

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

22 maja 2025 r.



Rozejm w wojnie handlowej, ale kształt pokoju pozostaje niepewny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych

bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista

+48 515 111 698

aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl



Synteza

- Z początkiem roku nastąpiło cykliczne ożywienie w globalnym przemyśle, w szczególności w strefie euro. Jednak to głównie wzrost wymiany handlowej przed wprowadzeniem antycypowanych podwyższonych ceł importowych przez USA wsparły aktywność w strefie euro oraz w Chinach. Z kolei wyraźnie osłabła koniunktura w USA.
- Kwiecień i maj przyniosły deeskalację wojny handlowej po szoku wywołanym po ogłoszeniu przez USA na początku kwietnia wysokich „wzajemnych” ceł importowych. Pomimo deeskalacji wzrost protekcjonizmu oraz przedłużająca się niepewność co do ostatecznego kształtu polityki handlowej USA będą miały wyraźny negatywny wpływ na światową gospodarkę. Te efekty obecnie wyraźnie osłabiają nastroje przedsiębiorstw, a w II połowie roku mogą już silniej osłabić aktywność gospodarczą widoczną w „twardych” danych.
- W pierwszych miesiącach bieżącego roku trend dezinflacji na świecie nasilił się, natomiast, szczególnie w USA, wzrosły obawy przed przyszłym wzrostem inflacji w następstwie wzrostu ceł. Większa niepewność dot. wpływu polityki handlowej USA na scenariusz makroekonomiczny była powodem wstrzymania się Fed z obniżkami stóp. W przypadku EBC większe ryzyko dla aktywności gospodarczej wobec ryzyka wzrostu inflacji były przesłanką do kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej.
- Zakładając, że sytuacja wokół polityki handlowej silniej negatywnie wpłynie na sferę realną gospodarek niż inflację, oczekujemy w II połowie roku obniżek stóp procentowych w USA oraz ponownego dostosowania stóp EBC w czerwcu.
- Ostatnie zawirowania w globalnym handlu w ograniczonym stopniu wpłynęły na naszą prognozę tempa wzrostu PKB w Polsce w 2025 r., które szacujemy na 3,2%. Pomimo korekty w dół prognozy eksportu, nieco wyższa dynamika PKB w I kw. oraz korekta w górę prognozy inwestycji w II połowie roku (głównie efekt silnej korekty w dół szacunku GUS inwestycji w II połowie 2024 r. i silnego obniżenia statystycznej bazy odniesienia) ograniczyły skalę korekty w dół prognozy PKB w stosunku do dotychczasowej prognozy (3,3%). Nadal jako wyższe oceniamy ryzyko słabszego wzrostu PKB, głównie w związku z ryzykiem związanym z niepewną sytuacją w handlu międzynarodowym.
- Korekta w dół prognozy cen ropy naftowej, silniejszy kurs złotego (szczególnie wobec dolara) oraz założenie mniejszej skali wzrostu cen energii elektrycznej w październiku były głównymi przesłankami korekty w dół prognozy średniorocznej inflacji CPI w tym roku do 3,9%.
- Perspektywa szybszego spadku inflacji poskutkowała przyspieszeniem złagodzenia polityki pieniężnej RPP w postaci obniżki stóp o 50 pkt. baz. w maju. Jednocześnie ostrożny przekaz prezesa NBP wskazuje na utrzymanie wciąż generalnie konserwatywnego nastawienia większości RPP z intencją do utrzymywania wyraźnie wyższych niż w przeszłości realnych stóp procentowych. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że w II połowie roku RPP dokona dwóch obniżek stóp po 25 pkt. baz. sprowadzając na koniec roku stopę referencyjną NBP do 4,75%.



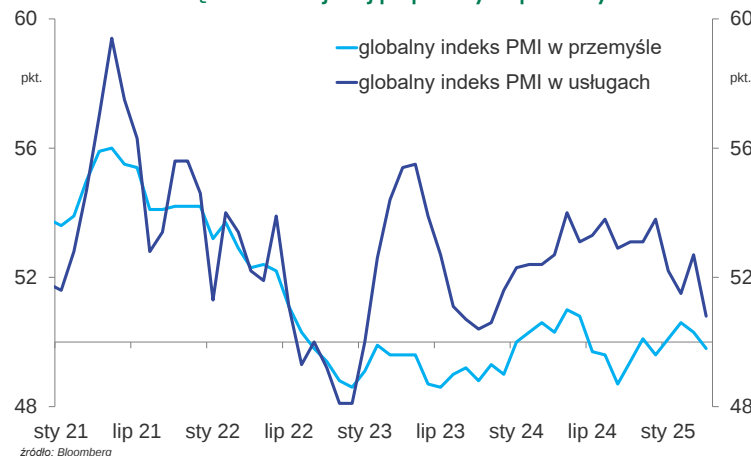
Stabilna sytuacja światowej gospodarki na początku 2025 roku...

- Z początkiem 2025 r. koniunktura w gospodarce globalnej poprawiała się, przy zmieniającej się sytuacji sektorowej i regionalnej. Systematycznie słabła koniunktura w usługach przy lepszych danych z przemysłu. Silnie spadły wskaźniki koniunktury w USA, a wzrosły w strefie euro.
- W kwietniu wskaźnik globalnej koniunktury gwałtownie pogorszył się w większości regionów i sektorów. Kluczowym czynnikiem wpływającym na te tendencje (w szczególności w przemyśle) była niepewność w reakcji na ogłoszone 2 kwietnia przez USA wysokie cła importowe.
- Całokształt danych pozwala natomiast wnioskować, że gdyby nie wątek handlowy, globalna aktywność mogłaby stopniowo poprawiać się. Po spowolnieniu w III kw. sytuacja na amerykańskim rynku pracy ustabilizowała się, a obniżki stóp procentowych głównych banków centralnych wsparły popyt na kredyt, co przy wygasaniu cyklu spadku zapasów jest czynnikiem pozytywnym dla inwestycji i aktywności w przemyśle (obszaru istotnego dla strefy euro).

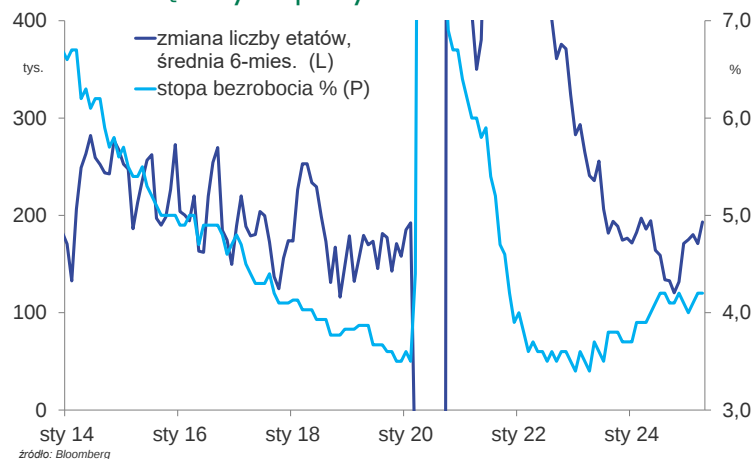
2025-05-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

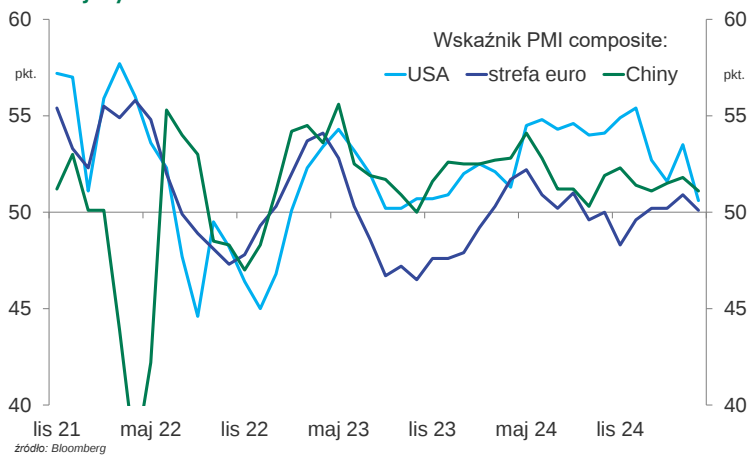
Na przełomie I i II kw. pogorszenie globalnej koniunktury wraz z korektą wcześniejszej poprawy w przemyśle...



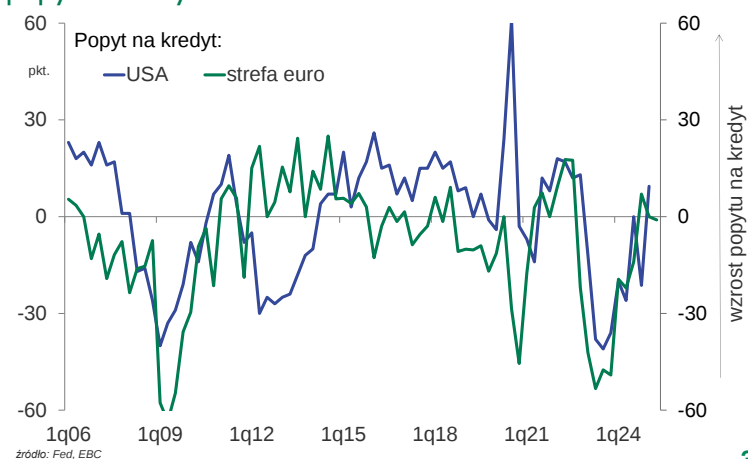
„Twarde” dane wskazują jednak na wciąż solidną koniunkturę na rynku pracy USA...



...głęboki spadek wskaźników koniunktury PMI w USA, mniejszy w strefie euro i Chinach



...przy pozytywnym wpływie obniżek stóp procentowych na popyt na kredyt





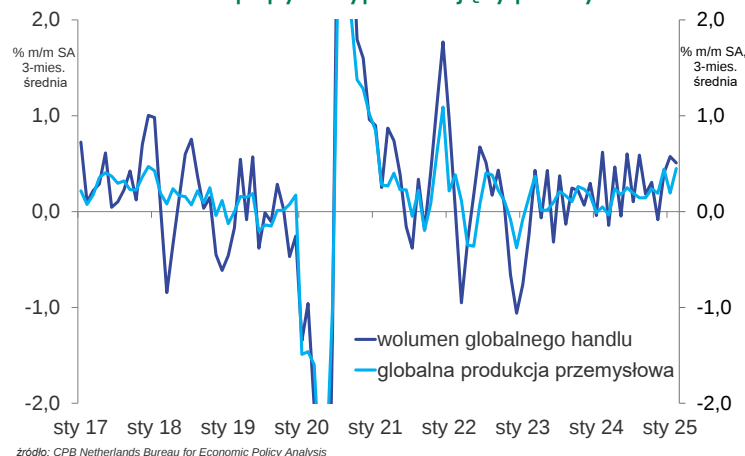
...ale utrzymuje się niepewność w globalnym handlu...

- Istotnym czynnikiem poprawy w globalnym przemyśle i handlu z początkiem roku był zapewne wzrost popytu uprzedzający antycypowany wzrost ciał importowych w USA, co potwierdza silny wzrost importu USA w I kw.
- Skala wzrostu niepewności w globalnym handlu i tym samym niepewności w gospodarce globalnej gwałtownie wzrosła w marcu i kwietniu, a w kwietniu subindeks prognoz eksportu w globalnym przemyśle skokowo spadł.
- Skala wzrostu ciał ogłoszonych przez USA na początku kwietnia okazała się zdecydowanie wyższa od oczekiwań, po czym po kilku dniach ich wprowadzenie zostało odroczone na 90 dni. Po kwietniowej eskalacji wojny handlowej w relacjach USA-Chiny (cła powyżej 100%) w maju ogłoszono 90-dniowy „rozejm”.
- Czynnikiem podsycającym niepewność jest też zmienność polityki handlowej USA – ogłaszanie wyższych ciał, czasowe ich zawieszanie, cła na wybrane produkty oraz nagłe wyłączenie z ciał grup produktów.

2025-05-22

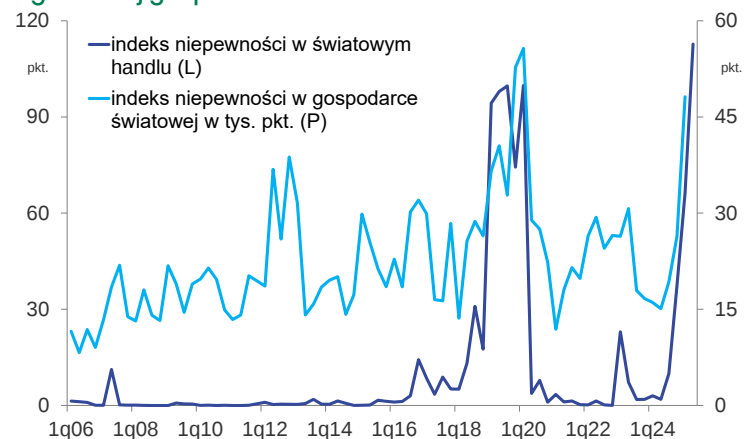
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Wzrost aktywności w globalnym przemyśle i handlu efektem wzrostu popytu wyprzedzający podwyższenie ciał...



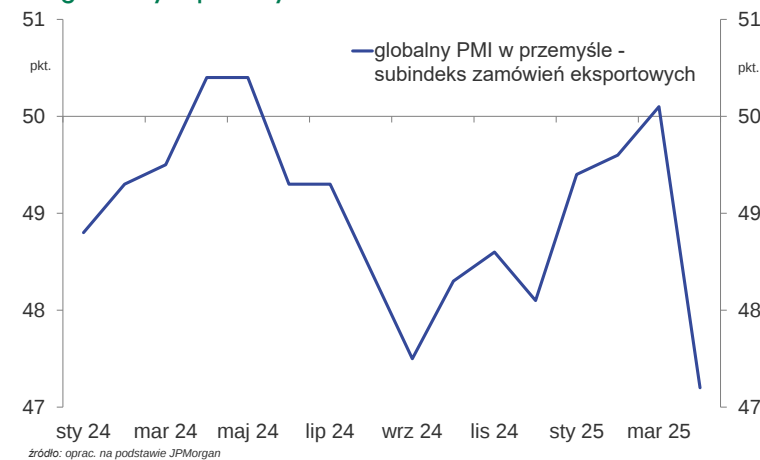
źródło: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

...przy eskalacji obaw dot. sytuacji w globalnym handlu i globalnej gospodarce...



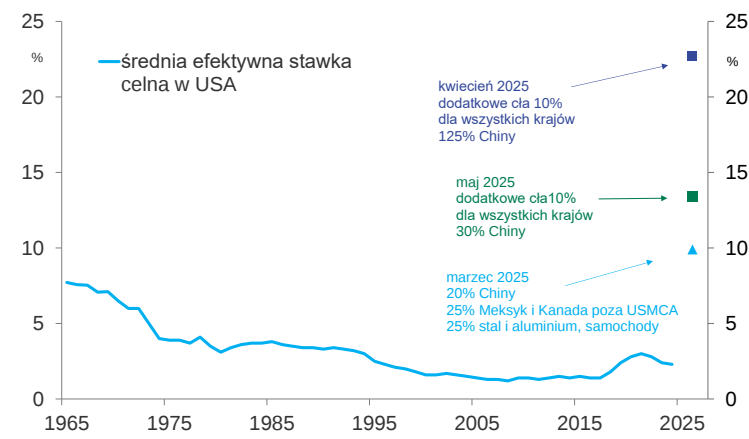
źródło: Economic Policy Uncertainty

...a w kwietniu skokowy spadek zamówień eksportowych w globalnym przemyśle...



źródło: oprac. na podstawie JPMorgan

...w warunkach wzrostu protekcjonizmu w handlu USA



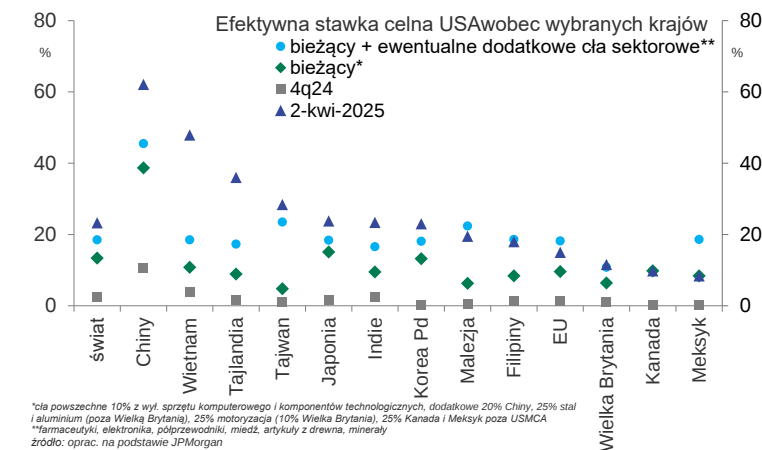
źródło: U.S. Census Bureau do 1996, Tax Foundation od 1997 do 2024, od 2025 oprac. na podstawie JPMorgan



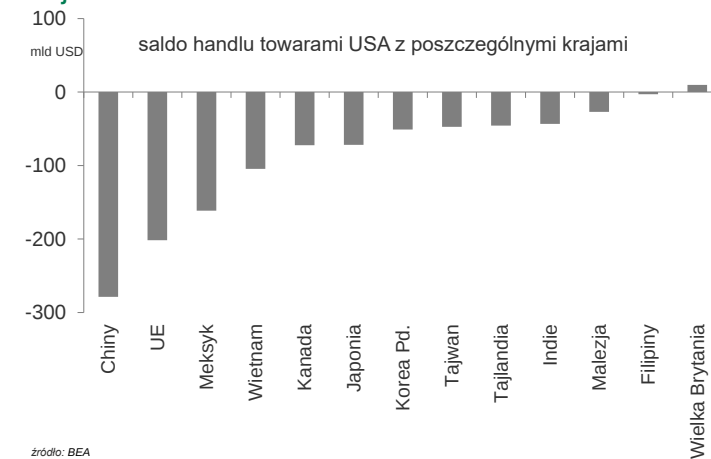
...na ostateczne wyklarowanie się polityki handlowej USA być może będzie trzeba poczekać do III kw.

- Obecnie (22.05) obowiązują w USA cła importowe na poziomie: 10% – generalna „wzajemna” stawka wobec wszystkich krajów (z wyłączeniem m.in. sprzętu elektronicznego oraz komponentów do komputerów), dodatkowe 20% w przypadku Chin, 25% w przypadku Meksyku i Kanady (dla towarów nieobjętych umową o wolnym handlu UMSCA, 0% dla objętych UMSCA) oraz cła sektorowe na poziomie 25% w przypadku stali i aluminium oraz samochodów i części samochodowych.
- Zgodnie z 90-dniowym okresem „rozejmu” do 8 lipca powinny zostać wynegocjowane umowy z poszczególnymi krajami, na które w kwietniu USA nałożyły podwyższone „wzajemne” cła, a do 14 sierpnia powinna zostać wynegocjowana ostateczna umowa handlowa między USA a Chinami.
- Dotychczas podpisana została umowa USA – Wielka Brytania. W porównaniu do propozycji kwietniowych Wielka Brytania uzyskała obniżenie ceł w przypadku stali (0%) i samochodów (do 10% dla 100 tys. samochodów rocznie).
- Otwarta pozostaje kwestia dot. ceł na grupy towarów wskazywanych wcześniej przez Donalda Trumpa, w tym m.in. na produkty farmaceutyczne – istotne dla UE.
- Choć obowiązujące obecnie cła są niższe niż ogłoszone 2 kwietnia, pozostają jednak wyższe wobec wcześniejszych założeń, szczególnie, że ostatecznie do sierpnia stawki celne na import z Chin zapewne jeszcze wzrosną. W bazowym scenariuszu nie zakładaliśmy trwałego wzrostu ceł na import z UE na poziomie 10%, a kształt umowy USA z Wielką Brytanią obniża prawdopodobieństwo, że UE wynegocjuje stawkę celną niższą niż 10%.
- Tym samym średnio wyższy poziom ceł importowych do USA wobec wcześniejszych założeń oznacza korektę w dół prognoz wzrostu światowego PKB w I. 2025 – 2026, jednocześnie wciąż wysoka niepewność dot. ostatecznego kształtu tej polityki przekłada się na utrzymujący się negatywny bilans ryzyka dla prognoz.

Stawki ceł na import USA wobec wybranych krajów.



