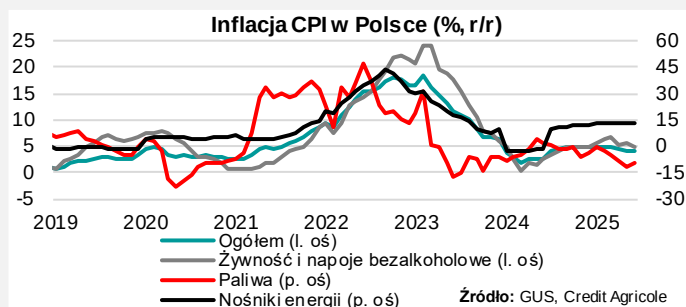


W tym tygodniu

Dalszy rozwój wydarzeń w kontekście zmian w polityce celnej USA znajdzie się naszym zdaniem w centrum uwagi rynków w tym tygodniu. W ubiegłym tygodniu doszło do istotnego zaostrzenia retoryki handlowej ze strony administracji D. Trumpa, obejmującego zarówno kluczowych partnerów gospodarczych USA, jak i mniej znaczących uczestników światowego handlu. Zaskakująca była zapowiedź objęcia wybranych towarów z Kanady 35% stawką celną od 1 sierpnia (wobec dotychczasowej 25% stawki). Równocześnie D. Trump zapowiedział możliwość podniesienia „bazowej” stawki celnej wobec większości pozostałych partnerów handlowych z 10% do poziomu 15-20%, a także kontynuował politykę selektywnych podwyżek stawek celnych, ogłaszając 50% cła na miedź oraz grożąc nałożeniem nawet 200-procentowych ceł na wyroby farmaceutyczne. Choć te zapowiedzi nie spotkały się z istotną reakcją rynków finansowych, nie oznacza to, że w tym tygodniu stabilizacja będzie kontynuowana. Niska wrażliwość inwestorów na kolejne zapowiedzi celne nie eliminuje ryzyka eskalacji – wręcz przeciwnie, może paradoksalnie sprzyjać dalszemu zaostrzeniu stanowiska D. Trumpa, skoro koszty polityki celnej nie są natychmiast odzwierciedlane w wycenach aktywów. Przypadek Brazylii, na którą nałożono 50% cło w odpowiedzi na kwestie polityczne (a nie gospodarcze), pokazuje, że czynniki pozarynkowe coraz częściej determinują decyzje w polityce handlowej USA. W zeszły piątek D. Trump wystosował list do przewodniczącej Komisji Europejskiej U. von der Leyen, w którym zapowiedział wprowadzenie 30% stawki celnej na towary importowane przez USA z UE. Ma ona obowiązywać od 1 sierpnia br. W odpowiedzi na list D. Trumpa Komisja Europejska wyraziła gotowość do negocjacji, przy czym nie wykluczyła podjęcia proporcjonalnych środków zaradczych. Wysokość ceł stanowi zaskoczenie w świetle zapowiedzi z tzw. *Liberation Day*, kiedy to informowano, że mają one wynieść 20%. Istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że administracja D. Trumpa traktuje zaostrzenie swojej retoryki jako działanie taktyczne zmierzające do przyspieszenia negocjacji, których wynik charakteryzuje się nadal dużą niepewnością. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, może się okazać, że pomimo ograniczonej reakcji rynków w ubiegłym tygodniu, ten tydzień i kolejne mogą przynieść wyraźny wzrost zmienności na rynkach finansowych. Ewentualne wdrożenie zapowiedzianych stawek celnych wobec UE, Azji i Kanady będzie oddziaływało w kierunku wzrostu awersji do ryzyka i osłabienia złotego.

We wtorek opublikowane zostaną finalne dane o czerwcowej inflacji w Polsce. Oczekujemy, że inflacja ukształtowała się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS i wyniosła 4,1% r/r w czerwcu wobec 4,0% w maju. Zgodnie ze wstępnymi danymi, w kierunku wzrostu inflacji oddziaływała przede wszystkim wyższa dynamika cen w kategorii „paliwa”, a także wzrost inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami wyniosła w czerwcu 3,5% r/r wobec 3,3% w maju. Przeciwny wpływ miały niższe dynamiki cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe” oraz „nośniki energii”. Dane o finalnej inflacji będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

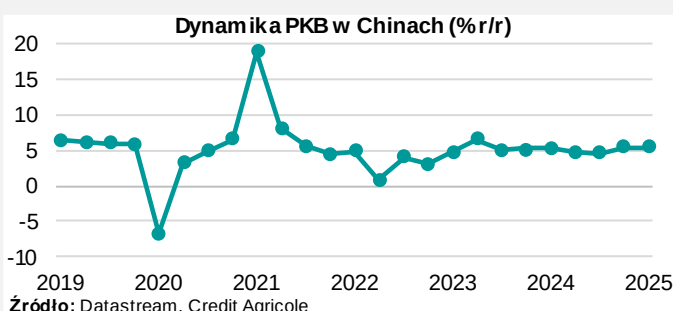


W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA. Prognozujemy, że inflacja CPI ogółem wzrosła do 2,7% r/r w czerwcu wobec 2,4% w maju, podczas gdy inflacja bazowa zwiększyła się do 3,0% w czerwcu wobec 2,8% w maju. Nasza prognoza charakteryzuje się wyższym niż zazwyczaj poziomem niepewności, z uwagi na niestabilność poziomu ceł oraz trudności w oszacowaniu

