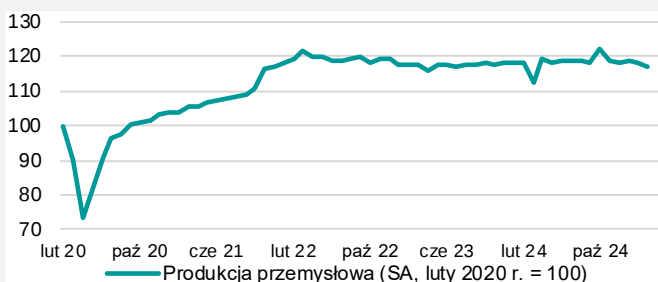


W tym tygodniu

W niedzielę przeprowadzona została I tura wyborów prezydenckich w Polsce. Zgodnie z wynikami sondażu late poll, Rafał Trzaskowski uzyskał 31,2% głosów, a Karol Nawrocki 29,7%, co oznacza, że obaj kandydaci zmierzą się w II turze zaplanowanej na 1 czerwca. Sławomir Mentzen otrzymał 14,5% głosów. Pozostali kandydaci zdobyli mniej niż 7% głosów. Wyniki I tury są zbliżone do wcześniejszych sondaży i są naszym zdaniem neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji. Dopiero wyniki II tury mogą mieć zauważalny wpływ na rynki finansowe.

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie śródowa publikacja danych o kwietniowej produkcji przemysłowej w Polsce. Prognozujemy, że dynamika produkcji zmniejszyła się do -1,8% r/r wobec +2,6% w marcu. W kierunku spadku produkcji oddziaływały efekt wysokiej bazy sprzed roku oraz pogorszenie koniunktury w przetwórstwie przemysłowym. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje się poniżej konsensusu (-0,1%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



W czwartek opublikowane zostaną wstępne wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI). Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w maju do 50,8 pkt. wobec 50,4 pkt. w kwietniu. Oznaczałoby to, że



indeks PMI pozostanie już piąty miesiąc z rzędu powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zgodnie z konsensem poprawa koniunktury zostanie odnotowana zarówno w przypadku sektora usług, jak i przetwórstwa przemysłowego. Rynek oczekuje również lekkiego wzrostu w przypadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (49,0 pkt. w maju wobec 48,4 pkt. w kwietniu). Dodatkowych informacji o koniunkturze w Niemczech dostarczy opublikowany w czwartek indeks Ifo, obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Rynek oczekuje, że wartość indeksu zwiększyła się do 87,5 pkt. w maju z 86,9 pkt. w kwietniu. Wzrosty majowych indeksów w strefie euro będą odzwierciedlały naszym zdaniem lekką korektę nastrojów przedsiębiorstw po zaostreniu globalnej polityki handlowej w kwietniu. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech, będzie neutralna dla rynków finansowych.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Oczekujemy, że dane o sprzedaży nowych domów (695 tys. w kwietniu wobec 724 tys. w marcu) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,15 mln wobec 4,13 mln) w dalszym ciągu będą sygnalizować obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Publikacja danych z USA będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

W środę opublikowane zostaną kwietniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce. Prognozujemy, w ujęciu miesiąc do

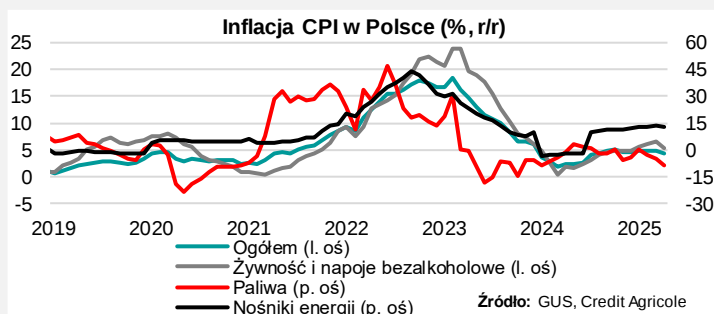
miesiąca nadal będziemy obserwowali lekki spadek liczby pracujących. W rezultacie oczekujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w kwietniu w porównaniu do marca i wyniosła -0,9% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się naszym zdaniem do 8,1% r/r w kwietniu z 7,7% w marcu z uwagi na oddziaływanie efektów niskiej bazy. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

➤ **Dzisiaj poznaliśmy istotne dane z Chin.** Lepsze od oczekiwań rynku okazały się dane o produkcji przemysłowej (6,1% r/r w kwietniu wobec 7,7% w marcu, przy oczekiwaniach równych 5,5%) oraz sprzedaży detalicznej (5,1% wobec 5,9%, przy oczekiwaniach równych 5,4%). Poniżej konsensusu rynkowego ukształtowały się natomiast dane o inwestycjach w aglomeracjach miejskich (4,0% wobec 4,2%, przy oczekiwaniach równych 4,2%). Dane wskazały tym samym na szeroki zakres spowolnienia wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach, co można łączyć ze wzrostem napięć handlowych na linii USA-Chiny. Dane sygnalizują lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w Chinach obniży się w 2025 r. do 4,6% wobec 5,0% w 2024 r. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach chiński rząd będzie starał się pobudzić aktywność w chińskiej gospodarce, w szczególności popyt wewnętrzny, poprzez zwiększenie skali stymulacji fiskalnej. Dzisiejsze dane z Chin są w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

