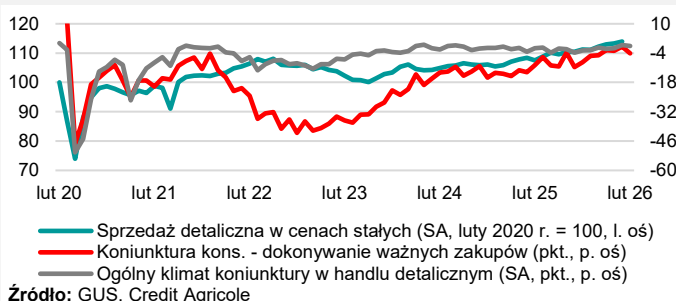


W tym tygodniu

➤ **Sytuacja na Bliskim Wschodzie pozostanie głównym czynnikiem oddziałującym na rynki finansowe w tym tygodniu.** W weekend administracja D. Trumpa postawiła Iranowi 48-godzinne ultimatum dotyczące pełnego odblokowania cieśniny Ormuz, grożąc uderzeniem w irańską infrastrukturę energetyczną, a w niedzielę Teheran odpowiedział, że w razie realizacji tych gróźb całkowicie zamknie cieśninę i zaatakuje powiązaną z USA infrastrukturę energetyczną w regionie. Taka sekwencja wydarzeń wyraźnie zwiększa ryzyko dalszego wzrostu cen ropy naftowej. Oznacza to znaczące ryzyko w górę dla naszej zaktualizowanej prognozy inflacji w Polsce (patrz niżej). Innymi słowy, gdyby w tym tygodniu ceny ropy wzrosły istotnie i utrzymały się na takim podwyższonym poziomie, to inflacja ukształtowałaby się jeszcze wyżej niż w naszym zrewidowanym scenariuszu.

➤ **Dzisiaj opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Oczekujemy, że dynamika sprzedaży w cenach stałych zwiększyła się do 5,5% r/r w lutym wobec 4,4% w styczniu.



Przyspieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej wynikało naszym zdaniem przede wszystkim z oddziaływania korzystnych efektów kalendarzowych, niskiej bazy sprzed roku oraz utrzymującej się relatywnie dobrej koniunktury konsumenckiej. Dodatkowym czynnikiem wspierającym aktywność w handlu detalicznym było ustąpienie niekorzystnych warunków pogodowych obserwowanych na początku roku. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (5,9%), a więc jej materializacja byłaby lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności obligacji.

➤ **We wtorek opublikowane zostaną wstępne odczyty indeksów PMI dla strefy euro oraz Niemiec.** Zgodnie z konsensem rynkowym oczekiwany jest spadek zagregowanego indeksu PMI dla strefy euro do 51,1 pkt. w marcu z 51,9 pkt. w lutym, przy



jednoczesnym pogorszeniem koniunktury w przetwórstwie przemysłowym i usługach. W przypadku Niemiec rynek oczekuje spadku indeksu PMI w przetwórstwie do 49,4 pkt. z 50,9 pkt. Dane te będą szczególnie istotne, ponieważ będą stanowić pierwszą publikację odzwierciedlającą wpływ eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie oraz towarzyszącego mu wzrostu cen ropy naftowej na aktywność gospodarczą w Europie.

W zeszłym tygodniu

➤ **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, na którym stopy procentowe zostały pozostawione bez zmian.** Komunikat i konferencja prasowa po posiedzeniu miały lekko jastrzębi wydźwięk. EBC podkreślił gotowość do reakcji na wzrost cen surowców i nie sugerował już, jak miało to miejsce w 2022 r., że zbliżający się wzrost inflacji będzie miał wyłącznie przejściowy charakter. Oczekiwana ścieżka inflacji, zwłaszcza bazowej,

została zrewidowana w górę w marcowej projekcji makroekonomicznej, przy jednocześnie relatywnie niewielkiej zmianie perspektyw wzrostu gospodarczego. Jednocześnie EBC nie zasygnalizował gotowości do natychmiastowej podwyżki stóp, co

sugeruje, że zacieśnienie polityki pieniężnej na najbliższym posiedzeniu pozostaje scenariuszem coraz bardziej prawdopodobnym, ale nie przesądzonym. Obecnie rynek wycenia rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej już w II kw. br. oraz łącznie około trzy podwyżki po 25 pb do końca 2026 r., po których w 2027 r. miałyby pojawić się pierwsze obniżki stóp. Nasz scenariusz pozostaje bardziej ostrożny i zakłada rozpoczęcie podwyżek dopiero w I kw. 2027 r., choć dostrzegamy rosnące prawdopodobieństwo wcześniejszego zaostrzenia polityki pieniężnej.

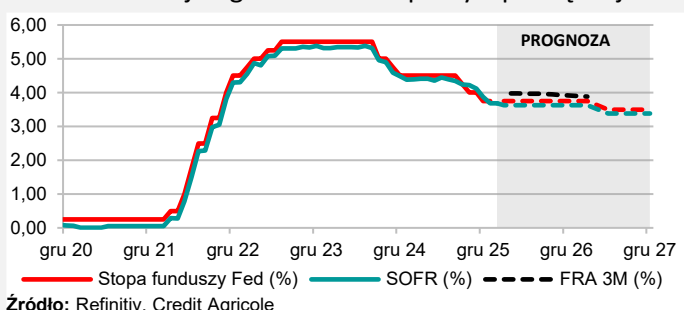
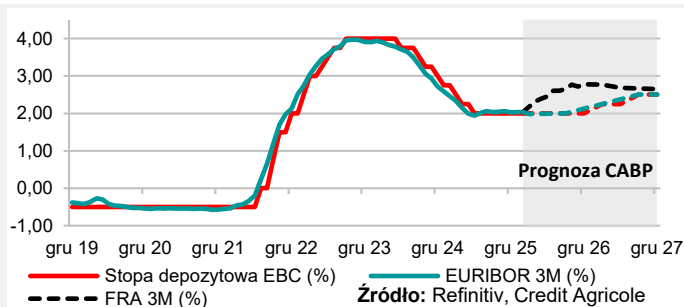
Zgodnie z oczekiwaniami Fed pozostawił stopy procentowe bez zmian (docelowy przedział wahań dla stopy funduszy federalnych na poziomie 3,50-3,75%), a komunikat po posiedzeniu został jedynie nieznacznie zmodyfikowany.