transmisji cen na ceny detaliczne. Pomimo tej niepewności, uważamy, że czerwcowy publikacja będzie kontynuować zapoczątkowany w maju trend wzrostowy inflacji, który utrzyma się do końca 2025 r. Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w czerwcu o 0,2% m/m wobec spadku o 0,9% w maju. Wzrost dynamiki sprzedaży będzie związany z ustąpieniem efektu wygaśnięcia zwiększonego popytu związanego z oczekiwanym wzrostem cen artykułów importowanych. Czynnikiem ten podbijał sprzedaż detaliczną w marcu i kwietniu obniżył ją w maju. Uważamy, że produkcja przemysłowa wzrosła o 0,2% m/m w czerwcu wobec spadku o 0,2% w maju, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury (indeks ISM w czerwcu ukształtował się czwarty miesiąc z rzędu poniżej granicy 50 pkt.), sygnalizującymi ograniczony potencjał do wzrostu aktywności w tym sektorze. Zgodnie z naszą prognozą, dane dotyczące nowych pozwoleń na budowę (1385 tys. w czerwcu wobec 1393 tys. w maju) oraz liczby rozpoczętych budów (1310 tys. wobec 1256 tys.) wskażą łącznie na utrzymującą się osłabioną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan (62,0 pkt. w lipcu wobec 60,7 pkt. w czerwcu) wskaże na dalszą poprawę nastrojów konsumenckich, związaną z uchwaleniem ustawy „Big Beautiful Bill”, która obniżyła niektóre obciążenia podatkowe. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w maju. Oczekujemy zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących do -998 mln EUR wobec -374 mln EUR w kwietniu. Prognozujemy, że dynamika eksportu wzrosła z -2,4% r/r w kwietniu do 0,9% w maju, a tempo wzrostu importu zmniejszyło się z 3,5% r/r w kwietniu do 2,4% w maju. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

Dzisiaj rano opublikowane zostały dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach. Saldo bilansu handlowego wzrosło w czerwcu do 114,8 mld USD wobec 103,2 mld USD w maju, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (109,0 mld USD). Dynamika importu zwiększyła się w czerwcu do 1,1% r/r wobec -3,4% w maju, kształtując się lekko poniżej konsensusu rynkowego (1,3%), podczas gdy dynamika eksportu wzrosła do 5,8% r/r w czerwcu wobec 4,8% w maju, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (5,0%). W danych na szczególną uwagę zasługuje wzrost chińskiego eksportu metali ziem rzadkich o 32% m/m, który może sugerować, że wstępne porozumienie handlowe osiągnięte w maju pomiędzy USA a Chinami zaczęło przynosić skutki. Należy jednak podkreślić, że nadal nie zostało podpisane ostateczne porozumienie i wysokość cen we wzajemnym handlu pomiędzy tymi krajami w kolejnych miesiącach jest obciążona wysoką niepewnością. W efekcie część firm mogła chcieć wykorzystać poprawę warunków handlu do uzupełnienia zapasów, co sprzyjało zwiększonemu chińskiemu eksportowi w czerwcu. Jednocześnie w czerwcu obserwowana była dalsza reorientacja chińskiego eksportu, gdzie w warunkach trudności na rynku amerykańskim chińscy eksporterzy zwiększali sprzedaż do UE, Azji Środkowej i Południowo-Wschodniej oraz Afryki. Jest to spójne z naszym scenariuszem zakładającym rosnącą konkurencję ze strony importu z Chin na rynku unijnym (por. MAKROmapa z 19.05.2025). Jutro poznamy kolejne istotne dane z Chin. Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej nie zmieniła się w czerwcu w porównaniu do maja i wyniosła 5,8% r/r. Oczekujemy, że wzrost inwestycji w aglomeracjach miejskich spowolnił nieznacznie w czerwcu do 3,6% r/r wobec 3,7% w maju. Tempo wzrostu sprzedaży detalicznej zmniejszyło się naszym zdaniem do 5,0% r/r w czerwcu wobec 6,4% w maju. Prognozujemy, że tempo wzrostu PKB Chin nieznacznie obniżyło się do 5,2% r/r w II kw. 2025 r. wobec 5,4% w I kw. (0,9% kw/kw



wobec 1,2% w I kw.). Oczekujemy, że osłabienie koniunktury stanie się bardziej widoczne w II poł. roku, kiedy wygaśnie efekt zwiększonych w oczekiwaniu na wprowadzenie ceł zamówień, i zmaleje oddziaływanie rządowych programów stymulujących popyt. Stąd dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w Chinach obniży się w 2025 r. do 4,6% wobec 5,0% w 2024 r.