Saldo w handlu zagranicznym USA z poszczególnymi krajami

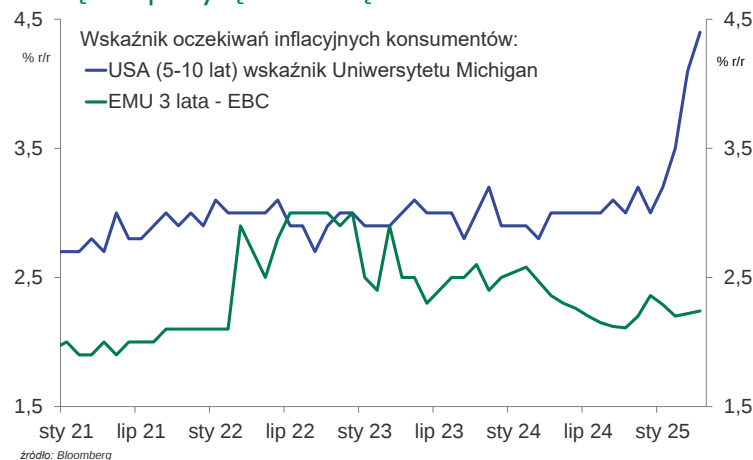




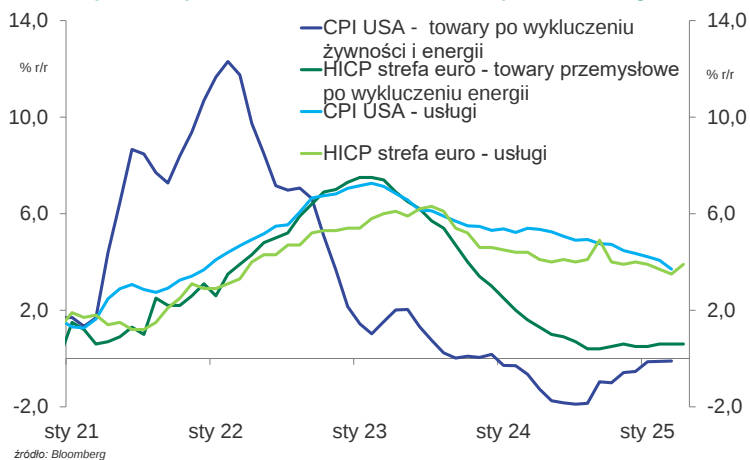
Polityka handlowa USA wzmogła obawy przed recesją, ale i wzrostem inflacji...

- Większa skala wzrostu cen podbiła obawy przed wzrostem inflacji, pomimo równoczesnych obaw przed spowolnieniem aktywności.
- Wzrost cen w globalnym handlu (szczególnie w przypadku USA) zapewne mocniej ograniczy dezinflację w grupie towarów, niemniej podtrzymujemy naszą ocenę ograniczonego wpływu wyższych cen importu na inflację biorąc pod uwagę trwającą dezinflację w usługach (wspieraną wolniejszym wzrostem wynagrodzeń), potencjalny dezinflacyjny wpływ spowolnienia aktywności, a w szczególności wyraźny spadek cen surowców energetycznych.
- Opublikowane dotychczas dane nie wskazują także na wzrost presji w globalnych łańcuchach dostaw.
- Podtrzymujemy ocenę, że wzrost protekcjonizmu w handlu silniej negatywnie wpłynie na aktywność gospodarki niż na wzrost inflacji.

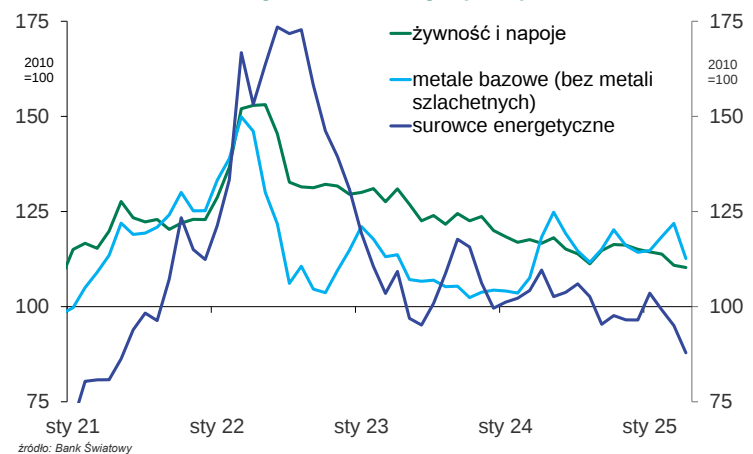
Wzrost obaw inflacyjnych gospodarstw domowych w związku z polityką handlową USA...



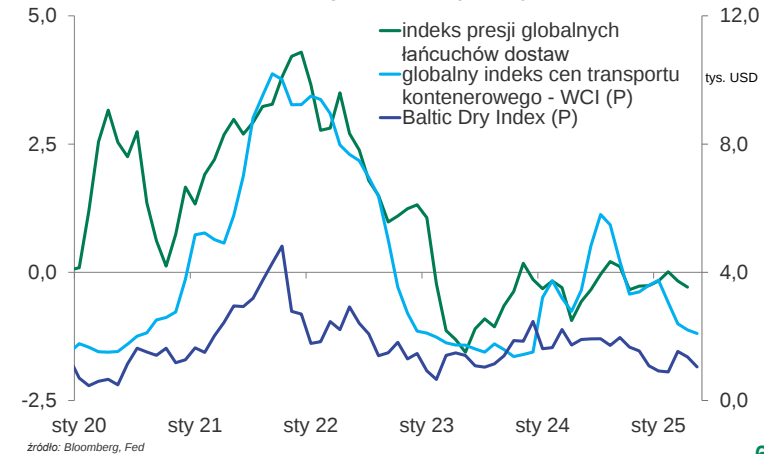
...która może zahamować dezinflację cen towarów, wciąż jednak powinna obniżyć się inflacja cen usług



Ryzyko inflacyjne ogranicza także spadek cen surowców, w szczególności energetycznych



Na razie nie wzrósł indeks napięć w globalnych łańcuchach dostaw, a ceny frachtu spadają

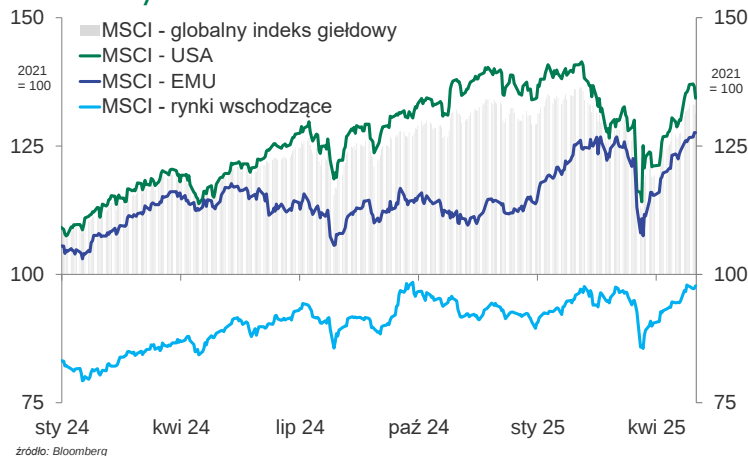




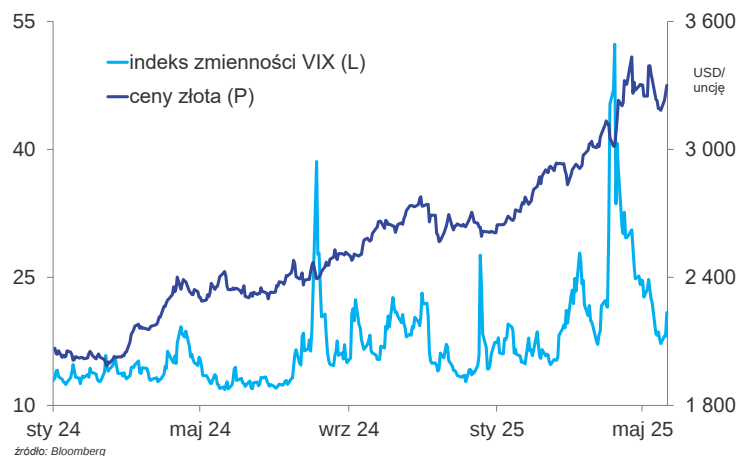
Okresowo wzrosła premia za ryzyko na globalnym rynku finansowym

- Polityka handlowa USA poskutkowała w kwietniu znaczącym wzrostem globalnej awersji do ryzyka oraz skokowym wzrostem zmienności cen aktywów finansowych.
- Niepewność dot. skali spowolnienia aktywności poskutkowała także wzrostem zmienności oczekiwań dot. polityki pieniężnej głównie w USA.
- Jednocześnie silnie na wartości stracił dolar, a rentowności obligacji USA słabo reagowały na ryzyko spowolnienia i wzrost oczekiwań na obniżki stóp Fed.
- Nieprzewidywalna polityka D. Trumpa, wysoki poziom długu USA (obniżenie 17.05 ratingu USA przez Moody's), obawy przed ograniczeniem niezależności Fed, spekulacje nt. możliwości modyfikacji przez USA konstrukcji obligacji skarbowych, deklarowana preferencja administracji słabszego dolara ograniczyły zaufanie do dolara jako waluty rezerwowej i obligacji USA jako bezpiecznego aktywa. W efekcie pomimo wzrostu awersji do ryzyka, aktywa USA nie zyskiwały, zaś, silnie wzrosła cena złota.

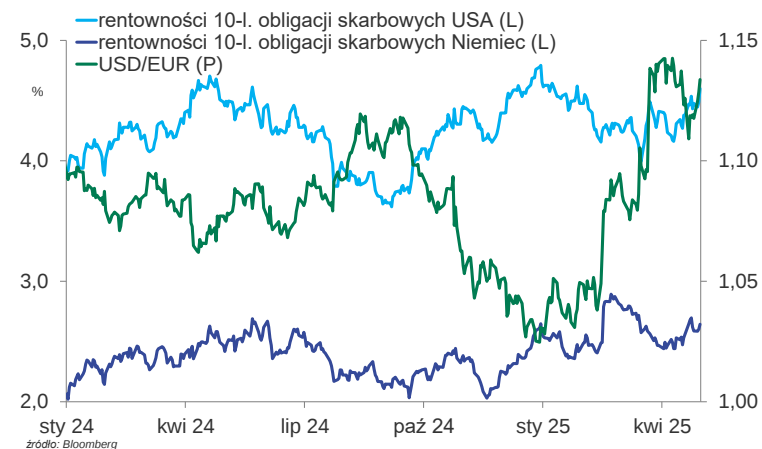
Wzrost premii za ryzyko na globalnym rynku finansowym...



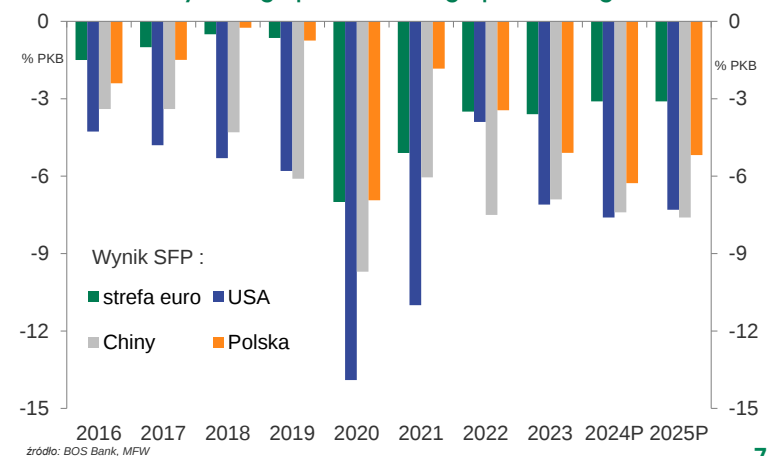
...podbijając ceny złota



...i ograniczenie zaufania do aktywów amerykańskich...



Presja na rentowności obligacji skarbowych w warunkach wysokiego poziomu długu publicznego

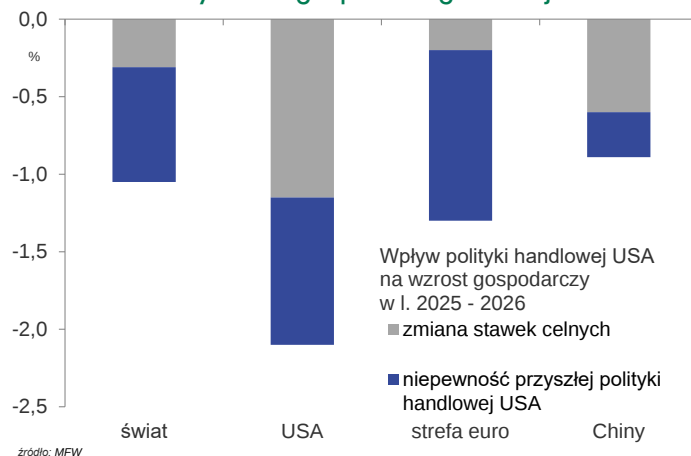




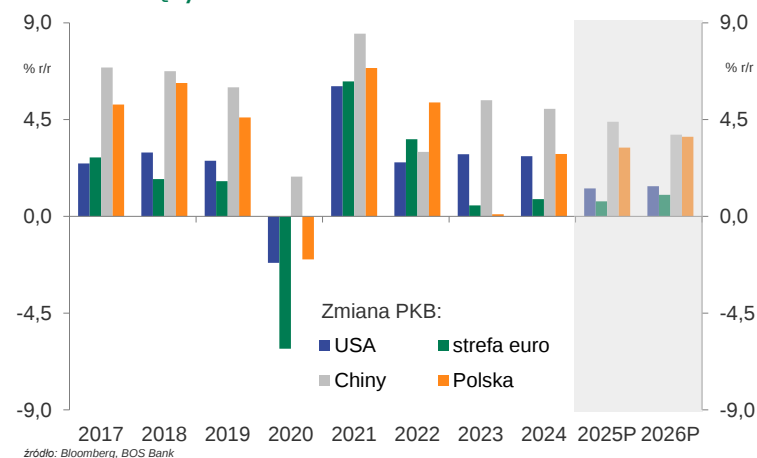
Protekcjonizm w handlu osłabi aktywność gospodarki światowej w I. 2025 – 2026

- Pomimo deeskalacji przez USA konfliktu w relacjach handlowych, nadal prawdopodobny wyższy poziom protekcjonizmu i dotychczasowa zmienność decyzji administracji USA (wzrost niepewności) skutkują obniżeniem prognoz aktywności gospodarczej.
- Jednocześnie odraczanie w czasie ostatecznych rozwiązań może skutkować zwiększoną zmiennością danych gospodarczych z kwartału na kwartał.
- W I. 2025 – 2026 oczekujemy wyraźnie niższego tempa wzrostu gospodarczego w USA i Chinach w porównaniu do I. 2023 – 2024. Z kolei w przypadku gospodarek europejskich, w tym polskiej oczekujemy wolniejszej od oczekiwanej dotychczas poprawy aktywności.
- Zakładamy, że sytuacja w globalnym handlu może okresowo spowolnić tempo dezinflacji, ale w średnim okresie nie zatrzyma tego procesu, co w warunkach rosnących obaw dot. sfery realnej będzie skutkować kontynuacją obniżek stóp procentowych banków centralnych.

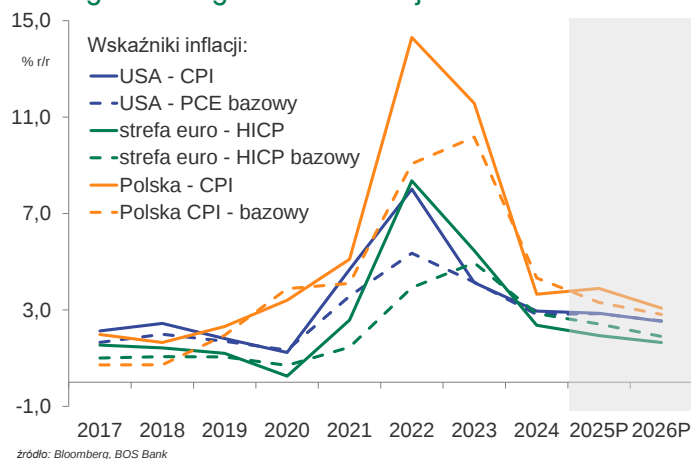
Istotny negatywny wpływ wzrostu protekcjonizmu w handlu na aktywność gospodarki globalnej...



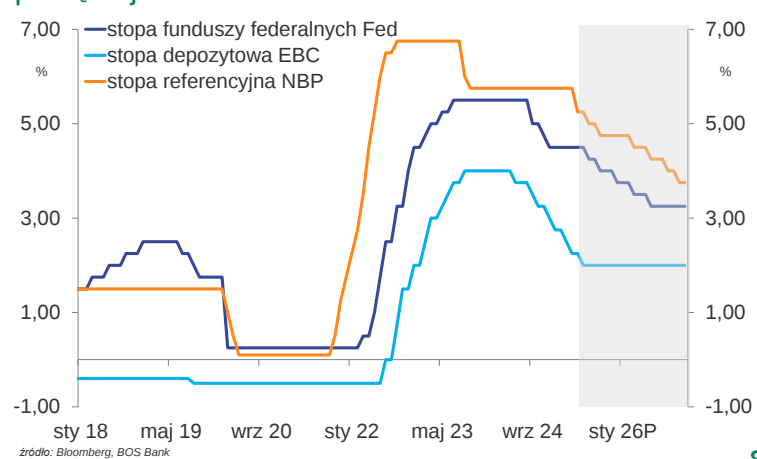
...implikuje obniżenie prognoz gospodarczych w nadchodzących kwartałach



Zakładamy, że wzrost protekcjonizmu nie spowoduje silnego i trwałego wzrostu inflacji...



...co da przestrzeń dla kontynuacji rozluźniania polityki pieniężnej

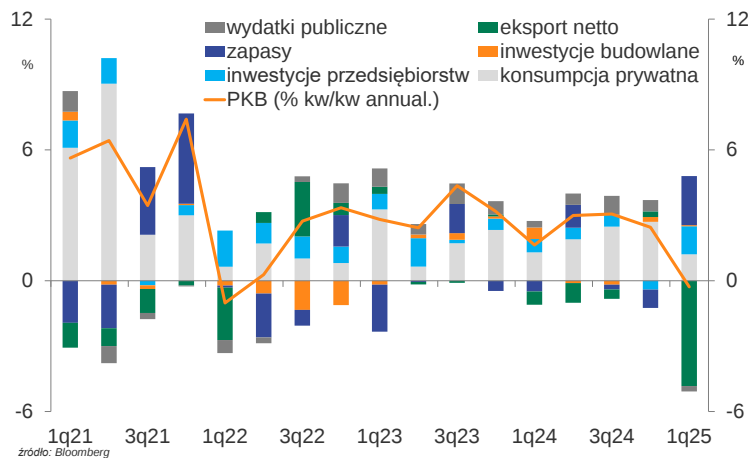




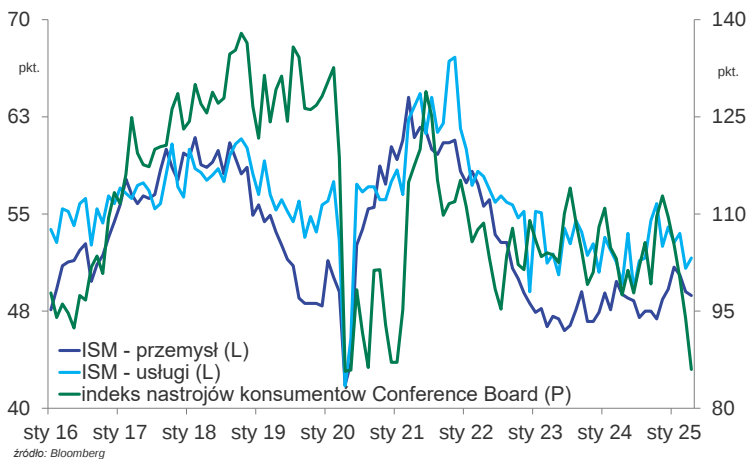
Gwałtowny spadek PKB w USA w I kw. miał charakter okresowy, w całym roku prawdopodobna umiarkowana skala spowolnienia...

- Skokowy spadek dynamiki PKB w I kw. br. wynikał gł. z efektów okresowych – skumulowania popytu w obawie przed wzrostem cen i gwałtownego wzrostu importu. Te same czynniki zapewne podbiły wzrost zapasów i inwestycji firm.
- Na trwalsze cykliczne spowolnienie wskazuje natomiast osłabienie konsumpcji prywatnej. Choć w części wynika ono z niepewności polityki gospodarczej (handlowej, wewnętrznej), to w części wynika także z wygasania efektu finansowania konsumpcji oszczędnościami.
- Choć sytuacja na rynku pracy pozostaje stabilna, to wskazuje także na pewne osłabienie. Dalsze spowolnienie popytu na pracę i dochodów jest prawdopodobne biorąc pod uwagę zmiany w polityce handlowej USA i wzrost niepewności.
- Bieżące dane i sygnały wskazują na odbicie aktywności w II kw., niemniej powszechne pogorszenie nastrojów podmiotów gospodarczych jest spójne z wyraźnie słabszym wzrostem PKB do ok. 1,5% w I. 2025 – 2026 wobec 2,8 w 2024 r.