Wystąpienie prezesa J. Powella

miało umiarkowanie jastrzębi wydźwięk. Podkreślił on, że bank centralny ma mocne argumenty na rzecz utrzymywania stóp na niezmiennym poziomie przez dłuższy czas, a ewentualne dalsze łagodzenie polityki pieniężnej wymagałoby wyraźniejszego postępu w obniżaniu inflacji. Jednocześnie Fed nie sprawiał wrażenia szczególnie zaniepokojonego dotychczasowym wpływem wojny w Iranie na aktywność gospodarczą, wskazując raczej na podwyższoną niepewność niż na konieczność szybkiej reakcji. Zrewidowane projekcje makroekonomiczne przyniosły wyraźne podwyższenie prognoz inflacji na 2026 r., jedynie niewielkie korekty w górę na 2027 r. oraz brak zmian w horyzoncie 2028 r., przy równoczesnej lekkiej rewizji w górę ścieżki wzrostu gospodarczego i niemal niezmiennych prognozach stopy bezrobocia. Przedstawiona w projekcji mediana oczekiwań członków FOMC nadal przewiduje dwie obniżki stóp po 25 pb (jedną w 2026 r. i jedną w 2027 r.), przy czym rozkład indywidualnych oczekiwań członków FOMC przesunął się bardziej w jastrzębią stronę. Podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający stabilizację stóp procentowych w 2026 r. i jedną obniżkę o 25 pb w 2027 r.

Dane NBP o bilansie płatniczym Polski za styczeń wskazały na wyraźną poprawę salda rachunku bieżącego. Nadwyżka na rachunku bieżącym wyniosła 1153 mln EUR wobec deficytu w wysokości 1698 mln EUR w grudniu, czemu towarzyszyła poprawa salda obrotów towarowych. Jednocześnie roczna dynamika eksportu obniżyła się do -1,8% r/r w styczniu z 9,7% w grudniu, a importu do -6,1% z 10,1% w grudniu. Spadki odnotowano we wszystkich głównych kategoriach eksportowych, najsilniej w przypadku dóbr inwestycyjnych, towarów zaopatrzeniowych oraz środków transportu. Z kolei do wyraźnego spadku importu przyczyniły się niższe ceny ropy naftowej oraz efekt bazy, a najsilniej obniżyła się wartość importu paliw, towarów zaopatrzeniowych i dóbr inwestycyjnych.

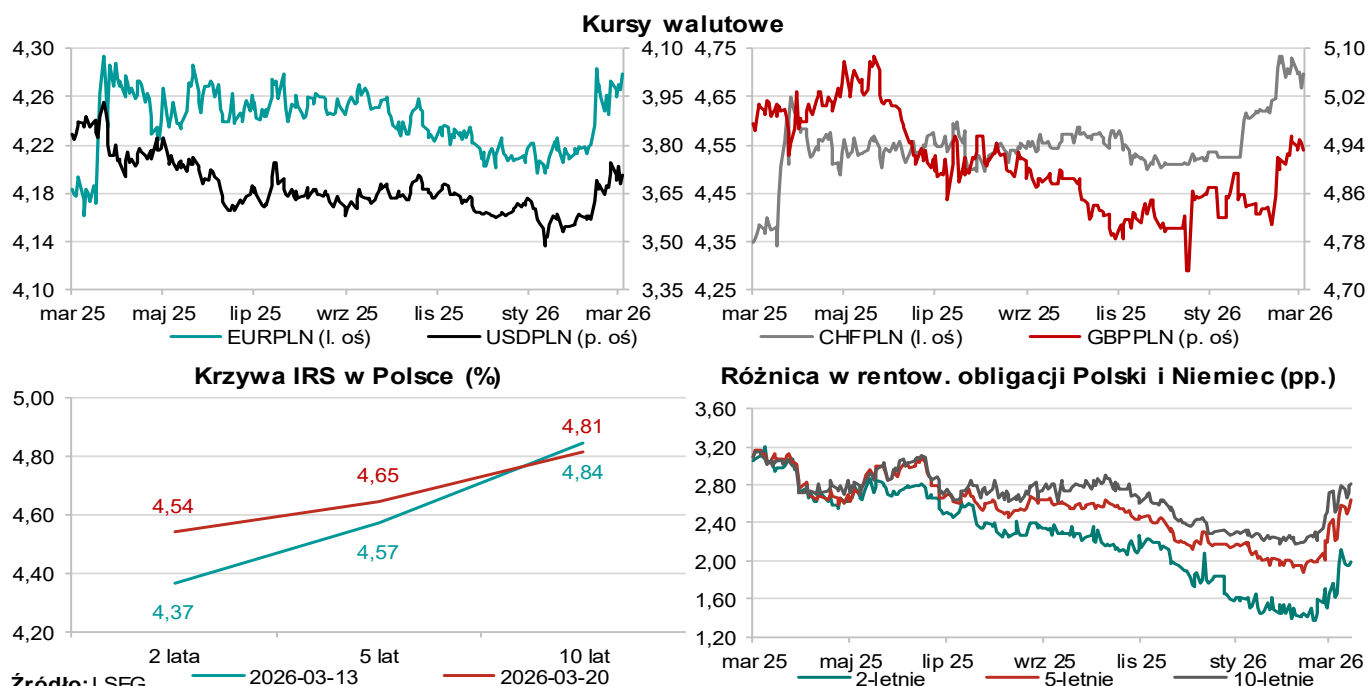
Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o aktywności gospodarczej i sytuacji na rynku pracy w lutym miały wyraźnie słabszy od oczekiwań wydźwięk. Produkcja przemysłowa zwiększyła się o 1,5% r/r wobec spadku o 1,5% w styczniu, kształtując się poniżej naszej prognozy (2,5%) i



zgodnie z konsensusem rynkowym, przy czym po odsezonowaniu wzrosła o 0,6% m/m. Na szczególną uwagę zasługuje zaskakujący spadek produkcji w branżach eksportowych, który nastąpił mimo korzystnych efektów kalendarzowych oraz poprawy koniunktury w strefie euro i w Niemczech (por. MAKROpuls z 19.03.2026). Jednocześnie produkcja budowlano-montażowa obniżyła się o 13,7% r/r w lutym wobec spadku o 12,5% w styczniu, a po odsezonowaniu spadła o 3,8% m/m, osiągając poziom najniższy od pięciu lat. Dane z rynku pracy również miały umiarkowanie pesymistyczny wydźwięk: dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw utrzymała się na poziomie -0,8% r/r, a nominalna dynamika wynagrodzeń ustabilizowała się na poziomie 6,1% r/r, sygnalizując dalsze osłabienie presji płacowej. W rezultacie lutowe dane, w połączeniu ze słabymi odczytami ze stycznia, stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w dół prognozy wzrostu PKB w I kw. 2026 r. (3,5% r/r) oraz w całym 2026 r. (3,3%). Nasz nowy scenariusz makroekonomiczny prezentujemy poniżej.