W zeszłym tygodniu

W ubiegłym tygodniu opublikowano *Minutes* z czerwcowego posiedzenia FOMC. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, zapis dyskusji ujawnił wyraźny podział pomiędzy członkami FOMC dotyczący oczekiwanego przez nich poziomu stóp procentowych. „Paru” członków jest skłonnych obniżyć stopy procentowe już na lipcowym posiedzeniu, o ile napływające dane z amerykańskiej gospodarki będą zgodne z ich oczekiwaniami. Z kolei „niektórzy” członkowie opowiadają się za utrzymaniem stóp procentowych na obecnym poziomie do końca br. Jednocześnie mimo, że uwzględniając wyniki czerwcowej projekcji większość członków FOMC oczekuje, że stopy procentowe zostaną jeszcze obniżone w 2025 r., to w dużej części nie wydają się oni spieszyć. Swoją postawę argumentują tym, że Fed znajduje się w komfortowej sytuacji, w której może wstrzymać się z decyzjami do momentu, kiedy będzie miał większą jasność co do perspektyw kształtowania się aktywności gospodarczej i inflacji. Większość z nich uważa, że wpływ ceł na inflację zrealizuje się dopiero po pewnym czasie ze względu na opóźnienia wynikające z zapasów towarów, które zostały zaimportowane po wcześniejszych stawkach celnych. Ich zdaniem jest to argument za bardziej cierpliwym podejściem w polityce pieniężnej. Z tego powodu uważamy, że z decyzją o kolejnej obniżce stóp procentowych o 25pb Fed wstrzyma się przynajmniej do wrześniowego posiedzenia, kiedy możliwa będzie pierwsza wstępna ocena wpływu ceł na inflację.

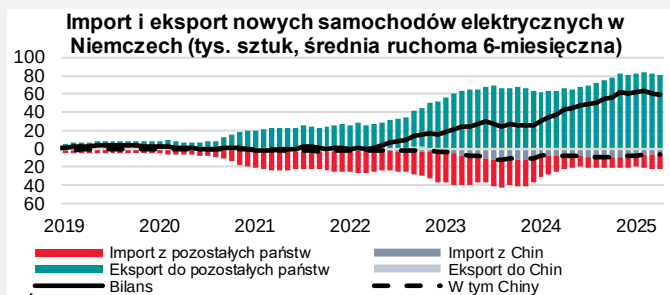
W ubiegłym tygodniu administracja D. Trumpa kontynuowała wysyłkę listów w sprawie wysokości ceł. Na ogół listy zawierały stawki zbliżone lub nieco niższe od tych ogłoszonych w tzw. *Liberation Day* (por. MAKROmapa z 7.04.2025). Listy zawierały również informację, zgodnie z którą cła nie wejdą w życie przed 1 sierpnia, co oznacza faktyczne przedłużenie pierwotnego terminu (wyznaczonego początkowo na 9 lipca). Co więcej, nawet kraje, które nie otrzymały listów, również będą objęte nowym terminem. W naszej ocenie świadczy to o tym, że administracja D. Trumpa nadal pozostaje otwarta na negocjacje.

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z niemieckiej gospodarki. Produkcja przemysłowa zwiększyła się w maju o 1,2% m/m wobec spadku o 1,6% w kwietniu (rewizja w dół z -1,4%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-0,1%). Wzrost produkcji przemysłowej wynikał z wyższej produkcji w przetwórstwie oraz energetyce, podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika produkcji w budownictwie. Głębsza analiza danych wskazuje na zmiany strukturalne zachodzące w niemieckim przemyśle. Na znaczeniu tracą branże energochłonne (obejmujące m.in. przemysł

chemiczny, petrochemiczny i metalurgiczny), w których produkcja zmniejszyła się w maju o 1,9% m/m i ukształtowała się na najniższym poziomie od grudnia 2023 r. Jednocześnie pozostaje ona na poziomie ok. 18% niższym niż przed wybuchem wojny w Ukrainie. Dane wskazują zatem, że branże te nie są w stanie konkurować na rynku w warunkach wysokich cen nośników energii, w szczególności gazu. Jednocześnie można zaobserwować coraz silniejsze ożywienie produkcji w branży motoryzacyjnej, gdzie produkcja zwiększyła się w maju o 4,9% m/m, a w ujęciu rocznym wzrosła o 13,5%. Jednocześnie osiągnęła ona najwyższy poziom od kwietnia 2024 r. Na szczególną uwagę zasługuje tutaj segment samochodów elektrycznych, gdzie Niemcy odnotowują coraz lepsze wyniki sprzedaży i podejmują rywalizację z Chinami. Wskazuje na to systematycznie zmniejszająca się w ostatnich miesiącach różnica pomiędzy liczbą samochodów elektrycznych importowanych z Chin do Niemiec oraz liczbą samochodów elektrycznych eksportowanych przez Niemcy do Chin (osiągnęła ona szczyt w 2023 r.). W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane o niemieckim handlu zagranicznym, którego saldo zwiększyło się w maju do 18,4 mld EUR wobec 15,8 mld EUR w kwietniu, kształtując się istotnie powyżej oczekiwań rynku (15,5 mld EUR). Jednocześnie odnotowano zmniejszenie eksportu (-1,4% m/m w maju wobec -1,6% w kwietniu) oraz importu (-3,8% wobec +2,2%), których dynamiki ukształtowały się poniżej oczekiwań rynku (odpowiednio -0,2% i -0,9%). Czynnikiem ograniczającym niemiecki eksport są wprowadzone przez administrację D. Trumpa w kwietniu br. cła. W najbliższych 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 niemiecką gospodarkę (por. MAKROmapa z 31.03.2025).



