

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

26 listopada 2025 r.



2026 r. pod znakiem przyspieszenia inwestycji

**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

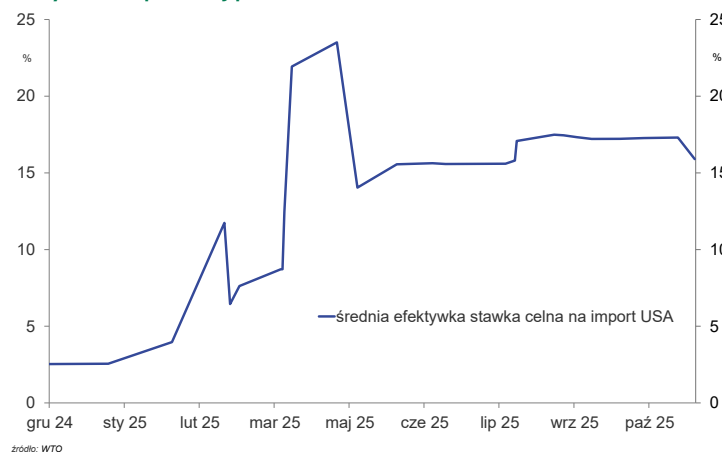
- W listopadzie USA zawarły kolejne bilateralne porozumienia handlowe, w tym z Chinami, co wsparło nastroje na rynkach finansowych. Choć dane za III kw. wskazały na lekkie osłabienie aktywności gospodarki globalnej, niemniej skala spowolnienia była mniejsza wobec oczekiwań.
- Globalna gospodarka radzi sobie nieźle z ostatnim szokiem handlowym, m.in. dzięki rozłożeniu w czasie podwyżek ceł, korzystnym warunkom finansowania dzięki niższym stopom procentowym oraz skokowemu wzrostowi wydatków inwestycyjnych w obszarze nowych technologii.
- Choć zakończenie „wojny handlowej” oraz bieżąca stabilniejsza sytuacja makroekonomiczna wspierają scenariusz jedynie łagodnego spowolnienia aktywności w gospodarce globalnej, to ryzyko dla tej prognozy utrzymuje się. Ryzyko to wynika z niepewności dot. długookresowych skutków zmian w polityce handlowej USA, kształtowania się popytu konsumpcyjnego wobec obniżającej się dynamiki dochodów gospodarstw domowych, kształtowania się wydatków technologicznych oraz sytuacji na rynkach finansowych.
- Dotychczasowy wpływ wzrostu ceł na inflację w USA był ograniczony, co przy zakładanym utrzymaniu słabszej koniunktury na rynku pracy w USA w naszej ocenie skłoni FOMC do kontynuacji obniżek stóp procentowych w 2026 r. Z drugiej strony uniknięcie scenariusza silniejszego spowolnienia aktywności w strefie euro wzmocni EBC na stanowisku stabilizacji stóp procentowych.
- Przy założeniu jedynie ograniczonego spowolnienia aktywności globalnej gospodarki w I poł. 2026 r., silniejsze zwiększenie w Polsce skali projektów współfinansowanych ze środków europejskich powinno wspierać przyspieszenie inwestycji i PKB do 3,7% r/r wobec 3,4% szacowanych na 2025 r. Przy nadal ograniczonym popycie na pracę i obniżającej się dynamice płac oczekujemy w 2026 r. lekkiego obniżenia dynamiki spożycia gospodarstw domowych.
- Niższe tempo wzrostu kosztów pracy będzie sprzyjać dalszemu stopniowemu obniżeniu inflacji bazowej. W 2026 r. oczekujemy kontynuacji obniżenia dynamiki cen żywności dzięki niższym cenom surowców żywnościowych. Spadek CPI będzie natomiast hamowany przez wzrost cen energii w związku z bardzo niską bazą odniesienia w przypadku cen paliw do środków transportu oraz przez wzrost cen nośników energii w warunkach wygasania ustawowej ochrony konsumentów wprowadzanej w okresie kryzysu energetycznego. W efekcie prognozujemy, że w 2026 r. średnioroczny wskaźnik inflacji CPI ukształtuje się poziomie 2,6% r/r wobec szacowanych na koniec bieżącego roku 2,7% r/r.
- Oczekujemy, że utrzymanie wskaźnika CPI blisko celu inflacyjnego NBP oraz dalszy stopniowy spadek inflacji bazowej skłonią RPP do kontynuacji redukcji stóp procentowych w trakcie przyszłego roku do poziomu 3,50% dla stopy referencyjnej NBP.



