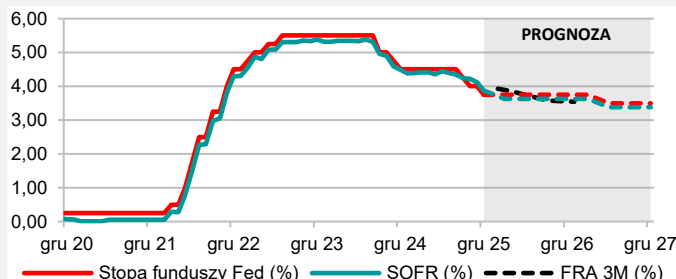


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Oczekujemy, że na styczniowym posiedzeniu Fed utrzyma niezmieniony poziom stóp procentowych, pozostawiając docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [3,50%, 3,75%], po trzech kolejnych obniżkach o 25 pb przeprowadzonych pod koniec 2025 r. Taki scenariusz jest zgodny z konsensusem rynkowym i wyceną kontraktów terminowych. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu przewodniczący Rezerwy Federalnej J. Powell najprawdopodobniej podkreśli utrzymanie podejścia opartego na ocenie napływających danych oraz brak pośpiechu w dalszym łagodzeniu polityki pieniężnej. Styczniowa pauza będzie uzasadniona zbliżeniem się stóp procentowych do poziomu neutralnego, oznakami stabilizacji na rynku pracy (w tym spadkiem stopy bezrobocia w grudniu), a także utrzymującą się niepewnością co do trwałego powrotu inflacji do celu Fed. Nie oczekujemy istotnych zmian w komunikacji banku centralnego, zwłaszcza że nowa projekcja makroekonomiczna, w tym oczekiwania członków Fed w zakresie stóp procentowych zostaną zaprezentowane dopiero w marcu. Uważamy, że w trakcie konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.

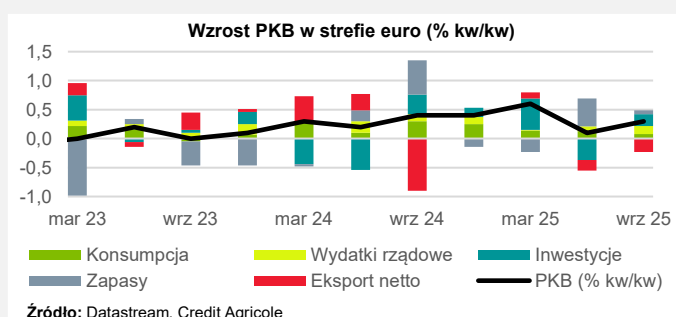


Źródło: Refinitiv, Credit Agricole

Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie dzisiejsza publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce. Oczekujemy, że dynamika sprzedaży w cenach stałych zwiększyła się z 3,1% r/r w listopadzie do 4,3% w grudniu. Wzrost dynamiki sprzedaży wynikał z oddziaływania korzystnych efektów kalendarzowych i poprawy nastrojów konsumentów. Po publikacji lepszych od oczekiwań danych o wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw dostrzegamy istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy (patrz poniżej). Uważamy, że publikacja danych o sprzedaży detalicznej będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA. Dzisiaj poznamy wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe. Prognozujemy, że zwiększyły się one w listopadzie o 6,5% m/m wobec spadku o 2,2% w październiku, głównie za sprawą silnego wzrostu zamówień w sektorze lotniczym. Ponadto oczekujemy, że indeks zaufania konsumentów Conference Board nieznacznie wzrośnie w styczniu do 91,0 pkt. z 89,1 pkt. w grudniu, czemu sprzyjać będą sygnały stabilizacji na rynku pracy. Poziom wskaźnika pozostanie jednak bardzo niski na tle historycznym. Uważamy, że obie publikacje z USA powinny mieć neutralny wpływ na nastroje rynkowe.

W tym tygodniu poznamy również dane z Niemiec i strefy euro. Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro zmniejszyła się do 0,2% w IV kw. z 0,3% w III kw., natomiast PKB w Niemczech wzrosło o 0,1% w IV kw. wobec stabilizacji 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 wzrosła w styczniu do 88,1 pkt. wobec 87,6 pkt. w grudniu, co będzie spójne z poprawą koniunktury w badaniu PMI (patrz poniżej). Z



Źródło: Datastream, Credit Agricole

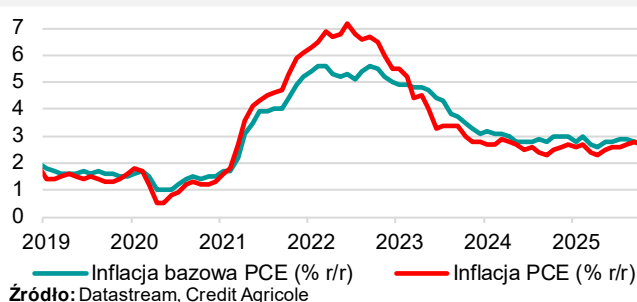
kolei inflacja HICP w Niemczech nie zmieniła się naszym zdaniem w styczniu w porównaniu do grudnia i wyniosła 2,0% r/r. Uważamy, że publikacja danych będzie neutralna dla rynków finansowych.