Źródło: Datastream, Credit Agricole



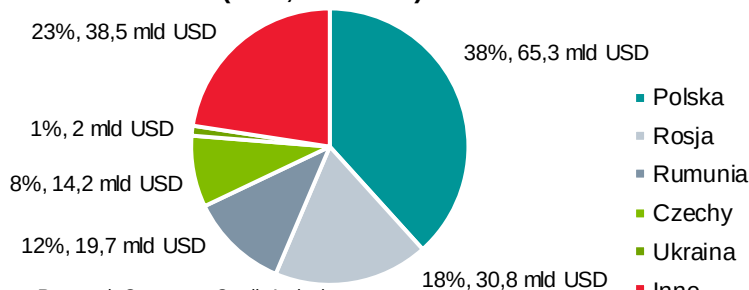
Źródło: Destatis, Credit Agricole

Poprawiają się perspektywy aktywności w transporcie drogowym

Znaczenie branży drogowego transportu towarów dla sprawnego funkcjonowania gospodarki oraz integracji Polski z jednolitym rynkiem europejskim uzasadnia potrzebę jego systematycznej analizy. W ostatnich kwartałach branża znalazła się pod presją licznych wyzwań, obejmujących zarówno czynniki krajowe, jak i zewnętrzne. Do istotnych barier należą m.in. rosnące koszty operacyjne, zaostreżenie regulacji unijnych oraz przywrócenie kontroli na granicach wewnętrznych UE, w tym na kluczowym kierunku polsko-niemieckim. Poniżej przedstawiamy ocenę sytuacji w transporcie drogowym towarów

w Polsce oraz prognozę rozwoju tej branży na lata 2025-2026. Analiza koncentruje się wyłącznie na transporcie ładunków, z wyłączeniem przewozów pasażerskich.

Rynek transportu ciężarowego w Europie Środkowo-Wschodniej (2024, mld USD)

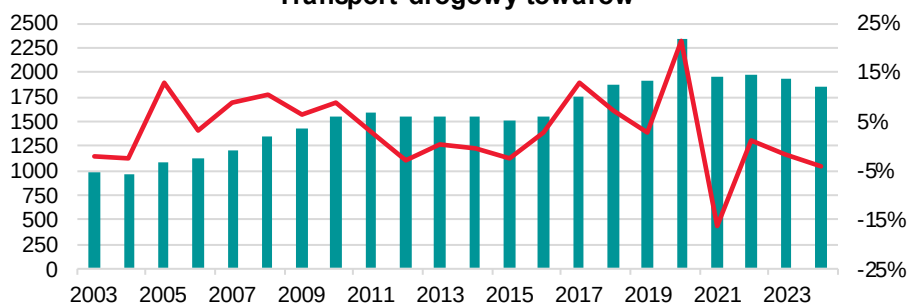


Źródło: Business Research Company, Credit Agricole

przedsiębiorstwa realizujące przewozy towarów ciężarówkami na rzecz klientów krajowych i zagranicznych, niezależnie od narodowości przewoźnika. Pozycja lidera, jaką Polska zajmuje w regionie, jest wynikiem szeregu czynników strukturalnych, w tym korzystnego położenia geograficznego, relatywnie niskich kosztów pracy, rozbudowanej sieci drogowej oraz dużej liczby podmiotów prowadzących działalność w segmencie przewozów towarowych. Rolę Polski jako centrum logistycznego w regionie umacnia także rosnące znaczenie branży e-commerce oraz rozwój infrastruktury magazynowej i intermodalnej (np. portów).

Na tle pozostałych krajów regionu Polska wyróżnia się silną pozycją w transporcie drogowym towarów. Według danych za 2024 r., wartość rynku przewozów ciężarowych świadczonych na terytorium Polski wyniosła 65,3 mld USD, co odpowiadało 38% udziałowi w rynku Europy Środkowo-Wschodniej. Oznacza to przychody wygenerowane przez

Transport drogowy towarów

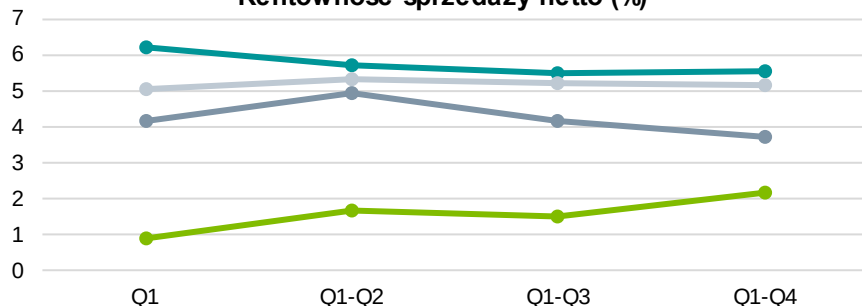


Źródło: GUS, Credit Agricole

pojazdami ciężarowymi, jak i lekkimi samochodami dostawczymi w kraju i zagranicą, w 2023 r. polskie firmy transportowe przewiozły 1,94 mld ton ładunków, co oznacza spadek o 1,7% względem 2022 r. W 2024 r. ta niekorzystna tendencja utrzymała się, a branża nadal znajdowała się pod presją osłabionego popytu. Obserwowany spadek zamówień był szczególnie wyraźny w przewozach międzynarodowych, co wiązało się z ograniczoną aktywnością przemysłu i eksportu w całej Europie.

