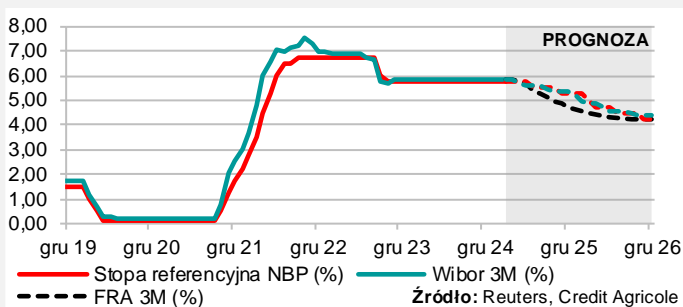


## W tym tygodniu

**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie przypadający na środę „Dzień Wyzwolenia” („Liberation Day”), kiedy administracja D. Trumpa zamierza opublikować pakiet informacji dotyczących nowych stawek celnych.** Mimo wcześniejszych sugestii o możliwym „ugodowym” charakterze ceł, oczekiwane są znaczące zmiany: zapowiedziano m.in. 10% cła na ropę i gaz z Kanady oraz 25% cła na kraje importujące ropę z Wenezueli (najbardziej znaczącym z nich są Chiny). D. Trump zapowiadał również, że w środę ogłosi tzw. „wzajemne” stawki celne („reciprocal tariffs”). W praktyce oznacza to, że Stany Zjednoczone zamierzają nałożyć takie same cła na towary z danego kraju, jakie ten kraj stosuje wobec amerykańskiego eksportu. Na czwartek przewidziane jest wejście w życie 25% taryf na samochody osobowe, lekkie ciężarówki oraz wybrane części samochodowe (patrz poniżej). Ze względu na dużą niepewność co do zakresu stawek celnych oraz ryzyko działań odwetowych ze strony głównych partnerów handlowych USA, spodziewamy się podwyższonej zmienności na rynkach finansowych w drugiej połowie tygodnia.

**Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych (stopa referencyjna NBP równa 5,75%). Wsparciem dla status quo w polityce pieniężnej są wypowiedzi prezesa NBP na konferencji prasowej po marcowym posiedzeniu. Stwierdził on wówczas, że nie ma obecnie jakichkolwiek podstaw do zmiany stóp procentowych. Podobny pogląd wyraziła w ubiegłym tygodniu wiceprezes NBP M. Kightley, według której stopy procentowe są obecnie ustalone na odpowiednim poziomie, a ich przedwczesna obniżka narażałaby gospodarkę na utrwalenie się podwyższonej inflacji. Oczekujemy, że treść komunikatu po posiedzeniu nie ulegnie znaczącym zmianom w porównaniu do dokumentu opublikowanego w marcu. Decyzja o utrzymaniu niezmiennych stóp procentowych w tym tygodniu będzie spójna z konsensusem rynkowym, a tym samym powinna być ona neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. W czwartek odbędzie się również konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywy krajowej polityki pieniężnej. Szczególnie interesujące będą informacje dotyczące terminu potencjalnych obniżek stóp procentowych. Uważamy, że w trakcie konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



**We wtorek opublikowany zostanie indeks PMI dla polskiego przetwórstwa, który zwiększył się naszym zdaniem do 51,0 pkt. w marcu wobec 50,6 pkt. w lutym.** Oczekiwany przez nas wzrost indeksu będzie spójny z optymistycznymi wynikami badań koniunktury GUS oraz istotną poprawą wskaźników PMI dla przetwórstwa strefy euro w marcu (patrz poniżej). Nasza prognoza jest zbliżona do konsensusu (50,9 pkt.), a tym samym jej materializacja będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

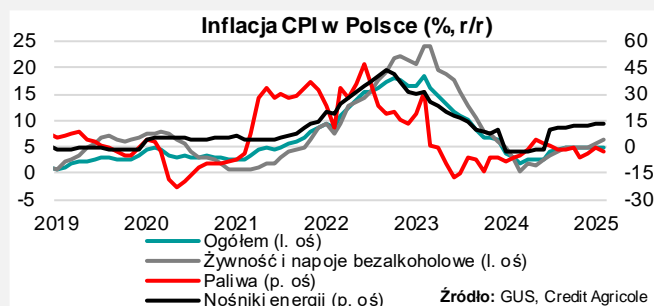
**W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło o 135 tys. osób w marcu wobec wzrostu o 151 tys. w lutym, przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 4,1%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 77 tys. w marcu wobec wzrostu 111 tys. w lutym). We wtorek opublikowany zostanie indeks ISM dla przetwórstwa. Oczekujemy, że spadnie on lekko

do 50,0 pkt. w marcu wobec 50,3 pkt. w lutym, co będzie spójne z regionalnymi wynikami badań koniunktury. Naszym zdaniem publikacje danych z USA będą neutralne dla rynków finansowych.

