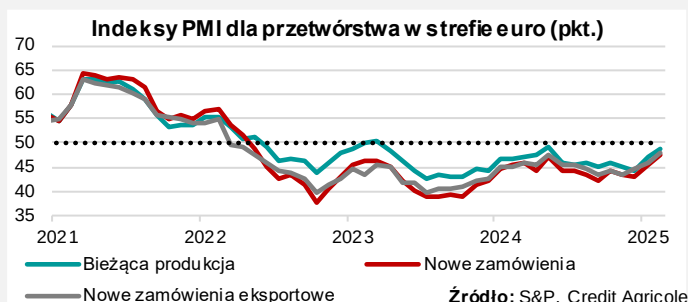


W tym tygodniu

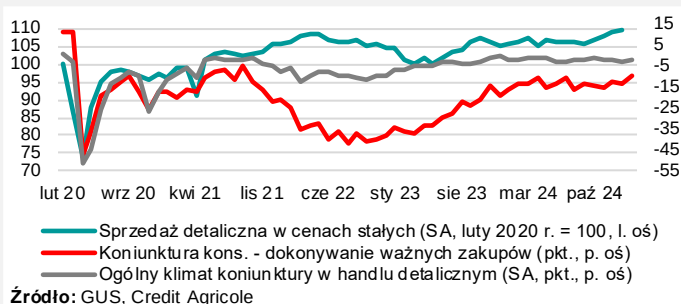
Dzisiaj opublikowane zostaną wstępne wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI). Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w marcu do 50,5 pkt. wobec 50,2 pkt. w lutym. Oznaczałoby to, że indeks PMI pozostanie już trzeci miesiąc z



rzędu powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zgodnie z konsensusem lekka 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 (47,3 pkt. w marcu wobec 46,5 pkt. w lutym). Dodatkowych informacji o koniunkturze w Niemczech dostarczy opublikowany we wtorek indeks Ifo, obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Rynek oczekuje, że wartość indeksu zwiększyła się do 86,5 pkt. w marcu z 85,2 pkt. w lutym. Tym samym dane zasygnalizują lekką poprawę pomimo utrzymującej się stagnacji w światowym handlu oraz silnej konkurencji ze strony chińskiego przemysłu, jak również rosnącego ryzyka wojny celnej. 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. Prognozujemy, że inflacja PCE ogółem nie zmieniła się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniosła 2,5% r/r, przy jednoczesnym wzroście inflacji bazowej PCE do 2,7% z 2,6%. Dane wskażą zatem na lekki wzrost presji inflacyjnej. W środę poznamy wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałego użytku. Prognozujemy, że wzrosły one w lutym o 0,3% m/m wobec wzrostu o 3,2% w styczniu. Uważamy, że zgodnie z finalnym szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zmniejszyło się w IV kw. do 2,3% wobec 3,1% w III kw. (brak rewizji względem drugiego szacunku). We wtorek poznamy dane o sprzedaży nowych domów, która naszym zdaniem wzrosła do 683 tys. w lutym z 657 tys. w styczniu, w dalszym ciągu sygnalizując obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. W tym tygodniu poznamy również wskaźniki koniunktury konsumenckiej. Oczekujemy, że indeks zaufania konsumentów Conference Board (93,3 pkt. w marcu wobec 98,3 pkt. w lutym) oraz finalny indeks Uniwersytetu Michigan (57,9 pkt. wobec 64,7 pkt.) zasygnalizują dalsze pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych. Publikacja danych z USA będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

Dzisiaj GUS opublikuje dane o sprzedaży detalicznej w Polsce. Oczekujemy, że tempo wzrostu sprzedaży w cenach stałych zmniejszyło się do 2,8% r/r w lutym wobec 4,8% w styczniu. Na spadek dynamiki sprzedażyłożyły się efekt wysokiej bazy sprzed roku, niekorzystne efekty kalendarzowe oraz oddziałujące przeciwnym kierunkiem poprawa koniunktury konsumenckiej. Nasza prognoza realnej dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (3,3%), a tym samym jej materializacja będzie negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



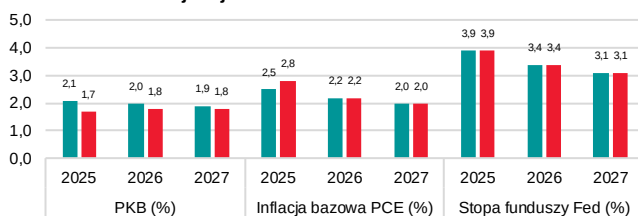
W zeszłym tygodniu

Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed utrzymał docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [4,25%; 4,50%], co było zgodne z naszą prognozą i oczekiwaniami rynku. W komunikacie powtórzony został zapis, zgodnie z którym podejmując decyzje dotyczące skali i momentu kolejnych