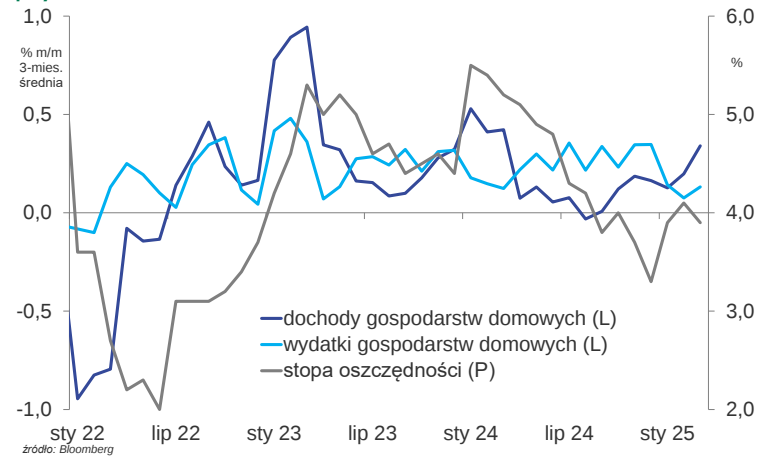
Gwałtowny wzrost importu głównym powodem spadku PKB w I kw...



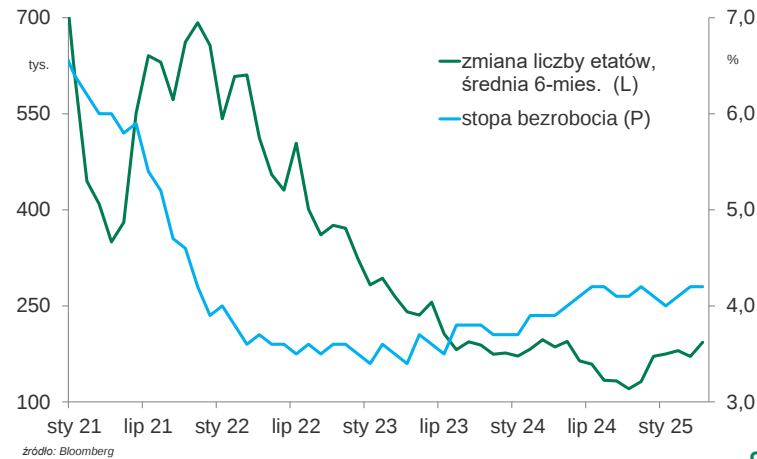
...a wskaźniki koniunktury wskazują na niższe tempo wzrostu PKB w br...



...choć z początkiem roku osłabła także konsumpcja prywatna...



...choć koniunktura na rynku pracy na razie nie pogarsza się

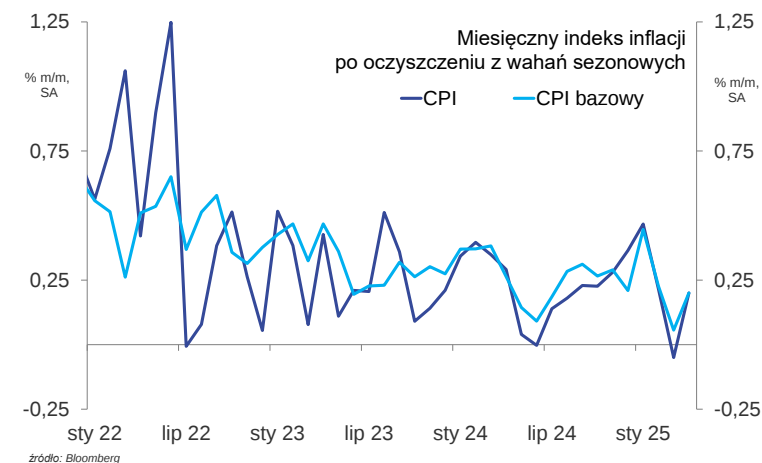




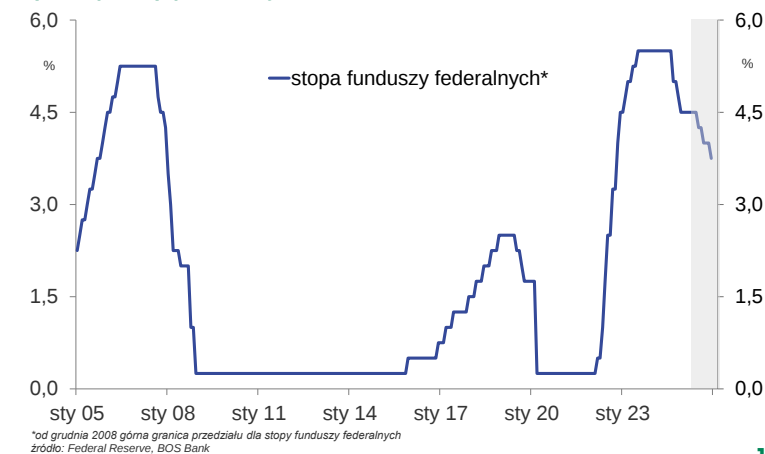
...co przy kontynuacji procesu dezinflacji powinno skłonić Fed do powrotu do łagodzenia polityki pieniężnej

- Po obniżkach stóp pod koniec 2024 r., w pierwszych miesiącach 2025 r. FOMC utrzymał stabilne stopy procentowe najpierw z powodu ponownego przyspieszenia bieżącej inflacji (na przełomie roku), a od marca z powodu wzrostu ryzyka dla scenariusza makroekonomicznego z tytułu niepewności polityki handlowej USA (ryzyko zarówno dla wzrostu gospodarczego jak i inflacji tj. obu celów Fed). Podczas majowej konferencji prasowej prezes Powell powiedział, że obecny stan gospodarki USA daje członkom komitetu komfort wstrzymania się z kolejnymi decyzjami i dokładniejszej analizy napływających informacji.
- Zakładając, że polityka gospodarcza USA (handlowa, energetyczna, podatkowa, migracyjna, deregulacyjna) w większym stopniu w średnim okresie będzie negatywnie wpływać na sferę realną niż inflację, oczekujemy, że Fed powróci do cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Bieżące dane inflacyjne potwierdzają utrzymujący się stopniowy trend dezinflacji, w coraz większym stopniu wspierany ograniczeniem wskaźnika inflacji cen usług, przy wygasaniu dezinflacji / wzroście indeksu cen towarów.
- W bazowym scenariuszu oczekujemy redukcji stóp o kolejne 75 pkt baz. w br. oraz o 50 pkt. baz. na początku 2026 r. Cały czas uważamy, że zmiany w polityce gospodarczej USA w br. będą miały ograniczony wpływ na inflację. Oczekujemy, że FOMC wznowi cykl obniżek w lipcu lub wrześniu – a dokładny moment pierwszej obniżki wyznaczą dane z rynku pracy.
- Biorąc pod uwagę zakładaną przez nas ograniczoną skalę spowolnienia gospodarczego, dyskomfort FOMC związany z wezwaniem prezydenta Trumpa do łagodzenia polityki pieniężnej, który może skutkować większymi obawami przed potencjalnym błędem zbyt szybkich redukcji stóp, oceniamy jako wyższe ryzyko późniejszego rozpoczęcia obniżek stóp i mniejszej skali łagodzenia w br. i wtedy większej w 2026 r.

Pomimo nasilenia dezinflacji na przełomie I i II kw..



...FOMC wstrzymuje się z obniżkami stóp dopóki sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra





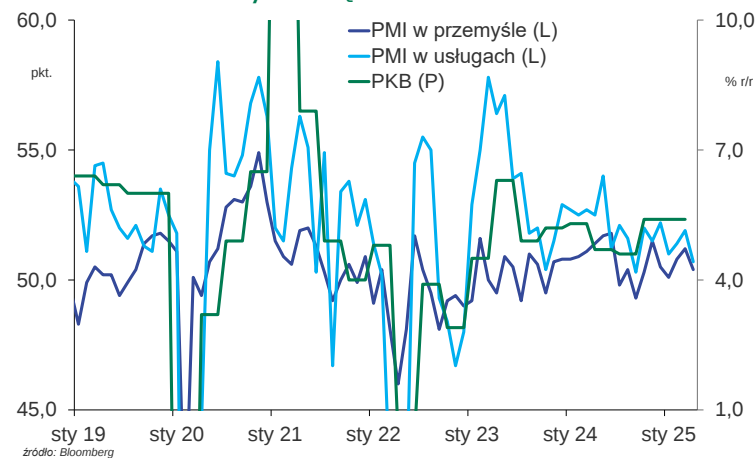
Wzrost niepewności prognoz dla Chin wobec zmiennej polityki handlowej USA...

- Aktywność gospodarcza w Chinach w I kw. br. ponownie zaskoczyła *in plus*. Z drugiej strony istotnym czynnikiem wspierającym ten wynik był zapewne okresowy wzrost popytu (produkcji przemysłowej i eksportu) w obawie przed wzrostem ceł. Dane dot. wskaźników koniunktury wskazują na spowolnienie aktywności w miesiącach kolejnych.
- Wydaje się jednak, że w kolejnych kwartałach dane ze sfery realnej mogą pozostać bardzo zmienne, biorąc pod uwagę przedłużającą się niepewność dot. ostatecznego kształtu relacji handlowych USA- Chiny. Po praktycznym zamknięciu przepływów handlowych w kwietniu (wzrost ceł do ponad 100%) tymczasowe ich obniżenie do ok. 30% może ponownie silnie wzmacnić popyt, szczególnie przy istotnym ryzyku wzrostu tych stawek na jesieni.
- Czynnikiem wspierającym aktywność w ostatnich miesiącach pozostaje zwiększona skala wydatków publicznych, w tym wydatków inwestycyjnych, przy z kolei cały czas rozczarowującej sytuacji na rynku nieruchomości.

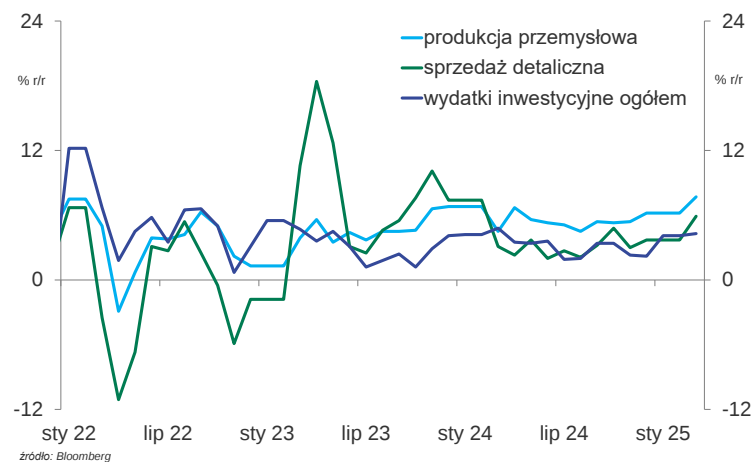
2025-05-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

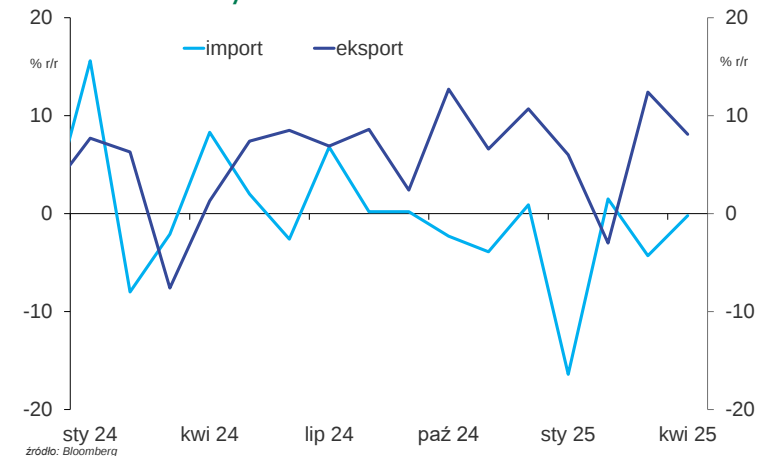
W I kw. wyższe tempo wzrostu gospodarczego, ale wskaźniki koniunktury słabną....



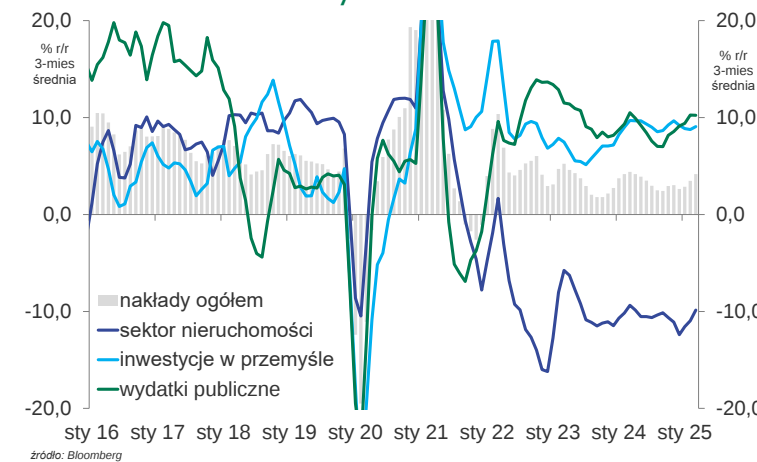
tak jak poprawa wskaźników dla przemysłu....



...wspierając obawy że mocniejszy eksport był tylko efektem okresowym...



Wsparcie wydatków publicznych kluczowe dla stabilizowania koniunktury





...choć skalę dostosowań będzie ograniczać stymulacja polityki gospodarczej

- Poza wątkiem handlu zagranicznego, istotnym wyzwaniem dla gospodarki chińskiej pozostaje rynek nieruchomości oraz niska skala wydatków gospodarstw domowych.
- Ogłoszone w I kw. br. plany wsparcia polityki gospodarczej, jeszcze mocniej nakierowane są na sytuację konsumentów i będą kluczowym czynnikiem ograniczającym skalę spowolnienia PKB Chin w 2025 r. Jednocześnie ostateczna skala luzowania polityki fiskalnej będzie zapewne zależna od popytu zagranicznego i szacunków ubytku wzrostu gospodarczego z tego tytułu. Ten czynnik ogranicza zmienność prognoz PKB dla Chin przy bardzo wysokiej niepewności dot. sytuacji w globalnym handlu.
- Po majowej obniżce stopy rezerw obowiązkowych w dalszym ciągu widzimy potencjał dla luzowania polityki monetarnej przy niskich wskaźnikach inflacji i agregatów monetarnych.
- Zakładamy, że w 2025 r. dynamika PKB obniży się do ok. 4,5% r/r z 5,0% w ub.r.

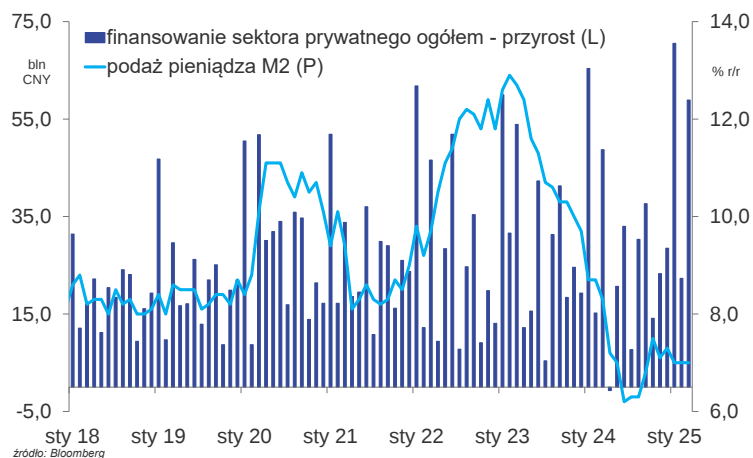
2025-05-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Na rynku nieruchomości jak na razie bez sygnałów wyraźnej poprawy



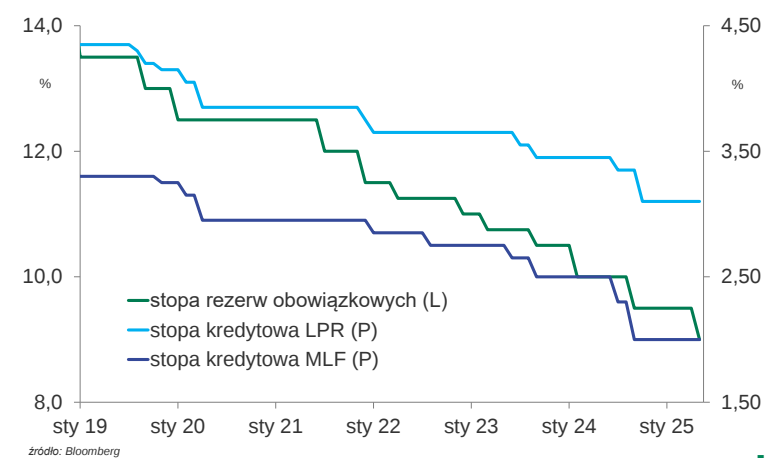
...a wciąż słabe wskaźniki monetarne ...



Wzmocnienie popytu krajowego wymaga wsparcia gospodarstw domowych....



...przemawiają za dalszym luzowaniem polityki pieniężnej





Nieźły początek roku w gospodarce strefy euro...

- Choć są podstawy, aby wskazywać na cykliczne ożywienie w strefie euro w I kw., to dużej mierze poprawa w przemyśle i eksporcie zapewne wynika z silnego popytu w USA przed podwyższeniem ceł.

- Oczekujemy, że umowa handlowa USA – UE utrzyma cła na import z UE do USA na poziomie 10% (poniżej 20% ogłoszonych 2.04, ale znacznie powyżej średniej stawki 1,4% sprzed podwyższenia ceł) przedłużająca się niepewność i spore ryzyko dodatkowych ceł sektorowych (gł. farmaceutyki) ograniczą skalę cyklicznego ożywienia wspieranego m.in. luźniejszą polityką monetarną ECB.

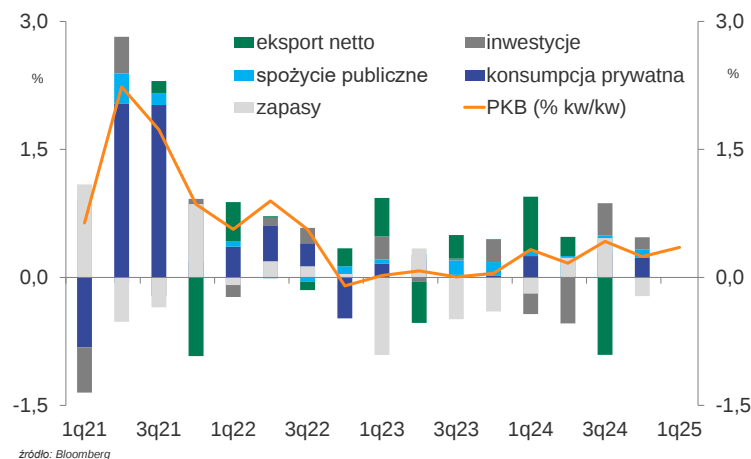
- Zakładamy, że PKB wzrośnie o 0,7% w br., przy minimalnym wzroście w Niemczech.

- Planowany skokowy wzrost wydatków na obronność i infrastrukturę w Niemczech w następstwie poluzowania konstytucyjnego limitu nastąpi z opóźnieniem (najwcześniej w 2026 r.). Zwiększenie krajowych mocy produkcyjnych w przemyśle wymaga czasu, a wzrost importu ograniczy skalę wzrostu PKB z tytułu inwestycji.

2025-05-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

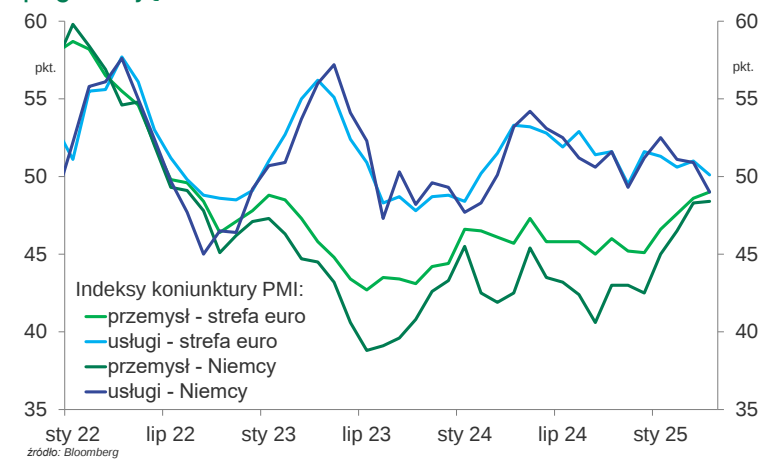
W I kw. mocniejsze tempo wzrostu PKB w strefie euro...



