4% w grudniu. Spadek sprzedaży detalicznej miał szeroki zakres i został odnotowany w większości kategorii. Choć dane sygnalizują osłabienie popytu konsumpcyjnego to w naszej ocenie nie jest ono tak gwałtowne jak sugerowałyby styczniowe dane. Należy zauważyć, że istotny negatywny wpływ na sprzedaż w styczniu miały niekorzystne warunki pogodowe. Ponadto, raportowane dane dotyczą nominalnych cen, stąd widoczny jest w nich odnotowany w styczniu spadek cen dóbr bazowych (o 0,3 m/m). W najbliższych kwartałach oczekujemy dalszego, stopniowego osłabienia popytu konsumpcyjnego. W ubiegłym tygodniu ukazały się również dane nowych pozwoleń na budowę (1470 tys. w styczniu wobec 1493 tys. w grudniu) oraz rozpoczętych budowach domów (1331 tys. wobec 1562 tys.), które wskazały na lekki spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Na poprawę nastrojów w przetwórstwie dostarczyły regionalne wyniki badań koniunktury: indeks NY Empire State (-2,4 pkt. w lutym wobec -43,7 pkt. w styczniu) oraz Philadelphia Fed (5,2 pkt. wobec -10,6 pkt.). Z kolei wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zwiększył się w lutym do 79,6 pkt. wobec 79,0 pkt. w styczniu, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (80,0 pkt.). Tym samym osiągnął on najwyższą wartość od lipca 2021 r. Jego wzrost wynikał ze zwiększenia składowej dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny wpływ miało obniżenie składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku zwiększyła się w lutym do 3,0% r/r wobec 2,9% w styczniu, co wskazuje, że oczekiwania inflacyjne amerykańskich gospodarstw domowych pozostają na podwyższonym poziomie. Zgodnie z naszym scenariuszem, sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszy się w I kw. 2024 r. do 1,3% wobec 3,3% w IV kw. 2023 r.

## Kto skorzysta a kto straci na rozwoju sztucznej inteligencji?

**W MAKROmapie z 12.02.2024 zbudowaliśmy miarę zdolności krajów do odniesienia korzyści z wdrożenia sztucznej inteligencji. Przedmiotem poniższej analizy jest zestawienie tej miary z obecnym poziomem rozwoju gospodarczego w poszczególnych krajach i próba odpowiedzi na pytanie, kto może skorzystać, a kto stracić na szoku technologicznym w obszarze sztucznej inteligencji w horyzoncie najbliższej dekady.**

Dla przypomnienia, podstawą budowanych przez nas scenariuszy jest założenie, że zarówno rozwój sztucznej inteligencji jak i wdrażanie rozwiązań wykorzystujących sztuczną inteligencję w najbliższych latach będzie przebiegać stopniowo. Jest to spójne z obecnym konsensusem naukowym, zgodnie z którym w najbliższych 10 latach nie uda się stworzyć sztucznej inteligencji przewyższającej inteligencję człowieka (por. MAKROmapa z 29.01.2024).

W celu oceny stopnia, w jakim poszczególne państwa mogą skorzystać na rozwoju sztucznej inteligencji zestawiliśmy zbudowany przez nas indeks gotowości na szok technologiczny w obszarze sztucznej inteligencji z poziomem PKB per capita wg parytetu siły nabywczej w analizowanych krajach. Skonstruowany przez nas i opisany w ubiegłotygodniowej MAKROmapie indeks uwzględnia takie obszary jak infrastruktura cyfrowa, kapitał ludzki, demografia, integracja z globalnymi łańcuchami dostaw usług związanych z technologią informacyjną oraz otoczenie regulacyjne (por. MAKROmapa z 12.02.2024). Uzyskane wyniki są zgodne z intuicją i wynikami badań empirycznych: im wyższy poziom rozwoju gospodarczego, tym większa gotowość kraju na szok technologiczny w obszarze sztucznej inteligencji.