- ✓ **W środę opublikowany zostanie wstępny szacunek PKB w Polsce za 2025 r.** Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego wyniosło 3,6% r/r wobec 3,0% w 2024 r. Dostrzegamy ryzyko w górę dla tej prognozy w związku z lepszą od oczekiwań publikacją danych o produkcji budowlano-montażowej i produkcji przemysłowej za grudzień (patrz poniżej). Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku przyspieszenia wzrostu PKB były wyższe wkłady inwestycji oraz eksportu netto. Nasza prognoza PKB kształtuje się zgodnie z oczekiwaniami rynku, a tym samym jej materializacja byłaby neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

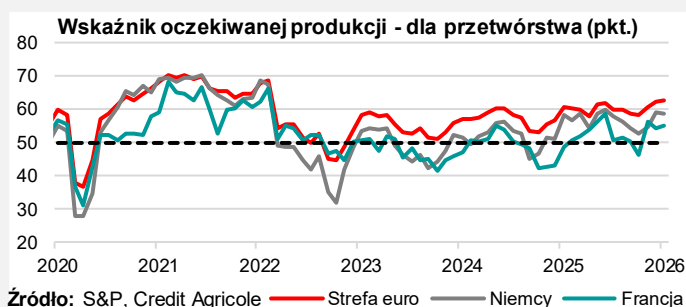
W zeszłym tygodniu

- ✓ **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w grudniu o 7,3% r/r wobec spadku o 1,1% w listopadzie, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (2,8%) i naszej prognozy (3,5%).** Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia rocznej dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy listopadem a grudniem był efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. W danych na uwagę zasługuje również utrzymujący się od marca 2025 r. wzrost produkcji dóbr inwestycyjnych (17,1% r/r w grudniu wobec 3,7% w listopadzie). W naszej ocenie są to głównie inwestycje firm skierowane na restrukturyzację i poprawę efektywności. Jest to spójne z naszą prognozą, zgodnie z którą inwestycje ogółem zwiększą się w 2026 r. o 8,5% wobec 5,8% w 2025 r. Dynamika produkcji budowlano-montażowej wzrosła w grudniu do 4,5% r/r wobec 0,1% w listopadzie, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (0,0%). Ważnym czynnikiem sprzyjającym zwiększeniu dynamiki produkcji budowlano-montażowej był wspomniany wyżej efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w grudniu ub. r. o 5,1% m/m. Tym samym aktywność w budownictwie osiągnęła w grudniu najwyższy poziom od stycznia 2025 r. (por. MAKROpuls z 22.01.2026). Opublikowane w ubiegłym tygodniu grudniowe dane o produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej, w połączeniu z danymi wynagrodzeniach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw (patrz poniżej), stanowią lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w IV kw. (3,8% r/r - brak zmiany w porównaniu do III kw.) oraz w całym 2025 r. (3,6% wobec 3,0% w 2024 r.). Co więcej, wyższa aktywność gospodarcza w IV kw. może stanowić argument dla RPP na rzecz wstrzymania się z kolejną obniżką stóp procentowych do marca br., co stanowi wsparcie dla naszego scenariusza polityki pieniężnej (por. MAKROpuls z 14.01.2026).
- ✓ **Dynamika zatrudnienia w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w grudniu do -0,7% r/r wobec -0,8% w listopadzie, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku równymi naszej prognozie.** W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zmniejszyło się w grudniu o 3,5 tys. osób. Spadek zatrudnienia skoncentrowany był w przetwórstwie, przy czym został on częściowo skompensowany przez wyższe zatrudnienie w działach: „administrowanie i działalność wspierająca” oraz „handel; naprawa pojazdów samochodowych” (por. MAKROpuls z 22.01.2026). Nominalna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w grudniu do 8,6% r/r wobec 7,1% w listopadzie, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (6,9%) oraz naszej prognozy (7,8%). W ujęciu realnym, tempo wzrostu wynagrodzeń w firmach zwiększyło się do 6,1% r/r w grudniu wobec 4,5% w listopadzie. W efekcie realna dynamika funduszu płac zwiększyła się do 5,4% r/r w grudniu wobec 3,7% w listopadzie. W całym IV kw. wzrosła ona do 4,0% r/r wobec 3,4% w III kw., co stanowi ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika konsumpcji obniżyła się w IV kw. do 3,3% wobec 3,5% w III kw.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA. Zgodnie z drugim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zwiększyło się w III kw. do 4,4% wobec 3,8% w II kw., kształtując się lekko powyżej pierwszego szacunku (4,3%). Tym samym dane potwierdziły, że głównym źródłem wzrostu PKB w III kw. była konsumpcja prywatna, podczas gdy w II kw. był to eksport netto. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o inflacji PCE, która zwiększyła się w listopadzie do 2,8% r/r wobec 2,7% w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (2,7%). Do wzrostu inflacji przyczyniła się wyższa inflacja bazowa (2,8% r/r wobec 2,7%). Odsezonowana miesięczna dynamika cen bazowych nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła 0,2%, wskazując na utrzymującą się podwyższoną presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce (zannualizowane tempo wzrostu cen wyniosło ok. 2,4%, czyli powyżej celu inflacyjnego Fed na poziomie 2,0%). Na poprawę nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych wskazał finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w styczniu do 56,4 pkt. wobec 52,9 pkt. w grudniu, kształtując się powyżej wstępnego szacunku (54,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB wyniosło 1,0% w IV kw. Jednocześnie oczekujemy, że w całym 2025 r. PKB wzrósł o 2,1%, a w 2026 r. zwiększy się o 2,3%.



Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro nie zmienił się w styczniu w porównaniu do grudnia i wyniósł 51,5 pkt., kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (51,6 pkt.). Tym samym indeks od grudnia 2024 r. pozostaje powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Na stabilizację zagregowanego indeksu PMI złożyły się wyższy wkład składowy dla bieżącej produkcji w przetwórstwie oraz niższy wkład składowy dla aktywności biznesowej w usługach. W ujęciu geograficznym poprawę koniunktury odnotowano w Niemczech, podczas gdy do jej pogorszenia doszło we Francji oraz w pozostałych gospodarkach objętych badaniem. W kontekście perspektyw polskiego eksportu na szczególną uwagę zasługuje indeks PMI dla niemieckiego przetwórstwa, który zwiększył się w grudniu do 48,7 pkt. wobec 47,0 pkt. w listopadzie, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (47,8 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień oraz zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowy dla zatrudnienia i czasu dostaw. Warto odnotować, że zarówno składowe dla bieżącej produkcji jak i nowych zamówień wzrosły ponownie powyżej granicy 50 pkt. W komunikacie zwrócono uwagę, że wskaźniki te balansują w ostatnich miesiącach na granicy oddzielającej wzrost od spadku aktywności, stąd trudno oceniać aby styczniowe dane sygnalizowały perspektywę trwałego ożywienia w niemieckim przetwórstwie. Wzrost odnotowała również składowa dla nowych zamówień eksportowych, niemniej pozostała ona poniżej granicy 50 pkt. Składowa dla produkcji oczekiwanej w horyzoncie 12 miesięcy nieznacznie obniżyła się w styczniu w porównaniu do grudnia, jednak pozostaje ona na wysokim na tle ostatnich miesięcy poziomie, wskazując na utrzymujący się optymizm niemieckich firm. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w

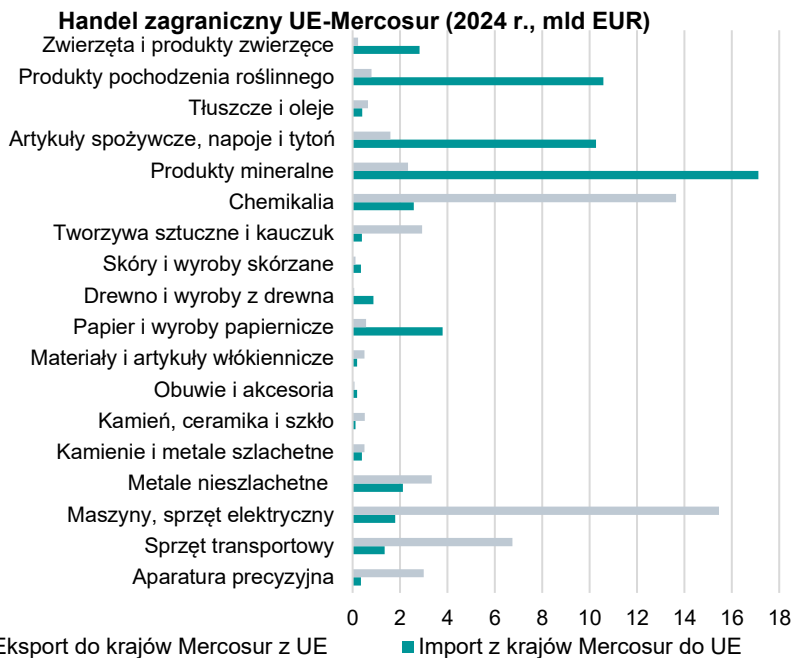


strefie euro nie zmieni się w IV kw. w porównaniu do III kw. i wyniesie 0,2%, a średnioroczny wzrost PKB wyniesie 1,3% wobec 0,8%.



Które branże skorzystają na umowie UE-Mercosur?