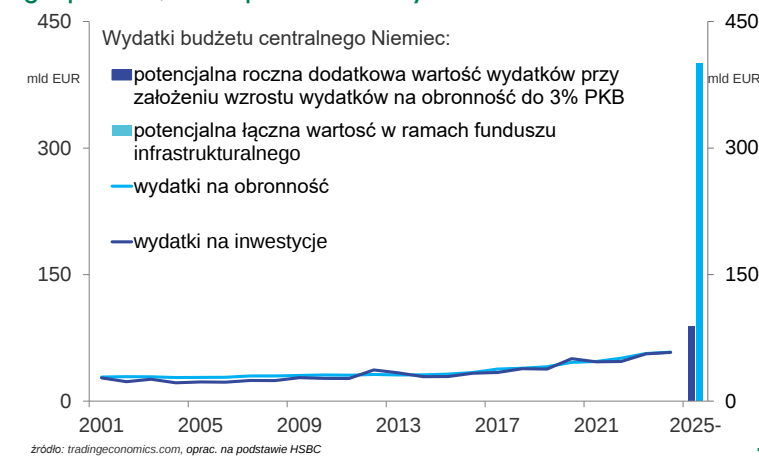
Mocniejsza produkcja przemysłowa prawdopodobnie pod wpływem kumulacji aktywności w eksporcie



...ale w II kw. wskaźniki koniunktury w usługach pogarszają się



Rozluźnienie polityki fiskalnej w Niemczech wsparciem dla gospodarki, ale dopiero w dłuższym okresie





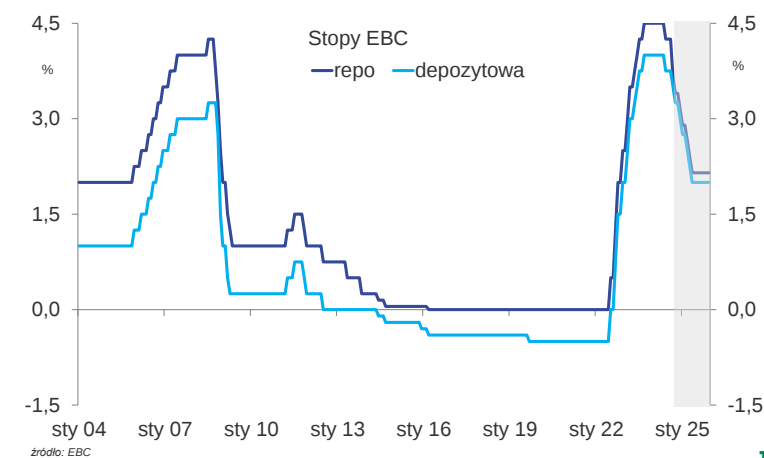
...ale wyższe ryzyko dla aktywności w przyszłości skłoni EBC do kolejnej obniżki stóp

- Od początku 2025 r. EBC obniżył stopy procentowe łącznie o 75 pkt baz do poziomu 2,25% dla stopy depozytowej.
- Główną przesłanką dla dalszych obniżek stóp, pomimo stabilizujących się danych ze sfery realnej, były obawy dot. wpływu niepewności związanej z polityką handlową USA na wzrost gospodarczy w strefie euro w średnim okresie. Te decyzje wspierały także poprawiające się perspektywy inflacji przy spadku cen surowców, aprecjacji euro w II kw., ale przede wszystkim potwierdzających się sygnałach obniżenia dynamiki płać w 2025 r.
- Biorąc pod uwagę, że w krótkim okresie powyższe czynniki będą utrzymywać się, oczekujemy kolejnej obniżki stóp o 25 pkt. baz. w czerwcu i obniżenia stopy depozytowej w okolice tzw. neutralnego poziomu 2,0%.
- Dalsze decyzje EBC będą w głównej mierze zależne od wyniku negocjacji dot. umów handlowych i perspektyw globalnego handlu w średnim horyzoncie, szczególnie że te czynniki przez kanał cen surowców oraz kursowy będą też wpływały częściowo na perspektywy inflacyjne. W bazowym scenariuszu braku ponownego wzrostu ceł po lipcu oraz biorąc pod uwagę perspektywę długoterminową przyspieszenia gospodarczego w krajach europejskich w związku ze wzrostem wydatków publicznych na obronność i inwestycji zakładamy, że po czerwcowej obniżce EBC zakończy bieżący cykl luzowania polityki pieniężnej.
- Biorąc jednak pod uwagę utrzymującą się niepewność dot. ostatecznego kształtu polityki handlowej, silnie negatywny wpływ samej przedłużającej się niepewności oraz relatywnie odległą perspektywę przyspieszenia aktywności z tytułu luzowania polityki fiskalnej jako wysokie oceniamy ryzyko kontynuacji obniżek stóp w II poł. roku w kierunku 1,50% – 1,75% dla stopy depozytowej.

W 2025 r. oczekiwane wyraźne ograniczenie dynamiki wynagrodzeń...



...wspiera decyzje EBC dot. redukcji stóp procentowych

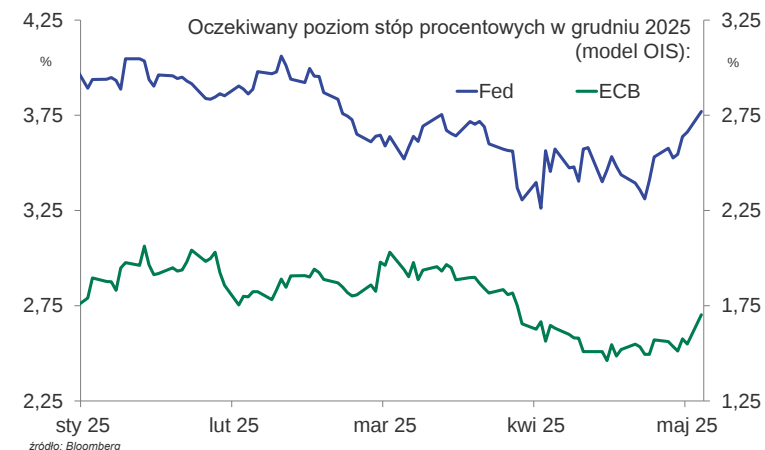




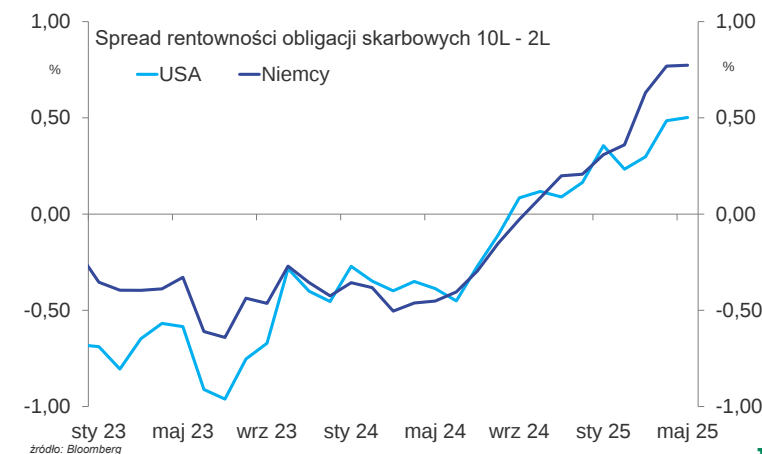
Na globalnym rynku presja na ceny obligacji skarbowych...

- Pomimo luzowania polityki pieniężnej przez EBC, pogorszenia prognoz gospodarczych dla USA i okresowego wyraźnego wzrostu obaw przed recesją i oczekiwań na mocne poluzowanie polityki pieniężnej Fed, rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych na przełomie I i II kw. br. obniżyły się tylko w ograniczonym stopniu. Zarówno w USA jak i strefie euro doszło do wyraźnego wystromienia krzywej dochodowości.
- W przypadku rynku USA czynnikami wywierającymi presję na ceny obligacji (działającymi w różnych okresach z różną intensywnością) były: – obawy przed długookresowym wzrostem inflacji z powodu polityki handlowej i migracyjnej, – powrót oczekiwań na rozluźnienie polityki fiskalnej oraz obniżka ratingu USA przez Moody's, – osłabienie zaufania do obligacji amerykańskich, obawy przed ograniczeniem niezależności Fed.
- W przypadku papierów niemieckich presja na ceny obligacji o dłuższym terminie zapadalności wynikała z oczekiwanego wzrostu podaży papierów po zmianach w konstytucyjnym długu publicznego umożliwiającego.
- W bazowym scenariuszu w średnim okresie widzimy potencjał do obniżenia rentowności obligacji w USA, przy założeniu, że ostatecznie zmiany w globalnej architekturze finansowej nie zostaną wdrożone jako potencjalnie bardzo ryzykowna dla amerykańskiej gospodarki. Przy tym założeniu zakładane przez nas mniejsze od obaw rynkowych pogorszenie sytuacji fiskalnej, mniejsza presja na wzrost inflacji oraz pewne spowolnienie aktywności i obniżenie stóp Fed będą wspierać niższe rentowności. W przypadku niemieckich obligacji, ich oczekiwany niższy poziom będzie głównie odzwierciedlaniem niższych rentowności nadal benchmarkowych obligacji USA.
- Jednocześnie przy tak nieprzewidywalnej polityce gospodarczej USA sama prognoza spadku rentowności jak również czas jego realizacji pozostają sporym ryzykiem.

Spora zmienność od początku br. oczekiwań rynkowych w szczególności dotycząca polityki Fed



Wątki fiskalne i strukturalne powodem wystromienia krzywych dochodowości na rynkach bazowych





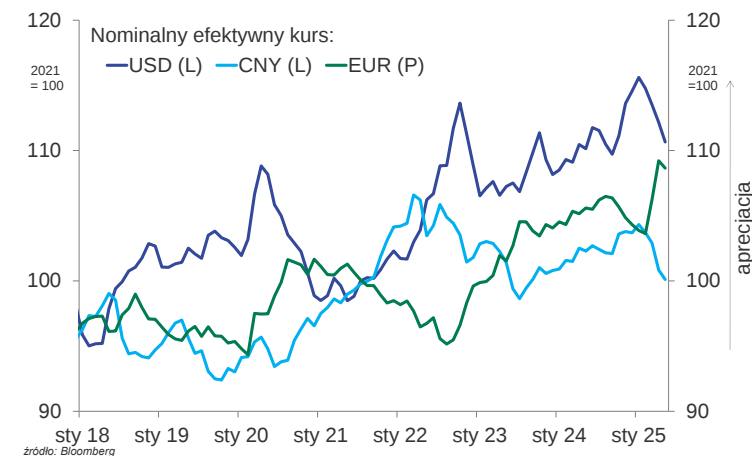
...osłabienie kursu dolara...

- Po silnym wzmocnieniu pod koniec 2024 r., na przełomie I i II kw. dolar znacząco stracił na wartości, osłabiając się wobec euro okresowo w kierunku 1,15 USD/EUR.
- Wśród powodów deprecjacji dolara można wskazać czynniki (działające w różnych okresach z różną intensywnością): – wzrost obaw przed recesją USA, osłabienie efektu „wyjątkowości” gospodarki USA na tle rynków rozwiniętych, – wzrost oczekiwań rynkowych na obniżki stóp Fed, – obawy przed poluzowaniem fiskalnym / słabą sytuacją fiskalną (obniżka ratingu USA przez Moody’s), – ograniczenie zaufania do aktywów USA, w warunkach nieprzewidywalności polityki gospodarczej i preferencji nowej administracji dla słabszego kursu dolara i obaw przed ograniczeniem niezależności Fed.
- W bazowym scenariuszu zakładamy, że skrajne rozwiązania wpływające na zmianę globalnego porządku finansowego nie zostaną wdrożone. Jakkolwiek celem polityki gospodarczej USA będzie słaby kurs dolara, co od wielu miesięcy wskazywaliśmy jako argument przeciwko oczekiwaniom istotnego wzmocnienia amerykańskiej waluty, to wykluczające się priorytety (wyższe koszty obsługi długu z tytułu wzrostu rentowności obligacji, niższe oprocentowanie obligacji państwa posiadającego walutę rezerwową) są argumentem przeciwko radykalnym zmianom.
- Przy tym założeniu oczekujemy, że wpływ pozostałych czynników będzie stopniowo malał – mniejsza wobec obaw rynkowych skala poluzowania polityki fiskalnej, wciąż korzystniejsza sytuacja gospodarki USA na tle rynków rozwiniętych, a z drugiej strony silniejsza wobec bieżących oczekiwań skala poluzowania polityki pieniężnej Fed.
- Oczekujemy, że w średnim okresie kurs dolara wobec euro będzie wahał się wokół poziomu 1,10 USD/EUR. Choć perspektywa znaczącego poluzowania polityki fiskalnej w Niemczech wspiera prognozy gospodarcze dla Europy, co powinno wzmacniać euro, to wciąż nie odpowiadają na inne kluczowe wyzwania o charakterze strukturalnym – niskiej konkurencyjności gospodarki i potrzeb wzrostu potencjału gospodarek europejskich.

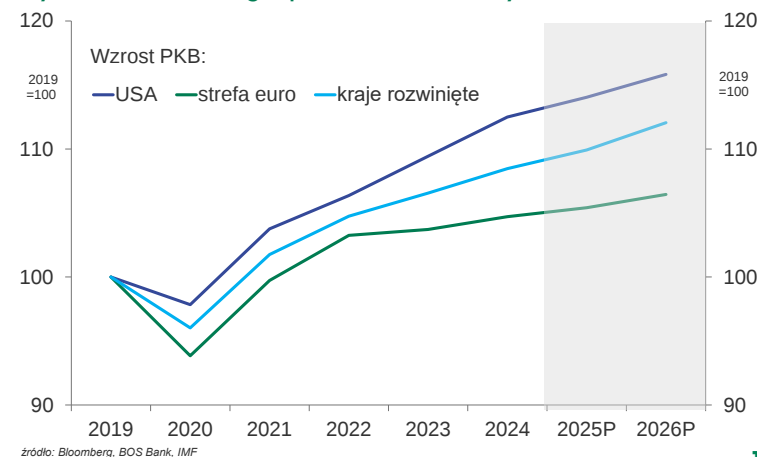
2025-05-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Polityka gospodarcza USA już nie wspiera dolara, ale...



...pomimo korekty prognoz gospodarka USA wciąż wyróżnia się na tle gospodarek rozwiniętych

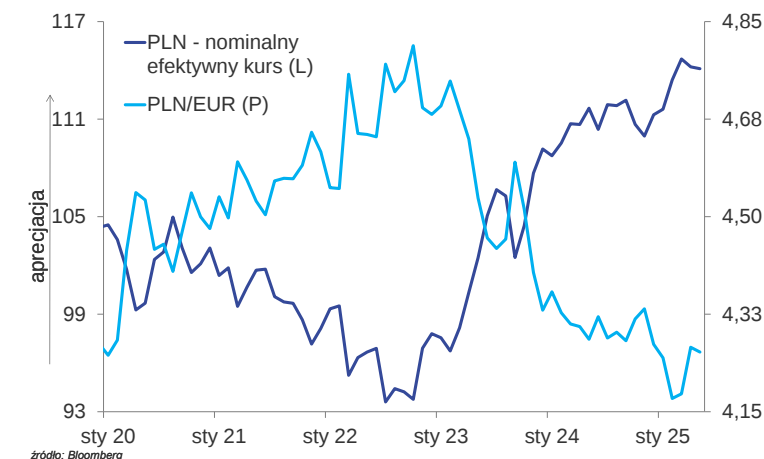




...w niewielkim stopniu negatywne dla kursu złotego

- Po wyraźnym wzmocnieniu złotego w I kw. br., od kwietnia aprecjacja krajowej waluty wygasta, a w relacji do euro złoty osłabił się powracając do przedziału 4,25 – 4,30 PLN/EUR. Kurs złotego w relacji do koszyka walut wspierało osłabienie notowań dolara na globalnym rynku walutowym.
- Jednocześnie, pomimo tej zmienności, generalnie cały czas złoty pozostawał odporny na zawirowania globalne, w szczególności w ograniczonym stopniu reagując na wyraźny kwietniowy wzrost globalnej awersji do ryzyka. Od jesieni 2024 r., pomimo wyraźnego odpływu kapitału z rynków wschodzących, kurs złotego (podobnie jak krajowy rynek akcji) wyraźnie zyskał na wartości. Na tym tle także jako ograniczoną co do skali i trwałości oceniamy reakcję kursu na zmiany przekazu RPP – najpierw kwietniowe znaczące złagodzenie przekazu (zapowiedź majowej obniżki stóp), a potem majową „jastrzębią” obniżkę.
- W bazowym scenariuszu oczekujemy, że wypadkowa: – słabszego wzrostu globalnej gospodarki i trwalszych słabszych nastrojów (w porównaniu do sytuacji z końca 2024 r.), – ale z drugiej strony mniej negatywnego scenariusza wobec tego z początku kwietnia, – potencjału do lekkiego wzmocnienia dolara na rynku globalnym, – ale średniookresowo relatywnie pozytywnej oceny planów fiskalnych w Europie, – umiarkowanej skali obniżek stóp procentowych NBP, – stabilnych wyników krajowej gospodarki i ograniczonego potencjału dla wzrostu deficytu na rachunku obrotów bieżących, przemawia za stabilizowaniem się kursu złotego w okolicach poziomu 4,30 PLN/EUR w kolejnych miesiącach.
- Uważamy, że bilans ryzyka dla tej prognozy jest przechylony w kierunku słabszego kursu złotego z uwagi na wyzwania związane z polityką gospodarczą USA i jej nieprzewidywalnością, wysokim poziomem długu publicznego krajów rozwiniętych.

W II kw. wyhamowanie aprecjacji złotego...



...który i tak pozostał mocny wobec kwietniowego odpływu kapitału z rynków wschodzących

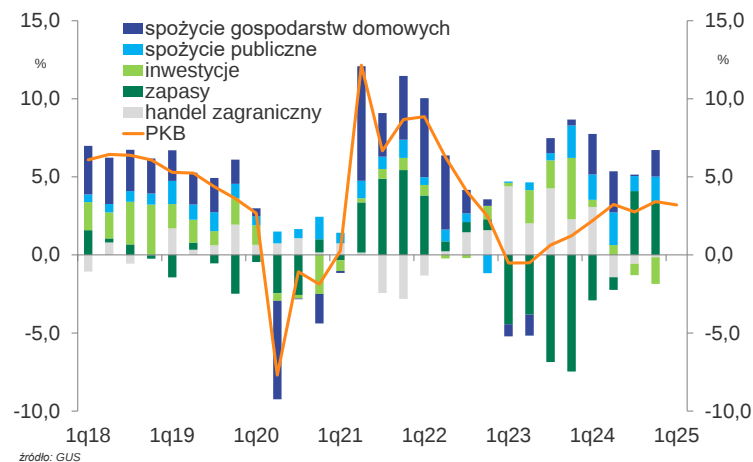




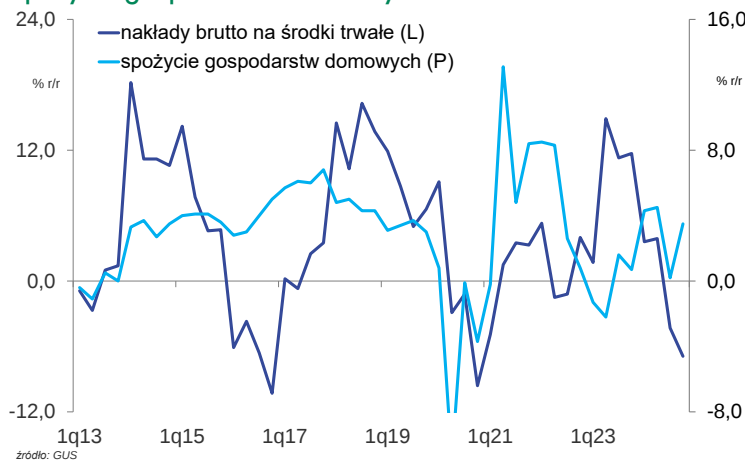
Niewielkie zmiany dynamiki PKB w Polsce na przełomie roku...