Źródło: Bank Światowy, Credit Agricole

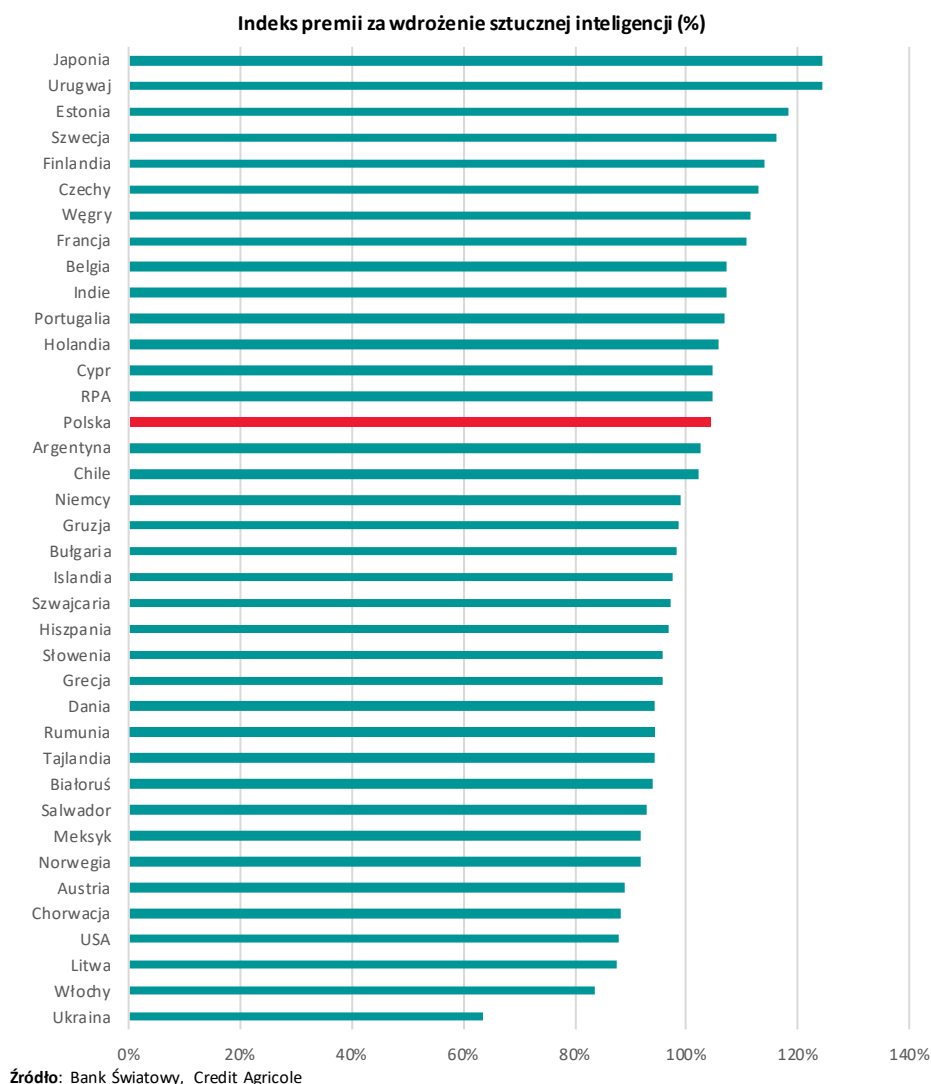
Z analizy wyłączone zostały takie kraje jak Luksemburg, Irlandia, Singapur i Katar ze względu na sztucznie zawężone PKB per capita

Warto jednocześnie zwrócić uwagę na odchylenie się części krajów od wyznaczonej linii trendu, co można interpretować w następujący sposób. Kraje znajdujące się powyżej linii trendu są lepiej przygotowane na szok technologiczny w obszarze sztucznej inteligencji, niż wynikałoby to z ich poziomu rozwoju gospodarczego. Oznacza to, że wdrożenie sztucznej inteligencji jest w stanie przyspieszyć ich konwergencję do krajów o wyższym poziomie zamożności (w przypadku krajów doganiających) lub zwiększyć przewagę nad krajami doganiającymi (w przypadku krajów zamożnych). Z kolei kraje znajdujące się poniżej linii trendu charakteryzują się niższym poziomem gotowości na szok technologiczny w obszarze sztucznej inteligencji niż wynikałoby to z ich poziomu zamożności. Oznacza to, że rozwój sztucznej inteligencji może spowolnić ich proces konwergencji (w przypadku krajów doganiających) lub doprowadzić do zmniejszenia przewagi nad gospodarkami doganiającymi (w przypadku krajów zamożnych).