**W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z Europy.** Dzisiaj poznamy wstępny szacunek inflacji w Niemczech. Oczekujemy, że roczna dynamika cen w Niemczech zmniejszyła się w marcu do 2,3% r/r wobec 2,6% w lutym, co wynikało z niższej inflacji bazowej oraz spadku dynamiki cen energii. Z kolei we wtorek poznamy wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro. Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zmniejszyło się w marcu do 2,1% r/r wobec 2,3% w lutym z uwagi na spadek dynamiki cen nośników energii, oraz oczekiwany przez nas spadek inflacji bazowej z 2,6% do 2,5%. W piątek poznamy również dane dotyczące nowych zamówień w niemieckim przemyśle. Zgodnie z konsensusem rynkowym, ich dynamika zwiększyła się do 3,5% m/m w lutym wobec -7,0% w styczniu. Uważamy, że publikacja danych o inflacji w strefie euro i Niemczech będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

**Dzisiaj opublikowany został indeks NBS PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zwiększył się w marcu do 50,5 pkt. wobec 50,2 pkt. w lutym, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku.** Indeks osiągnął tym samym najwyższą wartość od marca 2024 r. W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały m.in. wyższe wkłady składowych dla bieżącej produkcji oraz nowych zamówień, przy czym składowa dla nowych zamówień eksportowych nadal pozostaje poniżej granicy 50 pkt. Z kolei jutro poznamy indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa. Zgodnie z konsensusem zwiększył się on w marcu do 51,1 pkt. wobec 50,8 pkt. w lutym, tym samym już od 6 miesięcy pozostając powyżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Poprawa koniunktury będzie powiązana z pozytywnym wpływem działań stymulujących podejmowanych w ostatnim czasie przez chiński rząd. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.

**Dzisiaj poznamy wstępne dane o marcowej inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że roczna dynamika cen nie zmieniła się w porównaniu do lutego i wyniosła 4,9% r/r. Uważamy, że wszystkie składowe dynamiki cen ogółem były relatywnie stabilne. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (5,0%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

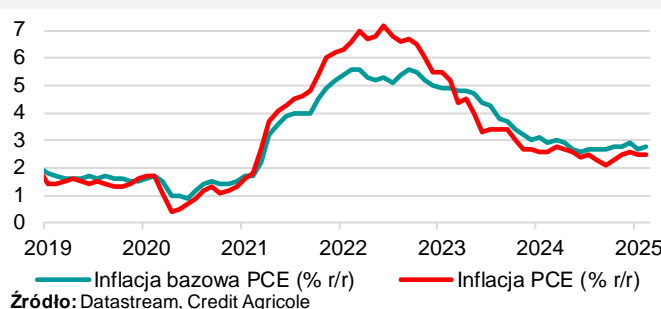


## W zeszłym tygodniu

**Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zmniejszyła się w lutym do 0,6% r/r wobec 6,1% w styczniu, kształtując się znacząco poniżej konsensusu rynkowego (5,0%) i naszej prognozy (4,3%).** Dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych zmniejszyła się w lutym do -0,5% r/r wobec 4,9% w styczniu, również kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynkowych (3,3%) i naszej prognozy (2,8%). Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zmniejszyła się w lutym w porównaniu ze styczniem o 3,2%. Oznacza to, że lutowa sprzedaż detaliczna ukształtowała się na poziomie najniższym od września 2024 r. Spadek dynamiki sprzedaży detalicznej miał szeroki zakres i przyczyniły się do niego wysoka ubiegłoroczna baza, niekorzystne efekty kalendarzowe oraz zaskakująco głębokie obniżenie dynamiki płać w sektorze przedsiębiorstw w lutym br. i związany z tym spadek realnej dynamiki funduszu płać w ujęciu rocznym do poziomu najniższego od września 2023 r. (por. MAKROpuls z 24.03.2025). Silny spadek dynamiki sprzedaży detalicznej w lutym interpretujemy

jako korektę po zaskakująco dużym wzroście dynamiki sprzedaży w styczniu (por. MAKROpuls z 24.02.2025). W konsekwencji, odnotowana w lutym ujemna roczna dynamika sprzedaży detalicznej nie jest naszym zdaniem sygnałem znaczącego i trwałego spowolnienia wzrostu konsumpcji. Jednocześnie uznajemy, że lutowe dane o sprzedaży niwelują ryzyko w górę dla naszej prognozy konsumpcji w I kw. 2025 r. (2,5% r/r) i w całym 2025 r. (2,2%), sygnalizowane przez znacząco lepsze od oczekiwań dane o sprzedaży w styczniu.

