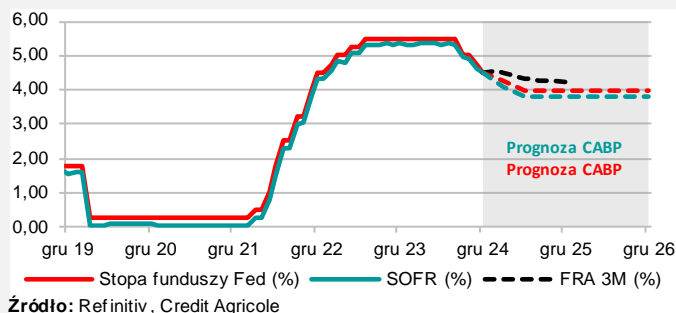
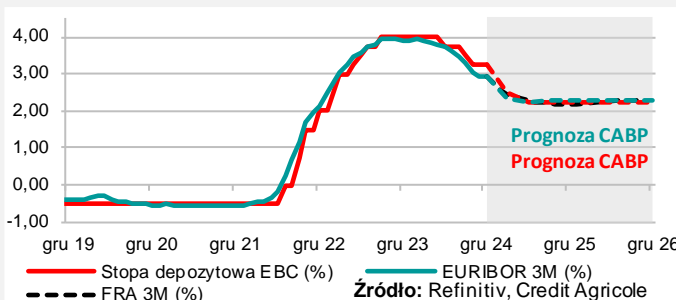


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Oczekujemy, że na styczniowym posiedzeniu Fed utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych (docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [4,25%, 4,50%]). Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell najprawdopodobniej zaznaczy, że skala i tempo kolejnych obniżek stóp procentowych zależą od napływających danych. Podtrzymujemy nasz scenariusz, w ramach którego oczekujemy w tym roku dwóch obniżek stóp procentowych po 25pb (w marcu i czerwcu), które pozwolą na osiągnięcie docelowego poziomu dla przedziału wahań równego [3,75%, 4,00%]. Styczniowa pauza w cyklu łagodzenia polityki pieniężnej będzie uzasadniona umiarkowanie silnym wzrostem gospodarczym, wciąż dobrą sytuacją na rynku pracy oraz utrzymującą się presją inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. Uważamy, że w trakcie konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.



Kolejnym istotnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Oczekujemy, że EBC obniży stopy procentowe o 25pb. Tym samym główna stopa procentowa wyniesie 2,90%, a stopa depozytowa 2,75%. Uważamy, że podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szefowa EBC Ch. Lagarde zasygnalizuje perspektywę dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w nadchodzących miesiącach. Tym samym prognozujemy że w 2025 r. EBC dokona łącznie trzech obniżek stóp procentowych po 25pb (w styczniu, w marcu i w kwietniu), sprowadzając stopy do docelowego poziomu 2,40% dla głównej stopy procentowej i 2,25% dla stopy depozytowej. Nasza prognoza zakładająca obniżkę stóp procentowych o 25pb w tym tygodniu jest zgodna z konsensusem rynkowym, niemniej jednak oczekujemy podwyższonej zmienności w trakcie konferencji prasowej po posiedzeniu.



W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA. Oczekujemy, że inflacja PCE ogółem zwiększyła się w grudniu do 2,5% r/r wobec 2,4% w listopadzie, podczas gdy inflacja bazowa pozostała na poziomie 2,8% r/r. W czwartek poznamy z kolei wstępny szacunek amerykańskiego PKB w IV kw. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zmniejszyło się do 2,6% w III kw. wobec 3,1% w III kw. We wtorek poznamy wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe. Prognozujemy, że obniżyły się one w grudniu o 2,0% m/m wobec spadku o 0,8% w listopadzie. Oczekujemy również, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (700 tys. w grudniu wobec 664 tys. w listopadzie) wskażą na utrzymującą się obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Oczekujemy, że indeks Conference Board wzrośnie do 107,0 pkt. w styczniu wobec 104,7 pkt. w grudniu. Uważamy, że dane z USA będą neutralne dla nastrojów rynkowych.

W tym tygodniu poznamy również dane z Niemiec i strefy euro. Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro zmniejszyła się do 0,0% w IV kw. z 0,4% w III kw., natomiast PKB w Niemczech obniżył się o 0,1% w IV kw. wobec wzrostu o 0,1% w III kw. Dzisiaj opublikowany

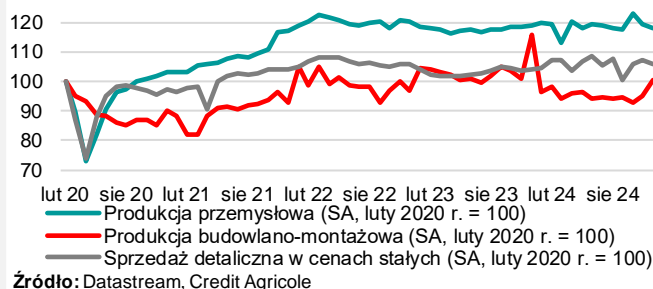
zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Zgodnie z konsensusem wartość indeksu spadnie w styczniu do 84,6 pkt. wobec 84,7 w grudniu. Dostrzegamy lekkie ryzyko w górę dla tej prognozy w związku z poprawą koniunktury w badaniu PMI (patrz poniżej). Z kolei inflacja HICP w Niemczech zwiększyła się naszym zdaniem do 3,1% r/r w styczniu wobec 2,8% w grudniu, co było w przeważającej mierze skutkiem efektów wysokiej bazy związanych ze wzrostem cen gazu ziemnego w zeszłym roku. Uważamy, że publikacja danych będzie neutralna dla rynków finansowych.