- W I kw. PKB Polski wg szacunku *flash* wzrósł o 3,2% r/r wobec 3,4% r/r w IV kw. W ujęciu zmian kwartalnych, dynamika PKB utrzymała się na poziomie z II poł. ub.r. (uśredniając wynik z III i IV kw.).
- Szacujemy, że w warunkach spadku dynamiki realnych dochodów oraz słabszych wyników sprzedaży detalicznej, dynamika spożycia gospodarstw domowych obniżyła się poniżej 3,0% r/r.
- Wygaśnięcie wysokich baz odniesienia podbijające w I kw. wyniki produkcji budowlano-montażowej powinno sprzyjać z początkiem roku ograniczeniu skali spadku inwestycji. W samym I kw. tempo wzrostu inwestycji wg naszych szacunków nie przekroczyło jednak 0% r/r.
- Wyniki i struktura produkcji przemysłowej oraz dane NBP dot. bilansu płatniczego wskazują na niewielką skalę wzrostu eksportu na początku roku.

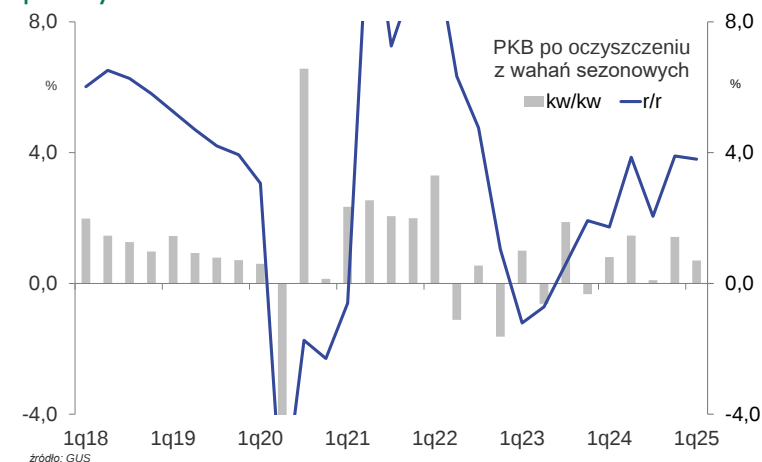
W I kw. wzrost PKB o 3,2% r/r, wobec 3,4% w IV kw. 2024 r..



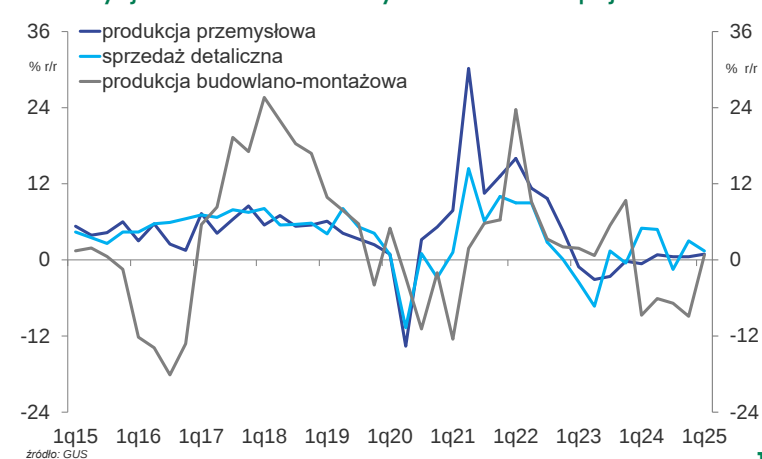
Kluczowa w I kw. skala odbicia inwestycji i tempo wzrostu spożycia gospodarstw domowych...



...przy kwartalnym wzroście zbliżonym do średniej z II połowy 2024 r.



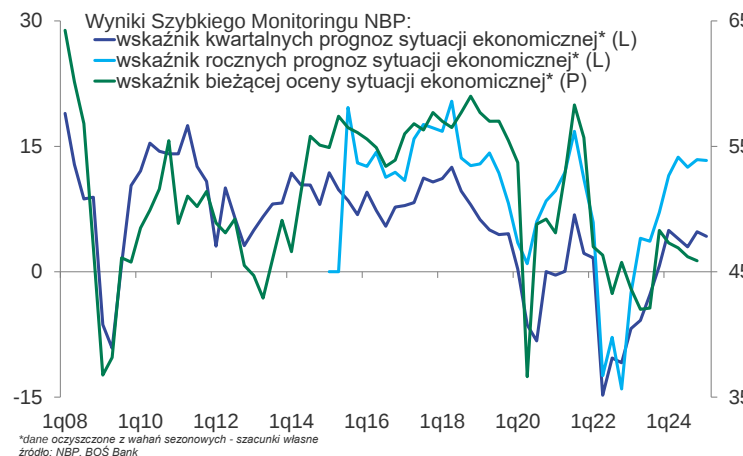
...dane miesięczne wskazują raczej na stagnację inwestycji i lekkie osłabienie dynamiki konsumpcji



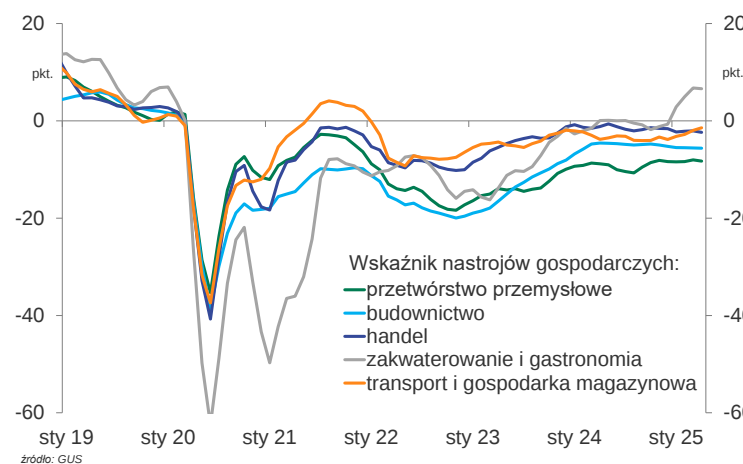
...wskaźniki koniunktury spójne ze stabilizacją także w kolejnych kwartałach...

- Umiarkowany wzrost PKB w I kw. potwierdził wcześniejsze sygnały wskaźników koniunktury studzące nadmierny optymizm. Bieżące wskaźniki wyprzedzające koniunktury zarówno krótko- jak i długookresowe wskazują raczej na stabilizację wzrostu PKB niż wyraźne przyspieszenie. Wskaźniki oczekiwań sytuacji własnej i wskaźniki prognoz popytu, zarówno w perspektywie kwartalnej, jak i rocznej (wg badania Szybki Monitoring NBP) zmieniają się od połowy ub.r. w niewielkim stopniu.
- Większość wskaźników koniunktury NBP pozostaje poniżej długookresowych średnich, a wskaźniki GUS sygnalizują niewielkie zmiany nastrojów firm (poza poprawą w zakwaterowaniu i gastronomii). Trudno zatem oczekiwać w krótkim okresie silniejszego ożywienia aktywności, szczególnie przy utrzymującym się ryzyku dla gospodarki globalnej.
- Dane dot. popytu na energię oraz usługi transportowe pozostają słabe, analogicznie do 2023 r. wskazując na nadal słabą aktywność przemysłu.

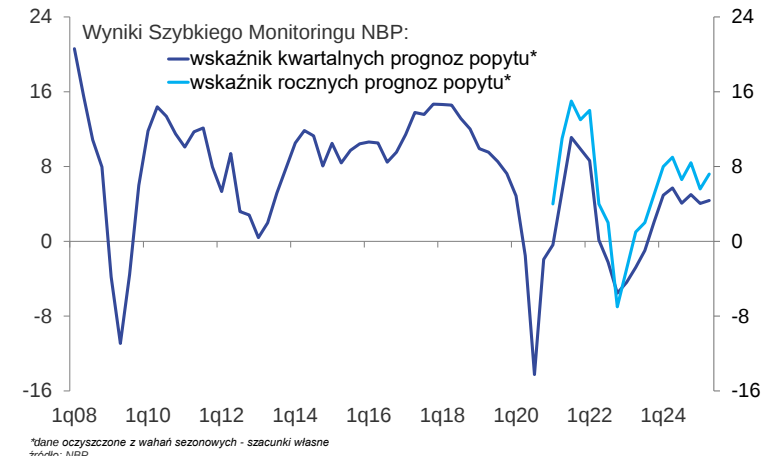
Nastroje firm pozostają umiarkowane...



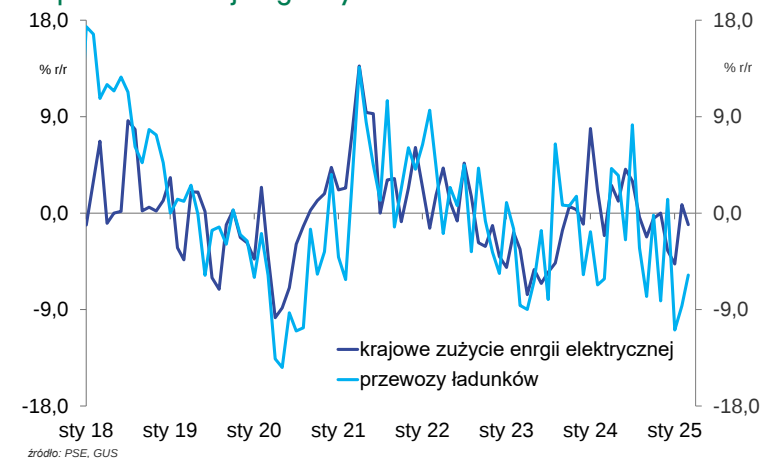
W większości sektorów niewielkie zmiany nastrojów



...przy wciąż relatywnie słabych prognozach popytu



Słaby popyt na energię i usługi transportowe także nie zapowiada silniejszego ożywienia w krótkim okresie





...przy utrzymującej się ostrożności eksporterów

- W I kw. utrzymywały się słabe prognozy popytu wśród eksporterów. Po spadkach sprzedaży eksportowej w 2024 r. dane dot. produkcji w przetwórstwie przemysłowym wskazują na niewielką poprawę dynamiki eksportu w I kw. br.

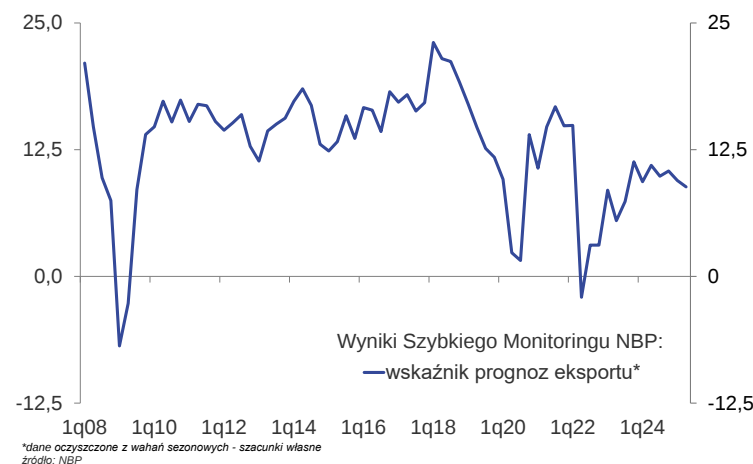
- Kluczowym założeniem prognozy utrzymania stabilnego wzrostu PKB w 2025 r. jest stopniowe ożywienie popytu zagranicznego, czego oczekujemy zakładając bardzo stopniową poprawę kondycji niemieckiej gospodarki. Jednocześnie korekta prognoz gospodarczych (m.in. skali ożywienia w Niemczech) w związku z silniejszym wzrostem cen USA (szczególnie wobec UE) studzi optymizm prognoz dla polskiej gospodarki. W 2025 r. ryzyko dla prognoz eksportu i całej gospodarki z tytułu niepewności w globalnym handlu pozostaje bardzo wysoka.

- Choć rozluźnienie polityki fiskalnej w Niemczech może wpłynąć pozytywnie także na polski eksport, to zakładamy, że ten czynnik zacznie silniej wpływać na koniunkturę najwcześniej w 2026 r.

2025-05-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Prognozy popytu wśród eksporterów pozostają osłabione...



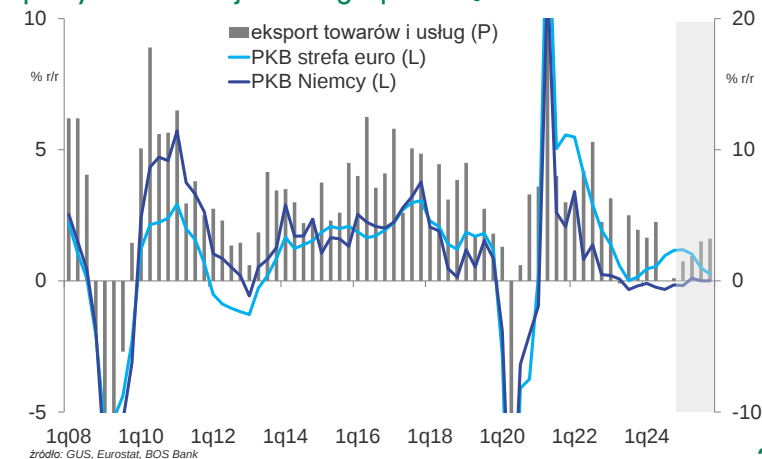
...i ograniczonej skali ożywienia produkcji eksportowej na początku br., pomimo poprawy w globalnym przemyśle



...po utrzymujących się już od kilku kwartałów spadkach sprzedaży zagranicznej w przetwórstwie przemysłowym...



Głównym ryzykiem dla prognoz eksportu jest wpływ polityki handlowej USA na gospodarkę Niemiec





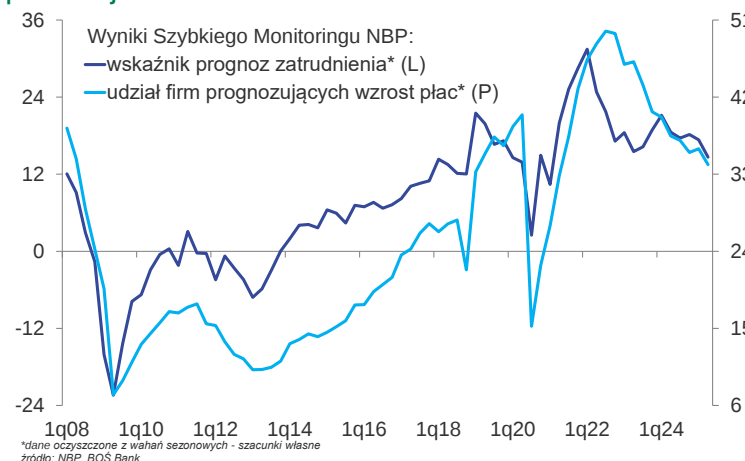
Ograniczony optymizm firm hamuje ożywienie na rynku pracy

- Wyniki badania koniunktury NBP (Szybki Monitoring) wskazują na utrzymującą się słabszą koniunkturę na rynku pracy: niższe prognozy zatrudnienia i presji płacowej, niższy odsetek wakatów.
- Z drugiej strony poziom wskaźników w porównaniu historycznym nie wskazuje na silne osłabienie popytu na pracę. Zatrudnienie obniżyło się nieznacznie, wzrost liczby bezrobotnych jest ograniczony i nie przełożył się na wzrost stopy bezrobocia.
- Cały czas bowiem efekty demograficzne i strukturalnie (niższy wzrost podaży pracy) ograniczają wpływ czynników cyklicznych na wskaźniki rynku pracy.
- Oczekując niewielkich zmian aktywności gospodarczej prognozujemy, że w kolejnych miesiącach spadek zatrudnienia będzie postępował, ale wolniej niż dotychczas, a stopa bezrobocia wzrośnie jedynie minimalnie. Kluczowy dla tej prognozy pozostaje popyt zagraniczny i kondycja firm przemysłowych tj. uniknięcie scenariusza silniejszego spowolnienia gospodarki globalnej i w efekcie polskiej.

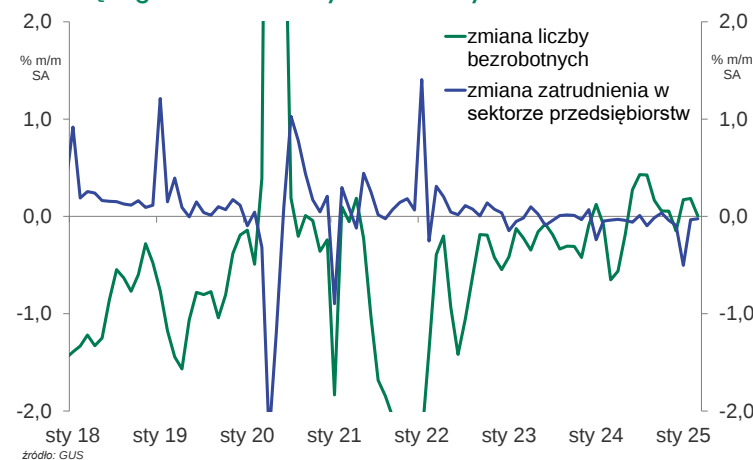
2025-05-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

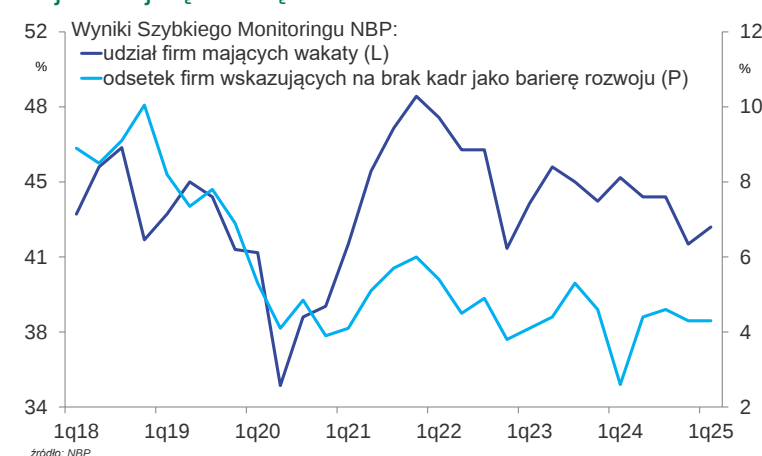
Utrzymujący się słabszy popyt na pracę, i spadek presji płacowej w firmach...



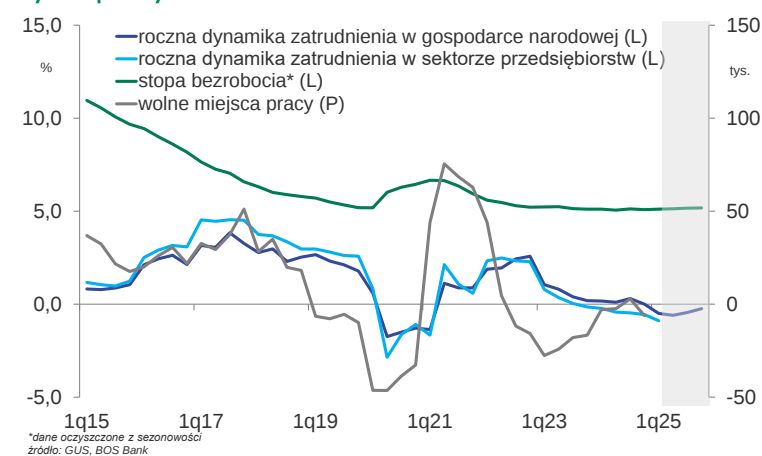
Skala pogorszenia na rynku pracy ograniczona, bez znaczącego wzrostu liczby bezrobotnych...



...i wciąż niższy poziom wakatów, a brak kadr nie najważniejszą barierą działalności



...co w bazowym scenariuszu stabilizuje perspektywy rynku pracy w 2025 r.





Umiarkowany wzrost wydatków gospodarstw domowych

- Kumulacja efektów cyklicznych (niższy popyt na pracę) i regulacyjnych (niższa dynamika wzrostu płacy minimalnej) wyraźnie obniżyły dynamikę wynagrodzeń w I kw. Czynnikiem ograniczającym ten spadek pozostają zmiany strukturalne i ograniczenia podaży pracy.
- Dodatkowo niższy nominalny wzrost indeksowanych inflacją świadczeń społecznych (efekt spadku CPI w 2024 r., wygaśnięcie efektu podwyżki świadczenia rodzinnego) poskutkowało wyraźnie niższą dynamiką dochodów, a oczekiwany jedynie stopniowy spadek inflacji CPI ogranicza wzrost realnej dynamiki dochodów.
- Powrót dynamiki dochodów realnych w okolice średniej wieloletniej oznacza perspektywę stabilizacji dynamiki konsumpcji na poziomie ok. 3,0% w 2025 r.
- Na perspektywy stabilizowania się dynamiki konsumpcji wskazują także niewielkie (od II poł. 2024 r.) zmiany nastrojów konsumentów oraz dotychczasowa odbudowa oszczędności gospodarstw domowych.