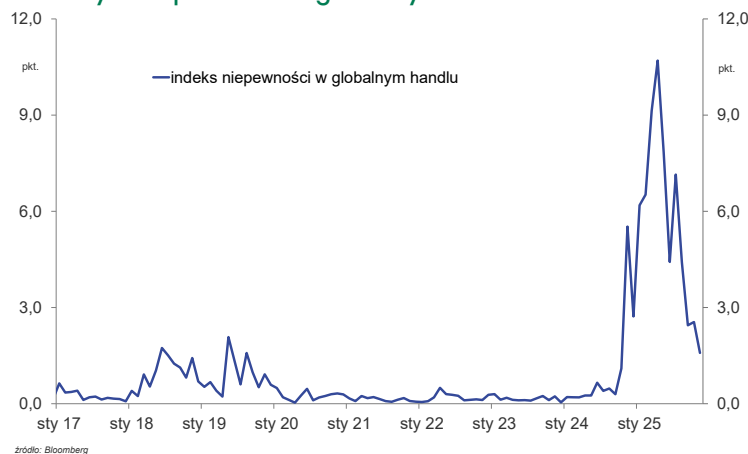
Spadek niepewności w światowym handlu...

- Po zawarciu w III kw. szeregu bilateralnych umów handlowych, w IV kw. USA sfinalizowały kolejne porozumienia, z których najistotniejsze to porozumienie z Chinami i Szwajcarią. Ostatecznie niższe stawki celne (w porównaniu do propozycji kwietniowych) i spadek ryzyka wprowadzenia kolejnych ceł sektorowych (motoryzacja, farmaceutyki) uspokoiły nastroje w globalnym handlu.
- Z drugiej strony poziom niepewności w globalnym handlu utrzymuje się na podwyższonym poziomie – w okolicach notowanych w I. 2018 – 2019 (zaostření polityki handlowej przez USA podczas I kadencji Donalda Trumpa), a obowiązujące obecnie stawki celne są zdecydowanie wyższe wobec tych z 2024 r.
- Pomimo gwałtownego wzrostu ceł w relacjach między USA a resztą świata, skala spowolnienia gospodarki globalnej, w tym amerykańskiej, dotychczas pozostała ograniczona. W IV kw. nastroje w globalnym przemyśle nawet lekko poprawiły się.

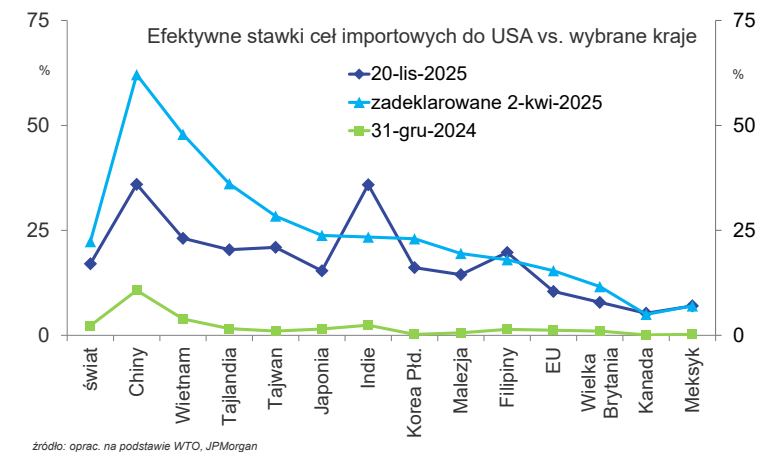
Efektywna stawka ceł importowych do USA ostatecznie wyraźnie poniżej poziomu z kwietnia 2025 r...



Finalizowanie umów handlowych w II poł. roku wyraźnie obniżyło niepewność w globalnym handlu...