W czwartek opublikowany zostanie wstępny szacunek PKB w Polsce za 2024 r. Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego wyniosło 2,6% r/r wobec 0,2% w 2023 r. Dostrzegamy ryzyko w górę dla tej prognozy w związku z lepszą od oczekiwań publikacją danych o produkcji budowlano-montażowej za grudzień (patrz poniżej). Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spowolnienia wzrostu PKB był spadek dynamiki inwestycji. Nasza prognoza PKB kształtuje się poniżej oczekiwań rynku (2,8%), a tym samym jej materializacja byłaby lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

Dzisiaj rano poznaliśmy indeks NBS PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zmniejszył się do 49,1 pkt. w styczniu wobec 50,1 pkt. w grudniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (50,1 pkt.). Spadek aktywności w styczniu miał szeroki zakres i został odnotowany w przypadku wszystkich składowych indeksu poza składową dla czasu dostaw, które uległy wydłużeniu. Warto jednak zauważyć, że w kierunku spadku indeksu najprawdopodobniej oddziaływały problemy z oczyszczeniem danych z wpływu czynników sezonowych ze względu na wcześniejszy niż zwykle termin Chińskiego Nowego Roku. Uważamy, że perspektywy wzrostu w Chinach na 2025 r. pozostają niekorzystne. Wynika to z wysokiego prawdopodobieństwa wzrostu napięć między USA a Chinami w najbliższych kwartałach. Czynnikiem hamującym wzrost PKB w Chinach pozostanie również utrzymujący się kryzys na chińskim rynku nieruchomości. Ponadto uważamy, że coraz bardziej widoczne będą problemy strukturalne chińskiej gospodarki związane z niekorzystnymi zmianami demograficznymi. W tych warunkach prognozujemy, że chiński rząd będzie zmuszony do istotnego zwiększenia stymulacji wzrostu gospodarczego w 2025 r. Działania te będą obejmować dalsze łagodzenie zarówno polityki pieniężnej (obniżki głównych stóp procentowych o łącznej skali 40pb oraz stopy rezerw obowiązkowych o 100pb), jak i fiskalnej (zwiększenie deficytu finansów publicznych w relacji do PKB o 2,8 pp. do 11,1%). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą PKB w Chinach zwiększy się w 2025 r. o 4,2%. Uważamy, że dane z Chin są neutralne dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w grudniu o 0,2% r/r wobec spadku o 1,3% w listopadzie (rewizja w górę z -1,5%), kształtując się wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (1,8%) i naszej prognozy (3,0%). Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki produkcji



przemysłowej pomiędzy listopadem a grudniem był efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zmniejszyła się w grudniu o 1,1% m/m. Z uwagi na oddziaływanie korzystnych efektów kalendarzowych wzrost rocznej dynamiki produkcji przemysłowej odnotowano w 2 z 3

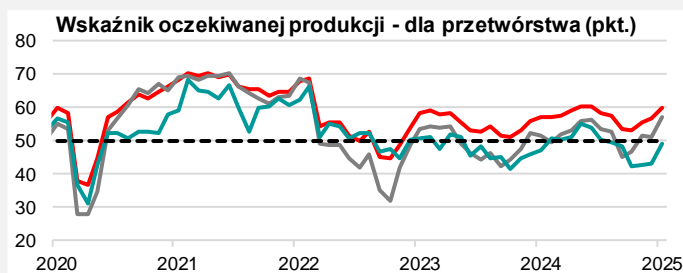
głównych segmentach przemysłu, tj. w branżach eksportowych oraz pozostałych kategoriach, podczas gdy dynamika produkcji w branżach powiązanych z budownictwem obniżyła się (por. MAKROpuls z 22.01.2025). W danych na uwagę zasługuje utrzymujący się relatywnie silny spadek produkcji w branżach eksportowych. Naszym zdaniem ich krótkookresowe perspektywy wciąż pozostają niekorzystne głównie ze względu na obniżoną aktywność w przetwórstwie w strefie euro, w tym w Niemczech i zgłaszane z tego powodu niższe zapotrzebowanie na dobra pośrednie wytwarzane w Polsce, co sygnalizują napływające w ostatnich miesiącach indeksy PMI (patrz poniżej). Dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się w grudniu do -8,0% r/r wobec -9,3% w listopadzie, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (-11,7%) i naszej prognozy (-15,0%). Do wzrostu dynamiki produkcji budowlano-montażowej pomiędzy listopadem a grudniem przyczynił się wspomniany wyżej efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. W przeciwnym kierunku oddziaływał efekt wysokiej bazy w grudniu 2023 r., związany z dążeniem jednostek sektora finansów publicznych do wykorzystania i rozliczenia do końca 2023 r. środków unijnych dostępnych w ramach poprzedniej wieloletniej perspektywy finansowej UE 2014-2020. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w grudniu o 5,8% m/m, kształtując się na najwyższym poziomie od grudnia 2023 r. W danych na szczególną uwagę zasługuje wzrost dynamiki produkcji w kategorii „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej”, który nastąpił mimo wspomnianej wyżej bardzo wysokiej bazy z grudnia 2023 r. Sugeruje to, że środki unijne, które napływają do Polski w ramach Krajowego Planu Odbudowy oraz Wieloletnich Ram Finansowych 2021-2027 zaczynają dynamizować aktywność w budownictwie (por. MAKROpuls z 23.01.2025). Dane o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej stanowią w połączeniu z danymi o sprzedaży detalicznej (patrz poniżej) stanowią lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy zakładającej dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego w IV kw. (do 2,5% r/r wobec 2,7% w III kw.).

Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zmniejszyła się w grudniu do 2,7% r/r wobec 3,4% w listopadzie, kształtując się znacząco poniżej konsensusu rynkowego (4,4%) i powyżej naszej prognozy (2,1%). Dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych zmniejszyła się w grudniu do 1,9% r/r wobec 3,1% w listopadzie. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zmniejszyła się w grudniu w porównaniu z listopadem o 1,3%. Oznacza to, że sprzedaż detaliczna w grudniu pozostała wyraźnie poniżej swojego historycznego maksimum odnotowanego w czerwcu br. Struktura danych o sprzedaży detalicznej wskazuje na utrzymującą się obniżoną skłonność gospodarstw domowych do konsumpcji, związaną z dokonującą się odbudową aktywów finansowych przez gospodarstwa domowe (por. MAKROmapa z 20.01.2025). Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach 2025 r. relatywnie wysoki poziom tych aktywów skłoni gospodarstwa domowe do zwiększenia skłonności do konsumpcji, co będzie stabilizować dynamikę sprzedaży detalicznej, mimo prognozowanego przez nas dalszego spowolnienia wzrostu realnego funduszu płac (por. MAKROpuls z 23.01.2025). Dane o sprzedaży detalicznej stanowią lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy dynamiki konsumpcji w IV kw. (2,5% r/r wobec 0,3% w III kw.).

Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze zmniejszyła się w grudniu do 9,8% r/r wobec 10,5% w listopadzie, kształtując się wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (11,3%) oraz naszej prognozy (12,9%). Przyczyną zaskoczenia było najprawdopodobniej przesunięcie terminów części wypłacanych premii w górnictwie porównaniu do grudnia 2023 r. (por. MAKROpuls z 22.01.2025). W ujęciu realnym, tempo wzrostu wynagrodzeń w firmach zmniejszyło się do 4,9% r/r w grudniu wobec 5,6% w listopadzie. Podobnie jak w listopadzie, w grudniu w przypadku większości kategorii wymienionych przez GUS odnotowano tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń powyżej 10% r/r. Dane sygnalizują zatem utrzymującą się podwyższoną presję płacową w polskim sektorze przedsiębiorstw. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w grudniu do -0,6% r/r wobec -0,5% w listopadzie,

kształtując się poniżej oczekiwań rynku zgodnych z naszą prognozą (-0,5%). W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zmniejszyło się w grudniu o 9,0 tys. osób (najsilniejszy spadek zatrudnienia w grudniu od 2013 r.). Głównym źródłem obniżenia zatrudnienia były redukcje etatów w przetwórstwie. Tym samym dane stanowią pewne zaskoczenie w świetle napływających w ostatnim czasie wyników badań koniunktury PMI, które w grudniu już trzeci miesiąc z rzędu wskazały na wzrost zatrudnienia w przetwórstwie (por. MAKROpuls z 02.01.2025). W naszej ocenie wskazuje to, że trwające od kilku kwartałów procesy restrukturyzacyjne w polskim przetwórstwie nadal się nie zakończyły. Obecnie w części firm mają one formę redukcji liczby etatów poprzez niezatrudnianie nowych pracowników w miejsce osób przechodzących na emeryturę. Nadal uważamy, że scenariusz gwałtownego spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w najbliższych miesiącach jest mało prawdopodobny. W grudniu odnotowaliśmy również zmniejszenie realnej dynamiki funduszu płac w przedsiębiorstwach (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia skorygowanego o zmiany cen) do 4,2% r/r wobec 5,1% w listopadzie. W całym IV kw. realna dynamika funduszu płac zmniejszyła się do 4,6% r/r wobec 5,5% w III kw. Mimo tego, ze względu na zmniejszenie skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania, podtrzymujemy prognozę wzrostu dynamiki konsumpcji w IV kw. do 2,5% r/r wobec 0,3% w III kw.