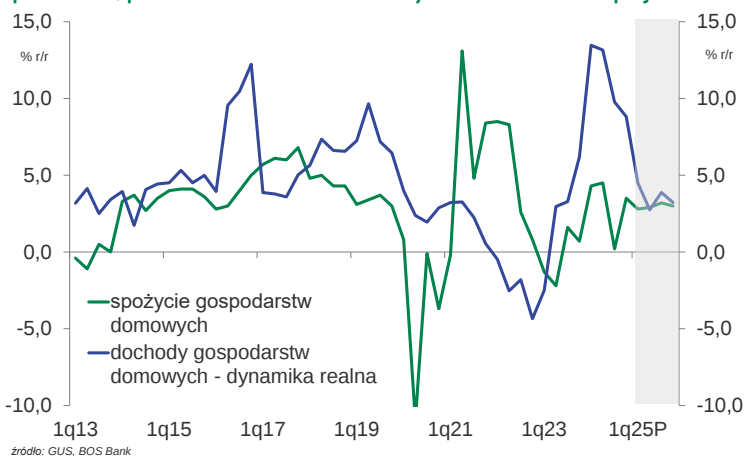
2025-05-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

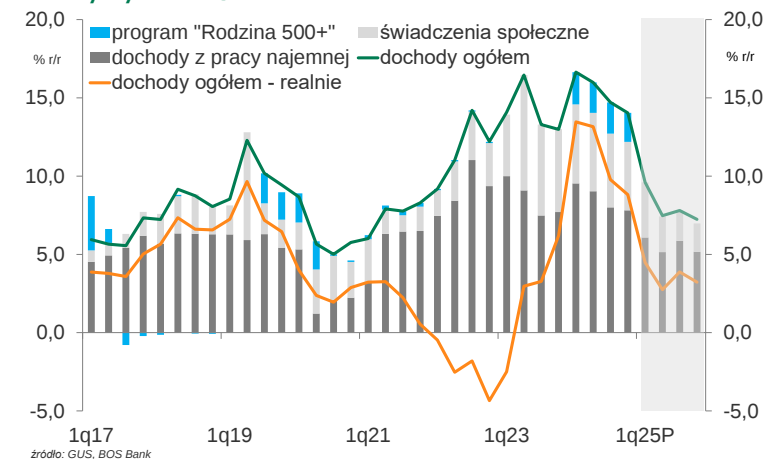
Stabszy popyt na pracę i niższy wzrost płacy minimalnej obniżają dynamikę wynagrodzeń w 2025 r....



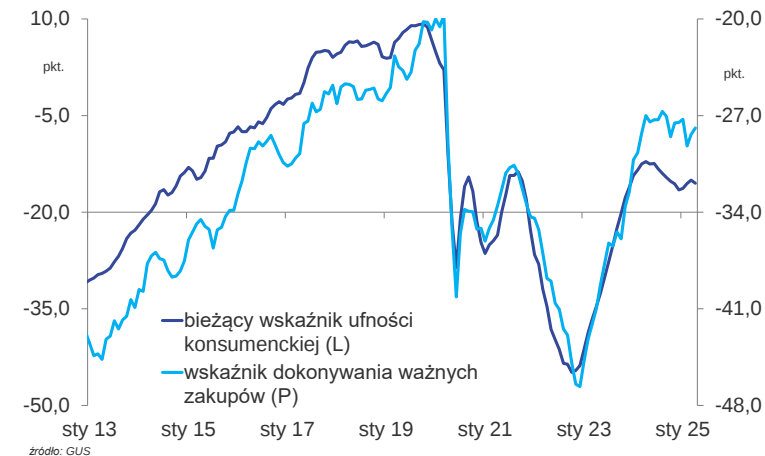
Tempo wzrostu dochodów powróci do „przeciętnego” poziomu, pozwoli na umiarkowany wzrost konsumpcji



...co przy niższej skali waloryzacji świadczeń społecznych obniży dynamikę dochodów



Od początku roku ograniczone zmiany nastrojów konsumentów





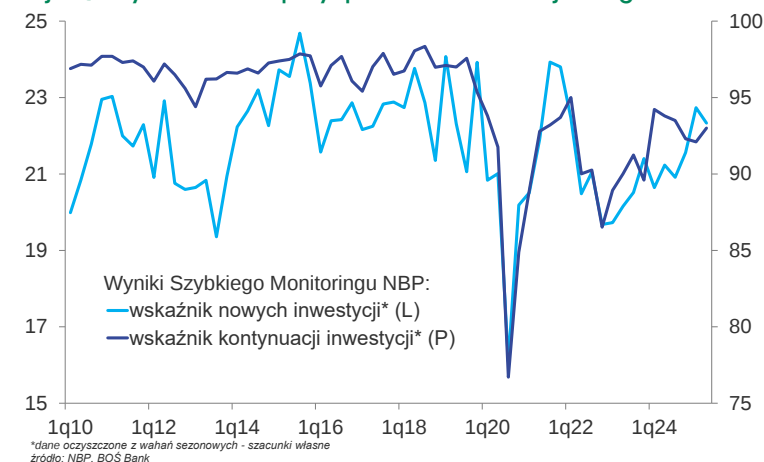
Środki UE wesprą inwestycje, ale sytuacja globalna kluczowa dla inwestycji firm prywatnych

- Choć wskaźnik nowych inwestycji NBP (Szybki Monitoring) wzrósł, to wciąż pozostaje niski. Co więcej wskaźnik ważony zatrudnieniem (lepszy indykator inwestycji firm współfinansowanych ze środków UE) pozostał na niskim poziomie. Z kolei wzrosły indeksy rocznych planów inwestycyjnych.
- Podtrzymujemy prognozę, że inwestycje firm publicznych, najmocniej zależne od projektów współfinansowanych ze środków UE, silniej wzrosną w II połowie roku. Niepewność w globalnym handlu i słabsze globalne nastroje firm ograniczą z kolei wzrost inwestycji firm zagranicznych.
- Dane nt. uruchamiania środków unijnych w ramach nowej perspektywy finansowej UE wskazują, że ożywienie inwestycji publicznych postępuje powoli. Dane z budownictwa wskazują, że w I kw. roczna dynamika produkcji wzrosła wyłącznie w efekcie zmiany bazy odniesienia.
- W rezultacie w I połowie roku oczekujemy minimalnego wzrostu inwestycji, a w II połowie przyspieszenia do 7,0% – 8,0% r/r.

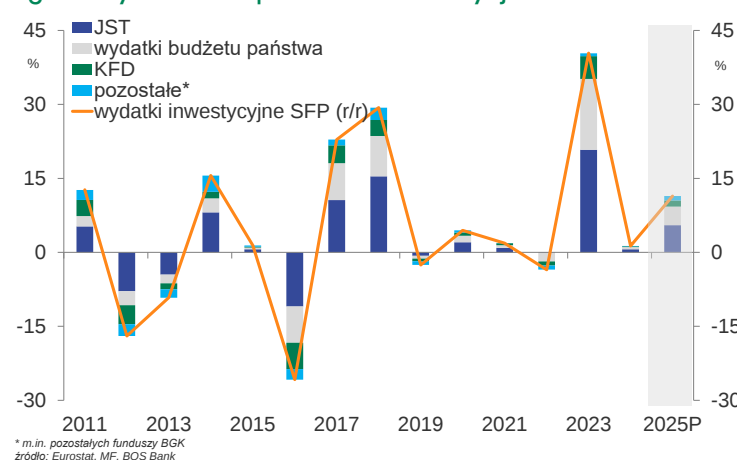
2025-05-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

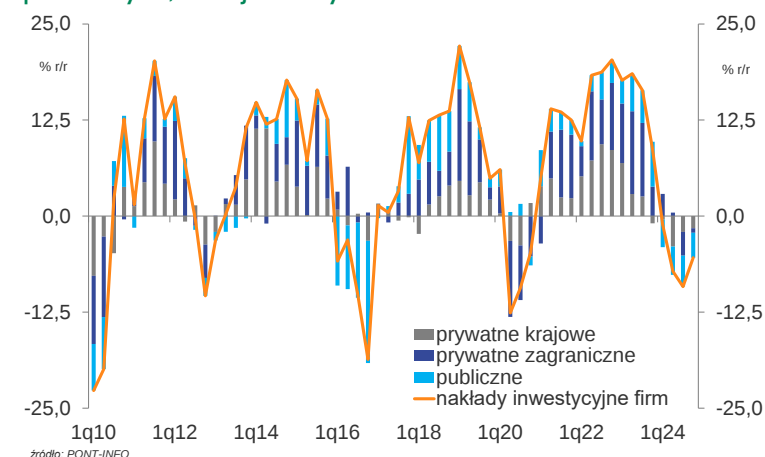
Lekka poprawa nastrojów inwestycyjnych firm, ale w największych firmach przyspieszenie bardziej odległe...



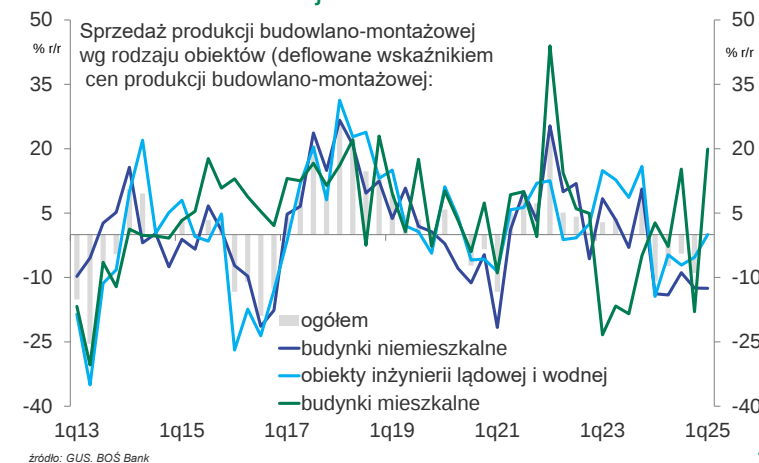
...jedynie stopniowe tempo wdrażania tych projektów ograniczy także tempo wzrostu inwestycji SFP...



...co oddała perspektywę odbicia inwestycji firm publicznych, silniej zależnych od finansowania z UE...



...co potwierdza ograniczona skala odbicia produkcji budowlano-montażowej w I kw.

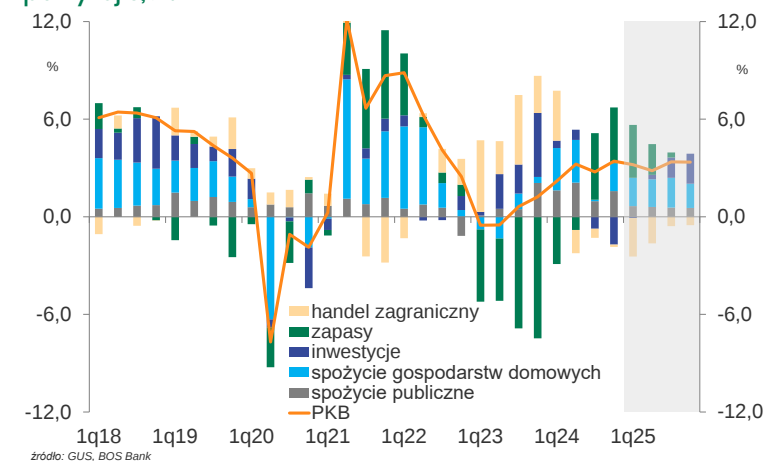




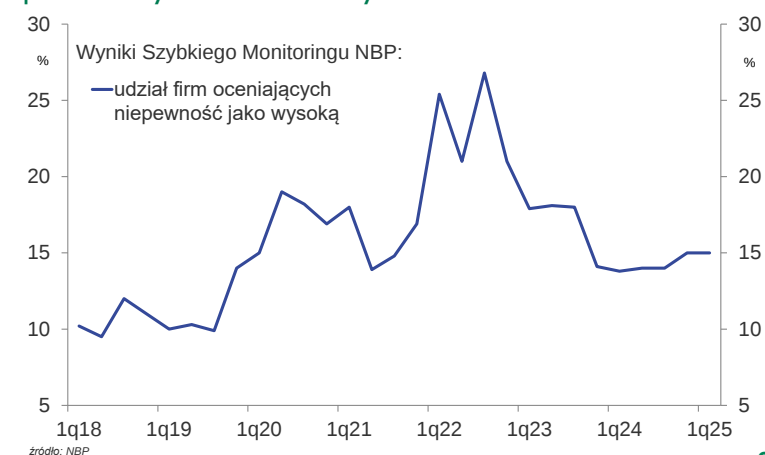
W 2025 r. prognozujemy wzrost PKB o 3,2% r/r wobec 2,9% w 2024 r.

- W 2025 r. oczekujemy lekkiego przyspieszenia wzrostu gospodarczego do 3,2% z 2,9% w 2024 r. Prognozujemy, że w I połowie roku dynamika PKB będzie oscylować w okolicach 3,0% r/r, a w II połowie roku przyspieszy do 3,3% r/r.
- W II połowie roku oczekujemy silniejszego odbicia inwestycji po ich wyraźnym spowolnieniu w 2024 r. W trakcie roku oczekujemy stabilnego wzrostu spożycia gospodarstw domowych w tempie ok. 3,0%. r/r. W 2025 r. oczekujemy wyraźnie niższej kontrybucji spożycia publicznego po jej silnym wzroście w 2024 r.
- Kluczowym założeniem tego scenariusza pozostaje sytuacja gospodarki światowej i bardzo stopniowe ożywienie eksportu i poprawy sytuacji w przemyśle.
- Na podstawie dotychczasowej polityki handlowej USA, a przede wszystkim z powodu utrzymującej się niepewności, obniżyliśmy założenia dot. wzrostu gospodarki globalnej, co lekko obniżyło prognozę tempa wzrostu polskiego PKB w całym roku. Skalę tej korekty ograniczył natomiast nieznacznie wyższy wzrost PKB w I kw. oraz korekta w górę inwestycji w II połowie roku (głównie pod wpływem korekty w dół przez GUS inwestycji w II poł. 2024 r. i tym samym niższej bazy odniesienia), w tym inwestycji współfinansowanych ze środków UE.
- Jako pozytywny sygnał oceniamy dość stabilne wskaźniki oceny niepewności działalności przedsiębiorstw (zgodnie z wynikami ostatniego raportu NBP Szybki Monitoring), pomimo notowanego gwałtownego wzrostu niepewności w światowym handlu. Z drugiej strony, wskaźnik niepewności wśród polskich przedsiębiorstw pozostaje podwyższony, co potwierdza ostrożność w prognozach dot. rozwoju polskiej gospodarki.

W 2025 r. oczekujemy wzrostu PKB utrzymującego się powyżej 3,0%



W I kw. 2025 r. stabilne oceny niepewności krajowych firm pomimo wyzwań w światowym handlu





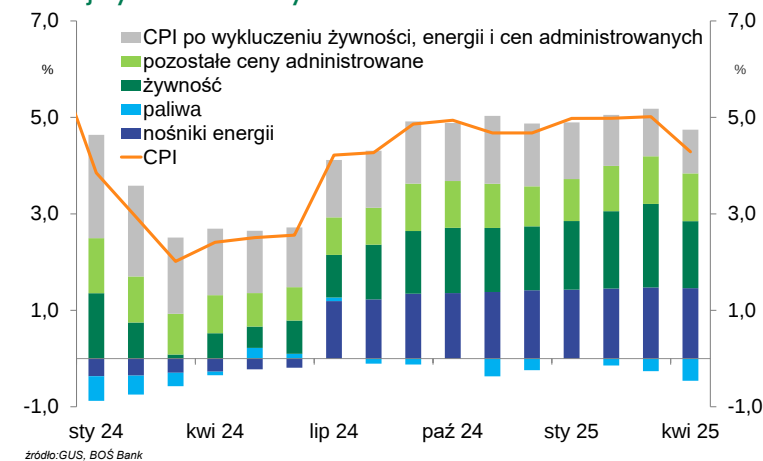
W kwietniu skokowy spadek inflacji CPI do 4,3%

- Coroczna zmiana wag poskutkowała korektą w dół inflacji CPI poniżej 5,0% na początku br. W I kw. zmienność indeksu cen jak i składowych była ograniczona. Siniej – do 4,3% r/r – obniżył się dopiero wskaźnik kwietniowy.
- Głównym powodem spadku rocznego CPI była wyższa baza odniesienia dla żywności – w kwietniu 2024 r. przywrócona została wyższa 5-procentowa stawka VAT na żywność.
- W kwietniu do 3,4% r/r obniżyła się inflacja bazowa, przy solidnym spadku cen wybranych towarów, prawdopodobnie dzięki silnej aprecjacji złotego wobec dolara w marcu i kwietniu.
- Wciąż jednak inflacja bazowa w ujęciu zmian miesięcznych rośnie nieco szybciej niż przed pandemią, na co po części wpływa wyższy wzrost cen administrowanych.
- Czynnikiem wyraźnie obniżającym CPI na początku roku są ceny paliw – efekt wyraźnego spadku cen ropy naftowej i aprecjacji kursu PLN/USD.

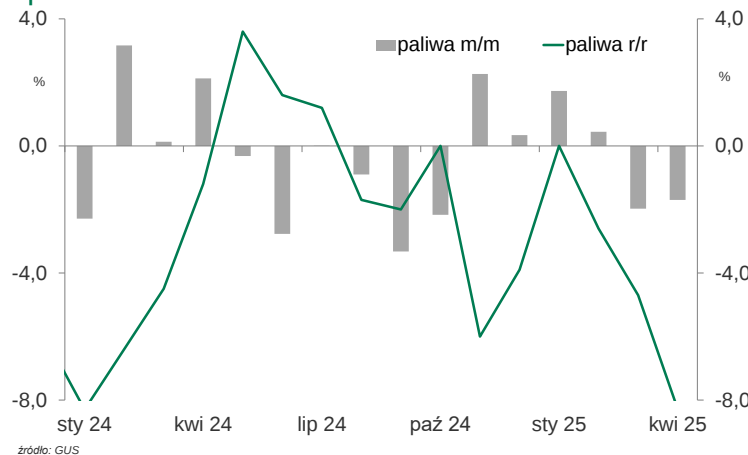
2025-05-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

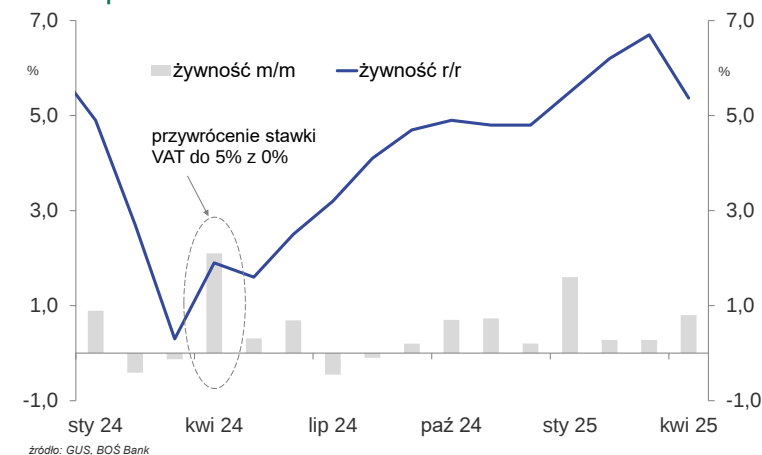
Na początku II kw. skokowy spadek inflacji, głównie dzięki niższej dynamice cen żywności...



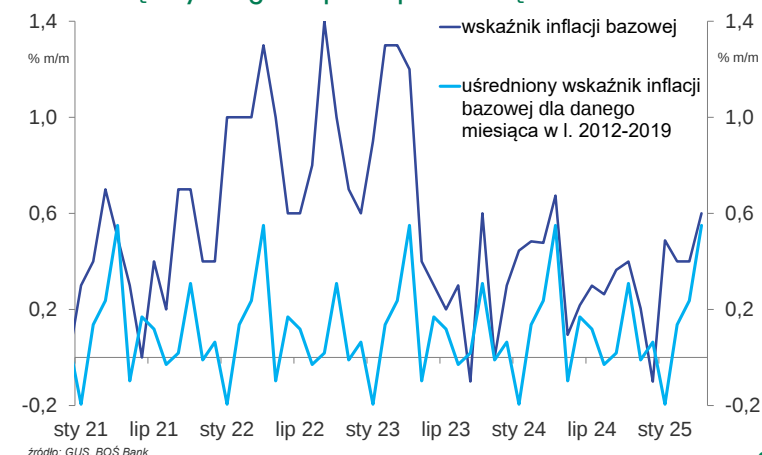
...bieżącego spadku cen paliw pogłębiających roczną spadek cen...