Po okresie dynamicznego rozwoju po 2015 r., w tym również ożywienia obserwowanego w czasie pandemii COVID-19, polski transport drogowy towarów wszedł w fazę spowolnienia. Zmiana trendu była wyraźnie widoczna już w 2023 r., kiedy odnotowano spadek masy przewiezionych ładunków. Zgodnie z danymi GUS, uwzględniając zarówno przewozy wykonywane

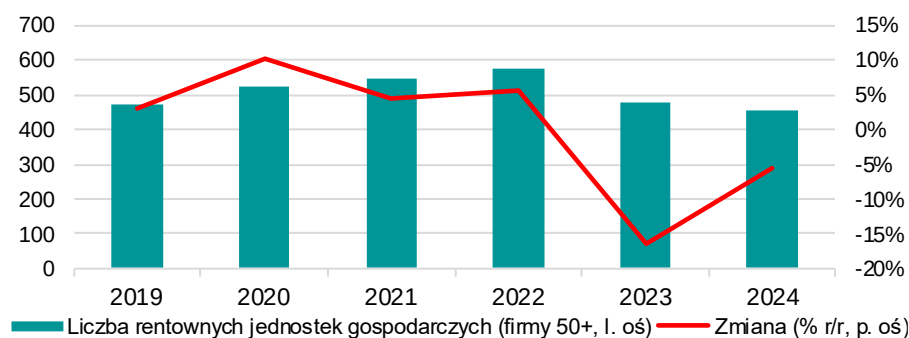
Rentowność sprzedaży netto (%)



Źródło: PONT Info, Credit Agricole

dotyczące delegowania kierowców za granicę i obowiązek regularnego powrotu pojazdu do kraju

Spowolnienie popytu, rosnące koszty operacyjne (m.in. płace i ceny paliwa) oraz nowe obowiązki regulacyjne złożyły się na jeden z najtrudniejszych okresów dla branży w ostatnich dwóch dekadach. Po stronie czynników zewnętrznych kluczową rolę odegrały zmiany wynikające z tzw. Pakietu Mobilności UE (m.in. wymiana tachografów, zaostrzone zasady



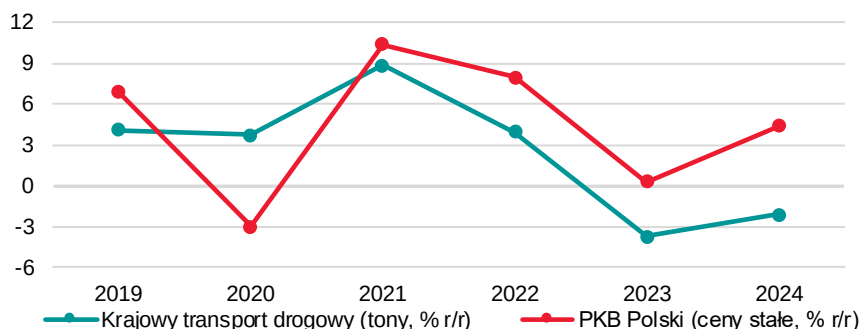
Źródło: PONT Info, Credit Agricole

rejestracji). Szczególnie istotna okazała się konieczność wymiany tachografów - urządzeń rejestrujących czas pracy kierowców. Koszt zakupu i montażu jednego urządzenia wynosi kilka tysięcy złotych. Rentowność netto firm zajmujących się transportem drogowym towarów uległa znacznemu obniżeniu. O ile w latach 2021-2022 utrzymywała się ona na

poziomie 5-6%, to w 2023 r. zaczęła spadać w okolice 4%, a w 2024 r. oscylowała już na poziomie 2%. Warto zwrócić uwagę, że spadek rentowności doprowadził do wzrostu liczby upadłości i postępowań restrukturyzacyjnych. Zgodnie z danymi PONT Info liczba rentownych firm (zatrudniających co najmniej 50 osób) zmniejszyła się o 16,5% r/r w 2023 r. i o kolejne 5,4% w 2024 r. Z kolei według danych Krajowego Rejestru Długów zadłużenie firm z branży TSL (transport-spedycja-logistyka) osiągnęło poziom 1,59 mld PLN w kwietniu br., co oznacza wzrost o 19% w ciągu ostatniego roku oraz o 37% w ciągu trzech lat. Najwięcej z tej kwoty do spłaty mają przedsiębiorstwa z branży transportu drogowego towarów, których zobowiązania wynoszą 1,26 mld PLN. W obliczu niskich marż, rosnącej konkurencji cenowej i dodatkowych kosztów regulacyjnych, celem wielu przedsiębiorstw stała się nie ekspansja, lecz utrzymanie działalności i płynności operacyjnej.