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w styczniu do 50,2 pkt. wobec 49,5 pkt. w grudniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (49,7 pkt.). Tym samym indeks przekroczył granicę 50 pkt., oddzielającą wzrost od spadku



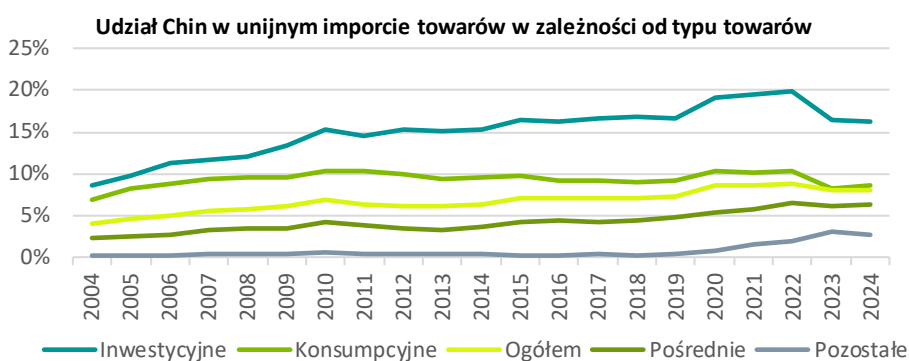
Źródło: S&P, Credit Agricole — Strefa euro — Niemcy — Francja

aktywności, po raz pierwszy od sierpnia 2024 r. W kierunku zwiększenia zagregowanego indeksu PMI oddziaływał wzrost jego składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie (przy czym nadal kształtuje się ona wyraźnie poniżej granicy 50 pkt.), podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej dla aktywności biznesowej w usługach. Realizuje się tym samym nasz scenariusz, zgodnie z którym w długim okresie znaczące dysproporcje pomiędzy oceną sytuacji w usługach i w przetwórstwie są nie do utrzymania i pogarszająca się sytuacja w przetwórstwie będzie wywierać coraz większy negatywny wpływ na sytuację w usługach. W ujęciu geograficznym wzrost zagregowanego indeksu PMI odnotowano w Niemczech i we Francji, podczas gdy w przypadku pozostałych gospodarek strefy euro objętych badaniem doszło do jego obniżenia. W tym kontekście na uwagę zasługuje zagregowany indeks PMI dla Niemiec, który w styczniu ukształtował się nieznacznie powyżej granicy 50 pkt. po raz pierwszy od czerwca 2024 r., wskazując na lekki wzrost aktywności gospodarczej w Niemczech na początku 2025 r. Niepokojącym sygnałem płynącym z danych jest natomiast wyraźne nasilenie presji kosztowej w strefie euro w ostatnich miesiącach, które nastąpiło mimo nadal obniżonej aktywności gospodarczej. Zagregowany indeks dla cen dóbr pośrednich wzrósł w styczniu już 4 miesiąc z rzędu i osiągnął najwyższą wartość od kwietnia 2023 r. W konsekwencji w styczniu odnotowano również dalszy wzrost cen dóbr finalnych. Presja kosztowa widoczna jest szczególnie w sektorze usług. Zgodnie z komunikatem sprzyjają jej utrzymująca się presja płacowa, odnotowane w ostatnim czasie osłabienie euro względem dolara, a w przypadku Niemiec także wzrost stawki obowiązującego w tym kraju podatku od emisji CO₂. W danych warto odnotować również wyraźny wzrost indeksów dla oczekiwanej produkcji w przetwórstwie w horyzoncie 12 miesięcy (we wszystkich analizowanych gospodarkach strefy euro), co zgodnie z komunikatem mogło wynikać z nadziei części firm związanych z wpływem prezydentury D. Trumpa na aktywność gospodarczą na świecie lub też z ocen, iż przetwórstwo w strefie euro osiągnęło już dołek w cyklu koniunktury. Z punktu widzenia polskiego przetwórstwa i handlu zagranicznego kluczowa jest

analiza sytuacji w niemieckim przetwórstwie, gdzie indeks PMI zwiększył się w styczniu do 44,1 pkt. wobec 42,5 pkt. w grudniu. Jego wzrost wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia i zapasów. Zgodnie z raportem czynnikiem ograniczającym napływ nowych zamówień w niemieckim przetwórstwie jest silna konkurencja ze strony zagranicznych producentów, a także wstrzymywanie się z zakupami przez odbiorców związane z podwyższoną niepewnością co do perspektyw gospodarczych i politycznych. Wyniki badań koniunktury nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro wyniesie 0,3% w I kw. wobec 0,0% w IV kw., a w całym 2025 r. PKB wzrośnie o 1,0% r/r wobec 0,7% w 2024 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane z USA. W grudniu doszło do zwiększenia sprzedaży domów na rynku wtórnym do 4,24 mln wobec 4,15 mln w listopadzie. Nie zmienia to jednak naszej oceny, że perspektywy wzrostu aktywności na wtórnym rynku nieruchomości w USA pozostają niekorzystne, ze względu na ograniczoną podaż mieszkań związaną z niechęcią refinansowania hipotek przy wysokiej stopie oprocentowania. Z kolei finalny indeks Uniwersytetu Michigan zmniejszył się w styczniu do 71,1 pkt. wobec 74,0 pkt. w grudniu i 73,2 pkt. we wstępnym szacunku. Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost składowej dla oczekiwań. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszyło się w IV kw. do 2,6% wobec 3,1% w III kw. (patrz powyżej), a w całym 2024 r. wzrosło o 2,7% wobec 2,9% w 2023 r. Jednocześnie podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym w 2025 r. Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe łącznie o 50pb (o 25pb w marcu i o 25pb w czerwcu).