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA.** Zgodnie z trzecim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zostało nieznacznie zrewidowane w górę do 2,5% wobec 2,3% w drugim szacunku, głównie za sprawą wyższego wkładu eksportu netto. Niemniej finalny szacunek



potwierdził, że głównym źródłem wzrostu gospodarczego w USA w IV kw., podobnie jak w III kw., była konsumpcja prywatna. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o inflacji PCE, która nie zmieniła się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniosła 2,5% r/r, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Jednocześnie inflacja bazowa zwiększyła się w lutym do 2,8% wobec 2,7% w styczniu (rewizja w górę z 2,6%). Miesięczna dynamika cen bazowych wzrosła w lutym do 0,4% wobec 0,3%, wskazując na utrzymującą się podwyższoną presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. W zeszłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach na dobra trwałe, które zwiększyły się w lutym o 0,9% m/m wobec wzrostu o 3,3% w grudniu (rewizja w górę z 3,2%), kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (-1,0%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe wzrosła w lutym do 0,7% wobec 0,1% w styczniu. Jednocześnie roczna dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe zmniejszyła się w lutym do 0,7% wobec 1,1% w styczniu. Niemniej jej trzymiesięczna średnia ruchoma kształtuje się w ostatnich miesiącach w trendzie wzrostowym wskazując na lekką poprawę perspektyw inwestycji w USA. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane dotyczące sprzedaży nowych domów, która zmniejszyła się w lutym do 676 tys. wobec 664 tys. w styczniu (rewizja w górę z 657 tys.), wskazując na lekki wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Podtrzymujemy jednak naszą ocenę, zgodnie z którą perspektywy wzrostu aktywności na rynku nieruchomości w USA pozostają niekorzystne ze względu na podwyższone oprocentowanie kredytów mieszkaniowych. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Na pogorszenie nastrojów amerykańskich gospodarstw domowych wskazał indeks Conference Board, który zmniejszył się w marcu do 92,9 pkt. wobec 100,1 pkt. w lutym, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (94,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Na osłabienie koniunktury konsumenckiej wskazał również finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w marcu do 57,0 pkt. wobec 64,7 pkt. w lutym i 57,9 pkt. we wstępnym szacunku (por. MAKROmapa z 27.03.2025), osiągając najniższy poziom od listopada 2022 r. Wyniki badań koniunktury wskazują, że amerykańscy konsumenci w coraz większym stopniu dostrzegają ryzyko, że polityka administracji D. Trumpa może doprowadzić do recesji oraz nasilenia presji inflacyjnej. Z uwagi na silniejszy od naszych wcześniejszych oczekiwań negatywny wpływ polityki administracji D. Trumpa na perspektywy wzrostu zrewidowaliśmy w dół naszą prognozę PKB w USA. Obecnie oczekujemy, że dynamika PKB w całym 2025 r. obniży się do 1,7% (1,9% w naszych poprzednim scenariuszu) wobec 2024 r., a w 2026 r. wzrośnie do 2,2% (bez zmian w porównaniu do naszego poprzedniego scenariusza). Tylko nieznaczna rewizja naszej prognozy w dół wynika z dwóch czynników. Po pierwsze, prognozowana przez nas średnioroczna ścieżka wzrostu była już relatywnie niska, szczególnie uwzględniając wyższe od oczekiwań dane o PKB w IV kw. Po drugie, uważamy, że negatywny wpływ podwyższenia ceł oraz zaostrzenia polityki migracyjnej na wzrost

PKB zadziała z większym opóźnieniem niż korzystne dla wzrostu PKB rozluźnienie polityki fiskalnej oraz działania deregulacyjne. Z tego powodu uważamy, że spowolnienie będzie miało łagodny charakter. Jednocześnie 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.

**Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w marcu w porównaniu do lutego i wyniósł 50,4 pkt. wobec 50,2 pkt. w lutym, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (50,5 pkt.).** Tym samym indeks od trzech miesięcy

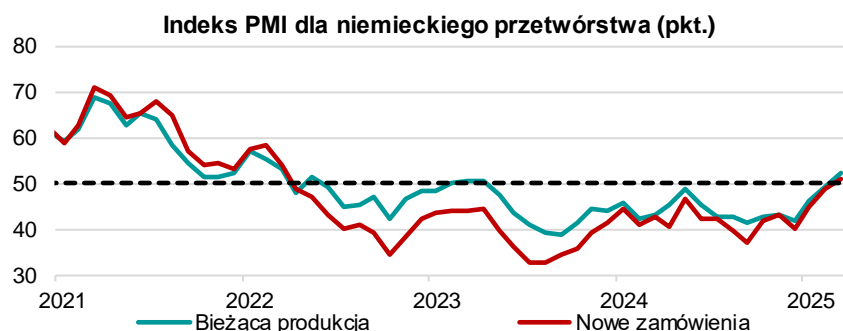


kształtuje się powyżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla bieżącej produkcji w przetwórstwie, jak i aktywności biznesowej w usługach. Warto odnotować, że bieżąca produkcja w przetwórstwie w strefie euro zwiększyła się po raz pierwszy od marca 2023 r., co sugeruje poprawiającą się sytuację w tym sektorze. Dodatkowe wsparcie dla takiej oceny stanowi dalszy wzrost składowej dla nowych zamówień, która choć nadal kształtuje się poniżej granicy 50 pkt., to w marcu osiągnęła najwyższą wartość od kwietnia 2022 r. W ujęciu geograficznym wzrost zagregowanego indeksu PMI odnotowano w Niemczech i we Francji, podczas gdy w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem doszło do jego obniżenia. W danych na uwagę zasługuje również odnotowane w marcu osłabienie presji inflacyjnej w strefie euro, na co wskazuje obniżenie indeksów dla cen dóbr pośrednich oraz dóbr finalnych (w tym również w usługach). W marcu doszło do lekkiego obniżenia składowej zagregowanego indeksu PMI dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy, co zgodnie z komunikatem wynikało w dużym stopniu z obaw ankietowanych firm o wpływ polityki gospodarczej administracji D. Trumpa oraz napięć geopolitycznych na perspektywy wzrostu gospodarczego. Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w górę prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro wyniesie 0,3% w I kw. wobec 0,2% w IV kw., a w całym 2025 r. PKB wzrośnie o 1,1% r/r wobec 0,8% w 2024 r. (patrz poniżej).

## Wyraźna poprawa perspektyw sytuacji gospodarczej w Niemczech

**W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne wyniki marcowego badania PMI dla przetwórstwa państw strefy euro. Najlepsze od ponad dwóch lat wyniki badania koniunktury w przetwórstwie Niemiec zbiegają się w czasie z niedawno uchwalonymi istotnymi zmianami w polityce fiskalnej tego kraju i całej Unii Europejskiej. Poniżej przedstawiamy nasz zaktualizowany scenariusz makroekonomiczny dla Niemiec.**

Indeks PMI dla przetwórstwie w Niemczech wzrósł do 48,3 pkt. w marcu wobec 46,5 pkt. w lutym, osiągając najwyższy poziom od sierpnia 2022 r. Wzrost wynikał ze zwiększenia wszystkich 5 jego składowych (dla zatrudnienia, bieżącej produkcji, nowych zamówień, czasu dostaw oraz zapasów). Szczególnie istotny był wzrost składowych dla nowych zamówień i bieżącej produkcji, które przekroczyły w marcu granicę 50 pkt., oddzielającą spadek od wzrostu aktywności, poniżej której znajdowały się od odpowiednio 35 i 22 miesięcy. Z kolei indeks nowych zamówień eksportowych obniżył się w marcu, tym samym wzrost nowych zamówień ogółem wynikał z poprawy popytu krajowego. W Niemczech nie odnotowano zatem zwiększonego eksportu przed potencjalnym wprowadzeniem nowych ceł ze strony



Źródło: S&P, Credit Agricole

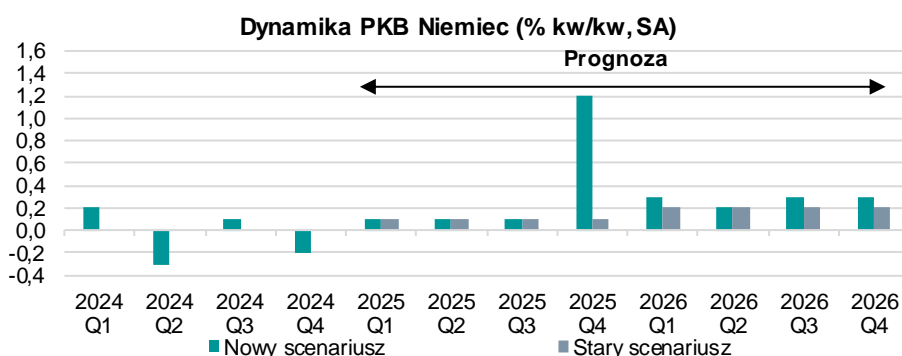
USA na towary eksportowane z UE sygnalizowanym przez D. Trumpa pod koniec lutego, co stoi w kontraście do dynamiki eksportu w Chinach (por. MAKROMAPA z 04.11.2025). Pomimo wysokiego poziomu niepewności, w marcu wzrósł również indeks oczekiwanej przyszłej produkcji, wskazując na narastająco optymistyczne nastroje w Niemieckim przetwórstwie.

Według raportu PMI, głównym źródłem optymizmu w Niemieckim przetwórstwie jest nadzieja na pobudzenie gospodarcze związane z nowymi inwestycjami infrastrukturalnymi. Średnioterminowe perspektywy wzrostu gospodarczego w Niemczech wyglądają również korzystnie przez pryzmat marcowego indeksu Ifo, obrazującego nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Wartość indeksu wzrosła w marcu do 86,7 pkt. wobec 85,3 w lutym. Co więcej, już drugi miesiąc z rzędu składowa indeksu Ifo dla oczekiwań zaczęła kształtować się powyżej składowej dla sytuacji bieżącej, co wspiera optymistyczny wydzźwięk marcowego raportu PMI.

Ważną kwestią z punktu widzenia perspektyw wzrostu gospodarczego w Niemczech są powołanie w połowie marca specjalnego funduszu inwestycyjnego, który docelowo ma wynieść 500 mld euro oraz przegłosowana 21.03.2025 poprawka do niemieckiej konstytucji, wyłączająca spod „hamulca długu” („debt brake”, „Schuldenbremse”) wydatki wewnątrz ww. funduszu oraz te związane z wszystkimi dziedzinami obronności, tym samym otwierając drzwi dla bardziej ekspansywnej polityki fiskalnej. Do tej pory, wpisany w 2009 r. do konstytucji Niemiec „hamulec długu” ograniczał deficyt strukturalny Niemiec do poziomu 0,35% PKB na poziomie federalnym oraz zakazywał krajom związkowym Niemiec (tzw. landom) zaciągania nowego długu. Pierwszych wydatków związanych z funduszem można oczekiwać w IV kw. 2025 r., natomiast w najbliższych miesiącach najpewniej będziemy obserwować dyskusje w ramach koalicji rządzącej dotyczące dokładnego rozdysponowania środków z funduszu. Większość wydatków w ramach specjalnego funduszu będą stanowiły federalne inwestycje w infrastrukturę, wiemy już ponadto, że najpewniej ok. 100 mld euro trafi do dyspozycji władz poszczególnych krajów związkowych Niemiec i samorządów, gdzie będą wykorzystane w ramach inwestycji infrastrukturalnych. Istotnym elementem wydatków specjalnego funduszu będą również inwestycje w odnawialne źródła energii, na które przeznaczone zostanie w ramach funduszu ok. 100 mld euro. Planowany horyzont czasowy realizacji całego pakietu inwestycji to 12 lat (2025-2037). Oczekujemy, że w krótkim okresie uruchomienie programu (fundusz 500 mld euro i zmiany w regulacjach fiskalnych) przyczyni się do podniesienia tempa wzrostu gospodarczego w Niemczech o 0,4 pkt. proc. w 2025 r. i 0,9 pkt. proc. w 2026 r.

Korzystając z nowych zasad finansowania, rząd Niemiec zamierza przeznaczyć znaczne środki na rozwój zdolności obronnych, przy czym nie powstała jeszcze oficjalna strategia rozwoju sił zbrojnych. Według wstępnych szacunków ekspertów, rozbudowa Bundeswehry będzie wymagać ok. 400 mld euro (9,3% PKB) dodatkowego finansowania, nieujętego w ramach ww. funduszu inwestycyjnego, co oznaczać będzie dalsze podwyższenie ścieżki PKB Niemiec. W odróżnieniu od poprzedniego pakietu przyjętego w 2022 r. (100 mld euro), tym razem Niemcy zamierzają postawić na zakupy zbrojeniowe realizowane u dostawców krajowych, oraz ulokowanych w pozostałych państwach UE, co znacząco zwiększy retencję środków w gospodarce (czyli będzie w niewielkim stopniu oddziaływało w kierunku wzrostu importu, który ograniczałby wzrost PKB), oraz może stanowić istotne wzmocnienie dla spółek zbrojeniowych w państwach UE.