Pomimo spowolnienia obserwowanego w ostatnich latach, perspektywy średnioterminowe dla transportu drogowego w Polsce pozostają umiarkowanie pozytywne. Jednym z kluczowych czynników wspierających rozwój branży są planowane i realizowane inwestycje infrastrukturalne, zarówno na poziomie krajowym, jak i w ramach sieci transeuropejskich. W 2025 r. przewidziano ukończenie fragmentów autostrady A2 na wschodzie (Siedlce-Biała Podlaska), co pozwoli na przedłużenie osi transportowej w kierunku wschodniej granicy Polski i zwiększenie dostępności komunikacyjnej regionu. Inwestycja ta, choć obecnie nie prowadzi do aktywnego przejścia granicznego o dużym znaczeniu handlowym, wpisuje się w długoterminową logikę rozbudowy infrastruktury o charakterze strategicznym. Równolegle przewiduje się oddanie brakujących odcinków drogi ekspresowej S3 w województwie zachodniopomorskim, zapewniających ciągłość trasy od portu w Świnoujściu do granicy z Czechami. Ponadto, postępująca realizacja korytarza Via Carpatia (S19) w Polsce wschodniej wzmacnia rolę Polski jako państwa tranzytowego między Bałtykiem a południem Europy. Inwestycje drogowe są komplementarne wobec dynamicznego rozwoju rynku logistycznego. Korporacje z branży e-commerce oraz międzynarodowi operatorzy logistyczni chętnie lokują centra dystrybucyjne w Polsce, korzystając z rozwiniętej infrastruktury oraz centralnego położenia geograficznego (por. MAKROmapy z 21.02.2022 i 14.10.2024). Zgodnie z danymi AXI IMMO, w 2024 r. odnotowano wzrost wynajętej powierzchni magazynowej o 4% r/r.

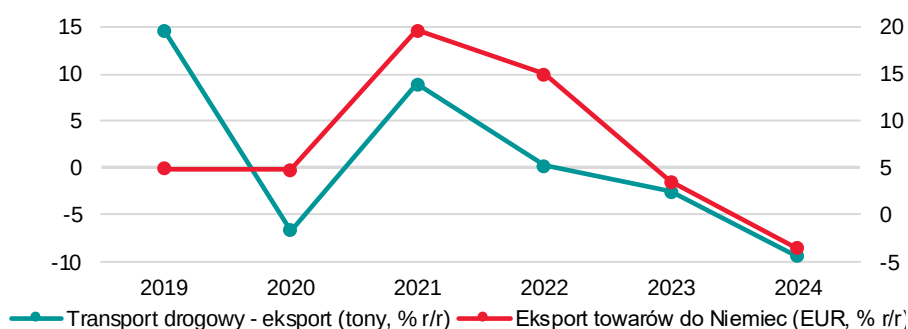
Pomimo sygnałów nadchodzącej poprawy koniunktury oraz realizowanych i planowanych inwestycji infrastrukturalnych, branża transportu drogowego w Polsce wciąż stoi w obliczu istotnych wyzwań. Jednym z czynników ryzyka jest przywrócenie kontroli na granicach Polski z Niemcami i Litwą, które zakłócają swobodny przepływ towarów na najważniejszych trasach eksportowych. Kontrole obejmują obecnie 52 przejścia graniczne z Niemcami oraz 16 z Litwą. Choć działania służb mają charakter wyrwykowy i koncentrują się głównie na pojazdach osobowych oraz busach, również ciężarówki mogą podlegać zatrzymaniom. Takie kontrole prowadzą do wydłużenia czasu dostaw, zakłóceń w harmonogramach logistycznych i dodatkowych kosztów operacyjnych. Mogą one tym samym oddziaływać w kierunku zmniejszenia rentowności polskich firm względem zagranicznych przewoźników operujących na trasach o mniejszym ryzyku opóźnień.



Źródło: GUS, Credit Agricole

na wykresie dane dotyczą wyłącznie pojazdów o dopuszczalnej masie całkowitej powyżej 3,5 tony, nie starszych niż 25 lat i zarejestrowanych w Polsce, co oznacza, że nie obejmują lekkich samochodów dostawczych. W naszym scenariuszu makroekonomicznym, zakładającym znaczące ożywienie gospodarcze w Polsce w latach 2025-2026, powinniśmy zatem obserwować poprawę sytuacji firm z branży krajowego transportu drogowego towarów.

Aktywność w branży transportu drogowego towarów wykazuje wysoką zależność od ogólnej sytuacji gospodarczej, zarówno w ujęciu krajowym, jak i międzynarodowym. W latach 2019-2024 tempo wzrostu krajowego transportu drogowego towarów było ściśle powiązane ze zmianami dynamiki realnego PKB w Polsce. Należy zaznaczyć, że przedstawione