Polskie firmy jak dotąd odporne na rosnącą konkurencję ze strony Chin



Źródło: Eurostat, Credit Agricole *dane za 2024 r. obejmują jedynie 3 pierwsze kwartały

W ostatnich latach można zaobserwować rosnący udział Chin w strukturze unijnego importu. Wzrost ten ma szeroki zakres i widoczny jest zarówno w przypadku dóbr pośrednich, jak i dóbr finalnych (konsumpcyjnych i inwestycyjnych). Choć obecnie wzrost ten wyhamował, to ze szczególnym jego przyspieszeniem mieliśmy do czynienia na początku

pandemii oraz po wybuchu wojny w Ukrainie. Przedmiotem poniższej analizy jest próba odpowiedzi na pytanie, które polskie branże najsilniej odczuwają rosnącą konkurencję ze strony Chin na unijnym rynku.

W celu wytypowania branż, które w największym stopniu odczuwają rosnącą konkurencję ze strony Chin na unijnym rynku posłużyliśmy się danymi Eurostatu dotyczącymi struktury geograficznej unijnego importu w podziale na kategorie CPA (Classification of Products by Activity). Klasyfikacja CPA pozwala na bezpośrednie przyporządkowanie kategoriom handlowym odpowiednich działów PKD (Polska Klasyfikacja Działalności). W kolejnym kroku obliczyliśmy udziały Polski i Chin w strukturze unijnego importu w poszczególnych kategoriach w dwóch okresach: styczeń-wrzesień 2024 r. oraz styczeń-wrzesień 2019 r. Długość analizowanych okresów (styczeń-wrzesień) podyktowana była dostępnością danych za 2024 r. Z

kolei zestawienie najnowszych dostępnych danych z analogicznymi danymi za 2019 r. ma na celu uwzględnienie tego, jak wybuch pandemii COVID-19 oraz wojny w Ukrainie wpłynęły na strukturę unijnego importu. Następnie przefiltrowaliśmy uzyskane dane wybierając kategorie, w których:

- ✔ **Udział Chin w strukturze unijnego importu w danej kategorii w okresie styczeń-wrzesień 2024 r. zwiększył się w porównaniu do analogicznego okresu 2019 r.** W ten sposób wyodrębniliśmy kategorie, w których Chiny ujawniły przewagi konkurencyjne na unijnym rynku.
- ✔ **Udział Polski w strukturze unijnego importu w danej kategorii w okresie styczeń-wrzesień 2024 r. zmniejszył się w porównaniu do analogicznego okresu 2019 r.** Kryterium to umożliwiło wytypowanie kategorii, w których przewagi konkurencyjne Polski na unijnym rynku w ostatnich latach spadły.
- ✔ **Udział Polski w strukturze unijnego importu w danej kategorii w okresie styczeń-wrzesień 2019 r. był większy niż 5%.** Kryterium to miało na celu usunięcie kategorii o niskiej istotności i zmniejszenia szumu w danych.
- ✔ **Udział Chin w strukturze unijnego importu w danej kategorii w okresie styczeń-wrzesień 2024 r. był większy niż 1%.** Podobnie jak w poprzednim przypadku celem tego kryterium było usunięcie kategorii o niskiej istotności i zmniejszenia szumu w danych. W przypadku Chin skupiliśmy się jednak na danych za 2024 r. zamiast za 2019 r., jak w przypadku Polski. Wynika to z tego, że z punktu widzenia Polski interesują nas szczególnie kategorie, które były już wcześniej istotne, podczas gdy w przypadku Chin szukamy kategorii, które obecnie ujawniają swoje przewagi. Jednocześnie w przypadku Chin przyjęliśmy niższy próg istotności niż w przypadku Polski (1% zamiast 5%). Takie podejście ma na celu identyfikację szybko rosnących kategorii importu z Chin, których znaczenie w strukturze unijnego importu w przeszłości było zaniedbywalne.

Kategorie, które łącznie spełniają wymienione wyżej kryteria zostały przedstawione w poniższej tabeli. Obejmują one naszym zdaniem branże, które najsilniej odczuwają rosnącą konkurencję ze strony Chin na unijnym rynku.