dostosowań w polityce pieniężnej FOMC będzie uważnie analizował napływające dane, oceniał perspektywy i ważył czynniki ryzyka. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu J. Powell powtórzył również, że Rezerwa Federalna nie musi się spieszyć z obniżkami stóp procentowych i jest w na tyle komfortowej sytuacji, że może przyjąć strategię *wait and see*, szczególnie w obliczu wysokiej niepewności regulacyjnej związanej z działaniami administracji D. Trumpa. Odniósł się również do ostatniego silnego wzrostu oczekiwań inflacyjnych publikowanych wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan. Stwierdził on, że wzrost ten ma charakter obserwacji nietypowej, podczas gdy inne miary długookresowych oczekiwań inflacyjnych pozostają stabilne. J. Powell powiedział również, że proinflacyjny wpływ podwyższonych ceł będzie „przejściowy”, co zostało odebrane przez rynek jako zaskoczenie, szczególnie w świetle badań na ten temat publikowanych przez analityków Fed (Cuba-Borda et al. 2025). W ubiegłym tygodniu opublikowana została również marcowa projekcja członków FOMC. Mediana dla oczekiwanej stopy funduszy Rezerwy Federalnej nie zmieniła się w porównaniu do grudniowej projekcji. W 2025 r. implikuje ona obniżki o łącznej skali 50pb, w 2026 r. o 50pb, a w 2027 r. o 25pb. Mediana dla docelowego poziomu stóp procentowych nie zmieniła się w porównaniu do grudniowej projekcji i wynosi 3,00%. Jednocześnie mediana dla prognoz inflacji na 2025 r. zwiększyła się w porównaniu do grudniowej projekcji, podczas gdy mediana dla tempa wzrostu PKB uległa obniżeniu w całym horyzoncie projekcji. Wyniki marcowej projekcji odzwierciedlają obawy członków FOMC, że polityka administracji D. Trumpa doprowadzi do wzrostu inflacji, przy jednoczesnym pogorszeniu perspektyw wzrostu gospodarczego. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym w 2025 r. Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe łącznie o 50pb (o 25pb w czerwcu i o 25pb we wrześniu) i zakończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Dynamika produkcji przemysłowej w USA zwiększyła się w lutym do 0,7% wobec 0,3% w styczniu (rewizja w dół z 0,5%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,2%). Jej wzrost wynikał z wyższej dynamiki produkcji w górnictwie i przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika produkcji w dostarczaniu metali. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w lutym do 78,2% wobec 77,7% w styczniu i pozostaje ono nadal poniżej poziomu sprzed pandemii (ok. 78,6%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zwiększyła się w lutym do 0,2% m/m wobec spadku o 1,2% w styczniu (rewizja w dół z -0,9%), kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,6%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się w lutym do 0,3% wobec -0,6% w styczniu. 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 (1456 tys. w lutym wobec 1473 tys. w styczniu), rozpoczętych

Projekcje makroekonomiczne FOMC



Źródło: FOMC, CreditAgricole

■ Grudniowa projekcja ■ Marcowa projekcja

budowach (1501 tys. wobec 1350 tys.), a także sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,26 mln wobec 4,09 mln) wskazały na ogół na wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości w lutym. Podtrzymujemy jednak naszą ocenę, zgodnie z którą perspektywy wzrostu aktywności na rynku nieruchomości w USA pozostają niekorzystne. Głównym czynnikiem ograniczającym aktywność na rynku nieruchomości jest niechęć właścicieli domów do sprzedaży i refinansowania istniejących kredytów hipotecznych, które zostały zaciągnięte przy znacznie niższym oprocentowaniu niż obecnie obowiązujące. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również regionalne indeksy NY Fed (-20,0 pkt. w marcu wobec 5,7 pkt. w lutym) oraz Philadelphia Fed (12,5 pkt. wobec 18,1 pkt.), które wskazały na pogorszenie nastrojów w amerykańskim przetwórstwie. Uwzględniając napływające coraz słabsze wyniki badań koniunktury konsumenckiej (por. MAKROmapa z 17.03.2025) dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą 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.

Produkcja przemysłowa w Polsce zmniejszyła się w lutym o 2,0% r/r wobec spadku o 0,9% w styczniu (rewizja w górę z -1,0%), kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (-1,2%) i lekko powyżej naszej prognozy (-2,2%). Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy styczniem a lutym był efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Z uwagi na oddziaływanie niekorzystnych efektów kalendarzowych spadek rocznej dynamiki produkcji przemysłowej odnotowano we wszystkich głównych segmentach przemysłu, tj. w branżach eksportowych, w branżach powiązanych z budownictwem oraz pozostałych kategoriach. W danych na uwagę zasługuje utrzymujący się spadek produkcji w branżach eksportowych, w szczególności kategoriach związanych z przemysłem motoryzacyjnym. Naszym zdaniem krótkookresowe perspektywy w branżach eksportowych wciąż pozostają niekorzystne głównie ze względu na obniżoną aktywność w przetwórstwie w strefie euro, w tym w Niemczech i zgłaszane z tego powodu niższe zapotrzebowanie na dobra pośrednie wytwarzane w Polsce, co sygnalizują wyniki badań koniunktury PMI. Dynamika produkcji budowlano-montażowej zmniejszyła się w lutym do 0,0% r/r wobec 4,3% w styczniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (2,3%) oraz naszej prognozy (1,0%). Spadek dynamiki produkcji budowlano-montażowej pomiędzy styczniem a lutym wynikał w dużym stopniu z oddziaływania wspomnianego wyżej efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Na uwagę zasługuje wzrost dynamiki produkcji w kategorii „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej” (1,7% wobec 1,6%), co sugeruje, że środki unijne, które napływają do Polski w ramach Krajowego Planu Odbudowy oraz Wieloletnich Ram Finansowych 2021-2027 zaczynają dynamizować aktywność w budownictwie (por. MAKROpuls z 20.03.2025). Z jednej strony silniejszy od naszych wcześniejszych oczekiwań wzrost PKB w IV kw., a także napływające w ostatnim czasie miesięczne dane (w szczególności o sprzedaży detalicznej) wskazują na lekkie ryzyko w górę dla naszej ścieżki PKB w kolejnych kwartałach. Z drugiej strony, czynnikiem ryzyka w dół dla perspektyw wzrostu PKB, w szczególności popytu zewnętrznego, pozostaje polityka celna administracji D. Trumpa, przy czym ekspozycja Polski na to ryzyko jest relatywnie niewielka. W konsekwencji uważamy, że czynniki ryzyka dla naszej prognozy wzrostu PKB w 2025 r. (3,5% wobec 2,9% w 2024 r.) są zbilansowane.