W ubiegłym tygodniu agencja Moody's dokonała okresowego przeglądu ratingu Polski, pozostawiając ocenę wiarygodności kredytowej na poziomie A2 oraz utrzymując jej negatywną perspektywę. W komunikacie agencja podkreśliła, że negatywna perspektywa odzwierciedla wyraźne pogorszenie perspektyw fiskalnych, związane z ryzykiem niewystarczającej konsolidacji finansów publicznych, utrzymującą się presją wydatkową oraz napięciami politycznymi pomiędzy rządem a prezydentem, które mogą ograniczać skuteczność polityki gospodarczej. Jednocześnie Moody's wskazał, że fundamentem obecnej oceny pozostaje silna pozycja gospodarcza Polski, wspierana przez relatywnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego, umiarkowane obciążenie długiem publicznym oraz korzystne wskaźniki obsługi zadłużenia. Na uwagę zasługuje również rewizja w górę prognozy wzrostu PKB w 2026 r. do 3,7% z 3,2%, co agencja wiąże z solidnym popytem krajowym oraz inwestycjami finansowanymi ze środków unijnych. Jednocześnie Moody's podtrzymał ocenę, zgodnie z którą w najbliższych latach deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostanie wysoki, a relacja długu publicznego do PKB będzie stopniowo rosta.

Konflikt na Bliskim Wschodzie nadal w centrum uwagi rynków



W minionym tygodniu sytuacja na rynkach finansowych nadal była zdominowana przez doniesienia z Bliskiego Wschodu i towarzyszące im wahania cen ropy. Początek tygodnia przyniósł częściowe uspokojenie nastrojów. Wraz z oczekiwaniami na ograniczenie zakłóceń w transporcie przez cieśninę Ormuz cena ropy Brent obniżyła się do ok. 100-103 USD za baryłkę, złoty lekko się umocnił, a rentowności polskich obligacji i stawki IRS wyraźnie spadły. Poprawa okazała się jednak krótkotrwała – po ponownej eskalacji konfliktu i atakach na infrastrukturę energetyczną ropa znów silnie podrożała, dolar się umocnił (EURUSD spadł poniżej 1,15), a złoty osłabił się, przy dalszym wzroście rentowności krajowych obligacji i stawek IRS. Piątek nie zmienił zasadniczo tego obrazu – mimo spadku ceny Brent poniżej 110 USD za baryłkę po informacjach o działaniach mających zwiększyć podaż i udrożnić cieśninę Ormuz, nastroje rynkowe pozostały słabe, a inwestorzy nadal obawiali się, że wojna z Iranem będzie się przedłużała.

W nadchodzącym tygodniu głównym czynnikiem kształtującym sytuację na rynkach finansowych pozostanie rozwój konfliktu na Bliskim Wschodzie. Uważamy, że dzisiejsze dane o sprzedaży detalicznej w Polsce, które naszym zdaniem ukształtują się poniżej konsensusu, będą lekko negatywne dla złotego i stawek IRS.

Prognozy dla krajów EŚW-4

Eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie skłoniła nas do rewizji prognoz makroekonomicznych, stóp procentowych i kursów walutowych dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW-4): Polski, Czech, Węgier i Rumunii. W naszym scenariuszu bazowym nie zakładamy ani trwałej, pełnej blokady Cieśniny Ormuz, ani szybkiej deeskalacji konfliktu. Przyjmujemy natomiast, że po przejściowym, silnym zaburzeniu transportu ropy w krótkim okresie przepływy surowca będą stopniowo odbudowywane, wspierane przez częściowe wykorzystanie rezerw strategicznych państw G7, ale jednocześnie irański eksport ropy pozostanie trwale wstrzymany. W praktyce oznacza to, że w II kw. ceny ropy osiągną szczyt i w II poł. br. obniżą się wraz z częściową normalizacją podaży i transportu. Pozostaną one jednak długotrwale powyżej poziomów obserwowanych przed eskalacją konfliktu. Taki przebieg szoku oznacza dla gospodarek regionu wyższą ścieżkę inflacji, słabsze perspektywy wzrostu oraz dłuższy okres podwyższonej awersji do ryzyka, ograniczający potencjał do umocnienia walut. Jednocześnie wzrost premii za ryzyko geopolityczne i niepewność co do trwałości szoku energetycznego przemawiają za ostrożniejszym podejściem banków centralnych krajów EŚW-4. Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz scenariusz makroekonomiczny na lata 2026-2027 dla krajów regionu.

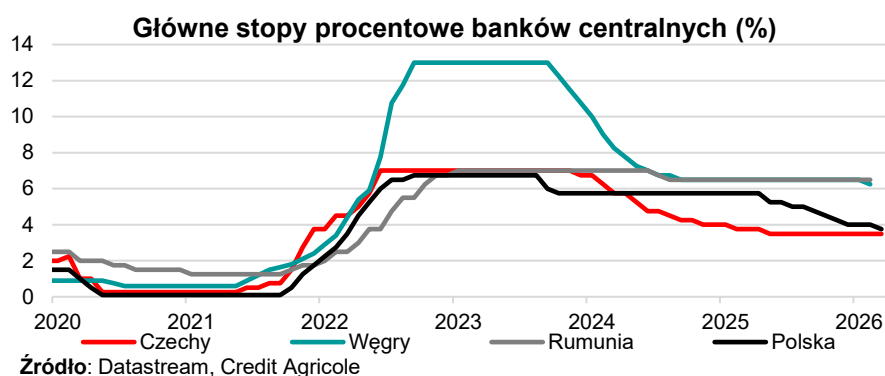
Wpływ konfliktu na wzrost gospodarczy w regionie EŚW-4 oceniamy jako umiarkowanie negatywny, choć jego siła w poszczególnych krajach będzie zróżnicowana. Głównym kanałem oddziaływania jest wzrost cen ropy i gazu, który podnosi koszty transportu, produkcji i ogrzewania, a tym samym obniża realne dochody gospodarstw domowych i marże przedsiębiorstw. W efekcie słabnie dynamika konsumpcji prywatnej i inwestycji, szczególnie w bardziej energochłonnych sektorach przemysłu. Dodatkowo konflikt pogarsza otoczenie zewnętrzne poprzez wzrost kosztów frachtu, zaburzenia w łańcuchach dostaw oraz nasilenie globalnej awersji do ryzyka, co przekłada się na słabszy popyt zewnętrzny, wyższy koszt finansowania i bardziej ostrożne decyzje inwestycyjne. Negatywny wpływ na aktywność gospodarczą będzie częściowo ograniczany przez zwiększony napływ środków unijnych i działania osłonowe wdrażane przez niektóre rządy, lecz skala interwencji będzie mniejsza niż podczas kryzysu energetycznego w 2022 r.