Aby odpowiedzieć na pytanie, które z analizowanych gospodarek są w stanie najwięcej zyskać lub stracić na szoku technologicznym w obszarze sztucznej inteligencji obliczyliśmy hipotetyczne wartości indeksu gotowości na podstawie bieżącego poziomu PKB per capita w tych krajach. Następnie obliczyliśmy iloraz rzeczywistych i hipotetycznych wartości wskaźnika przemnażając przez 100%, konstruując w ten sposób indeks premii za wdrożenie sztucznej inteligencji. Interpretacja indeksu jest następująca: jeśli wartość indeksu wynosi 110% oznacza to, że potencjał kraju do skorzystania z szoku technologicznego w obszarze sztucznej inteligencji jest o 10% wyższy niż wynikałoby to z jego poziomu zamożności.

Uzyskane wyniki wskazują, że Polska ma szansę skorzystać z rozwoju sztucznej inteligencji w nieznacznie większym stopniu niż wynikałoby to naszego poziomu rozwoju gospodarczego. Wśród krajów, które mogą w przyspieszyć swój proces konwergencji wskutek rozwoju sztucznej inteligencji są również inne kraje Europy Środkowo-Wschodniej takie jak Węgry czy Czechy. Uważamy, że wysokie miejsce tych krajów wynika z obserwowanych w nich relatywnie wysokich dysproporcji pomiędzy kapitałem ludzkim a poziomem zamożności. Na uwagę zasługują jednocześnie dość niskie miejsca takich krajów jak USA,

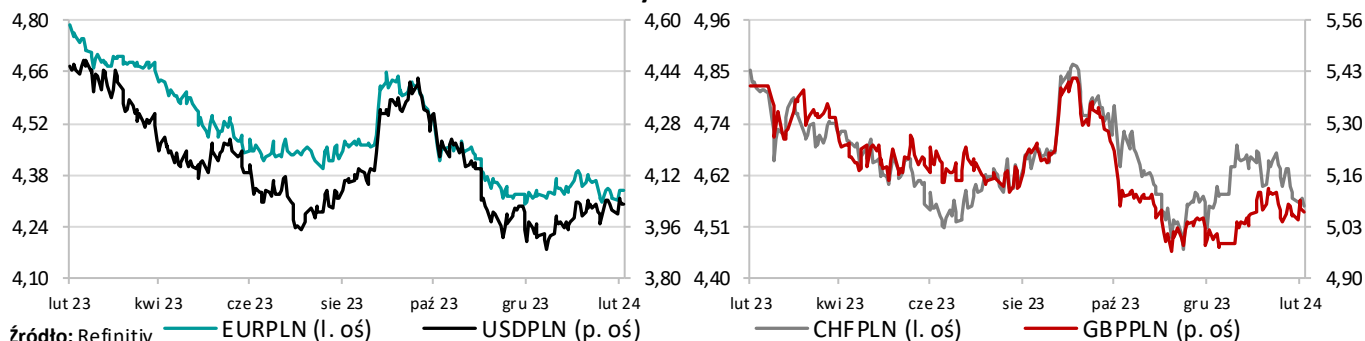
Szwajcaria czy Niemcy. Jest to związane z tym, że przewagi wspomnianych wyżej krajów w obszarach istotnych z punktu skutecznego wdrożenia rozwiązań opartych na sztucznej inteligencji (np. takich jak kapitał ludzki, czy infrastruktura cyfrowa) nad pozostałymi krajami próbie są na ogół mniejsze niż wynikałoby to z ich poziomu zamożności. Jednocześnie w większości przypadków słabością wspomnianych gospodarek jest niekorzystna struktura demograficzna, tj. wysoki udział starszych pracowników w strukturze zasobu siły roboczej, którzy zgodnie z literaturą mają mniejsze możliwości dostosowania się i skorzystania na szoku technologicznym w obszarze sztucznej inteligencji (por. MAKROMapa z 12.02.2024).



Wyniki naszej analizy są spójne z badaniami sugerującymi, że kraje o wyższym poziomie rozwoju gospodarczego będą w stanie na ogół w większym stopniu skorzystać z szoku technologicznego w obszarze sztucznej inteligencji niż kraje o niższym poziomie zamożności. Będzie to prowadziło do dywergencji i pogłębiania się dysproporcji rozwojowych pomiędzy krajami „bogatej Północy” i „biednego Południa”, co jest spójne m.in. z wynikami badań IMF (2024). Jednocześnie z uwagi na indywidualne cechy poszczególnych gospodarek, kraje o podobnych poziomach zamożności mogą w różnym stopniu skorzystać z szoku technologicznego w obszarze sztucznej inteligencji. Uzyskane przez nas wyniki sugerują, że dzięki rozwojowi sztucznej inteligencji, Polska ma szansę nieznacznie przyspieszyć swój proces konwergencji do zamożniejszych krajów UE.

## Krajowe dane o produkcji przemysłowej mogą osłabić złotego

Kursy walutowe



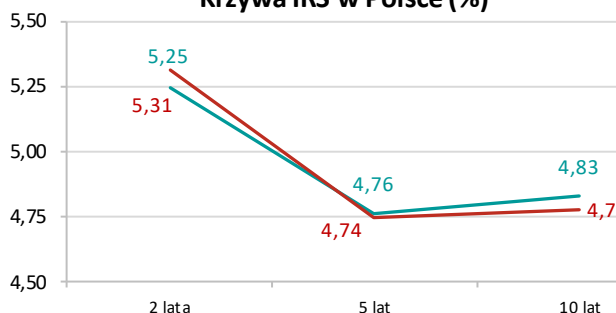
Źródło: Refinitiv

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3373 (osłabienie złotego o 0,4%). W poniedziałek miało miejsce lekkie umocnienie złotego, co było kontynuacją tendencji obserwowanych dwa tygodnie temu (por. MAKROMapa z 12.02.2024). We wtorek doszło do odwrócenia trendu i wzrostu kursu EURPLN w ślad za umocnieniem dolara względem euro. Przyczyniła się do tego publikacja wyższych od oczekiwań danych o inflacji w USA. Publikacja krajowych niższych od konsensusu danych o inflacji nie miała istotnego wpływu na rynek.

W tym tygodniu istotna dla złotego będzie zaplanowana na wtorek publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej. W przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu prognozy dane mogą być lekko negatywne dla złotego. W kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego może oddziaływać natomiast zaplanowana na środę publikacja *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC. Uważamy, że przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

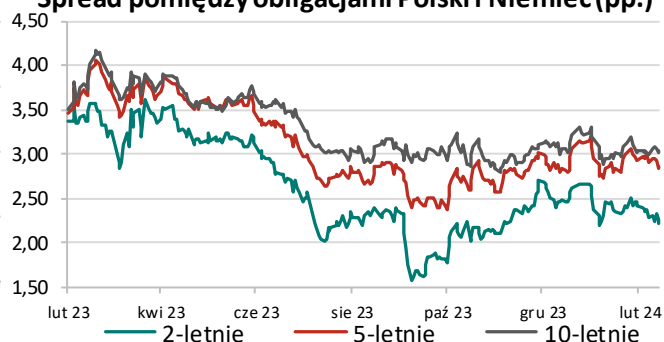
## Publikacja *Minutes* FOMC może zwiększyć zmienność stawek IRS

Krzywa IRS w Polsce (%)



Źródło: Refinitiv

Spread pomiędzy obligacjami Polski i Niemiec (pp.)