➤ **Według wstępnego szacunku GUS, dynamika PKB zmniejszyła się do 3,2% r/r w I kw. wobec 3,4% r/r w IV kw. 2024 r., kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (3,1%) oraz naszej prognozy (2,8%).** Kwartałna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zmniejszyła się w I kw. do 0,7% kw/kw wobec 1,4% w IV kw. Opublikowane przez GUS dane są wstępnym szacunkiem, a pełne dane o PKB, uwzględniające informacje dotyczące jego struktury, poznamy pod koniec maja. Uważamy, że głównymi czynnikami oddziałującymi w kierunku spowolnienia wzrostu gospodarczego pomiędzy IV i I kw. były niższe wkłady zmiany zapasów i konsumpcji, podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład eksportu netto. Jednocześnie prognozujemy, że kolejne kwartały przyniosą stopniowe ożywienie wzrostu gospodarczego wspierane przede wszystkim przez wyższy wkład inwestycji związany z realizacją projektów współfinansowanych ze środków unijnych.

➤ **Zgodnie z finalnymi danymi GUS inflacja CPI w Polsce spadła w kwietniu do 4,3% r/r wobec 4,9% w marcu, kształtując się lekko powyżej wstępnego szacunku GUS (4,2%).** W kierunku spadku inflacji oddziaływała przede wszystkim niższa dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” (5,3% r/r w kwietniu wobec 6,7% w marcu), w dużym stopniu wynikająca z efektów wysokiej bazy związanych z przywróceniem 5% stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe w kwietniu 2024 r. Do spadku inflacji przyczyniły się również niższa dynamika w kategorii „paliwa” (-8,3% wobec -4,7%) oraz „nośniki energii” (13,1% wobec 13,3%). Spadek inflacji ogółem wynikał również ze zmniejszenia inflacji bazowej, która obniżyła się w kwietniu do 3,4% r/r wobec 3,6% w marcu. Miesięczna dynamika cen bazowych ukształtowała się w kwietniu na poziomie ok. 0,5-0,6%, czyli zbliżonym do swojego wzorca sezonowego (ok. +0,5% m/m w kwietniu). Nie zmienia to jednak naszej oceny, że choć presja inflacyjna w polskiej gospodarce



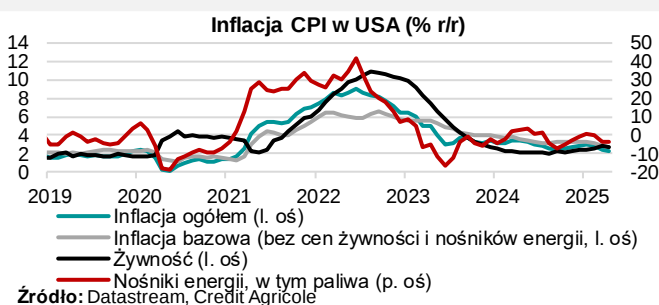
słabnie, to jest ona nadal podwyższona. Czynnikiem utrwalającym podwyższoną inflację bazową pozostaje relatywnie wysoka dynamika cen usług (6,3% r/r w kwietniu wobec 6,4% w marcu), która kształtuje się wyraźnie powyżej dynamiki cen towarów (3,5% wobec 4,4%). Głównym czynnikiem proinflacyjnym w obszarze cen usług jest presja płacowa (por. MAKROpuls z 16.05.2025). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą w całym 2025 r. inflacja wyniesie średniorocznie 3,9% wobec 3,6% w 2024 r. Choć ścieżka cen paliw kształtuje się obecnie poniżej naszych wcześniejszych oczekiwań, to jest to kompensowane przez perspektywę silniejszego wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych w najbliższych kwartałach.