W połowie stycznia br. Unia Europejska oraz państwa Mercosur (Brazylia, Argentyna, Urugwaj i Paragwaj) podpisały długo negocjowaną umowę o wolnym handlu, kończąc formalny etap rozmów trwających ponad dwie dekady. Choć podpisanie porozumienia ma istotne znaczenie polityczne i symboliczne, jego faktyczne wejście w życie pozostaje wysoce niepewne. Już kilka dni po podpisaniu umowy Parlament Europejski zdecydował o wstrzymaniu dalszych prac ratyfikacyjnych oraz skierowaniu porozumienia do Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w celu oceny jego zgodności z prawem unijnym. Decyzja ta odzwierciedla narastające wątpliwości prawne dotyczące sposobu zawarcia umowy, zakresu kompetencji instytucji unijnych oraz potencjalnych konsekwencji dla przyszłego stanowienia prawa w obszarach takich jak ochrona środowiska, standardy produkcji czy polityka rolna. W efekcie proces ratyfikacji został formalnie spowolniony, a jego dalszy harmonogram pozostaje otwarty – opinia Trybunału może zostać wydana dopiero po wielu miesiącach, a w skrajnym scenariuszu nawet po dwóch latach. Oznacza to, że pomiędzy podpisaniem porozumienia a jego faktycznym wdrożeniem może wystąpić długotrwała luka czasowa, wypełniona niepewnością regulacyjną i polityczną. Mimo tej niepewności już dziś zasadne jest pytanie o potencjalne skutki gospodarcze porozumienia. W niniejszej analizie podejmujemy próbę oceny możliwych konsekwencji umowy UE-Mercosur dla polskiej gospodarki.



Źródło: Eurostat, Crédit Agricole

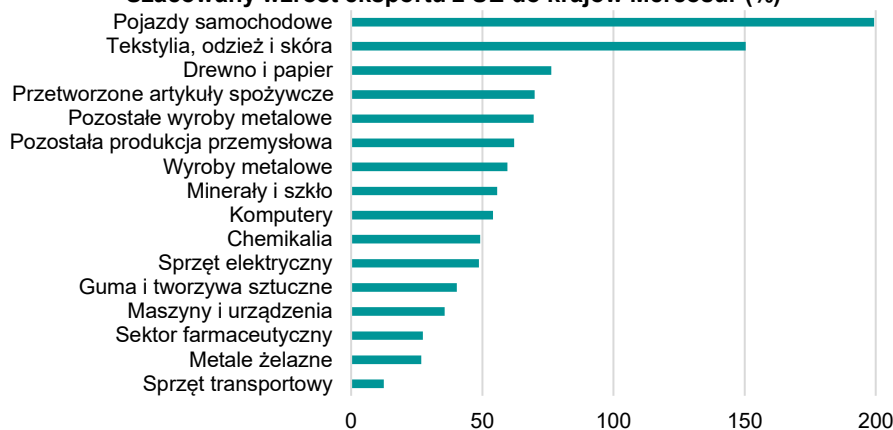
Wymiana handlowa pomiędzy Unią Europejską a państwami Mercosur charakteryzuje się obecnie wysokim stopniem specjalizacji i ma przede wszystkim charakter międzygałęziowy. Większość unijnego eksportu do państw Mercosur stanowią towary przemysłowe, w szczególności maszyny i urządzenia, elektronika, produkty przemysłu chemicznego oraz pojazdy. Z kolei głównymi towarami importowanymi z państw Mercosur do UE są produkty mineralne oraz artykuły rolno-spożywcze (por. wykres). Specjalizacja ta wynika z różnic pomiędzy UE a krajami Mercosur, w szczególności w obszarach poziomu rozwoju gospodarczego i

dostępności zasobów naturalnych. W świetle teorii handlu zagranicznego można oczekiwać, że liberalizacja przepływów handlowych pomiędzy UE a krajami Mercosur będzie prowadzić do wzmocnienia obserwowanej obecnie specjalizacji. Tym samym uważamy, że z punktu widzenia UE głównym beneficjentem umowy o wolnym handlu z krajami Mercosur będzie przetwórstwo, korzystające zarówno z szerszego rynku zbytu jak i większej dostępności tańszych surowców, podczas gdy na umowie mogą stracić sektory rolno-spożywczy oraz wydobywczy. Z tego powodu, uwzględniając bardzo duże przewagi konkurencyjne krajów Mercosur w produkcji artykułów rolno-spożywczych, umowa budzi duże obawy wśród unijnych rolników.

Kwestię wpływu umowy handlowej na sektor rolno-spożywczy omówiliśmy w AGROmapie z 20.12.2024. W przypadku tego sektora wpływ umowy będzie w dużym stopniu asymetryczny. Zyskają na niej kraje, które są importerami żywności netto, a na ogół tracą jej eksporterzy netto. Polska może najsilniej odczuć negatywne skutki umowy w przypadku rynków drobiu, wołowiny, cukru oraz miodu. Jednocześnie korzyści dla polskiego sektora rolno-spożywczego wynikające z większych możliwości eksportu do krajów Mercosur, w szczególności napojów alkoholowych oraz słodczy, będą naszym zdaniem ograniczone. W poniższej analizie skupiamy się na wpływie umowy na sektor przetwórstwa przemysłowego.