Wpływ konfliktu na inflację w regionie EŚW-4 będzie natomiast wyraźnie proinflacyjny w krótkim i średnim okresie, co wynika z nałożenia się kilku kanałów oddziaływania. Pierwszym z nich jest bezpośredni wzrost cen paliw i nośników energii, wynikający z wyższych cen ropy i gazu na rynkach światowych. Drugim są efekty pośrednie: wzrost kosztów transportu, logistyki i produkcji, który z opóźnieniem będzie podnosił ceny towarów przemysłowych, żywności oraz części usług. Trzecim kanałem jest wpływ zmian kursu walutowego – nasilenie globalnej awersji do ryzyka i umocnienie dolara sprzyjać osłabieniu walut

regionu, co podnosi ceny importowanych towarów. W naszej ocenie oznacza to, że ścieżka inflacji w krajach EŚW-4 będzie znacząco wyższa w kolejnych miesiącach br., a jej silne obniżenie nastąpi dopiero w I kw. 2027 r., kiedy zaczną oddziaływać efekty niskiej bazy, a sam szok energetyczny wygaśnie już kilka kwartałów wcześniej.

W naszym wcześniejszym scenariuszu (sprzed wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie) zakładaliśmy, że ożywienie gospodarcze w Czechach będzie kontynuowane w latach 2026-2027, z dynamiką PKB ok. 2,4% r/r. Taka tendencja wynikała przede wszystkim z szybkiego wzrostu popytu krajowego, wspieranego przez utrzymujący się szybki wzrost realnych płac, poprawę nastrojów konsumentów oraz pozytywny impuls fiskalny, obejmujący m.in. wzrost płac w sektorze publicznym, szybszą absorpcję funduszy unijnych, wyższe wydatki obronne i subsydia energetyczne. Eskalacja konfliktu w ostatnich tygodniach wymaga jednak korekty w dół tego scenariusza zgodnie z mechanizmami opisanymi powyżej. W efekcie oczekujemy obecnie, że wzrost PKB w Czechach wyniesie 2,2% w latach 2026-2027 r. Skalę spowolnienia może jednak częściowo ograniczać bardziej łagodne nastawienie nowego rządu, który w obliczu szoku energetycznego może bardziej niż dotychczas zakładać politykę fiskalną. Na obecnym etapie nie zostały jednak uchwalone szeroko zakrojone działania osłonowe, w szczególności w postaci administracyjnych limitów cen energii lub paliw. Władze zaostrzyły jedynie monitoring cen i marż oraz wprowadziły obowiązek raportowania cen paliw do organów administracji państwowej.

W scenariuszu bazowym sprzed eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie zakładaliśmy, że w 2026 r. inflacja CPI w Czechach obniży się do 2,2% r/r z 2,5% w 2025 r., a w 2027 r. ustabilizuje się w pobliżu 2,3%. W styczniu inflacja zmniejszyła się jednak wyraźnie silniej od naszych oczekiwań od 1,6% r/r, a lutym spadek ten pogłębił się do 1,4%. Spadek inflacji w 2026 r. miał jednak w dużej mierze charakter techniczny, ponieważ wynikał z przeniesienia do budżetu państwa kosztów wsparcia odnawialnych źródeł energii, które w przeciwnym razie obciążałyby odbiorców energii w taryfach oraz z przejściowego spadku cen administracyjnych i paliw. Niemniej jednak presja inflacyjna w gospodarce krajowej pozostawała relatywnie silna. Inflacja bazowa miała utrzymywać się na podwyższonym poziomie (2,7% r/r w styczniu i lutym), czemu sprzyjały silny, choć stopniowo słabnący wzrost płac, utrzymująca się presja cenowa w usługach oraz wysoka dynamika cen nieruchomości, przekładająca się na wzrost imputowanych czynszów. Innymi słowy, jeszcze przed wstrząsem cenowym związanym z konfliktem militarnym na Bliskim Wschodzie, Czechy znajdowały się w sytuacji, w której tendencje dla inflacji ogółem wyglądały bardzo korzystnie, ale inflacja bazowa pozostawała dość uporczywa. Konflikt działa więc jako impuls nasilający już istniejącą presję inflacyjną. Oczekujemy, że średnioroczna inflacja wyniesie 3,0% w 2026 r. i 2,8% w 2027 r. Nasza zrewidowana prognoza odzwierciedla z jednej strony proinflacyjny efekt szoku zewnętrznego, z drugiej zaś wyraźnie niższy punkt startowy ścieżki CPI.



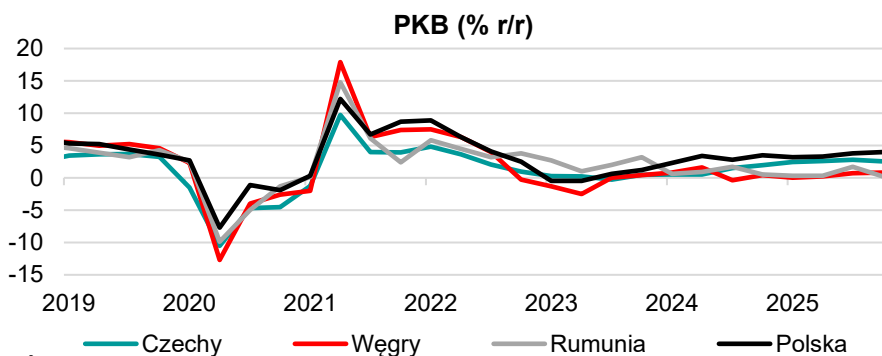
Wydźwięk posiedzenia CNB w ubiegłym tygodniu wspiera naszą dotychczasową ocenę, że bank centralny pozostanie w najbliższych kwartałach ostrożny i będzie utrzymywał stopy procentowe bez zmian. W komunikacie po posiedzeniu CNB zwrócił uwagę, że ryzyka dla realizacji celu inflacyjnego są ogólnie zbilansowane, ale konflikt na Bliskim

Wschodzie stanowi czynnik ryzyka, oddziałujący zarówno przez bezpośredni i pośredni wpływ wyższych cen surowców energetycznych na inflację, jak i przez potencjalnie negatywne skutki dla aktywności gospodarczej i warunków finansowych. Jednocześnie CNB wyraźnie zaznaczył, że obecna sytuacja gospodarcza w Czechach – niska inflacja i solidny wzrost gospodarczy – nie tworzy presji na

natychmiastową reakcję banku centralnego, lecz daje przestrzeń do obserwacji danych i ewentualnej reakcji dopiero w razie materializacji efektów drugiej rundy lub trwałego wzrostu oczekiwań inflacyjnych. W naszej ocenie oznacza to, że nasz dotychczasowy scenariusz stabilizacji stóp w Czechach pozostaje najbardziej prawdopodobny. Z uwagi na wzrost globalnej awersji do ryzyka zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę kursu EURCZK, jednak nadal zakładamy stopniowe umacnianie się korony względem euro począwszy od II poł. 2026 r. Prognozujemy, że kurs EURCZK wyniesie 23,6 na koniec br. i 22,6 na koniec 2027 r.

Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych w Czechach									
	2025	2026	2027				2024	2025	2026
Tempo wzrostu PKB (% r/r)	2,5	2,2	2,2	Inflacja CPI (% r/r)			2,5	3,0	2,8
	gru 25	mar 26	cze 26	wrz 26	gru 26	mar 27	cze 27	wrz 27	gru 27
2-tyg. stopa REPO CNB (%)	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
EURCZK	24,1	24,4	24,4	24,0	23,6	23,4	23,1	22,8	22,6

Źródło: Datastream, Credit Agricole



Pomimo wstrząsu gospodarczego związanego z konfliktem na Bliskim Wschodzie, w 2026 r. nadal oczekujemy wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego na Węgrzech do 2,0% wobec 0,4% odnotowanego w 2025 r. Fundamentem tego ożywienia pozostają wdrożone w 2025 r. i na początku 2026 r. szeroko zakrojone działania stymulacyjne

rządu, ukierunkowane na wzrost dochodów gospodarstw domowych i pobudzenie akcji kredytowej. Obejmują one m.in. duże ulgi podatkowe dla rodzin, zwolnienia z PIT dla matek, podwyżki płac w sektorze publicznym, dopłaty mieszkaniowe dla części pracowników sektora publicznego oraz program preferencyjnych kredytów hipotecznych „Home Start”. Według szacunków banku centralnego przedstawionych we grudniu ub. r. skala tych działań może podnieść dochody netto gospodarstw domowych w 2026 r. o ok. 1,9% PKB. Dodatkowym impulsem popytowym pozostają podwyżki płacy minimalnej (o 11% w 2026 r.).

Kluczowe dla długoterminowych perspektyw gospodarczych Węgier pozostają środki unijne – dominująca część funduszy (zarówno z polityki spójności, jak i Instrumentu Odbudowy) wciąż pozostaje zablokowana. Jednocześnie sytuacja na węgierskiej scenie politycznej przed zaplanowanymi na 12 kwietnia 2026 r. wyborami parlamentarnymi uległa zasadniczej zmianie, co stanowi główny czynnik ryzyka dla prognoz. Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom, końcówka 2025 r. i początek 2026 r. nie przyniosły trwałego odzyskania inicjatywy przez partię rządzącą. Najnowsze sondaże z lutego i marca 2026 r. wskazują na wyraźne prowadzenie opozycyjnej partii Tisza pod przywództwem P. Magyara. Zwycięstwo opozycji zwiększałoby prawdopodobieństwo poprawy relacji Węgier z UE, a tym samym stopniowego odblokowania części zamrożonych funduszy unijnych, co w średnim okresie będzie wspierać inwestycje i wzrost gospodarczy. Jednocześnie scenariusz ten pozostaje obarczony istotnym ryzykiem, gdyż Fidesz nadal korzysta z przewagi instytucjonalnej, silnej pozycji na obszarach wiejskich oraz ordynacji wyborczej premiującej największe ugrupowanie, co oznacza, że mimo słabszej pozycji sondażowej partii V. Orbána wynik wyborów pozostaje otwarty. Prognozujemy, że tempo wzrostu gospodarczego wyniesie 2,3% w 2027 r.

Na inflację na Węgrzech nadal silnie wpływają działania administracyjne, ale ich profil w 2026 r. jest inny, niż zakładaliśmy kilka miesięcy temu. W międzyczasie rząd utrzymał ograniczenia marż na żywność i wybrane towary drogeryjne co najmniej do końca maja 2026 r. Dodatkowo na początku 2026 r. inflację obniżył jednorazowy, techniczny efekt 30-procentowej refundacji dodatkowych kosztów ogrzewania po wyjątkowo mroźnym styczniu. W rezultacie inflacja spadła do 1,4% r/r w lutym, czyli do najniższego poziomu od końca 2016 r. Po wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie rząd wprowadził nowy instrument ostłonowy w postaci limitu cen paliw (595 HUF/l dla benzyny i 615 HUF/l dla diesla, ok. 6% powyżej poziomów sprzed szoku) oraz zapowiedział uruchomienie rezerw państwowych, co powinno wyraźnie ograniczyć bezpośrednie przełożenie wzrostu cen ropy na wskaźnik CPI. Wyraźnie niższy punkt startowy również oddziałuje w kierunku zmniejszenia skali rewizji prognozy inflacji. Oczekujemy, że średniorocznie wyniesie ona 4,5% w br., choć po wyborach i wraz z wygasaniem części działań ostłonowych ryzyko ponownego przyspieszenia inflacji w II poł. roku pozostaje istotne. Dopiero w 2027 r., wraz z wygaśnięciem efektów szoków kosztowych oczekujemy powrotu inflacji do poziomu 3,0%.