Branża PKD	Udział w całkowitych przychodach przedsiębiorstw 50+ w 2023 r.*	Udział Chin w unijnym imporcie w 2019 r.	Udział Chin w imporcie do UE w 2024 r.	Udział Polski w unijnym imporcie w 2019 r.	Udział Polski w unijnym imporcie w 2024 r.	Zmiana udziału Polski w unijnym imporcie w latach 2019-2024 (p.p.)
01.49 Chów i hodowla pozostałych zwierząt	-	14,3%	14,8%	5,8%	4,2%	-1,6
16.22 Produkcja gotowych parkietów podłogowych	0,02%	21,9%	25,6%	14,7%	14,4%	-0,3
16.29 Produkcja pozostałych wyrobów z drewna	0,04%	18,4%	20,0%	8,5%	7,7%	-0,9
19.10 Wytwarzanie i przetwarzanie koksu	-	4,1%	5,3%	43,4%	34,0%	-9,4
22.11 Produkcja opon i dętek z gumy	-	7,8%	9,8%	5,7%	5,3%	-0,4
23.13 Produkcja szkła gospodarczego	0,15%	9,3%	10,2%	5,9%	5,5%	-0,5
23.20 Produkcja wyrobów ogniotrwałych	0,04%	8,9%	11,0%	7,2%	6,1%	-1,1
23.44 Produkcja pozostałych technicznych wyrobów ceramicznych	-	17,0%	20,7%	6,8%	1,4%	-5,4
23.62 Produkcja wyrobów budowlanych z gipsu	0,03%	0,6%	1,2%	5,8%	5,1%	-0,7
25.29 Produkcja pozostałych zbiorników, cystern i pojemników metalowych	0,06%	5,3%	9,5%	9,0%	8,4%	-0,6
25.30 Produkcja wytwornic pary, z wyłączeniem kotłów do centralnego ogrzewania gorącą wodą	0,05%	6,3%	10,1%	9,0%	8,5%	-0,4
25.71 Produkcja wyrobów nożowniczych i sztućców	-	22,9%	25,2%	10,6%	10,0%	-0,6
26.80 Produkcja magnetycznych i optycznych niezapisanych nośników informacji	-	2,7%	5,0%	5,1%	1,9%	-3,2
27.20 Produkcja baterii i akumulatorów	-	19,0%	38,0%	10,8%	9,9%	-0,8
27.32 Produkcja uniwersalnych elementów i części do maszyn i urządzeń	0,23%	4,6%	5,4%	5,1%	4,7%	-0,3
27.51 Produkcja elektrycznego sprzętu gospodarstwa domowego	0,67%	24,4%	28,4%	9,6%	8,9%	-0,6
31.03 Produkcja materaców	0,05%	16,7%	25,3%	16,9%	15,6%	-1,3
31.09 Produkcja pozostałych mebli	0,72%	6,1%	13,2%	30,7%	23,8%	-6,9
58.11 Wydawanie książek	0,04%	19,1%	23,0%	16,8%	15,9%	-0,8
59.11 Działalność związana z produkcją filmów, nagrań wideo i programów telewizyjnych	-	6,8%	10,1%	13,1%	11,2%	-2,0

Źródło: Eurostat, PONT Info, Credit Agricole

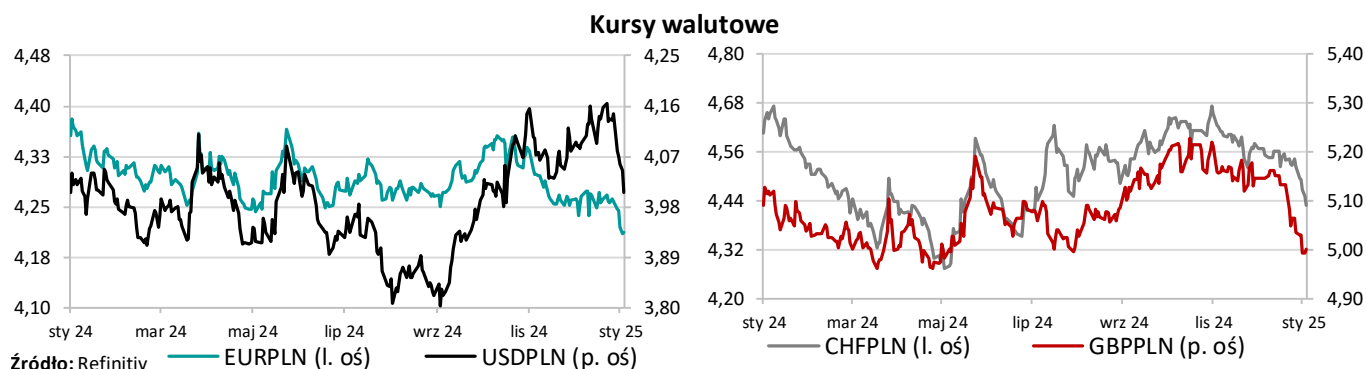
*w przypadku części branż dane o przychodach objęte są tajemnicą statystyczną

Analiza wymienionych wyżej branż pozwala na wyodrębnienie czterech głównych grup w zależności od wykorzystywanych przez nie surowców. Pierwszą grupą polskich branż, które istotnie tracą na rosnącej

obecności Chin na unijnym rynku są branże wykorzystujące stal, a zatem również pośrednio koks („25.29 Pozostałe zbiorniki, cysterny i pojemniki metalowe”, „25.30 Wytwornice pary, z wyłączeniem kotłów centralnego ogrzewania gorącą wodą” „25.71 Wyroby nożownicze”, „19.10 Koks”). Drugą kategorią są branże wykorzystujące drewno i papier („16.22 Gotowe płyty podłogowe”, „16.29 Pozostałe wyroby z drewna; wyroby z korka, słomy i materiałów w rodzaju stosowanych do wyplatania”, „31.09 Pozostałe meble” oraz „58.11 Usługi związane z wydawaniem książek”). Trzecią kategorią są branże wyspecjalizowane w produkcji materiałów budowlanych („23.13 Szkło gospodarcze”, „23.20 Wyroby ogniotrwałe”, „23.44 Pozostałe wyroby ceramiczne do celów technicznych”, „23.62 Wyroby z gipsu do celów budowlanych”). Ostatnią grupą branż są kategorie związane z elektroniką i branżą motoryzacyjną („26.80 Magnetyczne i optyczne niezapisane nośniki informacji”, „27.20 Baterie i akumulatory”, „27.32 Pozostałe elektroniczne i elektryczne przewody i kable”, „27.51 Sprzęt gospodarstwa domowego elektryczny”). W przypadkach pierwszych trzech grup branż wykorzystujących stal, drewno oraz surowce mineralne czynnikami tłumaczącymi silne przewagi konkurencyjne nad polskimi producentami są wyraźnie niższe koszty energii oraz mniejsze ograniczenia środowiskowe. Ważnym czynnikiem zwiększającym konkurencyjność chińskiego eksportu jest również lokalna nadpodaż stali, drewna i materiałów budowlanych związana z kryzysem na tamtejszym rynku nieruchomości. Z kolei w przypadku kategorii związanych z elektroniką i branżą motoryzacyjną źródłem konkurencyjności chińskich towarów są przewagi technologiczne, wypracowane w ostatnich latach przez chiński przemysł.

Zgodnie z danymi firmy PONT Info wytypowane przez nas branże, które odczuwają rosnącą presję konkurencyjną ze strony Chin odpowiadają za ponad 2% przychodów generowanych przez przedsiębiorstwa zatrudniające co najmniej 50 pracowników (przy czym należy zauważyć, że w przypadku 8 z 20 analizowanych branż dane o przychodach objęte są tajemnicą statystyczną). Oznacza to, że ekspozycja całego sektora przedsiębiorstw na konkurencję ze strony Chin pozostaje niska. Uwzględniając jednak plany administracji D. Trumpa dotyczące istotnego zwiększenia ceł na chińskie towary można oczekiwać, że w warunkach pogorszenia konkurencyjności swojego eksportu do USA chińskie firmy będą starały się w większym stopniu przekierowywać swoją produkcję do UE, co będzie wywierało dodatkową negatywną presję na polskie firmy.

Kurs EURPLN na najniższym poziomie od kwietnia 2018 r.



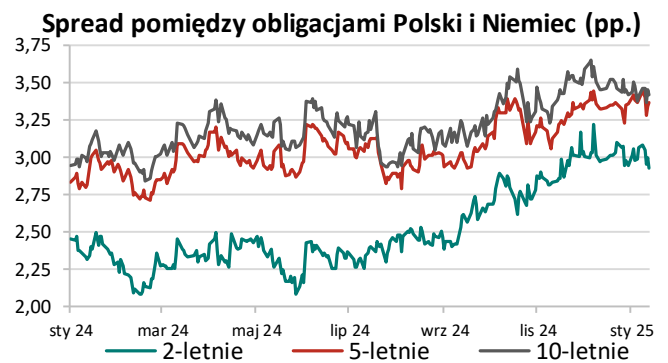
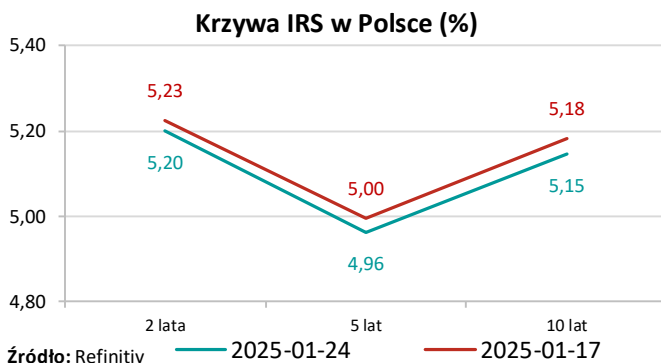
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2125 (umocnienie złotego o 1,1%). W zeszłym tygodniu doszło do dalszego spadku kursu EURPLN, który w czwartek wyniósł lekko ponad 4,20 i ukształtował się na najniższym poziomie od kwietnia 2018 r. Umocnieniu złotego oraz innych walut regionu sprzyjają relatywnie wysokie stopy procentowe w Polsce oraz informacje wskazujące na to, że D. Trump na razie powstrzyma się od wprowadzenia zapowiadanych wcześniej podwyższonych ceł na towary eksportowane

do USA. Publikacje licznych krajowych danych (m.in. o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej) miały ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty.

W zeszłym tygodniu doszło również do umocnienia euro względem dolara czemu sprzyjały wspomniane wyżej mniejsze obawy o nasilenie napięć w światowym handlu. W kierunku umocnienia euro względem dolara oddziaływały również publikacje wyższych od oczekiwań wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych gospodarek strefy euro.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą posiedzenia Fed (środa) i EBC (czwartek), które mogą sprzyjać podwyższonej zmienności kursu złotego. Do osłabienia złotego mogą przyczynić się natomiast krajowe dane o PKB (czwartek). Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. W tym tygodniu istotne z punktu widzenia kształtowania kursu złotego pozostaną ewentualne kolejne decyzje administracji D. Trumpe wpływające na globalną awersję do ryzyka.

Posiedzenia EBC i Fed w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,20 (spadek o 3pb), 5-letnie do 4,96 (spadek o 4pb), a 10-letnie do 5,15 (spadek o 3pb). W zeszłym tygodniu doszło do lekkiego spadku stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. Obniżenie rentowności na rynkach bazowych wynikało ze zwiększenia oczekiwań na obniżki stóp procentowych w USA, do czego przyczyniło się zmniejszenie obaw o wzrost napięć w światowym handlu, które miałyby proinflacyjny charakter. Czynnikiem sprzyjającym spadkowi rentowności obligacji na rynkach bazowych były również wypowiedzi prezydenta USA D. Trumpa podczas Światowego Forum Ekonomicznego w Davos wzywające Fed do obniżenia stóp procentowych. Pod koniec tygodnia doszło do korekty i nieznacznego wzrostu stawek IRS.

W tym tygodniu kluczowe dla krzywej będą posiedzenia głównych banków centralnych: Fed (środa) oraz EBC (czwartek). Uważamy, że mogą oddziaływać one w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS. Do spadku stawek IRS może przyczynić się natomiast zaplanowana na czwartek publikacja krajowych danych o PKB. Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki będą naszym zdaniem neutralne dla stawek IRS. W tym tygodniu istotne dla krzywej pozostaną ewentualne kolejne decyzje administracji D. Trumpa wpływające na globalną awersję do ryzyka i oczekiwania dotyczące stóp procentowych w USA.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25
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*	4,33	4,32	4,31	4,29	4,33	4,27	4,30	4,29	4,28	4,28	4,35	4,30	4,27	4,21
Kurs USDPLN*	3,93	4,00	3,99	3,97	4,06	3,94	4,02	3,96	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,03
Kurs CHFPLN*	4,64	4,64	4,52	4,40	4,41	4,36	4,47	4,50	4,56	4,54	4,64	4,60	4,54	4,44
Inflacja CPI (r/r, %)	6,2	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	
Inflacja bazowa (r/r, %)	6,9	6,2	5,4	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-3,5	3,0	3,2	-5,7	7,8	-1,6	0,0	5,3	-1,3	-0,5	4,7	-1,3	0,2	
Inflacja PPI (r/r, %)	-6,9	-10,6	-10,0	-9,9	-8,5	-7,0	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,7	-2,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	0,5	4,6	6,7	6,0	4,3	5,4	4,7	5,0	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,7	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	9,6	12,8	12,9	12,0	11,3	11,4	11,0	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	
Saldo ROB (mIn EUR)	-102	1575	1752	1239	658	-605	441	-649	-2494	-1133	1220	-521		
Eksport (r/r, %, EUR)	-6,3	-3,1	2,0	-8,7	8,1	-5,4	-6,7	5,3	-2,7	1,0	2,1	-4,7		
Import (r/r, %, EUR)	-9,3	-4,1	2,1	-7,2	5,6	0,9	1,4	9,8	5,5	5,7	6,6	-0,4		

* 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	2,5	3,1	3,3	3,4	3,6	2,6	3,5	3,3	
Konsumpcja (% r/r)	4,4	4,6	0,3	2,5	2,5	2,1	2,0	1,8	2,9	2,2	2,9	
Inwestycje (% r/r)	1,9	3,2	0,1	-5,8	5,6	7,7	8,9	8,8	-1,2	8,1	7,3	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,1	2,9	-0,7	1,8	4,6	5,7	4,3	7,1	1,6	5,3	5,5	
Import (ceny stałe, % r/r)	2,3	5,7	1,9	3,5	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	1,3	1,5	1,2	1,2	0,9	1,7	1,3	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,5	0,0	-1,4	0,7	1,2	1,4	2,0	-0,2	1,4	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,3	-1,5	-0,7	0,1	0,5	0,1	1,8	-0,9	0,6	0,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,6	1,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	5,0	5,1	5,3	4,9	4,9	4,9	5,1	4,9	4,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	-0,2	0,9	1,5	0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,5	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,4	14,7	13,4	12,8	10,1	8,3	7,1	6,5	13,8	8,0	6,0	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,5	4,5	4,8	4,9	4,6	3,1	3,1	3,7	3,9	2,8	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,85	5,85	5,84	5,85	5,60	5,48	5,35	5,84	5,35	4,35	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,75	5,25	4,25	
EURPLN**	4,29	4,30	4,28	4,27	4,40	4,35	4,30	4,25	4,27	4,25	4,21	
USDPLN**	3,97	4,02	3,85	4,13	4,19	4,18	4,10	3,97	4,13	3,97	3,83	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 27.01.2025 r.						
2:30	Chiny	Indeks NBS PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	50,1		50,1
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Grudzień	5,0	5,1	5,1
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Styczeń	84,7		84,6
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Grudzień	664	700	672
Wtorek 28.01.2025 r.						
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Grudzień	-1,2	-2,0	1,0
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Listopad	0,3		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Styczeń	104,7	107,0	107,3
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Styczeń	-10,0		
Środa 29.01.2025 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Grudzień	3,8		3,8
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Styczeń	4,50	4,50	4,50
Czwartek 30.01.2025 r.						
10:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,1	-0,1	-0,1
10:00	Polska	Roczny PKB (% r/r)	2024	0,2	2,6	2,8
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Styczeń	-0,91		
11:00	Strefa euro	Wstępny szacunek PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,4	0,0	0,1
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Grudzień	6,3		6,3
14:15	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Styczeń	3,15	2,90	2,90
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	IV kw.	3,1	2,6	2,6
Piątek 31.01.2025 r.						
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	2,8	3,1	2,9
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Grudzień	2,4	2,5	2,6
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Grudzień	2,8	2,8	2,8
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Grudzień	0,3		
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Styczeń	36,9		39,4

* 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