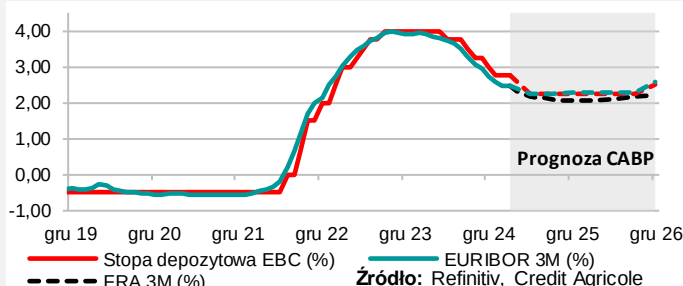
Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób nie zmieniła się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniosła 0,9% r/r, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku równymi naszej prognozie. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zmniejszyło się w lutym o 3,5 tys. osób. Obserwowany w ostatnich miesiącach spadek zatrudnienia w pewnym stopniu można tłumaczyć zmniejszającym się zasobem siły roboczej ze względu na osiągnięcie wieku emerytalnego przez roczniki z wyżu demograficznego (por. MAKROpuls z 20.03.2025). Z kolei dynamika wynagrodzeń zmniejszyła się w lutym do 7,9% r/r wobec 9,2% w styczniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (8,7%) oraz naszej prognozy (8,6%). W ujęciu realnym, tempo wzrostu wynagrodzeń w firmach zmniejszyło się do

2,9% r/r w lutym wobec 4,1% w styczniu. Warto odnotować, że w lutym w zdecydowanej większości raportowanych kategorii nominalna dynamika wynagrodzeń ukształtowała się na jednocyfrowym poziomie, co może sugerować słabnącą presję płacową w polskim sektorze przedsiębiorstw. Jest to spójne z naszym scenariuszem zakładającym silny spadek inflacji, w tym inflacji bazowej, w II poł. br. (patrz poniżej).

Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększyło się w styczniu do -168 mln EUR wobec 803 mln EUR w grudniu, kształtując się znacznie poniżej oczekiwań rynku (404 mln EUR) i naszej prognozy (851 mln EUR). Wzrost salda na rachunku obrotów bieżących wynikał ze zwiększenia sald obrotów towarowych oraz dochodów pierwotnych (odpowiednio o 730 mln EUR i 770 mln EUR wyższe niż w grudniu), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe salda usług oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 25 mln EUR oraz 840 mln EUR niższe niż w grudniu). Jednocześnie w styczniu odnotowano spadek dynamiki eksportu (-0,7% r/r wobec -0,3% w grudniu) oraz silny wzrost dynamiki importu (9,9% wobec 3,9%). Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki obrotów handlowych pomiędzy grudniem a styczniem była korzystna różnica w liczbie dni roboczych. W danych na uwagę zasługują pogłębiające 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, była niższa sprzedaż w kategorii obejmującej środki transportu (m.in. eksporcie samochodów dostawczych, aut osobowych, ciągników drogowych oraz części samochodowych). Uważamy, że kolejne kwartały mogą przynieść dalsze 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. Prognozujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększy się w I kw. do 0,3% wobec 0,1% w IV kw.

W zeszłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB). SNB podjął decyzję o obniżeniu głównej stopy procentowej o 25pb do poziomu 0,25%, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Decyzja o obniżeniu stóp procentowych została uzasadniona stwierdzeniem, że presja inflacyjna pozostaje niska i jednocześnie zwiększył się ryzyko w dół dla ścieżki inflacji. SNB ponownie zakomunikował również swoją gotowość do interwencji walutowych w razie potrzeby, zwracając uwagę na postępującą aprecjację franka szwajcarskiego. W ubiegłym tygodniu opublikowana została także najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Ścieżka inflacji została zrewidowana w górę do 0,4% w 2025 r. (0,3% w grudniowej projekcji) i 0,8% w 2026 r. (0,7%) oraz po raz pierwszy opublikowano prognozę na 2027 r. (0,8%). Prognoza wzrostu PKB na 2025 r. została utrzymana na poziomie z grudnia (1,0%-1,5%). W ubiegłym tygodniu zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę kursu EURCHF, co uzasadniamy planami rozluźnienia polityki fiskalnej w UE ze względu na zwiększone wydatki zbrojeniowe. Obecnie prognozujemy, że kurs EURCHF wyniesie 0,99 na koniec 2025 r. oraz 0,98 na koniec 2026 r. W konsekwencji prognozujemy, że kurs CHFPLN ukształtuje się zarówno na koniec 2025 r. jak i 2026 r. na poziomie 4,24.

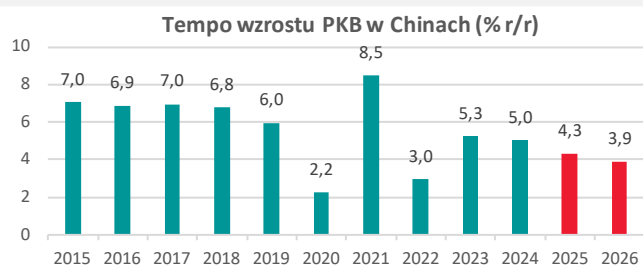
Zrewidowaliśmy nasz scenariusz stóp procentowych w strefie euro. W ostatnim czasie doszło do istotnego wzrostu napięć geopolitycznych, w szczególności w obszarze polityki celnej USA, a także Niemcy przestawiły plany dotyczące istotnego zwiększenia wydatków zbrojeniowych



poprzez złagodzenie polityki fiskalnej. Z tego powodu uważamy, że EBC wstrzyma się z decyzją o kolejnej obniżce stóp procentowych o 25pb do czerwca br., czyli do momentu zapoznania się z wynikami nowej projekcji ekonomicznej uwzględniających wpływ wymienionych wyżej elementów na perspektywy inflacji i wzrostu PKB w strefie euro. Podtrzymujemy naszą ocenę, że czerwcową obniżka stóp procentowych będzie ostatnią w tym cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. W konsekwencji uważamy, że docelowy poziom dla głównej stopy procentowej wynosi 2,40% oraz 2,25% dla stopy depozytowej. Uważamy, że taki poziom stóp procentowych jest nieco niższy niż szacowana przez nas neutralna stopa procentowa dla strefy euro (2,50% wobec 2,00% szacowanych przez EBC). W naszej ocenie, będzie to ograniczać ryzyko zbyt silnego spadku inflacji i jednocześnie lekko wspierać aktywność gospodarczą. Jednocześnie uważamy, że rozluźnienie polityki fiskalnej w strefie euro w średnim okresie będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia inflacji bazowej. W konsekwencji uważamy, że EBC będzie chciał przeciwdziałać temu wzrostowi i w grudniu 2026 r. dokona pierwszej podwyżki stóp procentowych o 25pb.