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,25 (spadek o 6pb), 5-letnie zwiększyły się do 4,76 (wzrost o 2pb), a 10-letnie do 4,83 (wzrost o 5pb). W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. Większość spadku zrealizowała się w środę i w czwartek rano, kiedy to doszło do nasilenia oczekiwań na obniżki stóp procentowych przez główne banki centralne. W drugiej połowie dnia w czwartek i w piątek doszło do korekty i wzrostu stawek IRS. Publikacja krajowych niższych od oczekiwań danych o inflacji nie miała istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu kluczowa dla stawek IRS będzie przewidziana na wtorek publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej. Naszym zdaniem może ona przyczynić się do spadku stawek IRS. W kierunku

podwyższonej zmienności na rynku może oddziaływać natomiast zaplanowana na środę publikacja *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC. Naszym zdaniem przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla stawek IRS.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

| Wskaźnik                     | sty 23 | lut 23 | mar 23 | kwi 23 | maj 23 | cze 23 | lip 23 | sie 23 | wrz 23 | paź 23 | lis 23 | gru 23 | sty 24      | lut 24      |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|-------------|
| Stopa referencyjna NBP* (%)  | 6,75   | 6,75   | 6,75   | 6,75   | 6,75   | 6,75   | 6,75   | 6,75   | 6,00   | 5,75   | 5,75   | 5,75   | 5,75        | 5,75        |
| Kurs EURPLN*                 | 4,71   | 4,70   | 4,68   | 4,59   | 4,53   | 4,43   | 4,40   | 4,47   | 4,63   | 4,45   | 4,35   | 4,33   | 4,32        | <b>4,35</b> |
| Kurs USDPLN*                 | 4,33   | 4,45   | 4,31   | 4,16   | 4,23   | 4,06   | 4,00   | 4,12   | 4,37   | 4,21   | 4,00   | 3,93   | 4,00        | <b>4,04</b> |
| Kurs CHFPLN*                 | 4,70   | 4,72   | 4,71   | 4,66   | 4,64   | 4,52   | 4,59   | 4,66   | 4,78   | 4,62   | 4,56   | 4,64   | 4,64        | <b>4,58</b> |
| Inflacja CPI (r/r, %)        | 16,6   | 18,4   | 16,1   | 14,7   | 13,0   | 11,5   | 10,8   | 10,1   | 8,2    | 6,6    | 6,6    | 6,2    | 3,9         |             |
| Inflacja bazowa (r/r, %)     | 11,7   | 12,0   | 12,3   | 12,2   | 11,5   | 11,1   | 10,6   | 10,0   | 8,4    | 8,0    | 7,3    | 6,9    | <b>6,4</b>  |             |
| Produkcja przemysłu (r/r, %) | 1,8    | -1,0   | -3,1   | -6,0   | -2,8   | -1,1   | -2,3   | -1,9   | -3,3   | 1,9    | -0,3   | -3,9   | <b>1,0</b>  |             |
| Inflacja PPI (r/r, %)        | 20,1   | 18,2   | 10,3   | 6,2    | 2,8    | 0,3    | -2,1   | -2,9   | -2,7   | -4,2   | -5,1   | -6,4   | <b>-8,3</b> |             |
| Sprzedaż detaliczna (r/r, %) | 15,1   | 10,8   | 4,8    | 3,4    | 1,8    | 2,1    | 2,1    | 3,1    | 3,6    | 4,8    | 2,6    | 0,5    | <b>3,6</b>  |             |
| Wynagrodzenie w SP (r/r, %)  | 13,5   | 13,6   | 12,6   | 12,1   | 12,2   | 11,9   | 10,4   | 11,9   | 10,3   | 12,8   | 11,8   | 9,6    | <b>10,5</b> |             |
| Zatrudnienie w SP (r/r, %)   | 1,1    | 0,8    | 0,5    | 0,4    | 0,4    | 0,2    | 0,1    | 0,0    | 0,0    | -0,1   | -0,2   | -0,1   | <b>-0,4</b> |             |
| Stopa bezrobocia rej.* (%)   | 5,5    | 5,6    | 5,4    | 5,3    | 5,1    | 5,1    | 5,0    | 5,0    | 5,0    | 5,0    | 5,0    | 5,1    | <b>5,4</b>  |             |
| Saldo ROB (mln EUR)          | 2246   | 1467   | 1372   | -230   | 589    | 1272   | 157    | 556    | 1176   | 2119   | 1203   | -24    |             |             |
| Eksport (r/r, % EUR)         | 19,2   | 14,8   | 16,1   | 1,8    | 4,3    | 4,0    | 0,0    | -2,3   | -4,2   | 2,3    | -1,9   | -6,0   |             |             |
| Import (r/r, % EUR)          | 10,4   | -1,6   | 3,3    | -9,6   | -5,0   | -5,8   | -7,4   | -11,9  | -14,7  | -7,7   | -7,8   | -11,3  |             |             |