Źródło: GUS, Eurostat, Credit Agricole

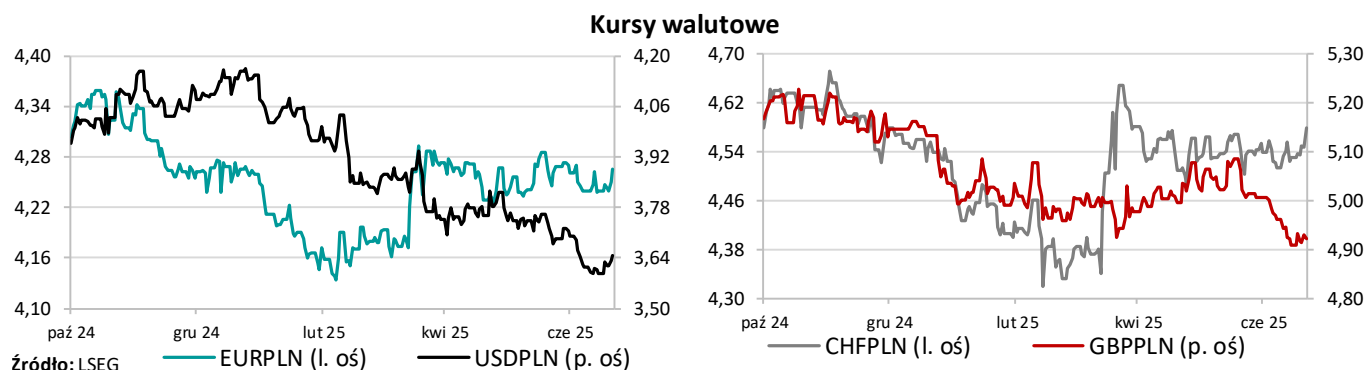
Podobnie w transporcie międzynarodowym widoczne jest silne powiązanie aktywności z cyklem gospodarczym, szczególnie w odniesieniu do eksportu. W latach 2021-2022, w okresie silnego wzrostu wartości eksportu towarów do Niemiec - głównego partnera handlowego Polski - odnotowano także wzrost dynamiki transportu drogowego związanego z

eksportem. Z kolei w latach 2023-2024, w warunkach osłabienia popytu zagranicznego, zarówno eksport, jak i przewozy międzynarodowe wykazywały tendencje spadkowe. Prognozujemy, że po spadku niemieckiego PKB o 0,2% w 2024 r. odnotujemy jego wzrost o 0,1% w 2025 r. i 1,2% w 2026 r. Taki scenariusz powinien sprzyjać stopniowej odbudowie popytu na usługi transportowe, choć ostateczna skala i tempo ożywienia będą w dużej mierze zależne od sytuacji na kluczowych rynkach eksportowych.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje, w latach 2025-2026 oczekujemy umiarkowanego ożywienia w branży transportu drogowego towarów. Poprawa koniunktury w Polsce i strefie euro, w połączeniu z postępującymi inwestycjami infrastrukturalnymi oraz wolniejszym wzrostem kosztów operacyjnych (głównie płac), powinna przyczynić się do zwiększenia zapotrzebowania na usługi przewozowe - zarówno w przewozach krajowych, jak i międzynarodowych. Oczekujemy stopniowej poprawy rentowności działalności, przy jednoczesnym umacnianiu pozycji Polski jako regionalnego hubu logistycznego.



Nowe informacje w sprawie amerykańskich cł kluczowe dla rynku walutowego



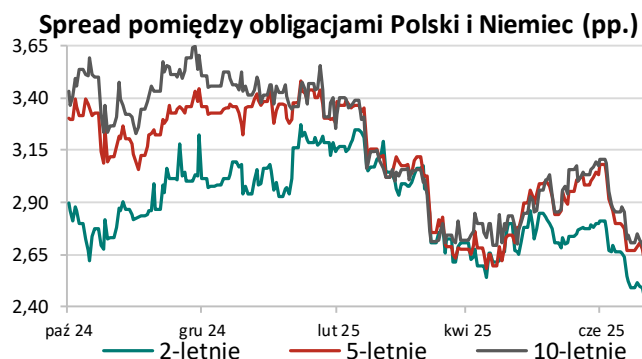
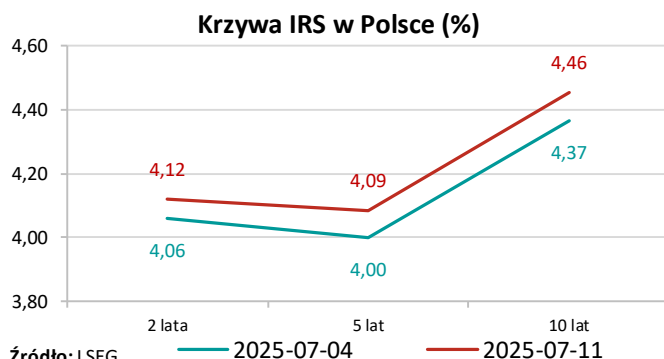
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2653 (osłabienie złotego 0,6%). W pierwszej części tygodnia kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym. W dalszej części tygodnia doszło do korekty i osłabienia złotego względem euro.

Kurs EURUSD przez cały poprzedni tydzień kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym. Sprzyjało temu odłożenie przez administrację D. Trumpa w czasie terminu wejścia cł z tzw. *Liberation Day* w życie, co zostało odebrane przez inwestorów jako sygnał otwartości USA na dalsze negocjacje i szansa na deeskalację napięć w światowym handlu. Publikacja *Minutes FOMC* nie miała istotnego wpływu na rynek.

W tym tygodniu istotny wpływ na sytuację na rynku walutowym będą miały napływające informacje dotyczące stawek celnych nakładanych przez USA na swoich partnerów handlowych. Uważamy, że będą one oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. Zaplanowane na ten tydzień publikacje makroekonomiczne nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek.



„Listy Trumpa” pozostają w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,12 (wzrost o 6pb), 5-letnie do 4,09 (wzrost o 9pb), a 10-letnie do 4,46 (wzrost o 9pb). W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. W przypadku rynków bazowych była to kontynuacja tendencji sprzed dwóch tygodni wspieranych przez plany istotnego rozluźniania polityki fiskalnej w USA (tzw. „Wielka, piękna ustawa” D. Trumpa).

W tym tygodniu w centrum uwagi pozostaną listy wysyłane przez D. Trumpa do partnerów handlowych USA dotyczące wysokości stawek celnych nakładanych przez USA na te kraje. Będą one sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. Zaplanowane na ten tydzień publikacje makroekonomiczne będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25	cze 25	lip 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	5,25	5,25	5,00
Kurs EURPLN*	4,30	4,29	4,28	4,28	4,35	4,30	4,27	4,21	4,19	4,19	4,27	4,24	4,24	4,25
Kurs USDPLN*	4,02	3,96	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,06	4,04	3,87	3,77	3,74	3,60	3,64
Kurs CHFPLN*	4,47	4,50	4,56	4,54	4,64	4,60	4,54	4,46	4,46	4,38	4,56	4,54	4,53	4,57
Inflacja CPI (r/r, %)	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	3,4	3,3	3,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	0,0	5,3	-1,3	-0,5	4,7	-1,3	0,3	-0,9	-1,8	2,5	1,3	3,9	3,0	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	-9,0	-1,3	-9,5	-9,0	-9,6	-9,4	-8,0	4,2	-0,1	-1,1	-4,2	-2,8	-0,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,8	-2,7	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,5	-1,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,7	5,0	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,7	6,1	0,6	0,6	7,9	4,3	3,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,0	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	9,2	7,9	7,7	9,3	8,4	8,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,9	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0	5,0	
Saldo ROB (mIn EUR)	-142	-491	-2276	-1160	1510	313	-1119	558	-77	-1419	-374	-998		
Eksport (r/r, %, EUR)	-6,6	5,8	-2,3	1,5	2,6	-2,6	0,4	0,2	-1,4	1,4	-2,4	0,9		
Import (r/r, %, EUR)	1,9	9,7	5,5	5,6	6,2	-0,8	3,4	8,9	2,5	9,1	3,5	2,4		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym											
Wskaźnik	2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% r/r)	3,2	3,4	3,7	3,8	3,7	3,5	3,2	3,0	2,9	3,6	3,3
Konsumpcja (% r/r)	2,5	3,3	3,1	3,0	2,7	2,8	3,1	3,3	3,1	3,0	3,0
Inwestycje (% r/r)	6,3	7,0	8,8	7,3	8,5	8,1	7,3	6,5	-2,2	7,4	7,4
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	1,1	2,9	3,4	4,5	5,3	5,8	5,8	5,3	2,0	3,0	5,5
Import (ceny stałe, %, r/r)	3,5	4,5	4,3	3,9	4,3	5,2	4,7	4,2	4,2	4,1	4,6
Wkłady do wzrostu PKB											
	Spożycie prywatne (pp.)	1,6	1,9	1,8	1,5	1,7	1,6	1,8	1,6	1,7	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,8	1,1	1,4	1,6	1,1	1,3	1,2	1,5	-0,4	1,2
	Eksport netto (pp.)	-1,1	-0,7	-0,3	0,4	0,7	0,5	0,7	0,7	-1,1	-0,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	5,0	4,9	4,9	5,2	4,9	4,8	4,8	5,1	4,9	4,8
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,4	-0,5
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	10,0	8,3	7,1	6,5	5,8	5,9	6,1	6,2	13,7	8,0	6,0
Inflacja CPI (%)*	4,9	4,1	2,6	2,5	2,2	2,7	3,0	3,0	3,6	3,5	2,7
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,84	5,23	4,98	4,85	4,48	4,35	4,35	4,36	5,84	4,85	4,36
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25	4,25	4,25	5,75	4,75	4,25
EURPLN**	4,19	4,24	4,28	4,28	4,27	4,26	4,25	4,24	4,27	4,28	4,24
USDPLN**	3,87	3,60	3,69	3,66	3,68	3,74	3,79	3,85	4,13	3,66	3,85

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ		WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 14.07.2025 r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Czerwiec	103,2		109,0
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Maj	-374	-998	-768
Wtorek 15.07.2025 r.						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	II kw.	5,4	5,2	5,1
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Czerwiec	6,4	5,0	5,6
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Czerwiec	3,7	3,6	3,7
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Czerwiec	5,8	5,8	5,6
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Czerwiec	4,0	4,1	4,1
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	-2,4		0,9
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Lipiec	47,5		50,0
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Czerwiec	0,1	0,5	0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Czerwiec	0,1	0,2	0,3
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	-16,0		
Środa 16.07.2025 r.						
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Czerwiec	3,3	3,5	3,4
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Czerwiec	77,4		77,4
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Czerwiec	-0,2	0,2	0,0
Czwartek 17.07.2025 r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	2,0		2,0
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Czerwiec	-0,9	0,2	0,0
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Lipiec	-4,0		
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Maj	0,0		
Piątek 18.07.2025 r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Maj	19,8		
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Czerwiec	1394	1385	1370
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Czerwiec	1256	1210	1300
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Lipiec	60,7	62,0	61,5

* 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 wg agencji Thomson Reuters, Bloomberg lub gazety Parkiet