✓ **Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w marcu do -1419 mln EUR wobec -77 mln EUR w lutym, kształtując się znacznie poniżej oczekiwań rynku (123 mln EUR) i naszej prognozy (-436 mln EUR).** Obniżenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało ze zmniejszenia salda obrotów towarowych (o 929 mln EUR niższe niż w lutym), usług (o 14 mln EUR niższe), dochodów pierwotnych (o 203 mln EUR niższe) i dochodów wtórnych (o 196 mln EUR niższe). Jednocześnie odnotowano wzrost dynamiki eksportu (1,4% r/r w marcu wobec -1,4% w lutym) oraz silne zwiększenie dynamiki importu (9,1% wobec 2,5%). Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki obrotów handlowych pomiędzy lutym a marcem była korzystna różnica w liczbie dni roboczych. W danych na uwagę zasługują utrzymujące się dysproporcje między dynamiką importu i eksportu. Z jednej strony w kierunku wzrostu dynamiki importu oddziałuje postępujące ożywienie popytu wewnętrznego w Polsce. Z drugiej strony eksport ograniczany jest przez nadal słaby popyt zagraniczny. W tym kontekście warto zauważyć, że zgodnie z komunikatem, istotnym źródłem spadku eksportu, podobnie jak w poprzednich miesiącach, było dalsze zmniejszenie sprzedaży zagranicznej części motoryzacyjnych oraz towarów konsumpcyjnych trwałego użytku. Uważamy, że kolejne kwartały mogą przynieść pogłębienie deficytu w obrotach towarowych. Sprzyjać temu będzie prognozowana przez nas kontynuacja ożywienia popytu wewnętrznego w Polsce, wspierana przez wyższą dynamikę inwestycji finansowanych ze środków unijnych (por. MAKROmapa z 13.01.2025), przy niskim wzroście popytu zewnętrznego. Szacujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszyło się w I kw. do -0,4% wobec 0,2% w IV kw.

✓ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się w I kw. do 0,3% wobec 0,2% w IV kw.** Tym samym ukształtowała się ona poniżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (0,4%). Roczna dynamika PKB nie zmieniła się w I kw. w porównaniu do IV kw. i wyniosła 1,2% r/r. Spośród największych gospodarek strefy euro zwiększenie kwartalnej dynamiki PKB odnotowano w Niemczech (0,2% kw/kw w I kw. wobec -0,2% w IV kw., przy naszej prognozie równej 0,1%) oraz we Francji (0,1% wobec -0,1%, przy naszej prognozie na poziomie 0,2%) oraz we Włoszech (0,3% wobec 0,2%, przy naszej prognozie na poziomie 0,0%), podczas gdy w Hiszpanii doszło do jego obniżenia (0,6% wobec 0,7%, przy naszej prognozie na poziomie 0,5%). W świetle napływających wyników badań koniunktury ze strefy euro (por. MAKROmapa z 28.04.2025) podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą średnioroczne tempo wzrostu PKB w strefie euro wyniesie wzrośnie w 2025 r. do 1,0% r/r wobec 0,8% w 2024 r. Głównym czynnikiem ryzyka w dół jest możliwy znaczący wzrost cła na towary importowane z UE do USA po zakończeniu negocjacji handlowych pomiędzy Komisją Europejską i USA.

✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Inflacja CPI w USA zmniejszyła się w kwietniu do 2,3% r/r wobec 2,4% w marcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (2,4%). W kierunku spadku inflacji oddziaływało zmniejszenie dynamiki cen nośników energii oraz żywności. Inflacja bazowa nie zmieniła się w kwietniu w porównaniu do marca i wyniosła 2,8%. Odsezonowane tempo wzrostu cen bazowych zwiększyło się w kwietniu do 0,2% wobec 0,1% w marcu, co wskazuje na utrzymującą się presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji przemysłowej, której

dynamika zmniejszyła się w kwietniu do 0,0% wobec -0,3% w marcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,2%). Jej spadek wynikał z niższej dynamiki produkcji w górnictwie i przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika produkcji w dostarczaniu mediów.



Wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się w kwietniu do 77,7% wobec 77,8% w marcu i pozostaje ono nadal poniżej poziomu sprzed pandemii (ok. 78,6%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zmniejszyła się w kwietniu do 0,1% m/m wobec spadku o 1,7% w marcu (rewizja w górę z 1,4%), kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (0,1%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się w kwietniu do 0,1% wobec 0,8% w marcu. Dane wskazują tym samym, że popyt konsumencki w USA pozostaje silny. Nie zmienia to jednak naszej oceny, że kolejne miesiące mogą przynieść jego wyraźne osłabienie związane z obawami konsumentów o to, że polityka administracji D. Trumpa może doprowadzić do silnego wzrostu inflacji i wejścia amerykańskiej gospodarki w recesję. Dane o nowych pozwoleniach na budowę (1412 tys. w kwietniu wobec 1467 tys. w marcu) oraz rozpoczętych budowlach (1361 tys. wobec 1339 tys.) wskazały na ogół utrzymującą się obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą krótkookresowe perspektywy wzrostu aktywności na rynku nieruchomości w USA pozostają niekorzystne z powodu utrzymującego się podwyższonego oprocentowania kredytów mieszkaniowych. W ubiegłym tygodniu mieszanych sygnałów dotyczących koniunktury w amerykańskim przetwórstwie dostarczyły regionalne indeksy NY Fed (-9,2 pkt. w maju wobec -8,1 pkt. w kwietniu) oraz Philadelphia Fed (-4,0 pkt. wobec -26,4 pkt.). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w maju do 50,8 pkt. wobec 52,2 pkt. w kwietniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (53,4 pkt.) i naszej prognozy (54,0 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 maju do 7,3% r/r wobec 6,5% w kwietniu, co wskazuje, że amerykańscy konsumenci coraz bardziej obawiają się proinflacyjnego charakteru polityki gospodarczej administracji D. Trumpa. Uwzględniając silny wzrost niepewności oraz napięć w światowym handlu związanych z polityką administracji D. Trumpa, dostrzegamy istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zwiększy się w II kw. do 1,5% wobec 0,8% w I kw., a w całym 2025 r. obniży się do 1,7% wobec 2,8% w 2024 r.