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

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

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały



**Kalendarz**

| KRAJ                          |               | WSKAŹNIK  | OKRES          | POPZEDNIA<br>WARTOŚĆ | PROGNOZA*   |             |
|-------------------------------|---------------|---|----------------|----------------------|-------------|-------------|
|                               |               |   |                | CA                   | RYNEK**     |             |
| <b>Wtorek 20.02.2024 r.</b>   |               |   |                |                      |             |             |
| 10:00                         | Strefa euro   | Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)           | Grudzień       | 24,6                 |             |             |
| <b>10:00</b>                  | <b>Polska</b> | <b>Inflacja PPI (% r/r)</b>                           | <b>Styczeń</b> | <b>-6,4</b>          | <b>-8,3</b> | <b>-8,3</b> |
| <b>10:00</b>                  | <b>Polska</b> | <b>Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)</b>       | <b>Styczeń</b> | <b>9,6</b>           | <b>10,5</b> | <b>11,0</b> |
| <b>10:00</b>                  | <b>Polska</b> | <b>Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)</b>        | <b>Styczeń</b> | <b>-0,1</b>          | <b>-0,4</b> | <b>-0,2</b> |
| <b>10:00</b>                  | <b>Polska</b> | <b>Produkcja przemysłowa (% r/r)</b>                  | <b>Styczeń</b> | <b>-3,9</b>          | <b>1,0</b>  | <b>3,1</b>  |
| <b>Środa 21.02.2024 r.</b>    |               |   |                |                      |             |             |
| 16:00                         | Strefa euro   | Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)                 | Luty           | -16,1                |             | -15,6       |
| 20:00                         | USA           | Minutes z posiedzenia FOMC                            | Styczeń        |                      |             |             |
| <b>Czwartek 22.02.2024 r.</b> |               |   |                |                      |             |             |
| 9:30                          | Niemcy        | Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)                    | Luty           | 45,5                 |             | 46,1        |
| <b>10:00</b>                  | <b>Polska</b> | <b>Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)</b> | <b>Styczeń</b> | <b>0,5</b>           | <b>3,6</b>  | <b>3,5</b>  |
| <b>10:00</b>                  | <b>Polska</b> | <b>Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)</b>   | <b>Styczeń</b> | <b>-2,3</b>          | <b>1,0</b>  | <b>1,4</b>  |
| 10:00                         | Strefa euro   | Wstępny PMI w usługach (pkt.)                         | Luty           | 48,4                 |             | 48,7        |
| 10:00                         | Strefa euro   | Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)                    | Luty           | 46,6                 |             | 47,1        |
| 10:00                         | Strefa euro   | Wstępny indeks Composite PMI                          | Luty           | 47,9                 |             | 48,5        |
| 11:00                         | Strefa euro   | Inflacja HICP (% r/r)                                 | Styczeń        | 2,9                  | 2,8         | 2,8         |
| <b>14:00</b>                  | <b>Polska</b> | <b>Podaż pieniądza M3 (% r/r)</b>                     | <b>Styczeń</b> | <b>8,5</b>           | <b>7,9</b>  | <b>7,9</b>  |
| 15:45                         | USA           | Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)            | Luty           | 50,7                 |             | 50,2        |
| 16:00                         | USA           | Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)             | Styczeń        | 3,78                 | 3,93        | 3,95        |
| <b>Piątek 23.02.2024 r.</b>   |               |   |                |                      |             |             |
| 8:00                          | Niemcy        | Finalny PKB (% kw/kw)                                 | IV kw.         | 0,0                  | -0,3        | -0,3        |
| <b>10:00</b>                  | <b>Polska</b> | <b>Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)</b>            | <b>Styczeń</b> | <b>5,1</b>           | <b>5,4</b>  | <b>5,4</b>  |
| 10:00                         | Niemcy        | Indeks Ifo (pkt.)                                     | Luty           | 85,2                 |             | 85,5        |

\* 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