...z tytułu efektów bazy – przed rokiem przywrócenie 5% stawki podatku VAT...



...i wolniejszego niż przed rokiem wzrostu inflacji bazowej, choć wciąż wyższego niż przed pandemią

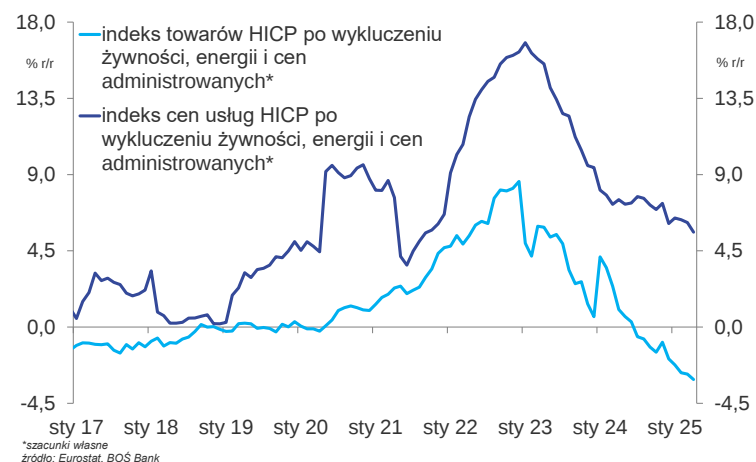




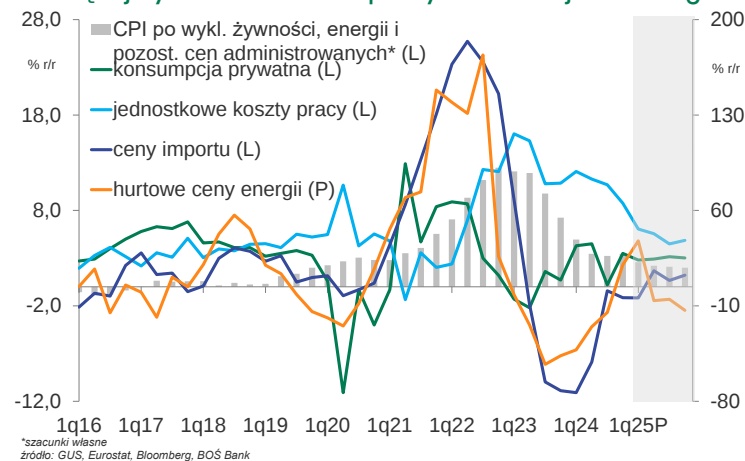
W 2025 r. stopniowe obniżenie inflacji bazowej...

- Biorąc pod uwagę wygasanie efektu spadku cen surowców i oczekiwane wyhamowanie aprecjacji złotego nie widzimy potencjału do dalszej dezinflacji cen towarów, szczególnie w sytuacji wzrostu protekcjonizmu w globalnym handlu.
- W trakcie roku oczekujemy stopniowego obniżenia inflacji bazowej, głównie dzięki ograniczeniu dynamiki kosztów pracy oraz utrzymaniu niższych kosztów energii. Oczekujemy, że w 2025 r. silniej do procesu dezinflacji będą kontrybuowały ceny usług.
- Choć efekty cykliczne będą sprzyjać stopniowemu obniżeniu inflacji, to skalę tego spadku będą ograniczać tendencje w cenach administrowanych – w tym podwyższenie akcyzy na tytoń, wzrost opłat za usługi publiczne.
- Prognozujemy, że wskaźnik CPI po wyłączeniu żywności i energii wyniesie na koniec roku ok. 3,0% r/r, wobec 4,0% r/r na koniec 2024 r., a wskaźnik wykluczający dodatkowo ceny administrowane spadnie do 2,0% r/r z 3,5% w 2024 r.

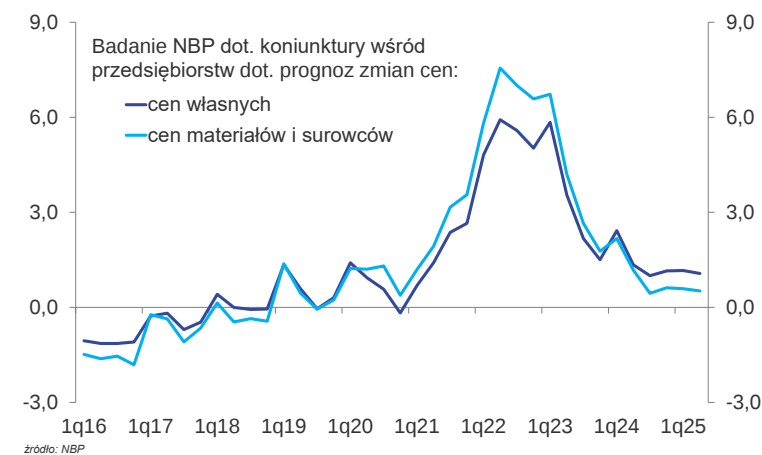
Ograniczony potencjał dalszej dezinflacji cen towarów...



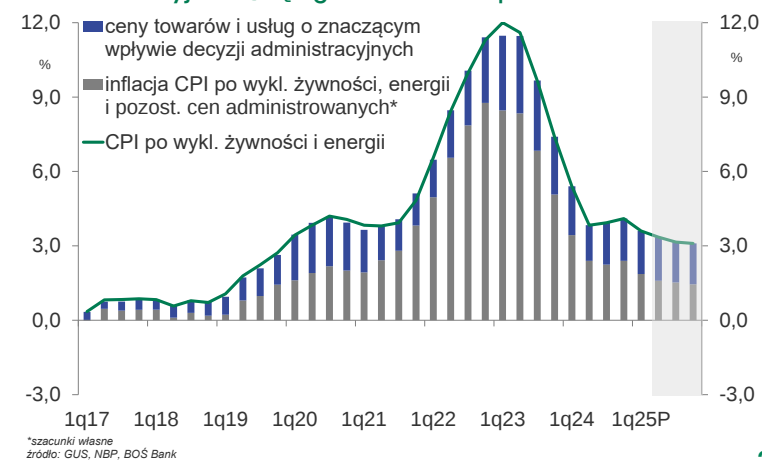
W 2025 r. oczekiwany stopniowy spadek inflacji dzięki słabnącej dynamice kosztów pracy i dezinflacji cen usług



...przy stabilizujących się prognozach cen materiałów i surowców



Efekty cykliczne pomogą obniżyć inflację bazową, decyzje administracyjne będą ograniczać ten spadek

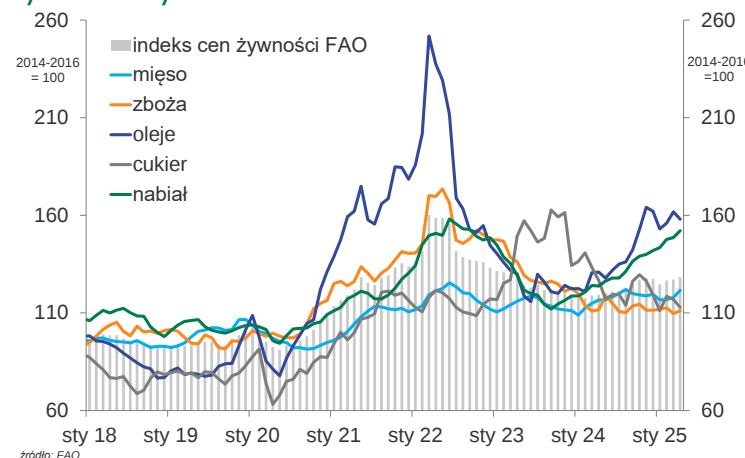




...od II kw. silniejszy spadek dynamiki cen żywności...

- Bieżące ceny surowców żywnościowych na światowych rynkach zmieniają się w ograniczonej skali. Przy jedynie minimalnym wzroście dynamiki złotych cen surowców żywnościowych oczekujemy spadku dynamiki cen żywności przetworzonej z uwagi na efekt wysokiej bazy odniesienia z tytułu podwyżki VAT w kwietniu 2024 r. oraz niższą dynamikę kosztów produkcji (energia, płace).
- Przy założeniu uniknięcia anomalii pogodowych oraz biorąc pod uwagę prognozy ośrodków analitycznych dot. dalszego obniżenia cen cytrusów i bananów w trakcie br. (po silnym wzroście w trakcie 2024 r.) oczekujemy w II poł. roku obniżenia dynamiki cen owoców po ich wyraźnym wzroście w II połowie 2024 r., który był następstwem ubiegłorocznego nieurodzaju na krajowym rynku.
- Po kwietniowym spadku rocznej dynamiki cen żywności oczekujemy dalszego jej obniżenia do 3,5% r/r pod koniec roku wobec 6,1% odnotowanych w I kw. 2025 r.

Od początku roku niewielki wzrost cen surowców żywnościowych...



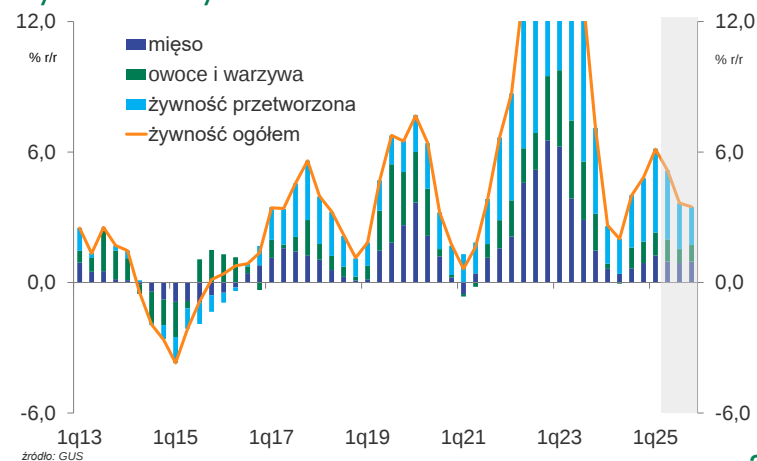
W II poł. roku oczekujemy normalizacji cen owoców i stabilnego wzrostu cen warzyw



...nie poskutkują wzrostem dynamiki cen żywności przetworzonej przy wysokiej bazie odniesienia z tytułu VAT



Od II kw. oczekiwany systematyczny spadek rocznej dynamiki cen żywności





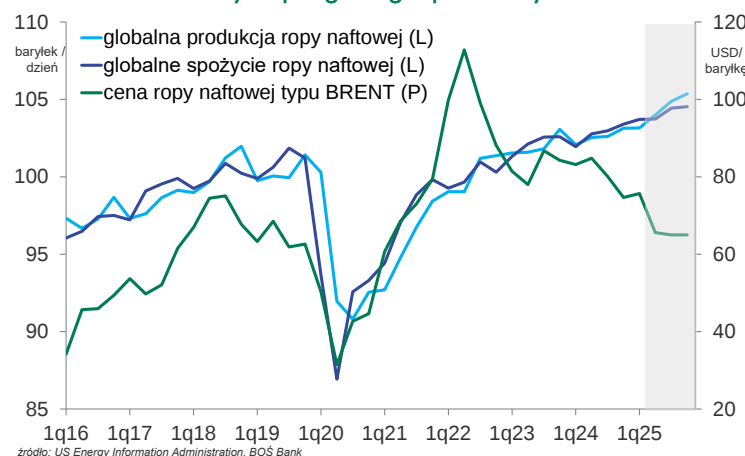
...w II połowie roku wyraźny spadek dynamiki cen energii

- Niższe prognozy globalnego wzrostu gospodarczego i korekta prognoz popytu na ropę poskutkowały korektą w dół prognozowanej ścieżki cen surowca i tym samym dynamiki cen paliw. W tym scenariuszu przez większą część roku utrzyma się roczna deflacja cen paliw.
- Silniej dezinflacyjnie od lipca będą oddziaływać ceny nośników energii (energia elektryczna) z uwagi na efekt bazy (podwyżka cen w lipcu 2024 r.). Efekt bazy będzie dla rocznej dynamiki silniejszy niż zakładane przywrócenie od lipca br. opłaty mocowej.
- Istotna, a wciąż nierozstrzygnięta pozostaje kwestia тариф za energię elektryczną od października, kiedy wygaśnie mrożenie bieżących тариф. Na podstawie dostępnych informacji i kształtowania się cen na rynku hurtowym oczekujemy niewielkiej podwyżki cen energii elektrycznej w IV kw. będzie miało ograniczony wpływ na roczną dynamikę cen nośników energii.
- Prognozujemy, że dynamika cen nośników energii w II poł. br. obniży się do nieco ponad 5,0% wobec 13,1% w I połowie roku.

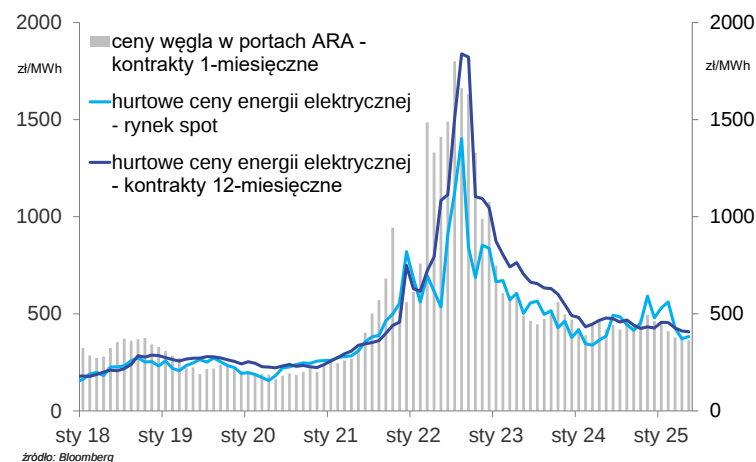
2025-05-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

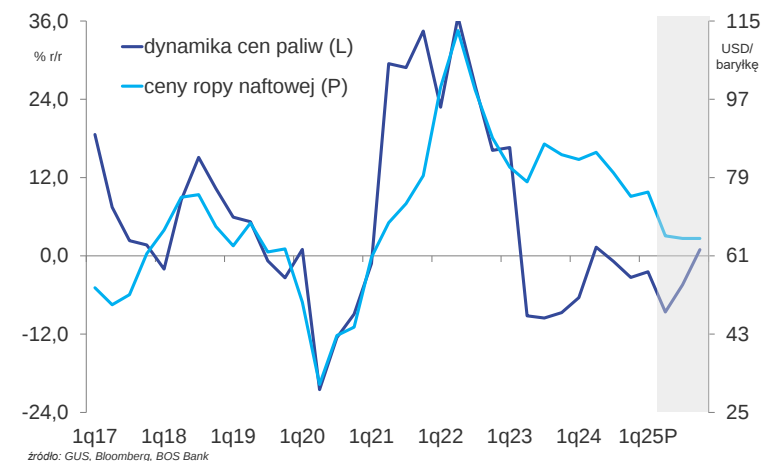
Korekty w dół prognoz popytu i cen ropy naftowej w warunkach słabszych prognoz gospodarczych...



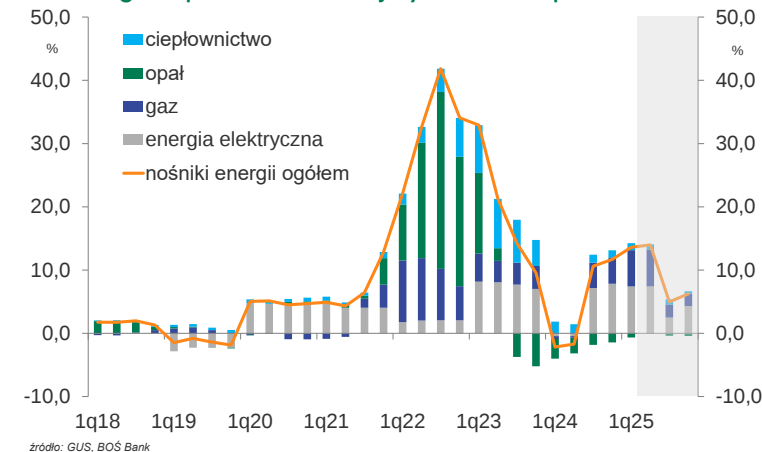
Stabilizacja niższych cen hurtowych energii elektrycznej...



...obniżą w trakcie roku ścieżkę dynamiki cen paliw



...powinna sprzyjać niższej niż przed rokiem podwyżce тариф za energię i spadkiem rocznej dynamiki w II poł. roku

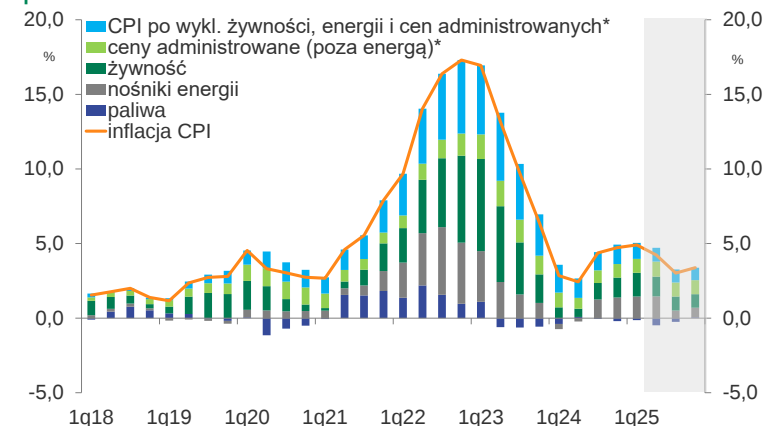




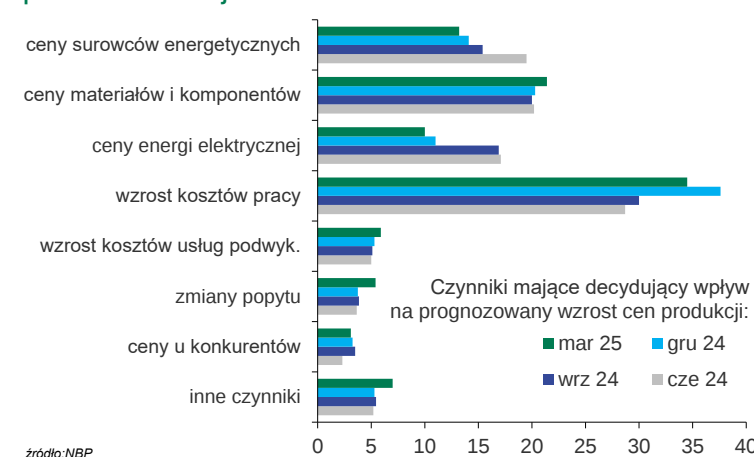
Oczekiwana niższa ścieżka cen energii powodem korekty w dół prognozy średniorocznego CPI w 2025 r. do 3,9%

- Oczekujemy, że średnioroczny wskaźnik inflacji CPI w 2025 r. wyniesie 3,9% r/r nieco powyżej poziomu z 2024 r. 3,6% r/r.
- Po minimalnym wzroście inflacji CPI w I kw. br. do 4,9%, w II kw. spadek CPI będzie efektem obniżenia dynamiki cen żywności (efekt bazy z tytułu przywrócenia przed rokiem 5-procentowej stawki podatku VAT) oraz pogłębienia deflacji cen paliw.
- W II połowie roku efekty bazy będą szczególnie silnie oddziaływać w grupie cen nośników energii. Nawet przywrócenie opłaty mocy od lipca oraz lekkie podwyżki taryf za energię elektryczną od października (wobec obecnych zamrożonych cen), będą łącznie najprawdopodobniej mniejsze niż podwyżka cen w lipcu 2024 r.
- Sama skala ewentualnej podwyżki cen energii elektrycznej od października będzie determinowała skalę wzrostu inflacji CPI w IV kw. wobec III kw. Drugim czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji pod koniec roku będzie silny spadek bazy odniesienia dla cen paliw. W bazowym scenariuszu oczekujemy jednak niewielkiego wzrostu inflacji do 3,4% z 3,1% oczekiwanych w III kw.
- W całym roku oczekujemy dalszego bardzo stopniowego trendu spadkowego inflacji bazowej, w tym inflacji bazowej po wykluczeniu cen administrowanych. Choć niższa dynamika płac będzie sprzyjać wolniejszemu tempu wzrostu cen, to wciąż pozostaje istotnym powodem podwyżek cen producentów.
- W bazowym scenariuszu oczekujemy, że w II poł roku inflacja CPI obniży się okresowo poniżej górnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu RPP poniżej 3,5% r/r i na koniec roku wyniesie 3,5% r/r.