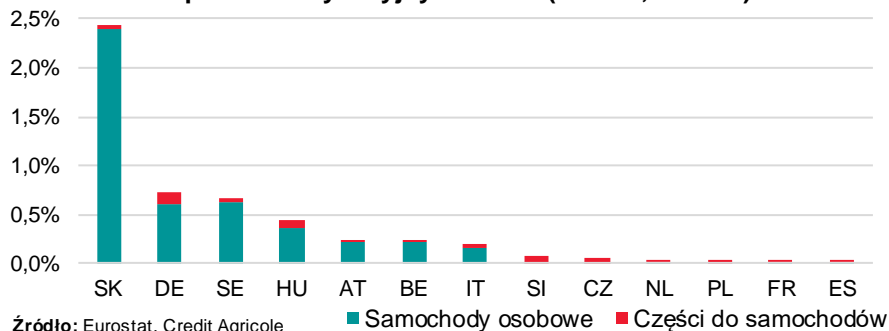
Inwestycje w obronność w skali całej UE wesprzeć zamierza również Komisja Europejska, która pracuje nad dwoma narzędziami mającymi ułatwić państwom członkowskim zwiększanie wydatków na obronność (projekt „Readiness 2030”), pozwalając na zwiększenie ich finansowania o łącznie 800 mld euro. Pierwszym z narzędzi ma być zwiększenie możliwości finansowania wydatków na obronność z użyciem instrumentów dłużnych przez państwa członkowskie, które ma przynieść dodatkowe 650 mld euro wydanych na obronność. Ponadto, wydatki na rzecz obronności, do wysokości 1,5% PKB, mają być wyłączone z procedury nadmiernego deficytu, umożliwiając tym samym państwom członkowskim UE bardziej ekspansywną politykę fiskalną. Źródłami finansowania w tym segmencie mają być sektor prywatny oraz Europejski Bank Inwestycyjny. Czynnikiem ryzyka dla skali powodzenia tego planu jest ograniczona zdolność państw takich jak Francja, Włochy czy Hiszpania do dalszego zwiększania zadłużenia publicznego, które w tych państwach jest już na wysokim poziomie. Drugie z narzędzi ma opierać się o dług zaciągany na poziomie Unii europejskiej. Pakiet pożyczek „SAFE” ma przynieść państwom członkowskim łącznie dodatkowe 150 mld euro niskoprocentowych pożyczek, które będą mogły być wydane na zakupy uzbrojenia. W ramach proponowanego projektu wydatki objęte byłyby warunkiem, umożliwiając jedynie zakup uzbrojenia wyprodukowanego w większości (powyżej 65% wartości dodanej) wewnątrz Unii Europejskiej lub jednego z krajów partnerskich (Państwa EEA/EFTA i Ukraina), oraz w przypadku produktów złożonych przy pełnej kontroli nad projektowaniem znajdującej się w rękach podmiotów ulokowanych w Unii Europejskiej – co wyłączałoby z programu niemal wszystkie projekty przygotowywane w ramach *joint ventures* z amerykańskim przemysłem zbrojeniowym. Niemniej, proponowane wydatki zbrojeniowe w ramach programu „SAFE” wynoszą łącznie jedynie 0,8% PKB Unii Europejskiej i będą rozłożone na 5 lat. Istotnym czynnikiem ryzyka w przypadku pożyczek „SAFE” jest niechęć państw konserwatywnych fiskalnie jak Niemcy i Holandia do zaciągania zobowiązań na poziomie unijnym. Dalsza niepewność związana jest z trwającymi rozmowami w kwestii umów partnerstwa z Wielką Brytanią oraz Turcją, które zdecydują, czy przemysł zbrojeniowy tych państw zostanie włączony do realizacji zamówień finansowanych w ramach programu „SAFE”.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Z uwagi na opisany wyżej rozwój wydarzeń, zrewidowaliśmy w górę nasz scenariusz wzrostu gospodarczego w Niemczech i całej strefie euro. Uważamy, że tempo wzrostu PKB w Niemczech wzrośnie z -0,2% r/r w 2024 r. do 0,3% w 2025 r. i 1,7% w 2026 r. (odpowiednio 0,2% i 0,8% w naszej poprzedniej prognozie). Warto zwrócić uwagę, że kwartalna dynamika zwiększy się znacząco w IV kw. 2025 r. do 1,2%, co zaowocuje trwałym podniesieniem poziomu PKB przez cały 2026 r. Uważamy, że rozluźnienie polityki fiskalnej będzie miało również ograniczony pozytywny wpływ na tempo wzrostu gospodarczego w całej strefie euro (ok. 0,2 pkt. proc.). Był to jeden z elementów, który skłonił nas do podniesienia dynamiki PKB w całej strefie euro do 1,1% w 2025 r. i 1,5% w 2026 r. (odpowiednio 1,0% i 1,2% w poprzedniej prognozie).

**Eksport motoryzacyjny do USA (% PKB, 2024 r.)**



Źródło: Eurostat, Crédit Agricole

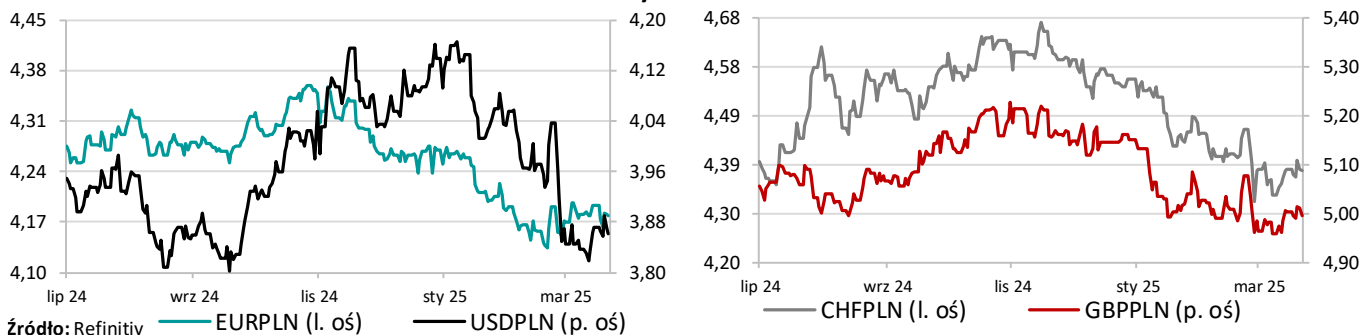
■ Samochody osobowe ■ Części do samochodów

nie zostały jeszcze w pełni wdrożone w życie. Ponadto prezydent D. Trump zapowiadał również szereg nowych ceł, m.in. cła na miedź, drewno czy cło na wszystkie towary pochodzące z UE, przy czym termin i zakres wdrożenia większości z tych ceł pozostaje nieznanymi. Wśród zapowiedzianych nowych tarif celnych na kraje UE znajduje się również 25% cło na samochody (od 03.04.2025) oraz części samochodowe (najprawdopodobniej od 03.05.2025). Wśród krajów UE, eksport tych towarów do USA w relacji do PKB jest najwyższy w przypadku Słowacji (2,4% PKB), Niemiec (0,7% PKB), Szwecji (0,7% PKB) i Węgier (0,4% PKB). Efekty załamania popytu ze strony Stanów Zjednoczonych będą miały najpewniej również przełożenie na państwa produkujące podzespoły do niemieckich samochodów, w tym Czechy, Słowację, Węgry i Polskę, jednak oczekujemy, że wpływ ten będzie ograniczony (por. MAKROMapa z 09.12.2025). Precyzyjne konsekwencje wprowadzenia ceł na branżę motoryzacyjną są trudne do oszacowania, jednak będą one stanowiły istotny czynnik ryzyka w dół dla przedstawionej powyżej prognozy wzrostu gospodarczego w Niemczech.

Istotnym ryzykiem dla rozwoju niemieckiej gospodarki pozostaje wojna celna prowadzona przez administrację USA. Do tej pory, w drugiej kadencji D. Trumpa wprowadzone zostały 20% cło na wszystkie produkty importowane z Chin, 25% globalne cło na stal i aluminium, oraz 25% cła na import z Meksyku oraz część importu z Kanady, przy czym dwa ostatnie cła

## Seria danych o inflacji negatywna dla kursu złotego

**Kursy walutowe**



Źródło: Refinitiv

— EURPLN (l. oś)

— USDPLN (p. oś)

— CHFPLN (l. oś)

— GBPPLN (p. oś)

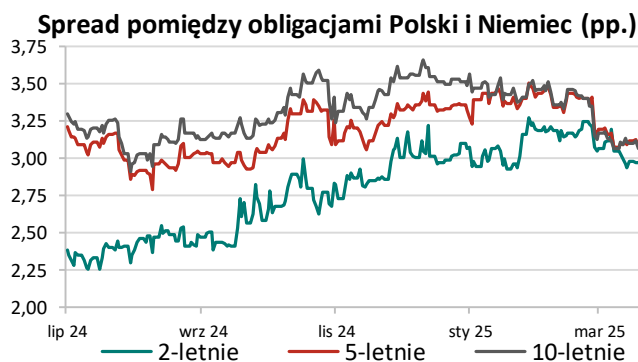
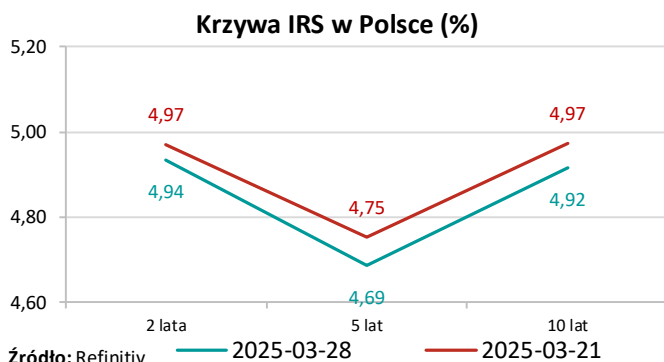
**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1784 (umocnienie złotego o 0,4%).** Na początku ubiegłego tygodnia mieliśmy do czynienia z umocnieniem złotego, która nastąpiła mimo publikacji słabszych od oczekiwań danych o sprzedaży detalicznej oraz dobrych wyników badań koniunktury w strefie euro. W dalszej części tygodnia doszło do korekty i wzrostu kursu EURPLN.

W pierwszej części tygodnia kurs EURUSD kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym, co było kontynuacją tendencji sprzed dwóch tygodni. W drugiej części tygodnia doszło do lekkiej korekty. Głównym źródłem zmienności w przypadku kursu EURUSD pozostawały doniesienia medialne nt. perspektyw polityki celnej USA.

W tym tygodniu istotne dla inwestorów będą dane o inflacji w Polsce, które mogą sprzyjać osłabieniu złotego. Z kolei w przeciwnym kierunku będzie oddziaływała publikacja inflacji w strefie euro. W kierunku podwyższonej zmienności oddziaływać będzie zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A.

Glapińskiego, jak również zaplanowana na środę publikacja przez administrację D. Trumpa pakietu informacji dotyczących nowych stawek celnych. 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.

## Liberation Day w centrum uwagi



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,94 (spadek o 3pb), 5-letnie do 4,69 (spadek o 6pb), a 10-letnie do 4,92 (spadek o 5pb).** Ubiegły tydzień przyniósł spadek stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkiem niemieckim, co było kontynuacją tendencji sprzed dwóch tygodni. Publikacja słabszych od oczekiwań krajowych danych o sprzedaży detalicznej nie miała istotnego wpływu na rynek.

W tym tygodniu w kierunku spadku stawek IRS może oddziaływać publikacja krajowych danych o inflacji. Taki sam wpływ mogą mieć dane o inflacji w strefie euro. Podwyższonej zmienności stawek IRS może sprzyjać z kolei zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP, a także zaplanowana na środę publikacja przez administrację D. Trumpa pakietu informacji dotyczących nowych stawek celnych. 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	<b>4,18</b>
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	<b>3,87</b>
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	<b>4,39</b>
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	-0,9	-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	-1,0	-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	0,6	
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	5,4	
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	5,86	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	3,87	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**
<b>Poniedziałek 31.03.2025 r.</b>						
3:30	Chiny	Indeks NBS PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	50,2		50,5
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wstępna inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Marzec</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Marzec	2,6	2,3	2,4
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Marzec	45,5		45,2
<b>Wtorek 01.04.2025 r.</b>						
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	50,8		51,1
<b>9:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)</b>	<b>Marzec</b>	<b>50,6</b>	<b>51,0</b>	<b>50,9</b>
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	48,3	48,3	48,3
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	48,7	48,7	48,7
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Marzec	2,3	2,1	2,3
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Luty	6,2		6,2
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	49,8		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	50,3	50,0	49,5
<b>Środa 02.04.2025 r.</b>						
	<b>Polska</b>	<b>Decyzja o stopach procentowych NBP (%)</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>5,75</b>	<b>5,75</b>	<b>5,75</b>
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Marzec	77		105
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Luty	1,7	0,4	0,5
<b>Czwartek 03.04.2025 r.</b>						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Marzec	50,4	50,4	50,4
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Marzec	50,4	50,4	50,4
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Luty	1,8		
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Marzec	53,5	52,5	53,0
<b>Piątek 04.04.2025 r.</b>						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Luty	-7,0		3,5
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Minutes z posiedzenia RPP</b>	<b>Kwiecień</b>			

\* 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