Umowa o wolnym handlu pomiędzy Unią Europejską a państwami Mercosur ma szeroki zakres i zakłada zniesienie ceł na ponad 90% towarów będących przedmiotem handlu pomiędzy tymi blokami państw. Umowa zakłada okresy przejściowe, stąd liberalizacja handlu ma być stopniowa i w przypadku większości towarów zostanie rozłożona na 10 lat, przy czym w przypadku samochodów elektrycznych i hybrydowych będzie to aż 18 lat. Obecnie poziom ochrony celnej w sektorach przetwórstwa przemysłowego jest wyraźnie asymetryczny. Stawki celne stosowane przez państwa Mercosur wobec importu z Unii Europejskiej są istotnie wyższe niż cła nakładane przez UE na towary pochodzące z Ameryki Południowej. Przykładowo, w przypadku samochodów osobowych stawki celne w krajach Mercosur sięgają 35%, dla części samochodowych wynoszą zwykle od 14% do 18%, a dla maszyn, urządzeń mechanicznych czy sprzętu elektrycznego często przekraczają 10-20%. Dla porównania, unijne cła na import towarów przemysłowych z Mercosuru są relatywnie niskie i w wielu przypadkach mieszczą się w przedziale 0-5%. Oznacza to, że planowana liberalizacja handlu w większym stopniu dotyczy znoszenia barier po stronie państw Mercosur, co powinno istotnie poprawić konkurencyjność cenową eksportu unijnego na tamtejszych rynkach. W efekcie umowa tworzy potencjał do wzrostu sprzedaży europejskich – w tym także polskich – dóbr przemysłowych, zwłaszcza w sektorach o wysokiej wrażliwości na ceny oraz tam, gdzie dotychczasowe bariery celne stanowiły istotne ograniczenie dostępu do rynku. Pozytywny wpływ umowy na przetwórstwo w krajach UE będzie charakteryzował się relatywnie dużą symetrią ze względu na wzajemne powiązania w ramach łańcuchów tworzenia wartości (por. MAKROmapa z 16.12.2024). Innymi słowy, na zwiększonym popycie na produkowane w UE samochody korzystać będą nie tylko kraje posiadające globalne marki motoryzacyjne jak Niemcy, Francja czy Włochy, ale również ich poddostawcy z krajów Europy Środkowo-Wschodniej, w tym z Polski.

Szacowany wzrost eksportu z UE do krajów Mercosur (%)



Źródło: Komisja Europejska, Crédit Agricole

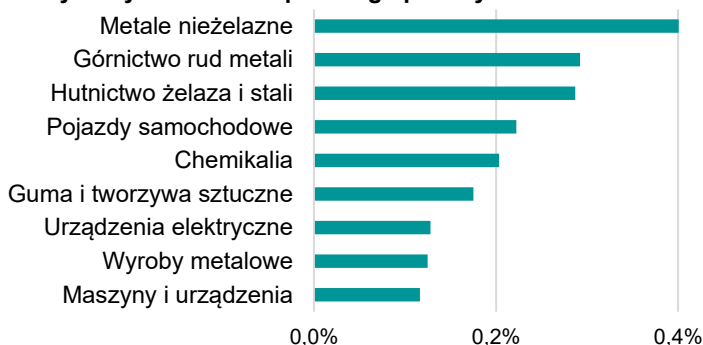
W lipcu ub. r. Dyrekcja Generalna ds. Handlu Komisji Europejskiej opublikowała raport stanowiący kompleksową ocenę ekonomicznych skutków porozumienia handlowego. Zgodnie z wynikami modelowania ekonometrycznego przedstawionymi w raporcie, eksport UE do krajów Mercosur mógłby w długim okresie wzrosnąć łącznie o około 39%, co oddziaływałoby w kierunku wzrostu PKB UE o 0,05%. Model porównuje scenariusz bazowy (brak umowy) ze scenariuszem pełnego wdrożenia

porozumienia w horyzoncie długookresowym, co oznacza, że uzyskane efekty należy interpretować jako potencjalny wpływ strukturalny, a nie krótkookresową prognozę dynamiki eksportu i wzrostu gospodarczego. Jednocześnie raport wskazuje, że wpływ umowy na eksport UE będzie wyraźnie zróżnicowany pomiędzy poszczególnymi gałęziami przetwórstwa przemysłowego. Najsilniejsze efekty, zakładające potrojenie wolumenu obecnego eksportu, prognozowane są w sektorze motoryzacyjnym (por. wykres). Z punktu widzenia Polski szczególnie istotne jest to, że największe prognozowane wzrosty eksportu UE koncentrują się w branżach, w których krajowy przemysł pełni rolę istotnego ogniwa w

europejskich łańcuchach dostaw - zwłaszcza w sektorze motoryzacyjnym, produkcji maszyn, urządzeń elektrycznych oraz wyrobów metalowych.

Raport Komisji Europejskiej prezentuje wyniki modelowania dla całej Unii Europejskiej i nie pozwala na bezpośrednią ocenę skutków umowy dla poszczególnych państw członkowskich. W celu oszacowania potencjalnego wpływu umowy UE-Mercosur na polską gospodarkę przyjmujemy założenie, że wzrost eksportu pozostałych krajów UE (z wyłączeniem Polski) do państw Mercosur będzie przebiegał zgodnie z wynikami modelowania przedstawionymi w raporcie, tj. zwiększy się w różnym stopniu w zależności od gałęzi przetwórstwa przemysłowego. Następnie, oszacowaliśmy, w jakim stopniu wzrost zagranicznego popytu na dobra produkowane w UE przełoży się na zwiększenie zapotrzebowania na dobra pośrednie (tj. materiały, półprodukt i komponenty) wytwarzane w Polsce. W tym celu wykorzystujemy tablice przepływów międzygałęziowych (tzw. analiza *input-output*) dotyczącą 2022 r. opracowaną przez OECD. Obejmuje ona wartości transakcji pomiędzy 50 branżami gospodarek pomiędzy 81 krajami. Takie podejście pozwala uchwycić pośredni kanał oddziaływania umowy handlowej, wynikający z silnego włączenia polskiego przemysłu w europejskie łańcuchy tworzenia wartości, oraz oszacować potencjalny impuls popytowy dla krajowego przetwórstwa przemysłowego.

**Szacowany wpływ umowy UE-Mercosur na produkcję w
wybranych branżach polskiego przemysłu**



*na wykresie pokazano branże, w których wzrost produkcji jest większy niż 0,1%

Źródło: Credit Agricole

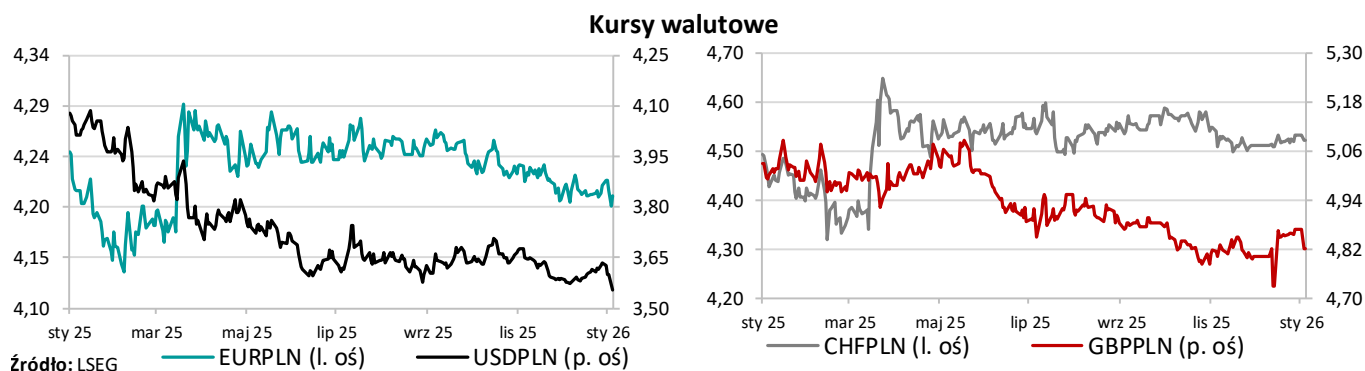
Odnosząc oszacowany wzrost popytu na dobra pośrednie do wielkości produkcji poszczególnych branż polskiego przetwórstwa przemysłowego, szacujemy, że realizacja umowy UE-Mercosur może przyczynić się do ograniczonego wzrostu produkcji w krajowym przetwórstwie. Najsilniejszych efektów można oczekiwać w branżach surowcowo-metalurgicznych – produkcja w kategorii „produkcja metali

nieżelaznych, w tym metali szlachetnych” mogłaby wzrosnąć o ok. 0,40%, natomiast w „wydobyciu rud metali” o ok. 0,29%. Wyraźny impuls popytowy dotyczy również „produkcji surowki, żelaza, stali oraz wyrobów hutniczych”, gdzie wzrost produkcji szacowany jest na ok. 0,29%. Istotne wzrosty będą również widoczne w sektorze motoryzacyjnym – produkcja w kategorii „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” mogłaby zwiększyć się o ok. 0,22%. Kolejne znaczące oddziaływania dotyczą „produkcji chemikaliów i wyrobów chemicznych” (0,20%) oraz „produkcji wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych” (0,18%). Mniejsze, lecz nadal dodatnie, efekty obserwowane są w „produkcji urządzeń elektrycznych” (0,13%), „produkcji metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń” (0,13%) oraz w „produkcji maszyn i urządzeń, gdzie indziej niesklasyfikowanej” (0,12%). W pozostałych gałęziach polskiego przetwórstwa przemysłowego wzrost produkcji wynikający z pośrednich efektów umowy byłby ograniczony i nie przekraczałby 0,1%.

Zaprezentowane szacunki odzwierciedlają długookresowe efekty porozumienia i obejmują zarówno efekty bezpośrednie, jak i pośrednie. Efekty bezpośrednie odzwierciedlają wzrost produkcji w polskich przedsiębiorstwach będących bezpośrednimi dostawcami komponentów i półproduktów wykorzystywanych w produkcji dóbr finalnych eksportowanych przez kraje UE na rynek Mercosur. Efekty pośrednie wynikają natomiast z rozbudowanej sieci powiązań produkcyjnych – obejmują one wzrost aktywności w przedsiębiorstwach dostarczających dobra pośrednie na potrzeby innych firm uczestniczących w łańcuchach dostaw, w tym również podmiotów zagranicznych. Z uwagi na złożoną, często międzynarodową strukturę tych powiązań, część efektów pośrednich będzie materializować się stopniowo w czasie.

Podsumowując, szacujemy, że realizacja umowy UE-Mercosur może w długim okresie przyczynić się do wzrostu produkcji w polskim przetwórstwie przemysłowym o ok. 0,11%, przy jednoczesnym zwiększeniu wartości dodanej w tym sektorze o ok. 0,07%. Należy przy tym podkreślić, że są to efekty długo-, a nie krótkookresowe – ich materializacja będzie następować stopniowo. Po pierwsze, sam proces ratyfikacji porozumienia może potrwać wiele miesięcy, a w skrajnym scenariuszu nawet kilka lat, co oznacza, że faktyczne wejście umowy w życie pozostaje odległe w czasie. Po drugie, nawet po jej wdrożeniu liberalizacja handlu będzie następowała stopniowo, wraz z wieloletnim harmonogramem redukcji ceł. W konsekwencji wpływ umowy UE-Mercosur na tempo wzrostu gospodarczego w Polsce oraz bieżącą koniunkturę w przetwórstwie przemysłowym należy oceniać jako w dużej mierze zaniedbywalny. Umowa może natomiast w ograniczonym stopniu wzmacniać potencjał produkcyjny wybranych branż w horyzoncie długookresowym, przede wszystkim poprzez kanał integracji Polski w europejskich łańcuchach tworzenia wartości.

Złagodzenie retoryki D. Trumpa w sprawie Grenlandii umocniło złotego

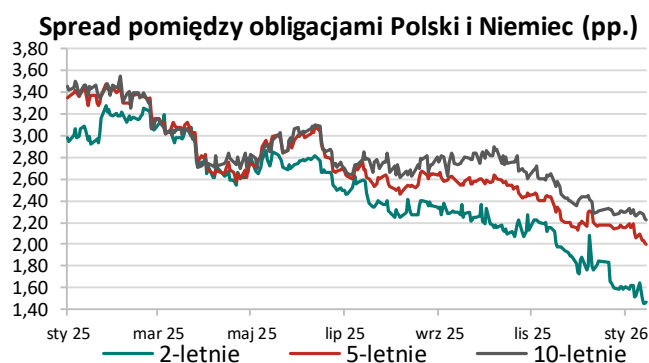
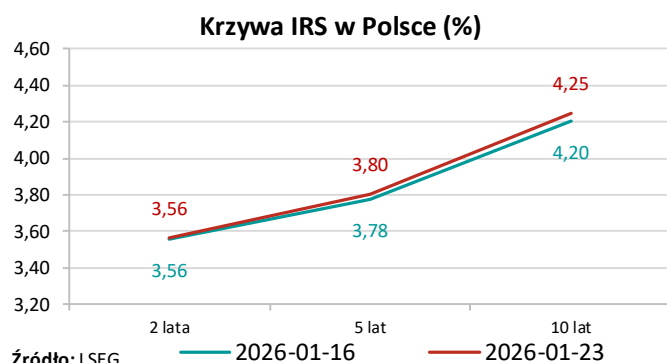


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN zmniejszył się do 4,2070 (umocnienie złotego o 0,2%). W ubiegłym tygodniu kluczowym czynnikiem determinującym zmienność kursu złotego były wypowiedzi D. Trumpa w sprawie Grenlandii. W oczekiwaniu na wystąpienie Trumpa na Światowym Forum Ekonomicznym w Davos mieliśmy do czynienia z osłabieniem złotego. Niemniej jego zapowiedzi, zgodnie z którymi nie ma zamiaru używać siły w związku z planami pozyskania Grenlandii, doprowadziły do zmniejszenia obaw inwestorów o stabilność NATO i spadku awersji do ryzyka. Z tego samego powodu pod koniec ubiegłego tygodnia doszło do osłabienia dolara względem euro.

W tygodniu kluczowa dla kursu złotego będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC, które może sprzyjać podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje makroekonomiczne będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego.