Uwzględniając rewizję wag koszyka inflacyjnego przez GUS (por. MAKROpuls z 14.03.2025) zaktualizowaliśmy naszą prognozę inflacyjną. Na potrzeby prognozy zakładamy, że zamrożenie cen energii zostanie przedłużone do końca br., a pobieranie tzw. opłaty mocowej zostanie wznowione od lipca br. Prognozujemy, w marcu inflacja utrzyma na poziomie 4,9% r/r, a w kolejnych miesiącach będzie się stopniowo obniżała kształtując się na poziomie przeciętnie 3,2% w II poł. br. W rezultacie prognozujemy, że średniorocznie inflacja w całym 2025 r. wyniesie 3,9% r/r wobec 3,6% w 2024 r. Wraz ze spowolnieniem wzrostu wynagrodzeń oczekujemy dalszego obniżenia inflacji w 2026 r. Uważamy, że od lutego 2026 r. inflacja bazowa będzie kształtowała się blisko 2,5% r/r, a inflacja ogółem osiągnie ten poziom od lipca 2026 r. Oczekujemy, że inflacja ogółem wyniesie średniorocznie 2,8% w 2026 r. Powyższa prognoza inflacyjna jest spójna z naszym scenariuszem zakładającym wznowienie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w II poł. br.

Zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę wzrostu PKB w Chinach do 4,6% w 2025 r. (4,2% przed rewizją) i 4,3% w 2026 r. (3,9%). Przyczyną rewizji jest opublikowana w ostatnim czasie seria lepszych od oczekiwań danych ekonomicznych z chińskiej gospodarki, a także uruchomienie nowych działań



Źródło: Refinitiv, Credit Agricole

stymulacyjnych przez chiński rząd. PKB w IV kw. 2024 r. wzrósł wyraźnie powyżej naszych oczekiwań (5,4% r/r przy naszej prognozie wynoszącej 5,0% - por. MAKROmapa z 20.01.2025), a napływające miesięczne dane za I kw. 2025 r. wskazują na jedynie umiarkowane spowolnienie aktywności. Obserwujemy stopniowy wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej, po tym jak osiągnęła ona minimum lokalne w III kw. 2024 r. Aktywność w przypadku produkcji przemysłowej oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich wspierana jest przez transformację technologiczną chińskiej gospodarki. Jednocześnie a w największych miastach widać pierwsze sygnały poprawy sytuacji na rynku nieruchomości. Chiński rząd zadeklarował utrzymanie celu dla wzrostu PKB na poziomie „około 5%”, ogłaszając zwiększenie skali stymulacji fiskalnej – rozszerzony deficyt fiskalny ma wzrosnąć o 1,8 pkt proc. do 8,4% PKB, a kolejne wydatki mogą zostać uruchomione w zależności od sytuacji zewnętrznej. Na uwagę zasługuje także zwrot w polityce gospodarczej – priorytetem staje się pobudzanie popytu krajowego, zwłaszcza konsumpcji, a nie jak dotychczas inwestycji i sektora przemysłowego. Uważamy, że dodatkowym impulsem dla wzrostu w Chinach może być również rozwój sektora AI. Styczniowa premiera modelu DeepSeek R1 pokazała, że Chiny mogą pozostać liderem w tej dziedzinie mimo ograniczonego dostępu do zaawansowanych chipów, co może przyciągnąć nowe inwestycje kapitałowe i zwiększyć produktywność. Głównym

czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza wzrostu PKB w Chinach pozostaje możliwość objęcia Chin kolejnymi restrykcjami przez administrację D. Trumpa.

W ubiegłym tygodniu agencja Moody's potwierdziła długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A2 ze stabilną perspektywą, wskazując na dynamiczny wzrost gospodarczy, poprawę relacji z Unią Europejską oraz rosnące zdolności obronne jako czynniki równoważące niekorzystne trendy fiskalne i demograficzne. Moody's oczekuje stopniowej konsolidacji fiskalnej od 2026 r., co pozwoli na ustabilizowanie długu publicznego nieznacznie powyżej 60% PKB do końca dekad. Agencja podkreśliła, że Polska pozostaje narażona na ryzyko geopolityczne, jednak członkostwo w NATO oraz znacznie zwiększone zdolności obronne ograniczają te zagrożenia. Dodatkowo, poprawa relacji z UE po zmianie rządu w grudniu 2023 r. umożliwiła odblokowanie znacznych środków inwestycyjnych, które będą wspierać wzrost gospodarczy w latach 2025–2028. Moody's zaznacza jednak, że napięcia polityczne między prezydentem a rządem ograniczają postępy we wdrażaniu reform przywracających niezależność sądownictwa. Zdaniem agencji podniesienie ratingu mogłoby nastąpić w przypadku skutecznego wdrożenia reform instytucjonalnych, szybszej konsolidacji fiskalnej oraz "dalszego postępu w zwiększaniu zaawansowania i złożoności polskiej gospodarki". Z kolei pogorszenie sytuacji geopolitycznej w regionie, dalsze pogorszenie wskaźników fiskalnych lub pogłębienie problemów związanych z praworządnością mogłoby wywierać presję na obniżenie ratingu. Podtrzymanie dotychczasowej oceny ratingowej jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

Prognozy dla krajów EŚW-3

	PKB (% r/r)			Inflacja CPI (% r/r)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Czechy	1,0	2,2	2,4	2,5	2,4	2,0
Węgry	0,6	2,4	3,1	3,7	4,3	2,8
Rumunia	0,8	2,6	2,9	5,6	4,5	3,1

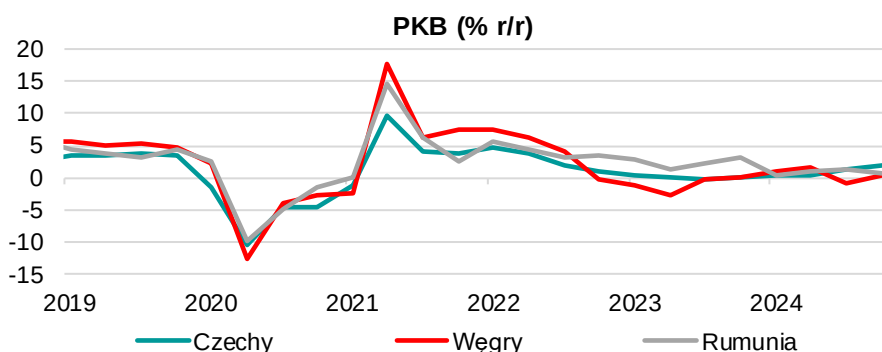
Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz scenariusz makroekonomiczny na lata 2025-2026 dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW-3): Czech, Węgier i Rumunii.

Źródło: Datastream, Credit Agricole

Czeska gospodarka wykazała oznaki ożywienia w IV kw. 2024 r., odnotowując przyspieszenie wzrostu PKB zarówno w ujęciu kwartalnym (do 0,7% z 0,6% w III kw.), jak i rocznym (do 1,8% z 1,4%). Oczekujemy, że PKB wzrośnie o 2,2% w 2025 r., wspierany przez ożywienie inwestycji, konsumpcję gospodarstw domowych napędzaną wzrostem realnych płac oraz stopniową poprawą nastrojów konsumenckich. Przewidywane dalsze łagodzenie polityki pieniężnej zapewni dodatkowe wsparcie dla popytu krajowego. Jednak eksport netto prawdopodobnie nadal będzie czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy, ponieważ silna konsumpcja przyczyni się jednocześnie do zwiększenia importu. W 2026 r. przewidujemy dalsze przyspieszenie wzrostu PKB do 2,4% r/r. Chociaż polityka fiskalna będzie miała neutralny wpływ na perspektywy makroekonomiczne w latach 2025-2026, to zwiększona absorpcja środków unijnych zapewni silny impuls dla wzrostu PKB.

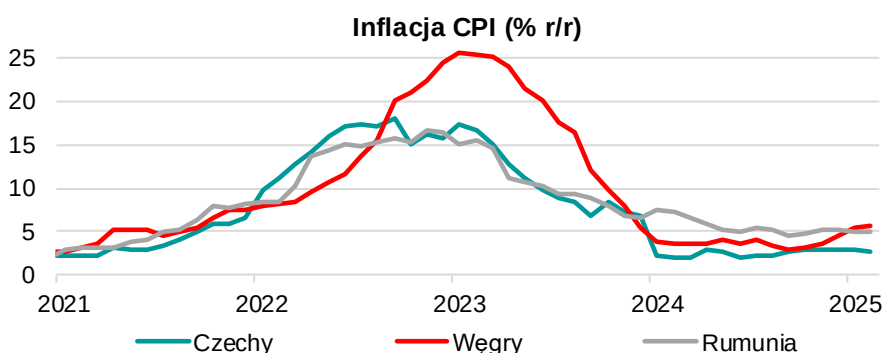
Inflacja w Czechach znacząco spadła w 2024 r., osiągając przez większość roku poziom zbliżony do celu banku centralnego (2%). Jednak pod koniec ub. r. odnotowano tymczasowy wzrost inflacji, głównie z powodu rosnących cen żywności. Inflacja bazowa pozostała stabilna, co wskazuje, że presja popytowa pozostawała ograniczona. W 2025 r. oczekujemy, że średniorocznie inflacja wyniesie 2,4% r/r, przy czym ceny żywności pozostaną kluczowym czynnikiem proinflacyjnym. Chociaż dynamika cen regulowanych powinna się obniżyć, utrzymująca się presja kosztowa w sektorze usług może utrzymywać inflację na podwyższonym poziomie w krótkim okresie. Uważamy, że na przełomie lat 2025 i 2026 inflacja zbliży się do poziomu 2,0% i pozostanie w tych okolicach do końca 2026 r., co będzie efektem słabnącej presji

kosztowej. Wzrost wynagrodzeń, który pozostawał historycznie wysoki, najprawdopodobniej spowolni w latach 2025-2026.



prognozę PKB Węgier w 2025 r. do 2,4% r/r wobec 2,9% w poprzedniej prognozie. W kierunku obniżenia prognozy PKB Węgier oddziałuje kilka czynników. Środki UE przeznaczone dla Węgier wciąż pozostają zamrożone, co w połączeniu z ograniczeniem inwestycji rządowych związanym z redukcją deficytu fiskalnego oraz niską akcją w kredytową w sektorze przedsiębiorstw będzie ograniczać dynamikę inwestycji. Ponadto niepewność związana z eksportem oraz problemami strukturalnymi w sektorze przemysłowym, zwłaszcza w branży motoryzacyjnej i firmach produkujących akumulatory, może ograniczyć tempo odbudowy gospodarki. Z kolei niekorzystnie na dynamikę konsumpcji prywatnej oddziaływać będą gorsza od oczekiwanej sytuacja na rynku pracy, a w szczególności spowolnienie realnego wzrostu wynagrodzeń związane z istotnie wyższą od oczekiwań inflacją. W 2026 r. wzrost gospodarczy powinien stopniowo przyspieszać, osiągając poziom 3,1%. Uruchomienie nowych zakładów produkcyjnych firm BYD i BMW powinno przyczynić się do wzrostu eksportu i produkcji przemysłowej. Szacujemy, że w skali całego roku fabryki tych dwóch firm podbiją tempo wzrostu PKB Węgier o ok. 0,5 pkt. proc. w latach 2025-2026.

W IV kw. 2024 r. gospodarka Węgier wyszła z technicznej recesji, osiągając wzrost PKB na poziomie 0,5% kw/kw wobec -0,6% w III kw. (0,4% r/r wobec -0,8% w III kw.). Należy jednak zwrócić uwagę, że pomimo ożywienia wzrostu gospodarczego w IV kw. poziom odsezonowanego PKB ukształtował się jedynie o 0,9% wyżej niż na koniec 2021 r. Obniżyliśmy naszą



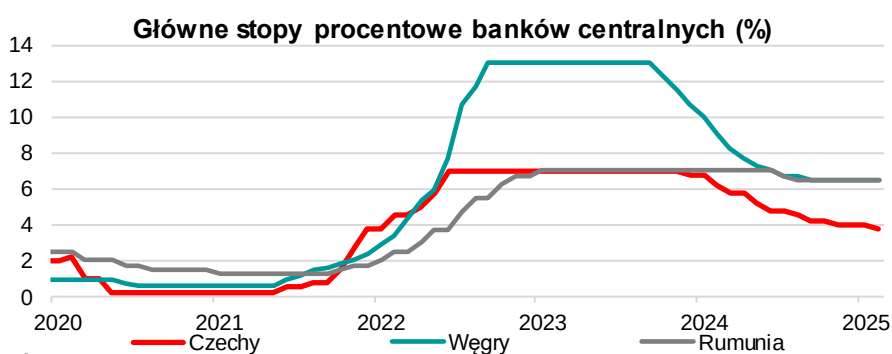
Inflacja na Węgrzech pozostaje podwyższona, a w lutym 2025 r. wskaźnik CPI wyniósł 5,6% r/r. Na wzrost dynamiki cen złożyły się przede wszystkim wyższe dynamiki cen żywności i usług. Jednocześnie inflacja bazowa wzrosła do 6,2% r/r w lutym osiągając najwyższy poziom od grudnia 2023 r., co było powiązane z szybszym wzrostem cen usług. Dodatkowo, wzrost

kosztów produkcji i płac może wpłynąć na dalsze utrzymywanie się presji inflacyjnej, szczególnie w sektorze usług. W odpowiedzi na wysokie ceny Rząd Węgier powrócił do polityki interwencji cenowej, tym razem w formie ograniczenia cen detalicznych żywności do 110% ceny hurtowej, co obejmować będzie 30 podstawowych artykułów spożywczych, takich jak mięso, nabiał czy olej. Według V. Orbana, regulacje te będą obowiązywać od połowy marca br. do końca maja, z możliwością ich przedłużenia na dalsze miesiące. Szacujemy, że działania rządu mogą przejściowo obniżyć inflację o ok. 0,5 pkt. proc. Prognozujemy, że inflacja ogółem wyniesie średniorocznie 4,3% r/r w 2025 r. i 2,8% w 2026 r.

W Rumunii przez cały 2024 r. utrzymywało się niskie tempo wzrostu PKB, które średniorocznie wyniosło 0,8% r/r. W kolejnych kwartałach oczekujemy stopniowego ożywienia gospodarczego, jednak tempo wzrostu będzie umiarkowane, głównie ze względu na zacieśnienie polityki fiskalnej, w tym zamrożenie wynagrodzeń w sferze budżetowej i emerytur oraz wzrost obciążeń podatkowych. Te działania ograniczą

przede wszystkim dynamikę konsumpcji prywatnej, która pozostaje głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego Rumunii. W perspektywie lat 2025-2026 wzrost PKB będzie wspierany przez absorpcję funduszy unijnych. Biorąc pod uwagę powyższe tendencje prognozujemy, że dynamika PKB wyniesie 2,6% w 2025 r. i 2,9% w 2026 r.

Od listopada 2024 r. inflacja w Rumunii kształtuje się nieznacznie powyżej 5,0% r/r. W kolejnych kwartałach inflacja powinna się stopniowo obniżać, osiągając poziom ok. 4% na koniec 2024 r. i 3% na koniec 2026 r., stabilizując się w górnym przedziale celu inflacyjnego banku centralnego. Proces ten będzie jednak uzależniony od sytuacji na rynku pracy oraz polityki regulacyjnej rządu, szczególnie w zakresie interwencji na rynku energii i polityki podatkowej. Podsumowując, prognozujemy, że średnioroczna inflacja zmniejszy się z 5,6% r/r w 2024 r. do 4,5% w 2025 r. i 3,1% w 2026 r.



Nie zmieniliśmy naszych scenariuszy polityki pieniężnej w krajach CE-3. Jastrzębia retoryka przedstawicieli Narodowego Banku Węgier (MNB) sygnalizuje wysokie prawdopodobieństwo utrzymywania się niezmiennych stóp procentowych w najbliższych miesiącach (por. tabela). MNB koncentruje się na utrzymaniu dodatnich realnych stóp

procentowych, a zdaniem MNB ostatnie wyższe od oczekiwań odczyty inflacji dodatkowo wzmacniają potrzebę zdyscyplinowanego podejścia do polityki pieniężnej. W Rumunii przewidujemy pierwszą obniżkę stóp procentowych również dopiero w III kw. 2025 r. ze względu na utrzymujące się presję inflacyjną, silny wzrost płac oraz niepewność związaną z wyborami prezydenckimi. Niepewność ta jest potęgowana przez anulowanie pierwszej rundy wyborów przeprowadzonych w listopadzie ub. r. oraz zablokowanie kandydatury prawicowego kandydata C. Georgescu, który ją wygrał i prowadził w sondażach pod koniec lutego br. Powtórzone wybory prezydenckie odbędą się w maju. Można oczekiwać, że w drugiej turze ponownie przeprowadzonych wyborów spotkają się reprezentujący ugrupowania prawicowe G. Simon, popierany przez C. Georgescu, oraz C. Antonescu, związany z obecnie urzędującym rządem mniejszościowym, lub N. Dan, liberalny burmistrz Bukaresztu. W przypadku wygranej G. Simona, można oczekiwać istotnego wzrostu napięć pomiędzy Rumunią a UE, jak również bardziej ekspansywnej polityki fiskalnej, podczas gdy zwycięstwo jednego z dwóch pozostałych kandydatów pozostawi politykę gospodarczą Rumunii na ścieżce zbliżonej do obecnej. Z kolei w Czechach spodziewamy się dalszego spadku stóp procentowych, po którym od IV kw. br. nastąpi ich stabilizacja, co będzie spójne z inflacją utrzymującą się blisko celu.

Podtrzymujemy również nasze prognozy kursów walutowych, które przedstawiliśmy w ubiegłym miesiącu (patrz tabela poniżej). Uważamy, że wraz ze spadkiem globalnej awersji do ryzyka oraz poprawą perspektyw gospodarczych będziemy obserwowali lekkie umocnienie walut regionu w średnim okresie. Szczegółowy opis naszej prognozy kursów walutowych przedstawiliśmy w MAKROmapie z 24.02.2025.

	Stopy referencyjne banków centralnych (%)								
	gru 24	mar 25	cze 25	wrz 25	gru 25	mar 26	cze 26	wrz 26	gru 26
Czechy	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Węgry	6,50	6,50	6,50	6,25	6,00	5,50	5,25	4,75	4,50
Rumunia	6,50	6,50	6,50	6,25	6,00	5,50	5,25	4,75	4,50

	Kursy walutowe								
	gru 24	mar 25	cze 25	wrz 25	gru 25	mar 26	cze 26	wrz 26	gru 26
EURCZK	25,2	25,1	25,2	25,0	24,8	24,6	24,5	24,4	24,3
EURHUF	411	403	403	395	385	380	370	368	365
EURRON	4,97	4,98	4,98	4,98	4,98	4,98	4,98	4,98	4,98

Źródło: Datastream, Credit Agricole

Pomimo optymistycznych perspektyw dla kursów walutowych krajów regionu, nadal dostrzegamy istotne czynniki ryzyka dla naszej prognozy, przede wszystkim możliwość załamania się negocjacji pokojowych na linii Rosja-Ukraina. Jeśli rozmowy zakończą się fiaskiem, ponowne nasilenie napięć geopolitycznych będzie oddziaływało w kierunku wzrostu awersji do ryzyka, prowadząc do ponownej presji na waluty regionu. Dodatkowo, ewentualne ograniczenie wsparcia militarnego USA dla Ukrainy oraz zmniejszona obecność NATO w Europie mogłyby dodatkowo oddziaływać w kierunku odpływu kapitału z regionu. W takim scenariuszu korzystny wpływ dysparytetu stóp procentowych może nie być czynnikiem wystarczającym do zrównoważenia negatywnego wpływu awersji do ryzyka, co skutkowałoby osłabieniem walut regionu.

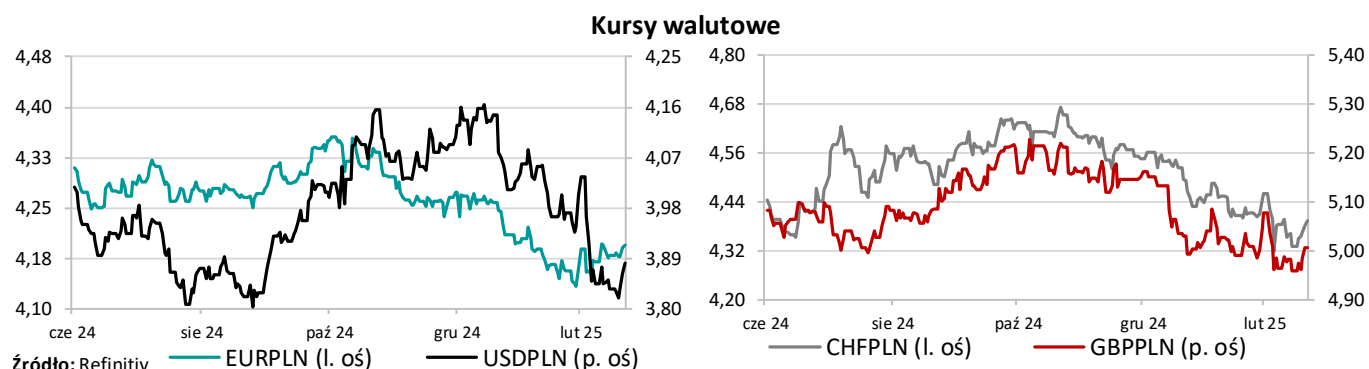
	Udział eksportu towarów do USA w całym eksporcie towarów	Udział eksportu towarów do USA w PKB
Czechy	2,4%	1,8%
Węgry	2,9%	2,2%
Rumunia	2,3%	0,7%
Polska	3,1%	1,5%

Źródło: Eurostat, Credit Agricole, dane za 2023 r.

Istotnym czynnikiem ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego w krajach regionu są również zmiany w polityce celnej USA. Bezpośrednie relacje handlowe gospodarek regionu z USA są jednak stosunkowo niewielkie (por. tabela), co oznacza, że potencjalne wprowadzenie nowych taryf przez USA będzie miało ograniczony

bezpośredni wpływ na gospodarki regionu. Z kolei pośrednie skutki ceł (poprzez zmniejszony popyt ze strony strefy euro) nie powinny również zakłócić oczekiwanego przez nas ożywienia gospodarczego w regionie z uwagi na oczekiwane przez nas przyspieszenie wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty, jak również ograniczony wpływ spadku popytu ze strony USA na aktywność w przetwórstwie krajów EŚW-3. Dotyczy to zarówno efektów bezpośrednich, jak i efektów pośrednich wynikających z przepływów międzygałęziowych pomiędzy państwami Unii Europejskiej (por. MAKROmapa z 9.12.2024). Podsumowując, nasilenie tendencji protekcyjnych ze strony USA będzie miało niewielki wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego w krajach regionu.

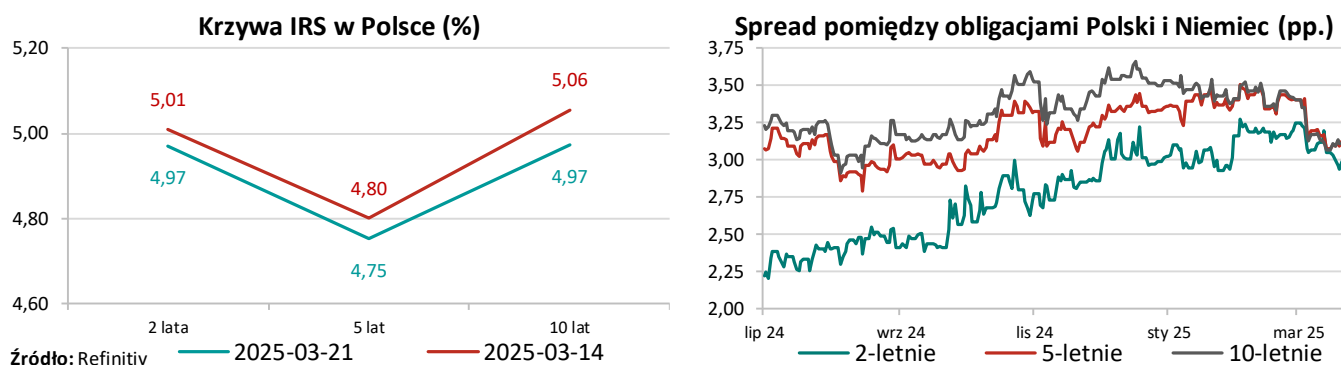
Krajowe dane o sprzedaży detalicznej negatywne dla kursu złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,1956 (osłabienie złotego o 0,4%). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w środę mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego, czemu sprzyjało posiedzenie FOMC. Relatywnie jastrzębi wydzźwięk posiedzenia FOMC (brak zmian w medianie oczekiwanych stóp procentowych przy rosnących obawach rynku przed wejściem amerykańskiej gospodarki w recesję) oddziaływał w kierunku umocnienia dolara względem euro.

W tym tygodniu istotna dla inwestorów będzie dzisiejsza publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej, która może przyczynić się do osłabienia kursu złotego. 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 dotyczące polityki gospodarczej (głównie celnej), a także rozmowy w sprawie zakończenia wojny w Ukrainie, które będą sprzyjać podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty.

Lekka korekta na krajowym rynku długu



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,97 (spadek o 4pb), 5-letnie do 4,75 (spadek o 5pb), a 10-letnie do 4,97 (spadek o 9pb). W ubiegłym tygodniu doszło do spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkiem niemieckim. W naszej ocenie była to korekta po ostatnim silnym wzroście stawek IRS po deklaracji niemieckiego rządu o istotnym rozluźnieniu polityki fiskalnej w celu sfinansowania zwiększonych wydatków na obronność.

W tym tygodniu istotna dla krzywej może być dzisiejsza publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej, która może 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 dotyczące polityki gospodarczej (głównie celnej), a także rozmowy w sprawie zakończenia wojny w Ukrainie, które mogą sprzyjać zwiększonej zmienności stawek IRS.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	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	mar 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*	4,31	4,29	4,33	4,27	4,30	4,29	4,28	4,28	4,35	4,30	4,27	4,21	4,19	4,18
Kurs USDPLN*	3,99	3,97	4,06	3,94	4,02	3,96	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,06	4,04	3,98
Kurs CHFPLN*	4,52	4,40	4,41	4,36	4,47	4,50	4,56	4,54	4,64	4,60	4,54	4,46	4,46	4,35
Inflacja CPI (r/r, %)	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	5,4	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	3,7	3,6	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	3,2	-5,7	7,8	-1,6	0,0	5,3	-1,3	-0,5	4,7	-1,3	0,3	-1,0	-2,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	-10,0	-9,9	-8,5	-7,0	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,8	-2,7	-0,9	-1,3	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	6,7	6,0	4,3	5,4	4,7	5,0	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,7	6,1	4,3	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	12,9	12,0	11,3	11,4	11,0	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	9,2	7,9	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,5	
Saldo ROB (mln EUR)	1752	1239	658	-605	441	-649	-2494	-1133	1220	-33	-803	-168		
Eksport (r/r, %, EUR)	2,0	-8,7	8,1	-5,4	-6,7	5,3	-2,7	1,0	2,1	-3,1	-0,3	-0,7		
Import (r/r, %, EUR)	2,1	-7,2	5,6	0,9	1,4	9,8	5,5	5,7	6,6	-0,4	3,9	9,9		

* 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	3,2	3,1	3,3	3,4	3,6	2,9	3,5	3,3	
Konsumpcja (% r/r)	4,4	4,6	0,3	3,5	2,5	2,1	2,0	1,8	3,1	2,2	2,9	
Inwestycje (% r/r)	1,9	3,2	0,1	1,3	5,6	7,7	8,6	7,6	1,5	7,9	7,3	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	2,1	2,9	-0,7	0,5	4,6	5,7	4,3	7,1	1,2	5,3	5,5	
Import (ceny stałe, %, r/r)	2,3	5,7	1,9	3,3	4,9	5,3	4,3	3,9	3,3	4,5	4,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,7	2,6	0,2	1,8	1,5	1,2	1,2	0,9	1,8	1,3	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,5	0,0	0,3	0,7	1,2	1,4	1,8	0,3	1,3	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,3	-1,5	-1,3	0,1	0,5	0,1	1,8	-1,0	0,6	0,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,6	1,3	0,5	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	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	0,4	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,4	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,4	14,7	13,4	12,4	10,1	8,3	7,1	6,5	13,7	8,0	6,0	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,5	4,5	4,8	4,9	4,4	3,2	3,2	3,6	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	4,36	
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	4,18	4,20	4,20	4,20	4,27	4,20	4,16	
USDPLN**	3,97	4,02	3,85	4,13	3,98	4,04	4,00	3,93	4,13	3,93	3,78	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**
Poniedziałek 24.03.2025 r.					
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	46,5	47,3
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Marzec	50,6	51,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	47,6	48,4
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Marzec	50,2	50,5
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Luty	6,1	4,3 5,0
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Luty	4,8	2,8 3,3
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Luty	9,4	8,9 9,1
14:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	52,7	
Wtorek 25.03.2025 r.					
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Marzec	85,2	86,5
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Luty	5,4	5,5 5,4
14:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Styczeń	0,5	
15:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Marzec	98,3	93,3 94,0
15:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Marzec	6,0	
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Luty	657	683 680
Środa 26.03.2025 r.					
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Luty	3,2	0,3 -0,7
Czwartek 27.03.2025 r.					
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Luty	3,6	3,8
13:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	IV kw.	2,3	2,3 2,4
Piątek 28.03.2025 r.					
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Marzec	-0,74	
13:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Luty	2,5	2,5 2,5
13:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Luty	2,6	2,7 2,7
13:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Luty	-0,5	
15:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Marzec	57,9	57,9 57,9

* 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