Czy wyższe cła wywołają silny wzrost importu z Chin?

W ostatnim tygodniu doszło do wyraźnego złagodzenia napięć handlowych pomiędzy USA a Chinami. Po rozmowach prowadzonych w Genewie obie strony uzgodniły czasową redukcję ceł obowiązujących od kwietnia br. Stawki celne nałożone przez USA na import z Chin zostały obniżone z poziomu 145% do 30%, natomiast chińskie cła na towary z USA spadły z 125% do 10%. Obowiązywanie nowych, niższych stawek przewidziano na okres 90 dni, z możliwością ich dalszego utrzymania w przypadku postępu w negocjacjach. Mimo istotnego spadku w stosunku do wcześniejszych poziomów, obecne stawki pozostają bardzo wysokie w porównaniu do standardowych barier handlowych. Zgodnie z naszymi

szacunkami średnia efektywna stawka celna na towary importowane z Chin do USA wynosi obecnie około 41%, a średnie chińskie cło na towary z USA to około 28%. Różnica względem wspomnianych wcześniej 10% wynika z faktu, że obniżka dotyczyła jedynie dodatkowych ceł wprowadzonych w ostatnich miesiącach, natomiast w mocy pozostają wcześniejsze cła sektorowe obowiązujące od pierwszej kadencji prezydenta Trumpa.

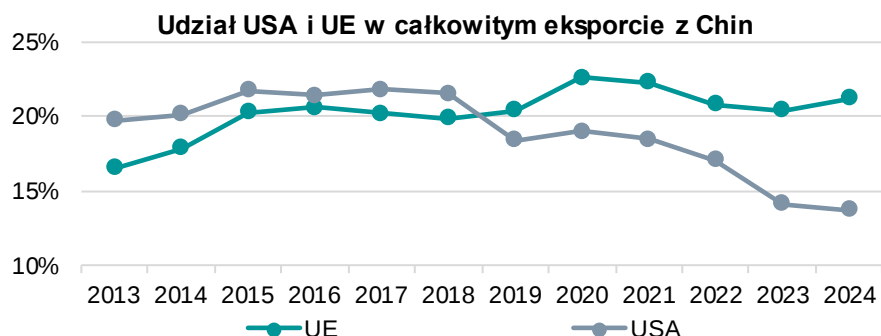
Dotychczasowe doświadczenia wskazują, że negocjacje handlowe pomiędzy USA a Chinami mogą być długotrwałe i niestabilne. W przeszłości podobne próby osiągnięcia porozumienia kończyły się ponowną eskalacją barier handlowych. Obecny okres przejściowy należy więc traktować jako przejściową, a nie trwającą normalizację stosunków gospodarczych. Utrzymujący się wysoki poziom barier celnych ogranicza konkurencyjność chińskiego eksportu do USA. Szacujemy, że negatywny wpływ ceł na wzrost gospodarczy Chin w 2025 r. może wynieść około 0,6 pkt proc., przy czym efekty te mogą stać się bardziej widoczne w drugiej połowie br. W konsekwencji można oczekiwać wzmożonej presji ze strony chińskich eksporterów na zwiększenie obecności na alternatywnych względem USA rynkach, w tym europejskim. Może to prowadzić do nasilenia konkurencji cenowej w niektórych sektorach, co stanowi potencjalne ryzyko dla producentów w Unii Europejskiej, w tym również w Polsce.

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 sztuców	-	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

Abstrahując od narastających w ostatnich miesiącach napięć na linii USA-Chiny, które mogą skłonić do reorientacji geograficznej eksportu z Chin, już w ostatnich latach obserwowaliśmy rosnący udział Chin w strukturze unijnego importu. Wzrost ten miał szeroki zakres i widoczny był zarówno w przypadku dóbr pośrednich, jak i dóbr finalnych (konsumpcyjnych i inwestycyjnych). W MAKROmapie z 27.01.2025 wytypowaliśmy branże, które naszym zdaniem w największym stopniu odczuwają rosnącą konkurencję ze strony Chin na unijnym rynku. Zgodnie z danymi firmy PONT Info wytypowane przez nas wówczas branże (por. tabela), które odczuwają rosnącą presję konkurencyjną ze strony Chin, odpowiadają za ponad 2% przychodów generowanych przez przedsiębiorstwa zatrudniające co najmniej 50 pracowników. Oznacza to, że dotychczasowa ekspozycja całego sektora przedsiębiorstw na konkurencję ze strony Chin pozostaje niska.

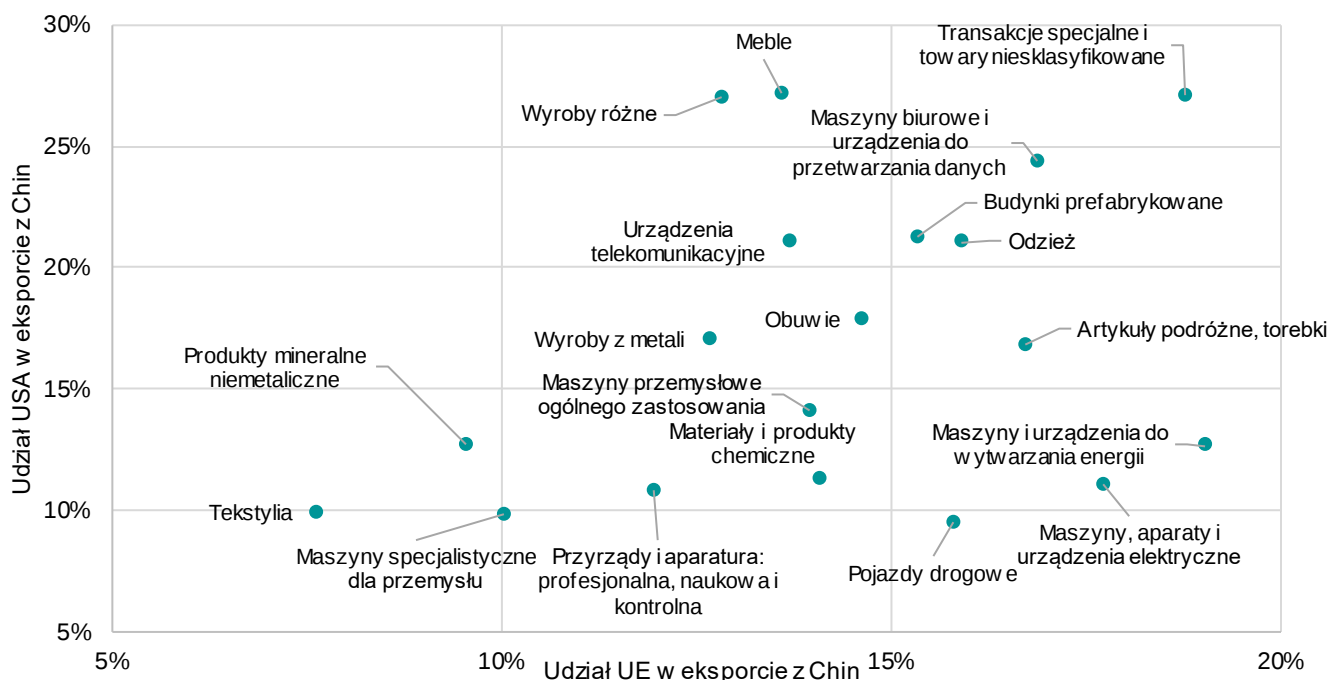


Źródło: UN Comtrade, Credit Agricole

obliczu barier handlowych na rynku amerykańskim Chiny systematycznie kierowały większy strumień towarów na rynek unijny. W świetle trwających napięć na linii USA-Chiny uważamy, że te tendencje będą kontynuowane. 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.

Po 2018 r. nastąpił wyraźny i trwały spadek znaczenia USA jako odbiorcy chińskiego importu - w 2023 i 2024 roku udział USA zmniejszył się do zaledwie 14%, co było powiązane z wojną handlową pomiędzy tymi dwoma państwami. W tym samym okresie udział Unii Europejskiej zwiększył się i w latach 2020-2024 przewyższał już wyraźnie udział USA. Dane te potwierdzają, że w

Korzystając z danych o eksporcie Chin w klasyfikacji SITC (Standard International Trade Classification) wyselekcjonowaliśmy grupy towarów, w przypadku których prawdopodobieństwo przekierowania produkcji z USA do UE jest relatywnie wysokie. Chiny nie podają danych o eksporcie w klasyfikacji unijnej CPA (Classification of Products by Activity), użytej przez nas w poprzedniej analizie, a tym samym ich wyniki nie są do końca porównywalne. Prawdopodobieństwo przekierowania jest naszym zdaniem najwyższe w przypadku towarów, dla których jednocześnie zarówno USA, jak i UE są istotnymi odbiorcami w strukturze chińskiego eksportu. Z jednej strony, wysoka rola USA oznacza, że ograniczenie dostępu do amerykańskiego rynku generuje istotną potrzebę znalezienia alternatywnych kanałów zbytu - przyjęliśmy, że wartość progowa udziału USA w chińskim eksporcie w danej grupie towarowej wynosi co najmniej 9%. Z drugiej strony, istotna obecność UE jako odbiorcy zwiększa prawdopodobieństwo skutecznego przekierowania eksportu - oznacza bowiem, że chińscy producenci posiadają już rozwiniętą infrastrukturę logistyczną i relacje handlowe umożliwiające szybkie zwiększenie wolumenu dostaw. Im te dwa odsetki są większe, tym prawdopodobieństwo przekierowania eksportu jest naszym zdaniem wyższe. Jednocześnie, aby skupić się na grupach towarowych mających istotne znaczenie dla struktury handlu, z analizy wyłączone zostały kategorie towarowe odpowiadające za mniej niż 1% całkowitego eksportu Chin. Wyselekcjonowane w ten sposób branże przedstawiliśmy w tabeli i na wykresie poniżej.



*Pokazano tylko kategorie, które stanowią ponad 1% całkowitego eksportu z Chin, i dla których udział USA przekracza 9%.

Źródło: UN Comtrade, Credit Agricole

Kod	Kategoria SITC	Udział USA w eksporcie z Chin	Udział UE w eksporcie z Chin	Udział w całkowitym eksporcie z Chin
59	Materiały i produkty chemiczne	14,1%	11,3%	1,4%
65	Przędza włókiennicza, tkaniny, gotowe artykuły i produkty pokrewne	7,6%	9,9%	4,0%
66	Produkty mineralne niemetaliczne	9,5%	12,7%	1,8%
69	Wyroby z metali	12,7%	17,0%	4,2%
71	Maszyne i urządzenia do wytwarzania energii	19,0%	12,7%	1,5%
72	Maszyne specjalistyczne dla przemysłu	10,0%	9,8%	2,5%
74	Maszyne przemysłowe ogólnego zastosowania oraz części	14,0%	14,1%	5,3%
75	Maszyne biurowe i urządzenia do przetwarzania danych	16,9%	24,4%	5,8%
76	Urządzenia telekomunikacyjne oraz do zapisu i odtwarzania dźwięku	13,7%	21,1%	9,1%
77	Maszyne, aparaty i urządzenia elektryczne, ich części (w tym nieelektr. odpowiedniki, sprzęt domowy)	17,7%	11,0%	15,9%
78	Pojazdy drogowe (także na poduszce powietrznej)	15,8%	9,5%	5,9%
81	Budynki prefabrykowane; armatura i osprzęt sanitarny, wodno-kanalizacyjny, grzejny i oświetleniowy	15,3%	21,2%	1,6%
82	Mebel i ich części; pościel, materace, stelaże, poduszki i podobne artykuły	13,6%	27,2%	2,2%
83	Artykuły podróżne, torebki i podobne pojemniki	16,7%	16,8%	1,1%
84	Odzież i dodatki odzieżowe	15,9%	21,1%	4,9%
85	Obuwie	14,6%	17,9%	1,6%
87	Przyrządy i aparatura: profesjonalna, naukowa i kontrolna	11,9%	10,9%	2,5%
89	Wyroby różne	12,8%	27,0%	7,2%
93	Transakcje specjalne i towary niesklasyfikowane według rodzaju	18,8%	27,1%	2,1%

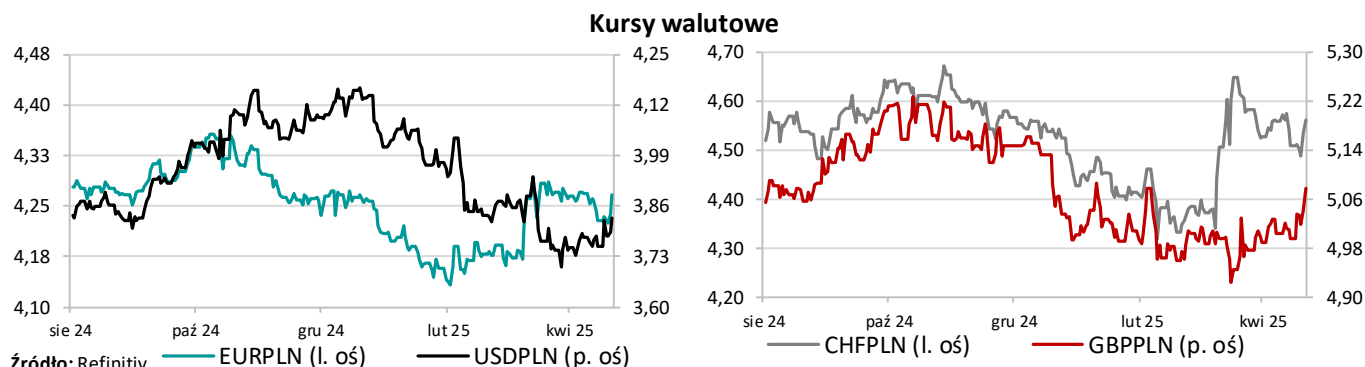
Źródło: UN Comtrade, Credit Agricole

Na szczególną uwagę zasługują branże wysokiego ryzyka, w których udział USA i UE w eksporcie Chin przekracza łącznie 30%, a całkowity udział danej kategorii w eksporcie Chin również jest znaczący. Należą

do nich m.in. maszyny i urządzenia telekomunikacyjne (SITC 76), które mają aż 13,7% udziału USA i 21,1% UE, a ich udział w całym eksporcie Chin wynosi aż 9,1%. Równie wysoki potencjał konkurencyjny wykazują maszyny elektryczne i urządzenia domowe (SITC 77), z 17,7% udziałem USA, 11,0% UE i 15,9% udziałem w eksporcie ogółem - to największa pozycja w całej tabeli. Wśród branż technologicznych i przemysłowych, które mogą mieć wpływ na sektor przetwórstwa w UE, znajdują się m.in. maszyny biurowe (SITC 75), maszyny specjalistyczne (SITC 72) oraz urządzenia do wytwarzania energii (SITC 71). Wymienione grupy mają umiarkowany udział w eksporcie ogółem (2-6%), ale wysoki poziom obecności zarówno w USA, jak i w UE, co zwiększa prawdopodobieństwo ich przekierowania. Branże konsumpcyjne, takie jak odzież (SITC 84), obuwie (SITC 85), meble i artykuły wyposażenia wnętrz (SITC 82), artykuły podróżne (SITC 83) oraz wyroby tekstylne (SITC 65), również mogą stanowić źródło wzmożonej konkurencji cenowej na rynku unijnym. Ich udział w eksporcie ogółem waha się od 1% do 5%.

Warto zwrócić uwagę, że mimo, że wyselekcjonowaliśmy tylko 19 z 66 grup towarowych w ramach klasyfikacji SITC, to odpowiadają one za 80% całkowitego eksportu z Chin. Ten przykład dobrze ilustruje, że wysokie prawdopodobieństwo reorientacji geograficznej eksportu przez Chiny może być znaczącym wstrząsem dla unijnych producentów.

Krajowe dane o produkcji przemysłowej mogą osłabić złotego

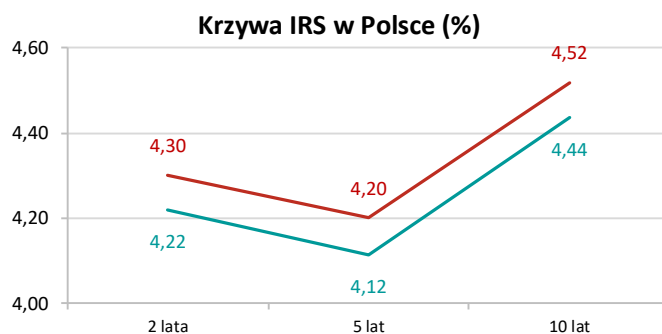


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2685 (osłabienie złotego 0,9%). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN był relatywnie stabilny i kształtował się wokół poziomu 4,24. Publikacja krajowych danych o PKB nie miała istotnego wpływu na rynek.

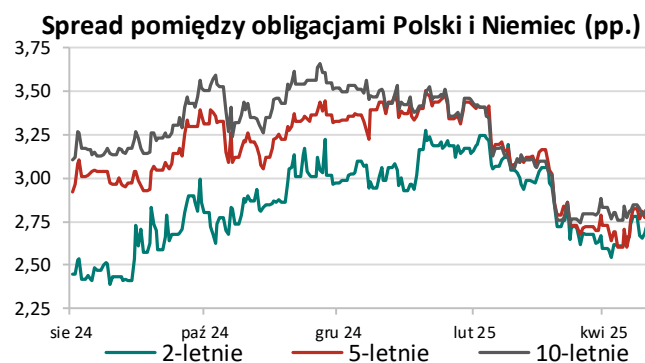
Początek ubiegłego tygodnia przyniósł jednak wyraźne umocnienie dolara względem euro, czemu sprzyjały informacje wskazujące na częściową deeskalację napięć w handlu zagranicznym pomiędzy USA a Chinami. W dalszej części tygodnia doszło jednak do korekty i kursu EURUSD powrócił do poziomów z poniedziałkowego otwarcia.

W tym tygodniu kluczowe dla inwestorów pozostaną informacje dotyczące napięć w światowym handlu. Duża niepewność w tym zakresie będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynku walutowym. Ponadto w kierunku lekkiego osłabienia złotego może oddziaływać zaplanowana na środę publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej. Wstępne wyniki pierwszej tury wyborów prezydenckich w Polsce są neutralne dla kursu złotego.

Zmniejszenie napięć w światowym handlu doprowadziło do wzrostu stawek IRS



Źródło: Refinitiv



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 4,30 (wzrost o 8pb), 5-letnie do 4,20 (wzrost o 8pb), a 10-letnie do 4,52 (wzrost o 8pb). Na początku ubiegłego tygodnia doszło do wzrostu stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. Do zwiększenia rentowności na rynkach bazowych przyczyniła się poprawa oczekiwań części inwestorów dotyczących długookresowych perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie wraz z pojawieniem się informacji o częściowej deeskalacji napięć handlowych pomiędzy USA a Chinami. Pod koniec tygodnia doszło do częściowej korekty.

Duża niepewność w zakresie globalnej polityki handlowej może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynku długu w tym tygodniu. Spadkowi stawek IRS może sprzyjać zaplanowana na środę publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej. Wstępne wyniki pierwszej tury wyborów prezydenckich w Polsce są neutralne dla stawek IRS.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 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	5,25
Kurs EURPLN*	4,33	4,27	4,30	4,29	4,28	4,28	4,35	4,30	4,27	4,21	4,19	4,19	4,27	4,24
Kurs USDPLN*	4,06	3,94	4,02	3,96	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,06	4,04	3,87	3,77	3,79
Kurs CHFPLN*	4,41	4,36	4,47	4,50	4,56	4,54	4,64	4,60	4,54	4,46	4,46	4,38	4,56	4,53
Inflacja CPI (r/r, %)	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	3,4	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	7,8	-1,6	0,0	5,3	-1,3	-0,5	4,7	-1,3	0,3	-0,9	-1,8	2,6	-1,8	
Inflacja PPI (r/r, %)	-8,5	-7,0	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,8	-2,7	-1,0	-1,3	-1,1	-1,4	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,3	5,4	4,7	5,0	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,7	6,1	0,6	0,6	2,4	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,3	11,4	11,0	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	9,2	7,9	7,7	8,1	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	
Saldo ROB (mln EUR)	922	-468	-142	-491	-2276	-1160	1510	313	-1119	558	-77	-1419		
Eksport (r/r, %, EUR)	8,3	-5,3	-6,6	5,8	-2,3	1,5	2,6	-2,6	0,4	0,2	-1,4	1,4		
Import (r/r, %, EUR)	6,0	1,4	1,9	9,7	5,5	5,6	6,2	-0,8	3,4	8,9	2,5	9,1		

* 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)		2,8	2,9	3,1	3,2	3,7	3,5	3,2	3,0	2,9	3,1	3,3
Konsumpcja (% , r/r)		2,5	2,1	2,0	1,8	2,4	2,8	3,1	3,3	3,1	2,1	2,9
Inwestycje (% , r/r)		3,0	5,8	8,0	7,3	8,3	8,0	7,2	6,5	-2,2	6,4	7,3
Eksport (ceny stałe , % , r/r)		1,5	3,3	3,8	4,5	5,3	5,8	5,8	5,3	2,0	3,3	5,5
Import (ceny stałe , % , r/r)		2,8	4,5	4,3	3,9	4,3	5,2	4,7	4,2	4,2	3,9	4,6
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,5	1,2	1,2	0,9	1,5	1,6	1,8	1,6	1,7	1,2	1,6
	Inwestycje (pp.)	0,4	0,9	1,2	1,6	1,1	1,3	1,2	1,5	-0,4	1,1	1,3
	Eksport netto (pp.)	-0,6	-0,4	-0,1	0,4	0,8	0,5	0,7	0,7	-1,1	-0,2	0,7
	Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1
Stopa bezrobocia (%)**		5,3	4,9	4,9	4,9	5,2	4,8	4,8	4,8	5,1	4,9	4,8
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)		-0,2	-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	4,2	3,1	3,2	2,8	3,1	2,8	2,5	3,6	3,9	2,8
Wibor 3-miesięczny (%)**		5,84	4,85	4,85	4,85	4,35	4,35	4,35	4,36	5,84	4,85	4,36
Stopa referencyjna NBP (%)**		5,75	5,25	4,75	4,75	4,25	4,25	4,25	4,25	5,75	4,75	4,25
EURPLN**		4,19	4,20	4,20	4,20	4,19	4,18	4,17	4,16	4,27	4,20	4,16
USDPLN**		3,87	3,89	3,82	3,75	3,74	3,77	3,79	3,78	4,13	3,75	3,78

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ		WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 19.05.2025 r.						
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Kwiecień	5,9	6,2	5,5
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Kwiecień	4,2	4,3	4,2
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Kwiecień	7,7	5,5	5,5
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Kwiecień	2,2		2,2
Wtorek 20.05.2025 r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Marzec	34,3		
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Maj	-16,7		
Środa 21.05.2025 r.						
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Kwiecień	2,5	-1,8	-0,1
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Kwiecień	-1,1	-1,4	-1,5
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Kwiecień	7,7	8,1	8,1
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Kwiecień	-0,9	-0,9	-0,9
Czwartek 22.05.2025 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	48,4		49,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Maj	50,1		50,3
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Maj	49,0		49,5
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Maj	50,4		50,8
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Maj	86,9		87,5
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	50,2		
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Kwiecień	4,02	4,15	4,10
Piątek 23.05.2025 r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	I kw.	0,2	0,2	0,2
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Kwiecień	10,3	10,0	9,9
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Kwiecień	724	695	700

* 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