Posiedzenie FOMC w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS wyniosły 3,56 (brak zmiany), 5-letnie zwiększyły się do 3,80 (wzrost o 2pb), a 10-letnie do 4,25 (wzrost o 5pb). Przez cały ubiegły tydzień stawki IRS charakteryzowały się relatywnie niską zmiennością. Pod koniec tygodnia doszło do lekkiego wzrostu stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC, które może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS. Oczekujemy, że przewidziane na ten tydzień publikacje makroekonomiczne nie będą miały istotnego wpływu na krzywą.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25	cze 25	lip 25	sie 25	wrz 25	paź 25	lis 25	gru 25	sty 26
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00
Kurs EURPLN*	4,27	4,21	4,19	4,19	4,27	4,24	4,24	4,27	4,26	4,26	4,25	4,23	4,21	4,20
Kurs USDPLN*	4,13	4,06	4,04	3,87	3,77	3,74	3,60	3,74	3,64	3,63	3,68	3,65	3,58	3,57
Kurs CHFPLN*	4,54	4,46	4,46	4,38	4,56	4,54	4,53	4,60	4,55	4,56	4,57	4,53	4,51	4,53
Inflacja CPI (r/r, %)	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,0	3,7	3,6	3,6	3,4	3,3	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	2,7	2,7	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	0,3	-0,9	-1,8	2,5	1,3	4,0	-0,4	3,0	0,7	7,6	3,2	-1,1	7,3	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	-8,0	4,2	-0,1	-1,1	-4,2	-2,8	2,1	0,7	-7,0	0,3	4,2	0,2	4,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,7	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-2,2	-2,4	-2,5	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,7	6,1	0,6	0,6	7,9	4,3	2,1	4,8	3,0	6,6	5,5	2,8	3,8	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	9,8	9,2	7,9	7,7	9,3	8,4	9,0	7,6	7,1	7,5	6,6	7,1	8,6	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0	5,2	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	
Saldo ROB (mIn EUR)	-1427	-35	115	-1136	88	-711	-262	-1571	-2239	-408	2053	-460		
Eksport (r/r, %, EUR)	0,7	2,7	1,2	3,9	-0,6	5,5	3,3	3,5	-0,9	6,2	5,5	2,7		
Import (r/r, %, EUR)	3,9	10,4	4,0	10,5	7,6	7,3	1,9	2,7	-1,0	7,4	2,9	3,1		

*wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym												
Wskaźnik	2025				2026				2025	2026	2027	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,2	3,3	3,8	3,8	3,9	3,7	3,5	3,3	3,6	3,6	3,0	
Konsumpcja (% r/r)	2,6	4,5	3,5	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9	3,5	3,1	3,0	
Inwestycje (% r/r)	6,4	-0,7	7,1	8,6	8,4	10,9	7,9	7,7	5,8	8,5	6,6	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	2,1	1,9	6,1	6,2	5,2	5,8	5,8	5,3	4,1	5,5	5,0	
Import (ceny stałe, %, r/r)	4,3	3,4	5,9	5,5	5,2	6,1	6,5	6,1	4,8	6,0	5,5	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,6	2,6	2,0	1,6	2,0	1,8	1,7	1,4	2,0	1,7	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,8	-0,1	1,1	1,9	1,1	1,7	1,3	1,8	1,0	1,5	1,2
	Eksport netto (pp.)	-0,9	-0,7	0,2	0,5	0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
	Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,4	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	5,2	5,6	5,7	5,9	5,5	5,5	5,6	5,7	5,6	5,5	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,0	0,2	0,7	0,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,3	-0,5	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	10,0	8,8	7,5	6,5	5,8	5,9	6,1	6,2	8,2	6,0	6,0	
Inflacja CPI (%)*	4,9	4,1	3,0	2,6	2,2	2,6	2,7	3,3	3,6	2,7	3,0	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,84	5,23	4,72	3,99	3,85	3,85	3,86	3,86	3,99	3,86	3,86	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,25	4,75	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	4,00	3,75	3,75	
EURPLN**	4,19	4,24	4,26	4,21	4,21	4,20	4,19	4,18	4,21	4,18	4,15	
USDPLN**	3,87	3,60	3,63	3,58	3,63	3,68	3,74	3,80	3,58	3,80	3,55	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 26.01.2026 r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Grudzień	2,8	3,8	5,1
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Grudzień	3,1	4,3	5,5
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Styczeń	87,6		88,2
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Grudzień	10,6	10,1	10,4
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Listopad	-2,2	6,5	3,7
Wtorek 27.01.2026 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Grudzień	5,6	5,7	5,7
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Listopad	0,3		0,2
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Styczeń	-7,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Styczeń	89,1	91,0	90,9
Środa 28.01.2026 r.						
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Styczeń	3,75	3,75	3,75
Czwartek 29.01.2026 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Grudzień	3,0		3,0
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Styczeń	-0,56		
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Listopad	0,0		
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Listopad	-0,4		
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Listopad	-1,3	3,5	1,7
Piątek 30.01.2026 r.						
10:00	Polska	Roczny PKB (% r/r)	2025	3,0	3,6	3,6
10:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,0	0,1	0,2
11:00	Strefa euro	Wstępny szacunek PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,3	0,2	0,2
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Grudzień	6,3		6,3
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	2,0	2,0	2,0
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Styczeń	43,5		43,8

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus wg agencji Thomson Reuters, Bloomberg lub gazety Parkiet