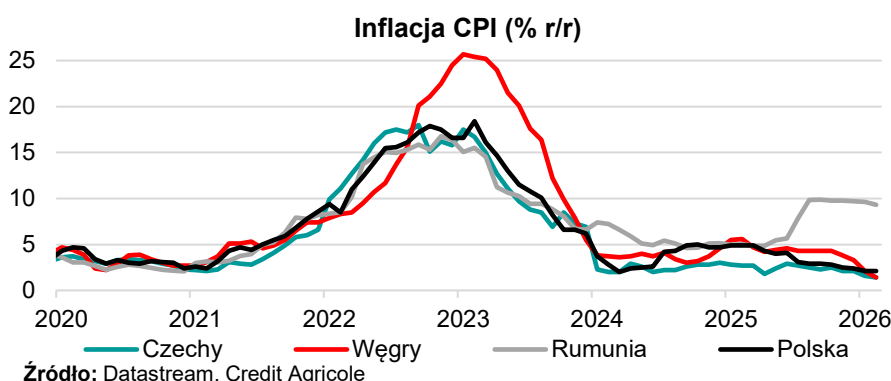
W obszarze polityki pieniężnej zakładamy, że po lutowej obniżce stopy bazowej o 25 pb do 6,25% MNB przejdzie do dłuższej pauzy i utrzyma stopy bez zmian do końca 2026 r. Jeszcze przed eskalacją konfliktu na Bliskim Wschodzie bank centralny podkreślał konieczność utrzymania dodatnich realnych stóp procentowych oraz potrzebę ostrożnego i cierpliwego podejścia w polityce pieniężnej. W warunkach wyższych cen ropy, słabszego forinta (kurs EURHUF wynoszący 370 na koniec br. i 350 na koniec 2027 r.) i podwyższonej globalnej awersji do ryzyka przestrzeń do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w krótkim terminie zanikła, dlatego w naszym zrewidowanym scenariuszu przesunęliśmy termin kolejnej obniżki o jeden kwartał względem wcześniejszego scenariusza i oczekujemy kolejnego ruchu ze strony MNB dopiero w II kw. 2027 r. Nasza nowa ścieżka zakłada stopę bazową na poziomie 4,75% na koniec 2027 r., przy niezmiennym szacunku stopy równowagi na poziomie 4,00%, która zostanie osiągnięta dopiero w 2028 r. Dodatkowo, wraz ze wzrostem prawdopodobieństwa zmiany władzy po wyborach i ewentualnego odblokowania części funduszy unijnych, rośnie naszym zdaniem ryzyko silniejszego impulsu popytowego w średnim okresie, co uzasadnia podniesienie ścieżki stóp w 2027 r. względem poprzedniej prognozy.

Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych na Węgrzech									
	2025	2026	2027				2025	2026	2027
Tempo wzrostu PKB (% r/r)	0,4	2,0	2,3	Inflacja CPI (% r/r)			4,4	4,5	3,4
	gru 25	mar 26	cze 26	wrz 26	gru 26	mar 27	cze 27	wrz 27	gru 27
Stopa procentowa MNB (%)	6,50	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	5,75	5,25	4,75
EURHUF	384	390	390	380	370	360	358	355	350

Źródło: Datastream, Credit Agricole

W naszym wcześniejszym scenariuszu, sprzed eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, zakładaliśmy, że rumuńska gospodarka pozostanie w 2026 r. wyraźnie osłabiona pod wpływem nakładających się pakietów konsolidacji fiskalnej, a tempo wzrostu PKB będzie niskie głównie z powodu silnego wyhamowania konsumpcji prywatnej. Taki obraz wynikał z założenia, że wyższe podatki pośrednie, zamrożenie części dochodów w sektorze publicznym oraz utrzymująca się wysoka inflacja w I poł. 2026 r. będą dalej obniżać realne dochody gospodarstw domowych i ograniczać popyt krajowy. W 2027 r. oczekiwaliśmy wyraźniejszego ożywienia, wspieranego przez wygasanie negatywnego wpływu konsolidacji fiskalnej, poprawę warunków na rynku pracy oraz odbudowę konsumpcji prywatnej. Eskalacja konfliktu wymaga jednak utrzymania bardziej ostrożnego spojrzenia na perspektywę wzrostu gospodarczego. W efekcie oczekujemy obecnie, że wzrost PKB Rumunii wyniesie 0,8% r/r w 2026 r., a w 2027 r. przyspieszy do ok. 1,8%, przy czym bilans czynników ryzyka dla tej ścieżki pozostaje wyraźnie skierowany w dół ze względu na niepewność dotyczącą skali absorpcji funduszy unijnych, trwałości konsolidacji fiskalnej oraz wpływu szoku energetycznego na konsumentów i firm.

W naszym wcześniejszym scenariuszu, sprzed eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, zakładaliśmy, że inflacja w Rumunii pozostanie podwyższona do połowy 2026 r., ale od III kw. znacznie wyraźnie spadać dzięki silnym efektom bazy po ubiegłorocznych szokach podatkowo-regulacyjnych oraz dezinflacyjnemu wpływowi konsolidacji fiskalnej, ograniczającej popyt krajowy. Eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie działa jednak jako dodatkowy impuls proinflacyjny w warunkach już i tak podwyższonej dynamiki cen. Dodatkowym czynnikiem ryzyka będzie zniesienie limitu marż na podstawowe produkty żywnościowe od kwietnia 2026 r. Zostały one wprowadzone po raz pierwszy w sierpniu 2023 r., i od tego czasu były sukcesywnie odnawiane. Według szacunków NBR wprowadzenie limitu doprowadziło do obniżenia inflacji o 0,6 pkt. proc. Warto zwrócić uwagę, że w odpowiedzi na szok rząd opóźnił o rok liberalizację cen gazu dla gospodarstw domowych, która była zaplanowana na koniec marca 2026 r., co będzie ograniczało dynamikę inflacji w krótkim okresie. W efekcie oczekujemy obecnie, że proces dezinflacji w Rumunii będzie wolniejszy niż w scenariuszu sprzed szoku, a średnioroczna inflacja w całym 2026 r. pozostanie wyraźnie podwyższona (7,0%), spadając dopiero mocniej do 4,2% średniorocznie w 2027 r. wraz z wygasaniem efektów bazy i stopniowym osłabieniem impulsu kosztowego.



W naszym wcześniejszym scenariuszu zakładaliśmy, że NBR rozpocznie cykl obniżek stóp procentowych w III kw. 2026 r., korzystając z oczekiwanego gwałtownego spadku inflacji od III kwartału oraz z pogłębiającej się ujemnej luki popytowej, związanej z konsolidacją fiskalną. Taki obraz był spójny z przekazem po lutym posiedzeniu, na którym bank