Od II kw. spadek inflacji głównie w kategoriach żywności i paliw



Wysokie koszty pracy wciąż czynnikiem spowalniającym proces dezinflacji

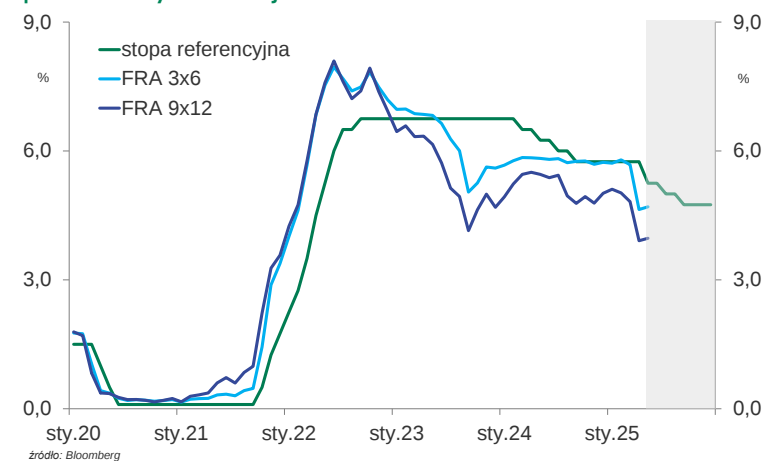




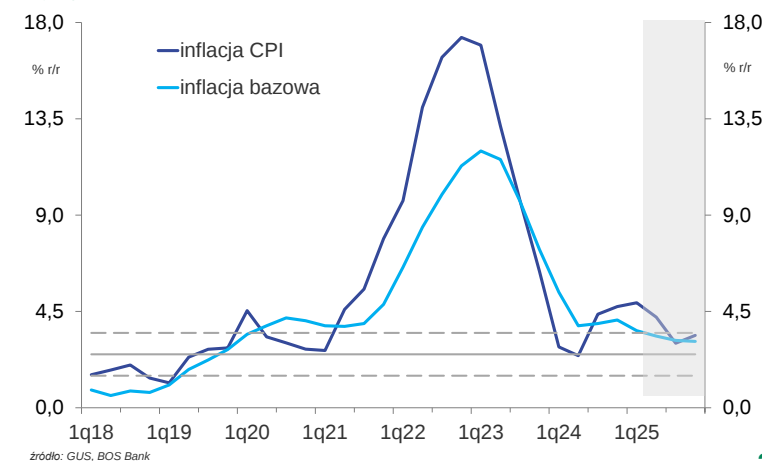
Skokowy spadek inflacji przestanką do majowego „dostosowania” stóp procentowych

- Podczas kwietniowej konferencji prasowej prezes NBP znacząco złagodził przekaz *de facto* zapowiadając obniżkę stóp procentowych. Na posiedzeniu w maju RPP obniżyła stopy procentowe o 50 pkt. baz., w tym stopę referencyjną NBP do 5,25% określając je jako „dostosowanie” stóp.
- Podczas majowej konferencji prasowej prezes NBP studził oczekiwania na dalsze szybkie i znaczące obniżki stóp, wskazał na niskie prawdopodobieństwo obniżki w czerwcu oraz opowiedział się za mniejszą skalą kolejnych obniżek stóp (25 pkt. baz.).
- Prognozę stóp procentowych w Polsce jak zawsze utrudnia nieprzewidywalna i niespójna komunikacja RPP. Znaczące złagodzenie retoryki nastąpiło raptem 3 tygodnie po bardzo jastrzębim marcowym przekazie prezesa NBP. Warto na przykład nadmienić, że jak dotąd nie została podjęta decyzja dot. cen energii w IV kw., która dotychczas była głównym powodem wcześniejszej „jastrzębiej” retoryki Rady.
- Zakładamy, że majowa obniżka stóp była reakcją na korektę w dół prognoz inflacji (ceny paliw, nieco niższa inflacja bazowa) i perspektywę spadku inflacji w II połowie roku poniżej 3,5%. Nadal uważamy, że większość RPP będzie chciała utrzymać generalnie konserwatywną politykę, stąd może wskazywać na: – utrzymującą się podwyższoną inflację bazową, dwucyfrową dynamikę płac w gospodarce narodowej w I kw. (pomimo silniejszego spadku dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw), – stabilny wzrost aktywności gospodarki. Zakładamy, że w 2025 r. RPP będzie obniżać stopy procentowe tylko w sytuacji materializującego się w krótkim okresie scenariusza spadku inflacji CPI.
- Biorąc pod uwagę powyższe oraz nasz scenariusz inflacyjny oczekujemy, że w II poł. roku RPP obniży stopy procentowe łącznie w dwóch krokach, po 25 pkt. baz. w lipcu i wrześniu. Prognozujemy, że na koniec 2025 r. stopa referencyjna NBP wyniesie 4,75%.

Nagła zmiana przekazu RPP w kwietniu i obniżka stóp procentowych w maju...



...w części pod wpływem korekty prognoz ścieżki inflacji w 2025 r.

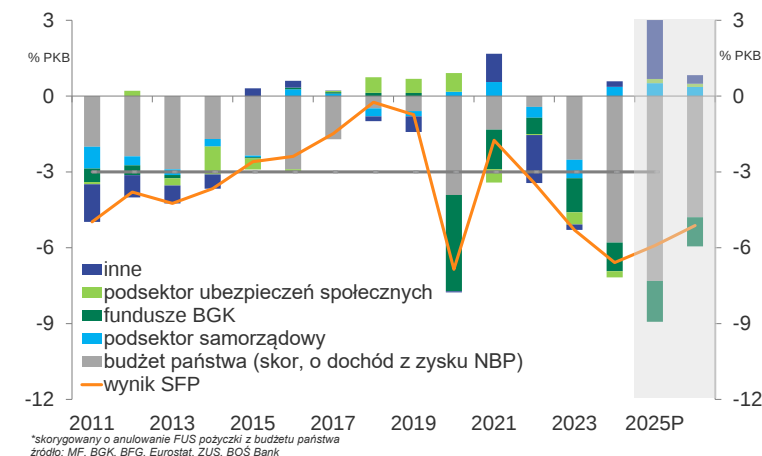




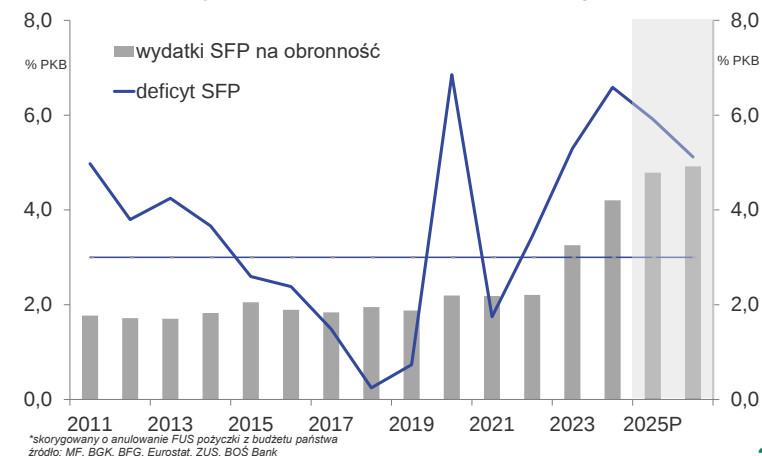
Wyższy deficyt SFP, ale "klauzula wyjścia" ograniczy restrykcje z tytułu procedury nadmiernego deficytu

- W 2024 r. deficyt SFP wzrósł do 6,6% PKB z 5,3% w 2023 r., z kolei poziom długu SFP wzrósł o 5,5 pkt. proc. do 55,3% PKB.
- Jednocześnie, bieżące informacje dot. zmian w ocenie stanu finansów publicznych na poziomie Komisji Europejskiej i coraz szersza zgoda co do konieczności podwyższenia wydatków na obronność w UE poskutkowała decyzją o uwzględnieniu w rekomendacjach KE podwyższonych wydatków krajów na obronność (tzw. "klauzula wyjścia"). Biorąc pod uwagę tę zmianę oraz skalę wzrostu wydatków na obronność w Polsce w I. 2022 – 2025, skala potencjalnych wymaganego zacieśnienia fiskalnego będzie mniejsza.
- Ten czynnik z kolei może spowalniać tempo redukcji deficytu w nadchodzących latach. Na podstawie naszych prognoz sytuacji gospodarczej oraz danych i informacji dot. planów budżetowych oczekujemy że w 2025 r. deficyt całego sektora finansów publicznych ukształtuje się jedynie minimalnie poniżej 6,0% PKB, a w 2026 r. obniży się do 5,1% PKB przy założeniu: – utrzymania wysokich wydatków na obronność rzędu 5% PKB, – utrzymania na dotychczasowym poziomie wydatków społecznych mających charakter kwotowy (np. świadczenia 800+), – niższego (niż w 2024 r.) wzrostu wynagrodzeń w sferze budżetowej, – mniejszych wydatków związanych z zamrożeniem cen energii.
- Jako wysokie oceniamy prawdopodobieństwo przekroczenia przez dług SFP (liczonego wg metodyki unijnej) poziomu 60% PKB w I. 2025 – 2026, ale jak już wielokrotnie wskazywaliśmy, obostrzenia konstytucyjne dot. limitu długu dotyczą węższej kategorii długu publicznego, który nie uwzględnia m.in. zadłużenia funduszy BGK i jest niższy od długu SFP o blisko 15% PKB.

Wolniejsze tempo ograniczania deficytu SFP w kolejnych latach...



...gdyż wydatki na uzbrojenie armii będą brane pod uwagę w rekomendacjach KE dot. dostosowań fiskalnych

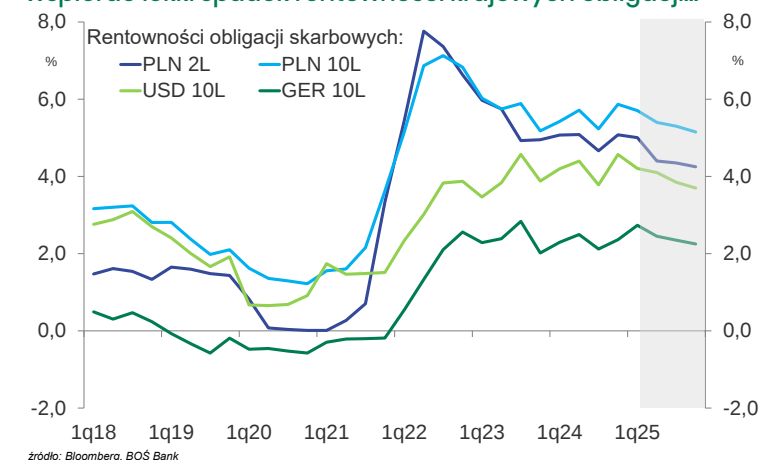




Presja na rentowności obligacji na rynkach bazowych szkodzi polskim SPW

- Presja na wzrost rentowności papierów skarbowych na rynkach bazowych podbija rentowności krajowych obligacji skarbowych, pomimo sprzyjających prognoz inflacji oraz wcześniejszemu od oczekiwań z początku roku obniżeniu stóp procentowych NBP w maju. Dodatkowo majowa „jastrzębia” obniżka stóp NBP osłabiła w krótkim okresie potencjał do obniżenia rentowności polskich obligacji z tytułu czynników krajowych.
- W II połowie roku oczekujemy obniżenia rentowności obligacji na rynku amerykańskim co w warunkach stopniowych obniżek stóp procentowych NBP powinno sprzyjać obniżeniu rentowności złotych papierów skarbowych.
- W krótkim okresie poziom niepewności dot. polityki administracji Donalda Trumpa w różnych obszarach pozostaje bardzo wysoki, co raczej będzie skutkowało utrzymującą się podwyższoną zmiennością notowań obligacji, szczególnie przy ograniczeniu oczekiwań rynkowych na szybkie i znaczące poluzowanie krajowej polityki pieniężnej.
- Wydaje się także, że coraz mocniej na globalnym rynku będzie w najbliższym czasie pojawiać się temat poziomu długu publicznego i wysokich podaży papierów skarbowych zarówno na rynkach bazowych, jak i na rynku krajowym, gdzie zakładamy wolniejsze tempo ograniczania spadku deficytu w nadchodzących latach.
- W konsekwencji w najbliższym czasie efekt wysokich podaży długu publicznego (szczególnie w warunkach potencjalnego wyraźnego zwiększenia tych podaży w Niemczech) będzie nadal ciążył notowaniom polskich papierów skarbowych.

Sytuacja na rynkach bazowych oraz polityka NBP powinny wspierać lekki spadek rentowności krajowych obligacji...



...niemniej wysoka podaż papierów skarbowych będzie ograniczała spadek rentowności



Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	6,2	4,6	-2,0	6,9	5,3	0,2	2,9	3,2
Popyt krajowy	% r/r	6,6	3,5	-2,8	8,6	4,8	-3,0	4,2	4,7
Spożycie indywidualne	% r/r	4,6	3,3	-3,4	6,2	5,0	-0,3	3,1	3,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	13,7	7,5	-3,0	1,5	1,7	12,7	-2,2	5,1
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,2	1,2	0,6	-1,2	0,6	2,6	0,2	-1,3
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	2 148	2 314	2 363	2 662	3 101	3 415	3 641	3 889
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-2,0	-0,3	2,4	-1,3	-2,2	1,8	0,2	-0,6
	mld EUR	-9,9	-1,4	12,6	-7,8	-14,9	13,5	-0,1	-5,3
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	15,7	16,3	18,2	15,9	16,2	16,7	12,6	15,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	6,1	5,4	6,0	6,4	5,4	5,2	5,1	5,1
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,6	2,2	-1,0	0,4	2,2	0,6	0,2	-0,4
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7,2	7,2	5,3	8,8	12,1	12,7	13,7	9,1
	% r/r, real.	5,4	4,7	1,9	3,6	-2,0	1,2	9,8	5,0
Inflacja CPI	% r/r, śr.	1,6	2,3	3,4	5,1	14,4	11,4	3,6	3,9
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	0,7	2,0	3,9	4,1	9,1	10,2	4,3	3,3
Depozyty ogółem	% r/r	9,1	8,2	13,8	10,9	5,7	9,6	10,0	6,5
Kredyty ogółem	% r/r	7,1	5,0	0,7	5,1	1,7	0,0	5,3	5,4
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-0,2	-0,7	-6,9	-1,7	-3,4	-5,3	-6,6	-5,9
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	48,2	45,2	56,6	53,0	48,8	49,5	55,3	57,9
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,75
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25	5,25
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,00	1,25	6,25	5,25	5,25	4,25
WIBOR 3M	%, k.o.	1,72	1,71	0,21	2,54	7,02	5,88	5,84	4,85
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,33	1,43	0,01	3,33	6,63	4,95	5,08	4,25
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,13	1,79	0,41	3,93	6,83	5,00	5,48	4,70
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	2,81	2,10	1,22	3,62	6,83	5,18	5,87	5,15
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,27	4,30
PLN/USD	PLN, k.o.	3,76	3,80	3,76	4,06	4,40	3,94	4,10	3,94
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,82	3,92	4,26	4,45	4,77	4,68	4,54	4,55
założenia zewnętrzne		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PKB – USA	% r/r	3,0	2,6	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,8	1,3
PKB – strefa euro	% r/r	1,7	1,6	-6,2	6,3	3,6	0,5	0,8	0,7
PKB – Chiny	% r/r	6,8	6,1	2,0	8,6	3,2	5,4	5,0	4,5
Inflacja CPI – USA	% r/r, śr.	2,4	1,9	1,2	4,7	8,0	4,1	3,0	2,9
Inflacja HICP – strefa euro	% r/r, śr.	1,4	1,2	0,3	2,6	8,4	5,5	2,4	1,9
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	2,50	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	4,50	3,75
SOFR ON	%, k.o.	-	-	-	-	4,30	5,38	4,49	3,60
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,70	1,92	0,91	1,51	3,88	3,88	4,57	4,00
Stopa depozytowa EBC	%, k.o.	0,00	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	4,00	3,00	2,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	2,71	2,05
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,24	-0,19	-0,58	-0,19	2,56	2,02	2,36	2,30
Stopa SNB	%, k.o.	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	1,00	1,75	0,50	0,25
SARON	%, k.o.	-	-	-	-	-0,24	1,46	1,28	0,28
USD/EUR	USD, k.o.	1,15	1,12	1,22	1,14	1,07	1,10	1,04	1,09
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	71,0	64,1	42,3	70,6	100,0	82,6	80,7	67,8

% r/r – procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. – przeciętnie w okresie

k.o. – na koniec okresu

real. – po korekcie o zmiany cen

* środki rejestrowane po stronie rachunku bieżącego (gt. WPR) oraz rachunku kapitałowego (fundusze strukturalne)

** górna granica przedziału celu Fed (szerokość przedziału 25 pkt. baz.)

źródła: prognozy BOŚ Bank, dane historyczne: NBP, GUS, Bloomberg

2025-05-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	2,2	3,2	2,8	3,4	3,2	2,8	3,4	3,5
Popyt krajowy	% r/r	1,9	4,9	4,6	5,3	6,0	4,7	4,1	4,3
Spożycie indywidualne	% r/r	4,3	4,5	0,2	3,5	2,8	2,9	3,2	3,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	3,6	3,9	-4,3	-6,9	-0,6	1,7	7,9	8,3
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0,3	-1,7	-1,8	-1,9	-2,8	-1,9	-0,7	-0,8
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	1,6	1,3	0,5	0,2	-0,3	-0,5	-0,4	-0,6
	mld EUR	4,6	0,3	-3,9	0,7	-0,1	-1,3	-2,6	-1,3
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	5,3	4,9	5,0	5,1	5,3	5,0	5,0	5,2
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,2	0,1	0,3	0,0	-0,5	-0,6	-0,4	-0,2
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	14,4	14,7	13,4	12,4	10,0	9,2	8,5	8,6
	% r/r, real.	11,2	11,9	8,6	7,3	4,9	4,7	5,3	5,0
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	2,0	2,6	4,9	4,7	4,9	4,3	3,3	3,5
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	4,6	3,6	4,3	4,0	3,6	3,5	3,3	3,0
Stopa referencyjna NBP	% k.o.	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	4,75	4,75
Stopa kredytu lombardowego NBP	% k.o.	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	5,75	5,25	5,25
Stopa depozytowa NBP	% k.o.	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	4,75	4,25	4,25
WIBOR 3M	% k.o.	5,88	5,85	5,85	5,84	5,84	5,25	4,85	4,85
Obligacje skarbowe 2L	% k.o.	5,07	5,09	4,67	5,08	5,00	4,55	4,40	4,25
Obligacje skarbowe 5L	% k.o.	5,32	5,53	4,87	5,48	5,33	5,00	4,85	4,70
Obligacje skarbowe 10L	% k.o.	5,43	5,72	5,23	5,87	5,71	5,40	5,30	5,15
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,30	4,31	4,28	4,27	4,18	4,25	4,27	4,30
PLN/USD	PLN, k.o.	3,99	4,03	3,82	4,10	3,86	3,79	3,86	3,94
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,43	4,48	4,53	4,54	4,39	4,52	4,53	4,55

założenia zewnętrzne		1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25
PKB – USA	% r/r	2,9	3,0	2,7	2,5	2,1	1,7	1,0	0,6
PKB – strefa euro	% r/r	0,5	0,5	1,0	1,2	1,2	1,0	0,5	0,3
PKB – Chiny	% r/r	5,3	4,7	4,6	5,4	5,4	4,0	4,5	4,1
Stopa funduszy federalnych Fed*	% k.o.	5,50	5,50	5,00	4,50	4,50	4,50	4,00	3,75
SOFR ON	% k.o.	5,34	5,34	4,96	4,49	4,41	4,35	3,85	3,60
Obligacje USA 10L	% k.o.	4,20	4,40	3,78	4,57	4,21	4,35	4,20	4,00
Stopa depozytowa EBC	% k.o.	4,00	3,75	3,50	3,00	2,50	2,00	2,00	2,00
EURIBOR 3M	% k.o.	-	-	-	-	-	2,05	2,05	2,05
Obligacje GER 10L	% k.o.	2,30	2,49	2,12	2,36	2,74	2,50	2,40	2,30
Stopa SNB	% k.o.	1,50	1,25	1,00	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25
SARON	% k.o.	1,67	1,43	1,20	0,85	0,41	0,22	0,25	0,25
USD/EUR	USD, k.o.	1,08	1,07	1,11	1,04	1,08	1,12	1,11	1,09
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	83,2	84,8	80,1	74,7	75,7	65,6	65,0	65,0

% r/r – procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. – przeciętnie w okresie

k.o. – na koniec okresu

real. – po korekcie o zmiany cen

* górna granica przedziału celu Fed (szerokość przedziału 25 pkt. baz.)

źródła: prognozy BOŚ Bank, dane historyczne: NBP, GUS, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.

2025-05-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne