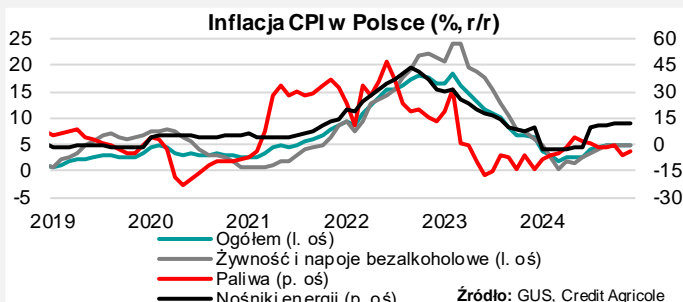


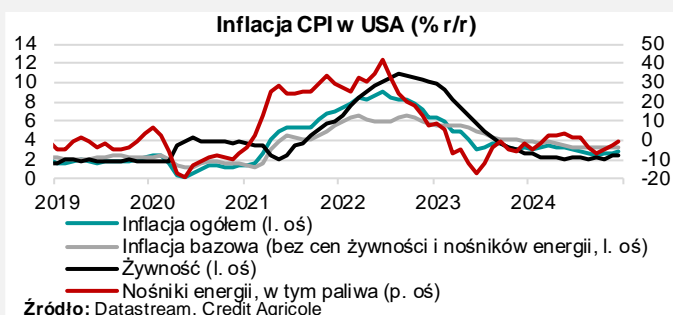
W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o styczniowej inflacji w Polsce, która zwiększyła się naszym zdaniem do 4,9% r/r wobec 4,7% w grudniu. W kierunku zwiększenia inflacji ogółem oddziaływał naszym zdaniem wzrost dynamik cen żywności i paliw. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (5,0%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



We wtorek i środę prezes Fed J. Powell przedstawi półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej. Inwestorzy będą uważnie śledzić wypowiedzi J. Powella dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego, inflacji oraz stóp procentowych. Szczególnie istotne będą wypowiedzi prezesa Fed dotyczące planów łagodzenia polityki pieniężnej. Choć uważamy, że J. Powell nie poda nowych informacji w kontekście perspektyw stóp procentowych, to w trakcie jego wystąpień możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA. Prognozujemy, że inflacja ogółem nie zmieniła się w styczniu w porównaniu do grudnia i wyniosła 2,9% r/r. Podobnie inflacja bazowa ustabilizowała się naszym zdaniem styczniu na poziomie 3,2% r/r. Materializacja naszej prognozy będzie stanowiła potwierdzenie uporczywości presji inflacyjnej w USA. Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się do 0,4% m/m w styczniu z 0,9% w grudniu, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury w przetwórstwie przemysłowym. Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zmniejszyła się w styczniu o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,4% w grudniu ze względu na niższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.



W czwartek poznamy wstępny szacunek PKB w Polsce w IV kw. 2024 r. Na podstawie opublikowanych dwa tygodnie temu przez GUS danych o PKB w całym 2024 r. (por. MAKROpuls z 30.01.2025) szacujemy, że tempo wzrostu PKB zwiększyło się do 3,4-3,6% r/r w IV kw. z 2,7% w III kw. ub. r. Należy jednocześnie zaznaczyć, że szacunek ten opiera się na założeniu, że GUS nie zrewidował danych o PKB za okres I-III kw. 2024 r. Do przyspieszenia wzrostu gospodarczego przyczyniły się wyższe wkłady konsumpcji, inwestycji i eksportu netto. Publikacja danych o PKB nie powinna wywołać znaczącej reakcji rynków.

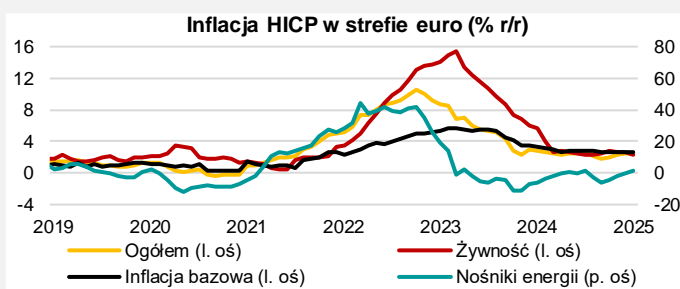
W czwartek opublikowane zostaną również dane nt. polskiego bilansu płatniczego w grudniu ub. r. Oczekujemy zwiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 2067 mln EUR wobec 521 mln EUR w listopadzie ub. r., będącego wynikiem przede wszystkim niższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu wzrosła z -4,7% r/r w listopadzie do -1,2% w grudniu, a tempo wzrostu importu zwiększyło się z -0,4% r/r do 5,2%. Do wzrostu obu dynamik


w grudniu przyczyniła się korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

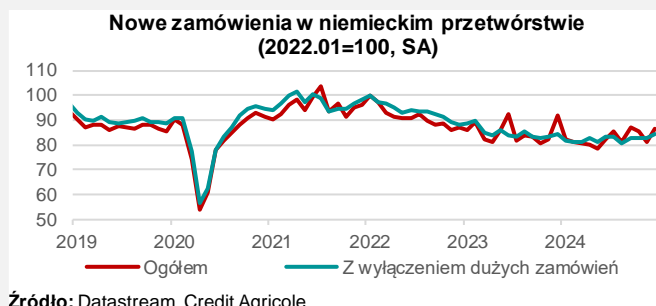
W zeszłym tygodniu

Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna NBP wynosi 5,75%). Decyzja RPP była zgodna z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. Wydzwięk komunikatu po posiedzeniu Rady pozostał lekko jastrzębi. Rada wskazała, że inflacja w największych gospodarkach rozwiniętych kształtuje się nieco powyżej celów inflacyjnych banków centralnych i podtrzymała ocenę, że w najbliższych kwartałach inflacja utrzyma się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP. W komunikacie powtórzono również ocenę dotyczącą przyszłego poziomu stóp procentowych, który zależeć będzie od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej (por. MAKROpuls z 05.02.2025). W ubiegłym tygodniu odbyła się również zwyczajowa konferencja prasowa, na której prezes NBP A. Głapiński stwierdził, że nie ma obecnie żadnych przesłanek do zmiany stóp procentowych. Zaprezentował on wykres, zgodnie z którym inflacja w całym 2025 r. kształtuje się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Zgodnie z zaprezentowaną ścieżką inflacji po przejściowym spadku dynamiki cen w III kw. do 4,1% r/r, rośnie ona ponownie do 4,8% w IV kw. ze względu na założone w prognozie odmrożenie cen energii (jego zdaniem podniesie ono roczną inflację o 0,7 pp.). Poza odmrożeniem cen energii wśród czynników proinflacyjnych wymienił również ożywienie gospodarcze, uporczywy wzrost cen usług, który utrwała inflację bazową na poziomie ok. 4% oraz luźną politykę fiskalną. Jego zdaniem moment głosowania obniżek stóp procentowych może nastąpić dopiero gdy projekcja pokaże spadek inflacji. A. Głapiński nawiązał również do ostatniego umocnienia złotego i dał do zrozumienia, że jest ono korzystne z punktu widzenia RPP, gdyż ma antyinflacyjny charakter. Wypowiedzi prezesa NBP A. Głapińskiego stanowią ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym pierwsza obniżka stóp procentowych o 25pb nastąpi w III kw. br.

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zwiększyła się w styczniu do 2,5% r/r wobec 2,4% w grudniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (2,4%) i zgodnie z naszą prognozą. Do zwiększenia inflacji przyczyniła się wyższa dynamika cen nośników energii (1,8% r/r w styczniu wobec 0,1% w grudniu), podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika cen żywności (2,3% wobec 2,6%). Inflacja bazowa nie zmieniła się w styczniu w porównaniu do grudnia i wyniosła 2,7%. Podwyższona inflacja bazowa wynika przede wszystkim z utrzymującej się wysokiej dynamiki cen usług (3,9% w styczniu wobec 4,0% w grudniu), podczas gdy dynamika cen towarów bazowych pozostaje niska (0,5% r/r w styczniu i w grudniu). Oczekujemy, że najbliższe miesiące przyniosą stopniowe obniżenie inflacji bazowej. Spadek ten będzie jednak bardzo powolny i zmniejszy się ona do poziomu ok. 2% dopiero w I kw. 2026 r. Taka ścieżka inflacji jest spójna z naszym scenariuszem, zgodnie z którym EBC na najbliższych dwóch posiedzeniach obniży stopy procentowe każdorazowo o 25pb, aż w kwietniu 2025 r. osiągną one docelowy poziom (2,25% w przypadku stopy depozytowej – por. MAKROmapa z 03.02.2025).

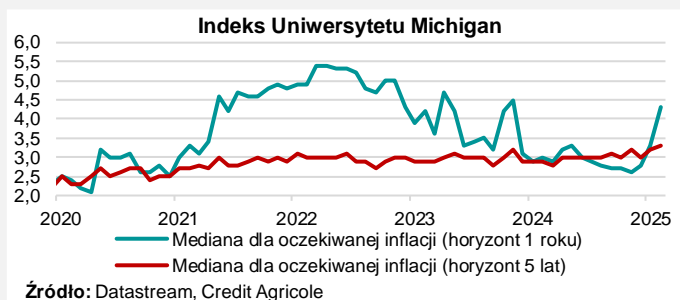



W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki. Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w grudniu o 2,4% m/m wobec wzrostu o 1,3% w listopadzie (rewizja w dół z 1,5%), kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynku (spadek 0,6%). Dynamika produkcji przemysłowej



obniżyła się we wszystkich trzech głównych działach: w przetwórstwie, energetyce i w budownictwie. W danych na uwagę zasługuje spadek produkcji w branży „produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep” (-10,0% m/m), która ukształtowała się w grudniu na najniższym poziomie od kwietnia 2022 r. Produkcja w branżach energochłonnych spadła w grudniu o 3,2% m/m i osiągnęła najniższy poziom od grudnia 2023 r. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach w przetwórstwie, które zwiększyły się w grudniu o 6,9% m/m wobec spadku o 5,2% w listopadzie, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (+1,9%). Wzrost zamówień miał szeroki zakres i został odnotowany zarówno w przypadku zamówień krajowych jak i zagranicznych. Zwiększone zamówienia zagraniczne były w dużym stopniu efektem wyższych zamówień spoza strefy euro, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek zamówień z obszaru wspólnej waluty. W ujęciu sektorowym za silny wzrost zamówień w grudniu odpowiadały przede wszystkim wyższe zamówienia w kategorii „pozostały sprzęt transportowy” (wzrost o 55,5% m/m w grudniu). W kategorii tej uwzględniane są m.in. statki, samoloty, pociągi czy pojazdy wojskowe. Stąd zamówienia w tej kategorii charakteryzują się relatywnie dużą wartością i jednocześnie wysoką zmiennością, co przyczynia się do dużych wahań zamówień w przetwórstwie ogółem. Po wyłączeniu tzw. dużych zamówień, nowe zamówienia zwiększyły się 2,2%, co odzwierciedla wyższe zamówienia w większości raportowanych kategorii i wskazuje na poprawę perspektyw aktywności w niemieckim przetwórstwie. Niemniej spadek zamówień został odnotowany w branżach „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” (-3,2%) oraz „urządzenia elektryczne” (-4,1%). Ta ostatnia kategoria obejmuje wiele komponentów wykorzystywanych w branży motoryzacyjnej jak silniki elektryczne czy akumulatory. Sygnalizuje to naszym zdaniem brak przestrzeni do silnego wzrostu produkcji w niemieckiej branży motoryzacyjnej w najbliższych miesiącach. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o niemieckim handlu zagranicznym, którego saldo zwiększyło się w grudniu do 20,7 mld EUR wobec 19,2 mld EUR w listopadzie, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (17,1 mld EUR). Jednocześnie odnotowano wzrost dynamiki eksportu (2,9% m/m w grudniu wobec 2,3% w listopadzie) oraz dynamiki importu (2,1% wobec -2,7%), które ukształtowały się powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio -0,6% i 1,8%). Tym samym grudzień był drugim miesiącem z rzędu, w którym odnotowano wzrost eksportu, co sugeruje poprawę popytu zewnętrznego na niemieckie towary. Z kolei wzrost dynamiki importu najprawdopodobniej wynikał z efektu niskiej bazy sprzed miesiąca. Prognozujemy, że kwartalna dynamika PKB w Niemczech zwiększy się w I kw. do 0,1% wobec -0,2% IV kw., a w całym 2025 r. PKB zwiększy się o 0,2% wobec spadku o 0,2% w 2024 r. W świetle napływających wyników badań koniunktury ze strefy euro (por. MAKROmapa z 27.01.2025) podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro wyniesie 0,3% w I kw. wobec 0,0% w IV kw. 2024 r., a w całym 2025 r. PKB wzrośnie o 1,0% r/r wobec 0,7% w 2024 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w styczniu o 143 tys. wobec wzrostu o 307 tys. w grudniu (rewizja w górę z 256 tys.) i ukształtowało się poniżej oczekiwań rynku (170 tys.) i naszej prognozy (200 tys.). Mimo słabszych od

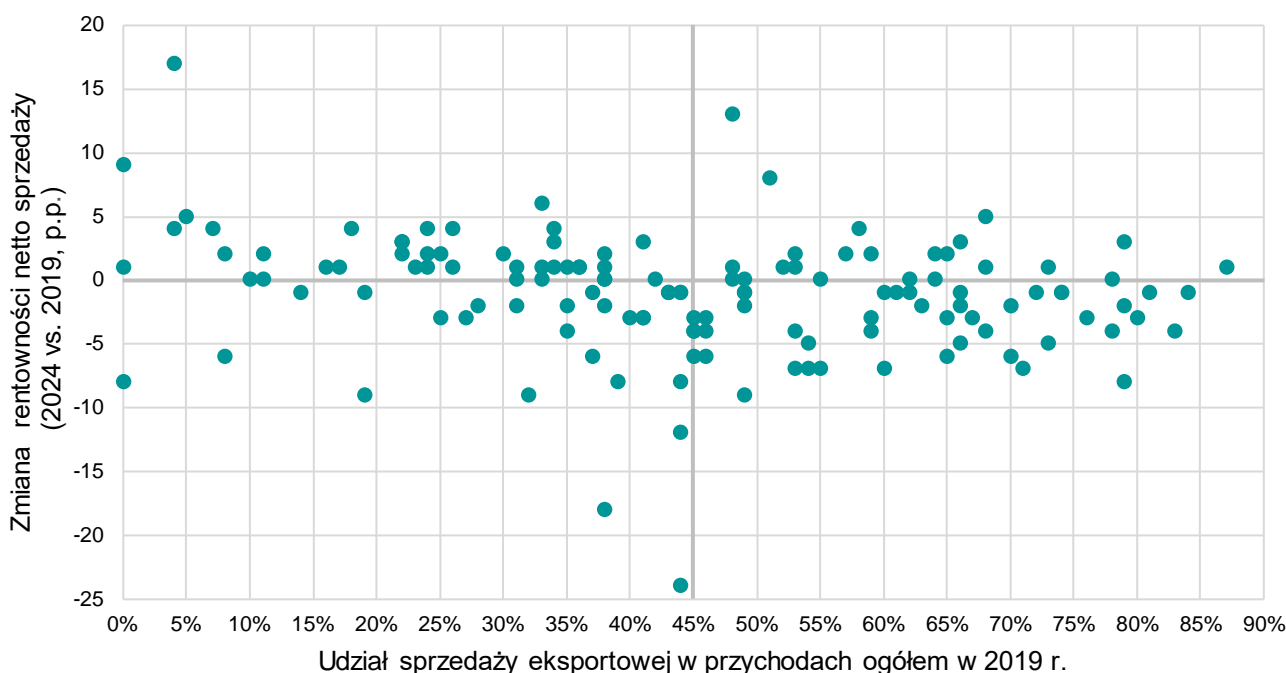


oczekiwań danych nie spotkały się one z reakcją rynku, co można łączyć z istotną rewizją w górę wartości za grudzień. Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w edukacji i służbie zdrowia (+61,0 tys.), w handlu detalicznym (+34,3 tys.) oraz w sektorze rządowym (+32,0 tys.). Z kolei do spadku zatrudnienia doszło w usługach biznesowych (-11,0 tys.), w górnictwie oraz wycince drzew (-7,0 tys.) oraz w turystyce i rekreacji (-3,0 tys.). Stopa bezrobocia spadła w styczniu do 4,0% wobec 4,1% w grudniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku równych naszej prognozie (4,1%). Tym samym stopa bezrobocia w USA pozostaje poniżej stopy bezrobocia naturalnego, szacowanej przez Fed na poziomie 4,2%. Współczynnik aktywności zawodowej zwiększył się w styczniu do 62,6% wobec 62,5% w grudniu, tym samym pozostając poniżej poziomów sprzed wybuchu pandemii (63,3%). Dynamika wynagrodzenia godzinowego nie zmieniła się w styczniu w porównaniu do grudnia i wyniosła 4,1% r/r. W naszej ocenie wskazuje to, że presja płacowa w amerykańskiej gospodarce pozostaje na podwyższonym poziomie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla amerykańskiego przetwórstwa zwiększył się w styczniu do 50,9 pkt. wobec 49,2 pkt. w grudniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (49,8 pkt.). Tym samym indeks ukształtował się powyżej granicy 50 pkt. po raz pierwszy od października 2022 r. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład dla zapasów. W styczniu doszło do wyraźnego przyspieszenia wzrostu nowych zamówień, co wskazuje na przestrzeń do zwiększenia aktywności w amerykańskim przetwórstwie w kolejnych miesiącach. Z kolei indeks ISM dla usług obniżył się w styczniu do 52,8 pkt. wobec 54,1 pkt. w grudniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (54,2 pkt.). W kierunku zmniejszenia indeksu oddziaływały niższe wkłady 3 z 4 jego składowych (dla aktywności biznesowej i nowych zamówień), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla zatrudnienia i czasu dostaw. W danych na uwagę zasługuje nadal wysokie tempo wzrostu cen w usługach, sygnalizując utrzymującą się podwyższoną presję kosztową w tym sektorze. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w lutym do 67,8 pkt. wobec 71,1 pkt. w styczniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku równych naszej prognozie (72,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku zwiększyła się w lutym do 4,3% r/r wobec 3,3% w styczniu, co wskazuje, że amerykańscy konsumenci obawiają się proinflacyjnego charakteru ostatnich decyzji administracji D. Trumpa (m.in. zaostrzenie polityki migracyjnej, podniesienie ceł na import z części krajów). Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszy się w I kw. do 1,9% wobec 2,3% w IV kw., a w całym 2025 r. obniży się do 1,9% wobec 2,8% w 2024 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 - patrz powyżej).

Branże eksportowe na ogół odporne na zakłócenia w łańcuchach dostaw

Ze względu na pandemię oraz wybuch wojny w Ukrainie, a także recesję w niemieckim przetwórstwie w ostatnich latach, mieliśmy do czynienia z silnymi zakłóceniami w ramach międzynarodowych łańcuchów dostaw. W tych warunkach można oczekiwać, że rentowność polskich firm o dużym udziale sprzedaży eksportowej w przychodach znalazła się pod silną, negatywną presją. Przedmiotem poniższej analizy jest weryfikacja hipotezy, czy rzeczywiście w ostatnich latach branże eksportowe radziły sobie gorzej niż te o niższym udziale sprzedaży eksportowej w przychodach.

W pierwszym kroku naszej analizy zestawiliśmy dane o udziale sprzedaży eksportowej w przychodach ogółem w 2019 r. z danymi o zmianie rentowności netto sprzedaży pomiędzy okresami I-III kw. 2024 r. oraz I-III kw. 2019 r. dla poszczególnych branż PKD polskiego przetwórstwa. Analizowane przez nas dane dotyczą firm zatrudniających przynajmniej 50 pracowników, a okno czasowe obejmujące obserwacje za pierwsze trzy kwartały 2024 r. i 2019 r. podyktowane jest dostępnością danych za 2024 r. Jako branże eksportowe sklasyfikowaliśmy te, w których udział sprzedaży eksportowej w przychodach w 2019 r. ukształtował się powyżej mediany w analizowanej próbie (czyli powyżej 45%). Wyniki naszych obliczeń przedstawiliśmy na poniższym wykresie:



Źródło: PONT Info, Credit Agricole

Uzyskane wyniki sugerują, że w analizowanym okresie nie występowała istotna zależność pomiędzy udziałem sprzedaży eksportowej w przychodach a zmianą rentowności netto sprzedaży w danej branży. Sugeruje to, że udział sprzedaży eksportowej w przychodach nie był znaczącym czynnikiem determinującym zmiany rentowności w polskim przetwórstwie, a tym samym branże eksportowe okazały się na ogół odporne na zakłócenia w międzynarodowych łańcuchach dostaw.

W drugim kroku naszej analizy skoncentrowaliśmy się wyłącznie na grupie branż sklasyfikowanych przez nas jako eksportowe i przyporządkowaliśmy je do 9 większych grup sektorowych. Miało to na celu sprawdzenie, czy specyfika sektorowa może być pomocna w tłumaczeniu różnic pomiędzy wynikami poszczególnych branż. Poszczególne branże eksportowe, ich analizowane charakterystyki oraz przyporządkowane sektory zostały przedstawione w poniższej tabeli:

Numer PKD	Nazwa	Kategoria	Udział eksportu w sprzedaży (%)	Zmiana rentowności 2019-2024 (p.p.)
10.2	Przetwarzanie i konserwowanie ryb, skorupiaków i mięczaków	Wyroby spożywcze	59%	2
10.83	Przetwórstwo herbaty i kawy	Wyroby spożywcze	59%	-3
10.92	Produkcja gotowej karmy dla zwierząt domowych	Wyroby spożywcze	57%	2
13.1	Przygotowanie i przedzenie włókien tekstylnych	Wyroby tekstylne	81%	-1
13.92	Produkcja gotowych wyrobów tekstylnych	Wyroby tekstylne	62%	-1
13.93	Produkcja dywanów i chodników	Wyroby tekstylne	83%	-4
14.13	Produkcja pozostałej odzieży wierzchniej	Wyroby tekstylne	49%	-9
16.1	Produkcja wyrobów łazienicznych	Wyroby budowlane	45%	-4
16.29	Produkcja pozostałych wyrobów z drewna; [...]	Inne	63%	-2
17.1	Produkcja masy włóknistej, papieru i tektury	Inne	46%	-6
17.29	Produkcja pozostałych wyrobów z papieru i tektury	Inne	48%	0
20.41	Produkcja mydła i detergentów, środków myjących i czyszczących	Wyroby chemiczne	66%	3
22.1	Produkcja wyrobów z gumy	Wyroby chemiczne	67%	-3
22.22	Produkcja opakowań z tworzyw sztucznych	Wyroby chemiczne	49%	-1
22.23	Produkcja wyrobów dla budownictwa z tworzyw sztucznych	Wyroby chemiczne	49%	0
22.29	Produkcja pozostałych wyrobów z tworzyw sztucznych	Wyroby chemiczne	49%	-2
23.12	Kształtowanie i obróbka szkła płaskiego	Wyroby budowlane	54%	-7
23.2	Produkcja wyrobów ogniotwórczych	Wyroby budowlane	65%	-6
23.41	Produkcja ceramicznych wyrobów stołowych i ozdobnych	Inne	53%	-7
23.91	Produkcja wyrobów ściemnych	Inne	72%	-1
23.99	Produkcja pozostałych wyrobów z mineralnych surowców niemetalicznych; [...]	Inne	55%	-7
24.51	Odlewnictwo żeliwa	Metalurgia	45%	-3
24.53	Odlewnictwo metali lekkich	Metalurgia	76%	-3
24.54	Odlewnictwo pozostałych metali nieżelaznych	Metalurgia	68%	-4
25.11	Produkcja konstrukcji metalowych i ich części	Metalurgia	52%	1
25.21	Produkcja grzejników i kotłów centralnego ogrzewania	Metalurgia	60%	-7
25.29	Produkcja pozostałych zbiorników, cystern i pojemników metalowych	Metalurgia	66%	-1
25.5	Kucie, prasowanie, wylaczanie i walcowanie metali; metalurgia proszków	Metalurgia	46%	-3
25.91	Produkcja pojemników metalowych	Metalurgia	53%	-4
25.92	Produkcja opakowań z metali	Metalurgia	68%	5
25.94	Produkcja złączy i śrub	Metalurgia	68%	1
25.99	Produkcja pozostałych gotowych wyrobów metalowych, gdzie indziej niesklasyfikowana	Metalurgia	46%	-4
26.11	Produkcja elementów elektronicznych	Elektronika	55%	0
26.12	Produkcja elektronicznych obwodów drukowanych	Elektronika	71%	-7
26.2	Produkcja komputerów i urządzeń peryferyjnych	Elektronika	48%	13
26.3	Produkcja sprzętu (tele)komunikacyjnego	Elektronika	79%	3
26.5	Produkcja przyrządów pomiarowych, kontrolnych i nawigacyjnych; produkcja zegarków [...]	Elektronika	65%	-3
27.11	Produkcja elektrycznych silników, prądnic i transformatorów	Elektronika	64%	2
27.12	Produkcja aparatury rozdzielczej i sterowniczej energii elektrycznej	Elektronika	53%	2
27.32	Produkcja pozostałych elektronicznych i elektrycznych przewodów i kabli	Elektronika	48%	1
27.4	Produkcja elektrycznego sprzętu oświetleniowego	Elektronika	73%	-5
28.11	Produkcja silników i turbin, z wyłączeniem silników lotniczych, samochodowych i motocyklowych	Maszyny	70%	-6
28.12	Produkcja sprzętu i wyposażenia do napędu hydraulicznego i pneumatycznego	Maszyny	65%	2
28.13	Produkcja pozostałych pomp i sprężarek	Maszyny	79%	-2
28.14	Produkcja pozostałych kurków i zaworów	Maszyny	53%	1
28.15	Produkcja łożysk, kół zębatych, przekładni zębatych i elementów napędowych	Maszyny	74%	-1
28.22	Produkcja urządzeń dźwigowych i chwytaków	Maszyny	74%	-1
28.25	Produkcja przemysłowych urządzeń chłodniczych i wentylacyjnych	Maszyny	45%	-4
28.29	Produkcja pozostałych maszyn ogólnego przeznaczenia, gdzie indziej niesklasyfikowana	Maszyny	66%	-5
28.3	Produkcja maszyn dla rolnictwa i leśnictwa	Maszyny	54%	-5
28.41	Produkcja maszyn do obróbki metalu	Maszyny	79%	-8
28.93	Produkcja maszyn stosowanych w przetwórstwie żywności, tytoniu i produkcji napojów	Maszyny	58%	4
28.99	Produkcja pozostałych maszyn specjalnego przeznaczenia, gdzie indziej niesklasyfikowana	Maszyny	59%	-4
29.1	Produkcja pojazdów samochodowych, z wyłączeniem motocykli	Pojazdy	78%	0
29.2	Produkcja nadwozi do pojazdów silnikowych; produkcja przyczep i naczep	Pojazdy	61%	-1
29.31	Produkcja wyposażenia elektrycznego i elektronicznego do pojazdów silnikowych	Pojazdy	87%	1
29.32	Produkcja pozostałych części i akcesoriów do pojazdów silnikowych, z wyłączeniem motocykli	Pojazdy	78%	-4
30.11	Produkcja statków i konstrukcji pływających	Pojazdy	51%	8
30.12	Produkcja łodzi wycieczkowych i sportowych	Pojazdy	80%	-3
30.3	Produkcja statków powietrznych, statków kosmicznych i podobnych maszyn	Pojazdy	84%	-1
30.92	Produkcja rowerów i wózków inwalidzkich	Pojazdy	45%	-6
31.01	Produkcja mebli biurowych i sklepowych	Inne	64%	0
31.02	Produkcja mebli kuchennych	Inne	49%	-1
31.03	Produkcja materaców	Inne	73%	1
31.09	Produkcja pozostałych mebli	Inne	66%	-2
32.5	Produkcja urządzeń, instrumentów oraz wyrobów medycznych, włączając dentystyczne	Inne	70%	-2
32.99	Produkcja pozostałych wyrobów, gdzie indziej niesklasyfikowana	Inne	62%	0
33.15	Naprawa i konserwacja statków i łodzi	Inne	60%	-1

Źródło: PONT Info, Credit Agricole

Kategoria	Średnia zmiana rentowności	Udział branż ze spadkiem
Wyroby budowlane	-6,5	100%
Wyroby tekstylne	-2,0	100%
Maszyny	-2,3	73%
Pozostałe	-2,1	70%
Metalurgia	-1,5	63%
Pojazdy	0,0	57%
Wyroby chemiczne	0,0	50%
Elektronika	-1,1	43%
Wyroby spożywcze	0,3	33%

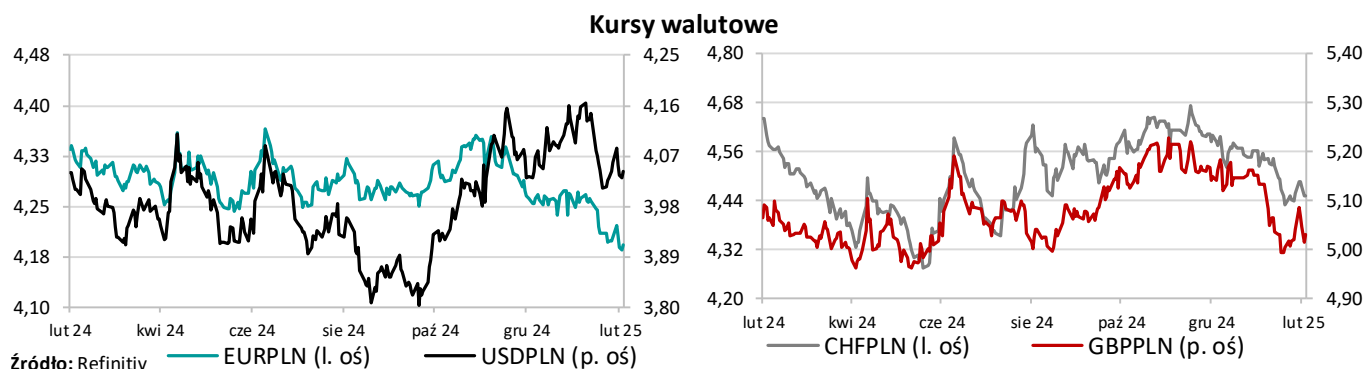
Źródło: PONT Info, Credit Agricole

Zestawienie branż w grupy sektorowe prowadzi do następujących wniosków. W analizowanym okresie najgorzej radziły sobie branże wyspecjalizowane w produkcji materiałów budowlanych. W naszej ocenie wynika to przede wszystkim z czynników lokalnych związanych z silnym spadkiem aktywności

w krajowym budownictwie. Uważamy, że czynnikiem tłumaczącym słabsze wyniki w tym sektorze może być również rosnąca konkurencja ze strony chińskiego eksportu na unijnym rynku (por. MAKROmapa z 27.01.2025). Kolejną grupą, w której wszystkie branże odnotowały spadek rentowności netto sprzedaży są branże związane z przemysłem tekstylnym. W naszej ocenie ich słabe wyniki wynikają z silnego wzrostu kosztów energii oraz coraz większej presji na ochronę środowiska naturalnego. Z kolei na drugim końcu zestawienia znalazły się branże związane z przemysłem spożywczym, które na ogół historycznie charakteryzowały się relatywnie dużą odpornością na wahania koniunktury. Warto jednak zauważyć, że nie jest to licznie reprezentowana grupa, gdyż w większości branże z tego sektora nie zostały sklasyfikowane jako eksportowe i nie były brane pod uwagę w powyższych obliczeniach. Relatywnie odporne okazały się również branże zajmujące się produkcją elektroniki. Z jednej strony ich wyniki znajdowały się pod rosnącą presją konkurencji ze strony Chin, które w ostatnich latach ujawniły swoje silne przewagi w tym sektorze. Z drugiej strony bardzo dobre wyniki odnotowała branża „Produkcja komputerów i urządzeń peryferyjnych”. Z punktu widzenia polskiego przetwórstwa na uwagę zasługują również wyniki w branżach związanych z branżą motoryzacyjną. Ich pogorszenie wynika w dużym stopniu z kryzysu w niemieckiej branży motoryzacyjnej, związanego w dużym stopniu ze wzrostem cen energii, rosnącą presją związaną z regulacjami, a także coraz silniejszą konkurencją ze strony Chin.

Podsumowując, wyniki naszej analizy wskazują, że nie występowała istotna zależność pomiędzy udziałem sprzedaży eksportowej w przychodach a zmianą rentowności w poszczególnych branżach polskiego przetwórstwa na przestrzeni ostatnich 5 lat. Tym samym polskie branże eksportowe okazały się na ogół odporne na zakłócenia w międzynarodowych łańcuchach dostaw związane z pandemią COVID-19 oraz wybuchem wojny w Ukrainie, a udział sprzedaży eksportowej w przychodach nie był znaczącym czynnikiem determinującym zmiany rentowności netto sprzedaży. W przypadku branż eksportowych w większym stopniu zmiana te wynikały z indywidualnych charakterystyk poszczególnych branż, jak również czynników sektorowych.

Kurs EURPLN poniżej 4,20

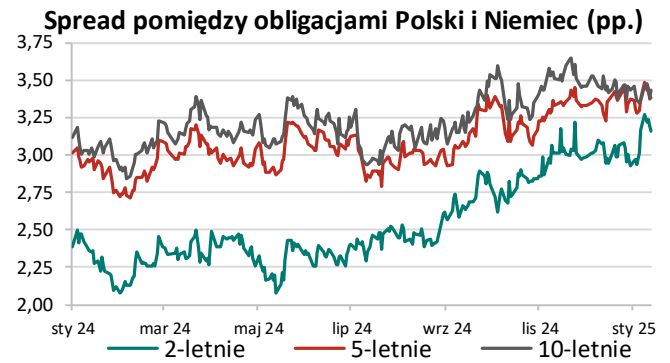
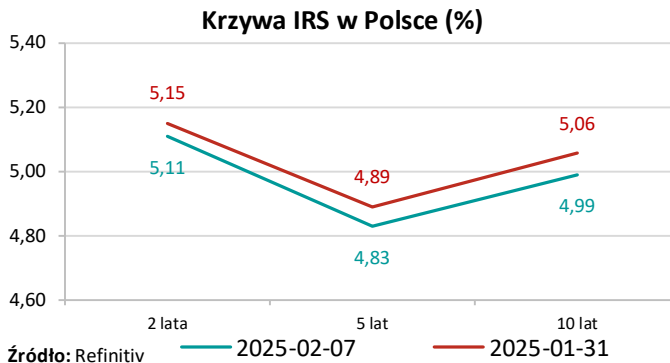


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1943 (umocnienie złotego o 0,3%). W zeszłym tygodniu kurs EURPLN kształtował się w wyraźnym trendzie spadkowym, co było kontynuacją tendencji z ostatnich tygodni. Podobne tendencje obserwowane były również w przypadku forinta. Umocnieniu walut w regionie sprzyjały spekulacje części inwestorów dotyczące tego, że administracja D. Trumpa wkrótce doprowadzi do zawieszenia broni w Ukrainie. W Polsce dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku umocnienia złotego był jastrzębi wydzźwięk konferencji prasowej prezesa NBP A. Głapińskiego. W efekcie, w czwartek kurs EURPLN spadł poniżej granicy 4,20.

Początek ubiegłego tygodnia przyniósł osłabienie dolara względem euro, co było korektą po jego wyraźnym umocnieniu po tym, jak D. Trump ogłosił wprowadzenie podwyższonych ceł na Kanadę, Meksyk oraz Chiny. W dalszej części tygodnia kurs EURUSD był relatywnie stabilny. Piątkowa publikacja danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA nie miała istotnego wpływu na rynek.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowana na piątek publikacja krajowych danych o inflacji. W przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy dane mogą przyczynić się do osłabienia złotego. Z kolei w kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego mogą oddziaływać zaplanowane na wtorek i środę wystąpienia szefa Rezerwy Federalnej J. Powella przed Kongresem. Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. W tym tygodniu istotne z punktu widzenia kształtowania kursu złotego pozostaną kolejne decyzje administracji D. Trumpa, które będą sprzyjać podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty.

Wystąpienia J. Powella przed Kongresem w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,11 (spadek o 4pb), 5-letnie do 4,83 (spadek o 6pb), a 10-letnie do 4,99 (spadek o 7pb). W zeszłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS. W naszej ocenie przyczyniły się do tego spekulacje części inwestorów dotyczące tego, że administracja D. Trumpa wkrótce doprowadzi do zawieszenia broni w Ukrainie, co znalazło odzwierciedlenie w zmniejszeniu premii za ryzyko. W konsekwencji, w ubiegłym tygodniu doszło do spadku spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami.

W tym tygodniu kluczowe dla krzywej będą zaplanowane na wtorek i środę wystąpienia szefa Fed J. Powella przed Kongresem. Uważamy, że jego wypowiedzi mogą oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS. Piątkowa publikacja krajowych danych o inflacji może naszym zdaniem sprzyjać spadkowi stawek IRS. Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki będą naszym zdaniem neutralne dla stawek IRS. W tym tygodniu istotne dla krzywej pozostaną kolejne decyzje administracji D. Trumpa, które mogą sprzyjać zwiększonej zmienności stawek IRS.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,32	4,31	4,29	4,33	4,27	4,30	4,29	4,28	4,28	4,35	4,30	4,27	4,21	4,22
Kurs USDPLN*	4,00	3,99	3,97	4,06	3,94	4,02	3,96	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,06	4,10
Kurs CHFPLN*	4,64	4,52	4,40	4,41	4,36	4,47	4,50	4,56	4,54	4,64	4,60	4,54	4,46	4,50
Inflacja CPI (r/r, %)	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	6,2	5,4	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	3,9	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	3,0	3,2	-5,7	7,8	-1,6	0,0	5,3	-1,3	-0,5	4,7	-1,3	0,2	-1,2	
Inflacja PPI (r/r, %)	-10,6	-10,0	-9,9	-8,5	-7,0	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,8	-2,6	-0,5	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,6	6,7	6,0	4,3	5,4	4,7	5,0	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,7	2,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	12,8	12,9	12,0	11,3	11,4	11,0	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	8,5	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	
Saldo ROB (mln EUR)	1575	1752	1239	658	-605	441	-649	-2494	-1133	1220	-521	-2067		
Eksport (r/r, %, EUR)	-3,1	2,0	-8,7	8,1	-5,4	-6,7	5,3	-2,7	1,0	2,1	-4,7	-1,2		
Import (r/r, %, EUR)	-4,1	2,1	-7,2	5,6	0,9	1,4	9,8	5,5	5,7	6,6	-0,4	5,2		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym												
Wskaźnik	2024				2025				2024	2025	2026	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	2,1	3,2	2,7	3,4	3,1	3,3	3,4	3,6	2,9	3,5	3,3	
Konsumpcja (% r/r)	4,4	4,6	0,3	3,1	2,5	2,1	2,0	1,8	3,1	2,2	2,9	
Inwestycje (% r/r)	1,9	3,2	0,1	0,7	5,6	7,7	8,9	8,8	1,3	8,1	7,3	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,1	2,9	-0,7	1,8	4,6	5,7	4,3	7,1	1,6	5,3	5,5	
Import (ceny stałe, % r/r)	2,3	5,7	1,9	4,1	4,9	5,3	4,3	3,9	3,5	4,5	4,6	
Wkład do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,7	2,6	0,2	1,5	1,5	1,2	1,2	0,9	1,8	1,3	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,5	0,0	0,2	0,7	1,2	1,4	2,0	0,3	1,4	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,3	-1,5	-1,0	0,1	0,5	0,1	1,8	-1,0	0,6	0,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,6	1,3	0,5	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	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 10.02.2025 r.					
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Luty	-17,7	-17,0
Środa 12.02.2025 r.					
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Styczeń	0,4	0,3 0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Styczeń	0,2	0,3 0,3
Czwartek 13.02.2025 r.					
10:00	Polska	Wstępny PKB (% r/r)	IV kw.	2,7	3,4 3,3
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	0,2	-0,5
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Grudzień	-521	-2067 -1548
Piątek 14.02.2025 r.					
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Styczeń	4,7	4,9 5,0
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% r/r)	IV kw.	0,9	0,9 0,9
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,0	0,0 0,0
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Styczeń	0,4	-0,2 -0,1
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Styczeń	77,6	77,8
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	0,9	0,4 0,3
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Grudzień	0,1	

* 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