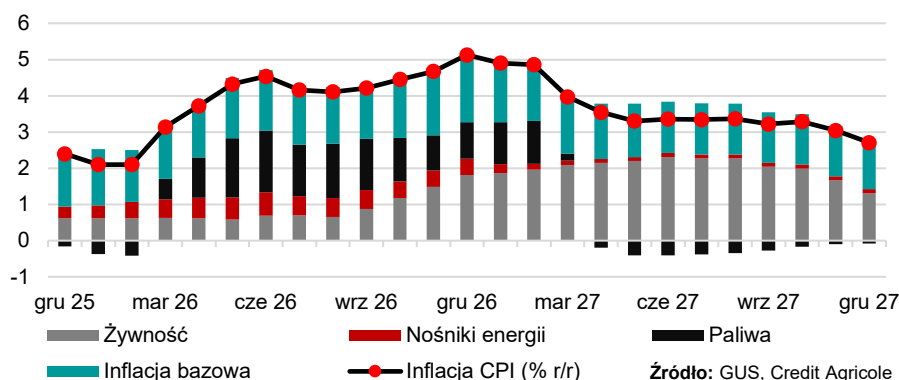
centralny utrzymał stopę 2W repo na poziomie 6,50%, podkreślając z jednej strony przejściowy charakter wzrostu inflacji w II kw. 2026 r. i jej późniejszy silny spadek, a z drugiej nadal wysoką inflację bazową, uporczywe oczekiwania inflacyjne oraz czynniki ryzyka związane z cenami energii, gazu i żywności. W warunkach eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie przesunęliśmy termin pierwszej obniżki i oczekujemy, że NBR rozpocznie cykl łagodzenia polityki pieniężnej dopiero w IV kw. 2026 r. Na koniec 2026 r. stopa wyniesie naszym zdaniem 6,00%, a na koniec 2027 r. 4,50%. Bank centralny konsekwentnie podkreśla priorytet stabilności kursu walutowego jako warunku kontroli oczekiwań inflacyjnych. W rezultacie oczekujemy, że kurs EURRON pozostanie zakotwiczony poprzez interwencje banku centralnego okolicy bieżących poziomów (tj. 5,09) do końca 2027 r.

Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych w Rumunii									
	2025	2026	2027						
Tempo wzrostu PKB (% r/r)	0,7	0,8	1,8	Inflacja CPI (% r/r)			7,3	7,0	4,2
	gru 25	mar 26	cze 26	wrz 26	gru 26	mar 27	cze 27	wrz 27	gru 27
Stopa procentowa NBR (%)	6,50	6,50	6,50	6,50	6,00	6,00	5,50	5,00	4,50
EURRON	5,09	5,09	5,09	5,09	5,09	5,09	5,09	5,09	5,09

Źródło: Datastream, Credit Agricole

W naszym wcześniejszym scenariuszu, sprzed eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, zakładaliśmy kontynuację ożywienia gospodarczego w Polsce, z tempem wzrostu PKB na poziomie ok. 3,6% w 2026 r. i jego spowolnieniem do 3,0% w 2027 r. Taki obraz wynikał z oczekiwanego utrzymania silnego popytu krajowego, w którym główną rolę miała nadal odgrywać konsumpcja prywatna, wspierana przez dodatni wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych, przy jednoczesnym wyraźnym przyspieszeniu

inwestycji w związku z kulminacją absorpcji środków unijnych w ramach KPO i Funduszu Spójności. Zakładaliśmy również, że otoczenie zewnętrzne stanie się nieco bardziej wspierające wraz z umiarkowanymżywieniem w strefie euro, choć wkład eksportu netto do wzrostu miał pozostać ograniczony ze względu na relatywnie szybki wzrost importu towarzyszący silnemu popytowi krajowemu. Eskalacja konfliktu wymaga jednak korekty tego scenariusza: wyższe ceny energii i transportu, wolniejszy wzrost realnych dochodów, większa ostrożność inwestycyjna firm oraz wzrost globalnej awersji do ryzyka będą w najbliższych kwartałach oddziaływać w kierunku nieco wolniejszego wzrostu. Jednocześnie skala rewizji pozostaje ograniczona, ponieważ zakładamy, że gospodarstwa domowe będą wygładzać ścieżkę konsumpcji, a przyspieszenie inwestycji publicznych współfinansowanych ze środków unijnych będzie amortyzować negatywny wpływ szoku. W efekcie obniżamy prognozę wzrostu PKB w Polsce w 2026 r. do 3,3%, pozostawiając jednocześnie prognozę na 2027 r. bez zmian na poziomie 3,0%.



Przed eskalacją konfliktu na Bliskim Wschodzie zakładaliśmy, że inflacja CPI w Polsce pozostanie w latach 2026–2027 relatywnie blisko celu NBP. Obecnie, zrewidowaliśmy tę ścieżkę wyraźnie w górę i oczekujemy, że średnioroczna inflacja wyniesie 3,9% r/r w 2026 r. oraz 3,6% w 2027 r. Inflacja zacznie szybko rosnąć począwszy od marca z poziomu 3,1% r/r osiągając 5,1% w

grudniu. Głównym źródłem tej rewizji są paliwa, których dynamika po wcześniejszych spadkach przechodzi do silnie dodatnich poziomów i w połowie 2026 r. przekracza 30% r/r, podbijając inflację bezpośrednio i pośrednio przez koszty transportu i produkcji. Jednocześnie w drugiej połowie 2026 r. coraz wyraźniej narasta także presja ze strony cen żywności. Uważamy, że wojna w Iranie i blokada Cieśniny Ormuz będą oddziaływały na dynamikę cen żywności i napojów bezalkoholowych przede wszystkim poprzez wyższe ceny nośników energii, podczas gdy znaczenie potencjalnie niższego popytu na żywność z regionu Bliskiego Wschodu będzie naszym zdaniem ograniczone (przeważającą część eksportu żywności do krajów Zatoki Perskiej można dostarczyć poprzez porty Arabii Saudyjskiej na Morzu Czerwonym). Wyższe ceny nośników energii będą oddziaływać na ceny żywności poprzez trzy kanały: wzrost bieżących kosztów produkcji i logistyki, większy popyt na część surowców rolnych ze względu na możliwość wykorzystania ich do produkcji biopaliw oraz opóźniony efekt związany z wyższymi kosztami nawozów. Badania naukowe nt. transmisji cen wskazują, że wzrost cen ropy naftowej i gazu ziemnego działa na ceny żywności z opóźnieniem i szczyt tego wpływu osiągany jest w okresie ok. 12-15 miesięcy od wystąpienia szoku. Z tego powodu uważamy, że dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych osiągnie swój szczyt w II kw. 2027 r. na poziomie ok. 8,6%, po czym zacznie się stopniowo obniżać. W efekcie, średniorocznie w 2027 r. wyniesie ona 7,8% wobec 3,4% w 2026 r. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza jest trwałość szoku. Wiele firm z sektora rolno-spożywczego jest zabezpieczona przed wzrostem cen poprzez kontrakty terminowe. Stąd w przypadku szybkiego wygaśnięcia szoku jego ostateczny wpływ na dynamikę cen żywności i napojów bezalkoholowych może być niższy. W 2027 r. oczekujemy stopniowego wygaszania impulsu paliwowego i oddziaływania efektów wysokiej bazy, co pozwoli stopniowo obniżyć inflację do 2,7% w grudniu, jednak dezinflacja będzie wolniejsza niż wcześniej zakładaliśmy ze względu na utrzymującą się wysoką dynamikę cen żywności i tylko stopniowy spadek inflacji bazowej.

Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych w Polsce									
	2025	2026	2027						
Tempo wzrostu PKB (% r/r)	3,6	3,3	3,0	Inflacja CPI (% r/r)					
					2025	2026	2027		
					3,6	3,9	3,6		
	gru 25	mar 26	cze 26	wrz 26	gru 26	mar 27	cze 27	wrz 27	gru 27
Stopa referencyjna NBP (%)	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50
EURPLN	4,21	4,27	4,27	4,23	4,20	4,18	4,17	4,16	4,15

Źródło: Datastream, Credit Agricole

Dotychczas zakładaliśmy, że RPP będzie kontynuować cykl łagodzenia polityki pieniężnej w II kw. br. Eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie i związane z nią przesunięcie ścieżki inflacji wyraźnie w górę oznaczają jednak, że przestrzeń do dalszych obniżek stóp w najbliższych kwartałach istotnie się zmniejszyła. Taka ocena jest spójna z wypowiedziami niektórych członków RPP. W naszej ocenie Rada pozostanie ostrożna tak długo, jak inflacja będzie utrzymywać się powyżej górnej granicy dopuszczalnych odchyień inflacji od celu NBP. W efekcie przesuwamy moment kolejnej obniżki stóp procentowych o 25 pb na II kw. 2027 r. Jednocześnie nie zmieniamy docelowego poziomu stóp procentowych, który naszym zdaniem nadal wynosi 3,50%. Zakładamy jedynie, że zostanie on osiągnięty później niż oczekiwaliśmy przed materializacją szoku.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25	cze 25	lip 25	sie 25	wrz 25	paź 25	lis 25	gru 25	sty 26	lut 26	mar 26
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	3,75
Kurs EURPLN*	4,19	4,19	4,27	4,24	4,24	4,27	4,26	4,26	4,25	4,23	4,21	4,21	4,22	4,28
Kurs USDPLN*	4,04	3,87	3,77	3,74	3,60	3,74	3,64	3,63	3,68	3,65	3,58	3,55	3,57	3,71
Kurs CHFPLN*	4,46	4,38	4,56	4,54	4,53	4,60	4,55	4,56	4,57	4,53	4,51	4,52	4,64	4,70
Inflacja CPI (r/r, %)	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4	2,1	2,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,6	3,6	3,4	3,3	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	2,7	2,7	2,6	2,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-1,8	2,5	1,3	4,0	-0,4	3,0	0,7	7,6	3,2	-1,1	7,3	-1,5	1,5	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	-0,1	-1,1	-4,2	-2,8	2,1	0,7	-7,0	0,3	4,2	0,1	4,4	-12,8	-13,7	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,3	-1,0	-1,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,3	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	0,6	0,6	7,9	4,3	2,1	4,8	3,0	6,6	5,5	2,8	5,0	3,9	4,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,9	7,7	9,3	8,4	9,0	7,6	7,1	7,5	6,6	7,1	8,6	6,1	6,1	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,5	5,4	5,2	5,1	5,1	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1	
Saldo ROB (mln EUR)	115	-1136	88	-711	-262	-1571	-2239	-408	2053	-499	-1698	1153		
Eksport (r/r, % EUR)	1,2	3,9	-0,6	5,5	3,3	3,5	-0,9	6,2	5,5	2,7	9,7	-1,8		
Import (r/r, % EUR)	4,0	10,5	7,6	7,3	1,9	2,7	-1,0	7,4	2,9	3,1	10,1	-6,1		

*wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym												
Wskaźnik	2026				2027				2025	2026	2027	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,5	2,9	3,3	3,4	2,7	2,9	3,1	3,0	3,6	3,3	3,0	
Konsumpcja (% r/r)	3,8	2,5	2,0	2,1	2,8	3,3	3,3	3,0	3,7	2,6	3,2	
Inwestycje (% r/r)	7,2	10,4	7,8	7,5	6,6	6,1	5,9	5,5	4,3	8,1	6,4	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	4,8	4,0	4,5	5,0	5,2	5,4	5,5	5,5	4,5	4,6	5,7	
Import (ceny stałe, % r/r)	4,9	4,3	5,6	5,9	5,2	6,1	6,5	6,1	5,6	5,2	6,3	
Wkład do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,4	1,5	1,2	1,0	1,8	1,9	1,9	1,5	2,1	1,5	1,8
	Inwestycje (pp.)	1,0	1,6	1,3	1,7	0,9	1,0	1,0	1,3	0,7	1,4	1,1
	Eksport netto (pp.)	0,1	0,0	-0,4	-0,3	0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,4	-1,3	-0,7	-1,3	-1,3	
Stopa bezrobocia (%)**	5,9	5,5	5,5	5,6	5,8	5,4	5,4	5,5	5,7	5,6	5,5	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,5	0,2	0,1	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	0,1	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	7,5	6,5	6,1	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	8,7	6,5	6,0	
Inflacja CPI (%)*	2,4	4,2	4,2	4,8	4,6	3,4	3,3	3,0	3,6	3,9	3,6	
Wibor 3-miesięczny (%)**	3,83	3,85	3,86	3,86	3,86	3,61	3,61	3,61	3,99	3,86	3,61	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	4,00	3,75	3,50	
EURPLN**	4,28	4,27	4,23	4,20	4,18	4,17	4,16	4,15	4,21	4,20	4,15	
USDPLN**	3,71	3,75	3,78	3,82	3,73	3,66	3,59	3,55	3,58	3,82	3,55	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*		
				CA	RYNEK**	
Poniedziałek 23.03.2026 r.						
9:30	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Luty	3,9	4,9	5,3
9:30	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Luty	4,4	5,5	5,9
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Luty	10,0	10,1	10,0
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Marzec	-12,2		-14,2
Wtorek 24.03.2026 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	50,9		49,4
9:30	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Luty	6,0	6,1	6,1
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Marzec	51,9		51,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	50,8		49,4
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Marzec	51,9		51,0
14:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	51,6		51,3
15:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Marzec	-10,0		
Środa 25.03.2026 r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Marzec	88,6		85,5
Czwartek 26.03.2026 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Luty	3,3		3,3
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	205		
Piątek 27.03.2026 r.						
15:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Marzec	55.5	52.0	53.6

* 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