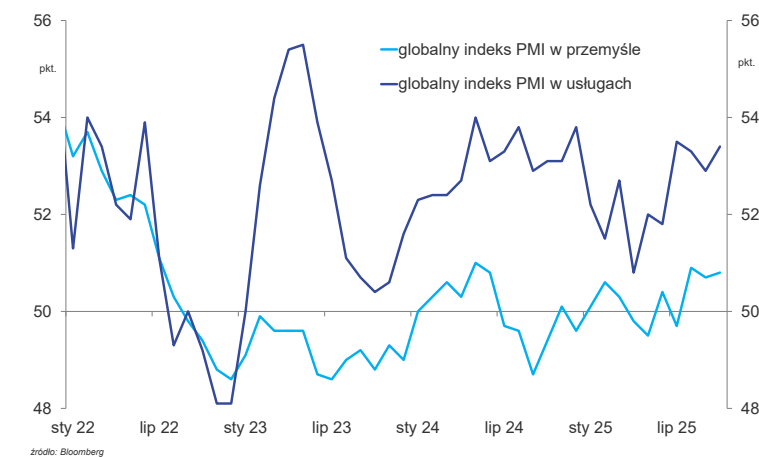


...szczególnie dla krajów azjatyckich



źródło: oprac. na podstawie WTO, JPMorgan

...i wsparło globalne nastroje przedsiębiorstw



źródło: Bloomberg



...i stabilizacja w globalnym przemyśle

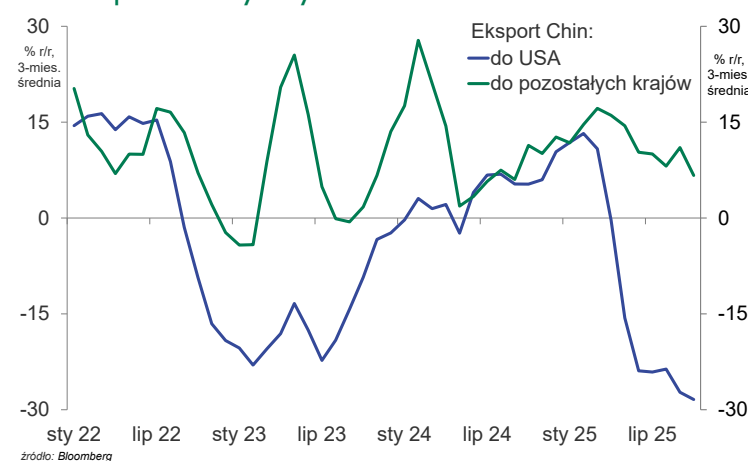
- Po wysokiej zmienności aktywności w globalnym handlu w I poł. roku (wyprzedzający podniesienie ceł wzrost popytu na import w USA i jego późniejszy silny spadek) w II poł. roku aktywność pozostała osłabiona. Niemniej skala osłabienia globalnej wymiany handlowej okazała się ograniczona.
- Choć subindeks zamówień w globalnym przemyśle utrzymuje się poniżej 50 pkt., to nie pogarsza się w stosunku do poziomu z II poł. 2024 r.
- Dane dot. handlu zagranicznego istotnych globalnych eksporterów (Chiny, Niemcy) potwierdzają silne obniżenie eksportu do USA, jednak także na częściowo kompensujące efekty eksportu do innych regionów. W przypadku Chin szczególnie w I poł. br. pomógł eksport w motoryzacji i eksport poddostawczy do krajów azjatyckich, w Niemczech (choć w mniejszej skali) ożywienie popytu (głównie inwestycyjnego) w strefie euro.

Po zmienności I poł. roku, w III kw. wskaźniki aktywności w globalnym handlu są tylko nieco stabilniejsze...



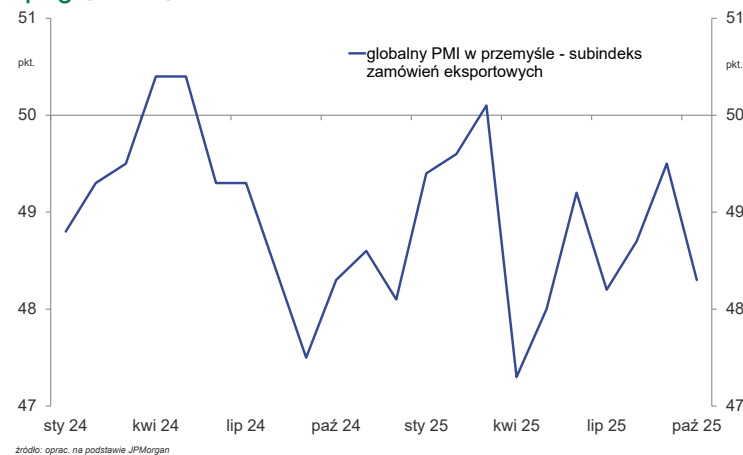
źródło: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Silny spadek chińskiego eksportu do USA częściowo rekompensowany innymi kierunkami...



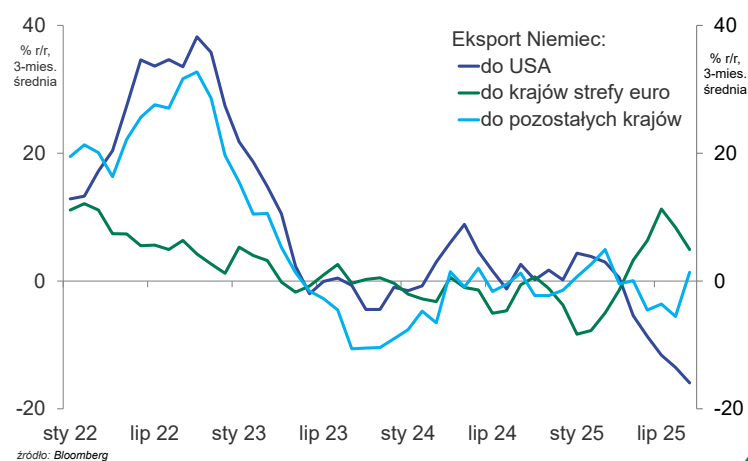
źródło: Bloomberg

...trwa dekonjunktura w globalnym przemyśle, ale nie pogłębia się



źródło: oprac. na podstawie JPMorgan

...podobnie w przypadku Niemiec, choć w mniejszej skali



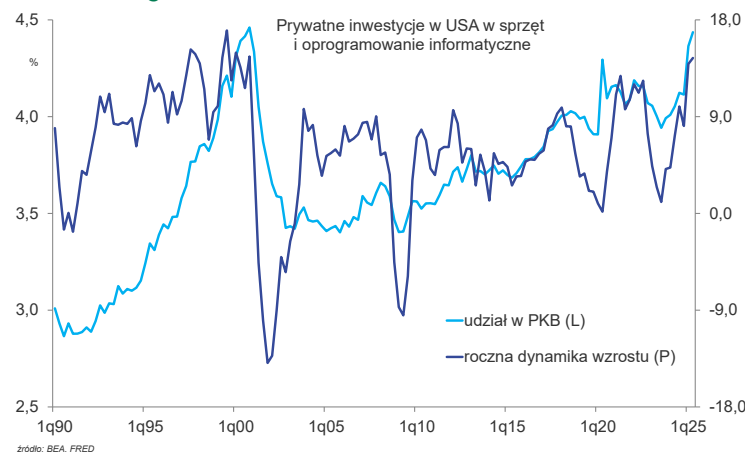
źródło: Bloomberg



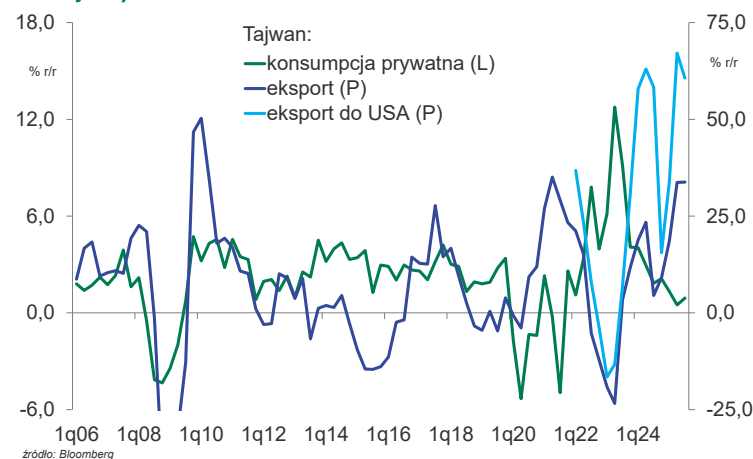
Wydatki technologiczne czynnikiem wspierającym aktywność gospodarki amerykańskiej i globalnej

- Istotnym czynnikiem stabilizującym aktywność gospodarki globalnej jest gwałtowny wzrost wydatków inwestycyjnych i obrotów handlowych w obszarze zaawansowanych technologii (rozwój AI). Świadczy o tym skala wydatków inwestycyjnych w USA i wzrost eksportu z Azji, m.in. z Tajwanu – jednego z głównych eksporterów w tym sektorze.
- Dodatkowo wsparciem aktywności mogło być utrzymanie korzystnych warunków finansowania, po części efektu rozluźnienia polityki monetarnej, pomimo wzrostu globalnej premii za ryzyko.
- Widzimy argumenty za utrzymaniem wzrostu inwestycji, niemniej utrzymanie dotychczasowego tempa wzrostu wydaje się mało prawdopodobne, a przy tak silnych wzrostach ryzyko korekty jest podwyższone.
- Na razie te inwestycje w nowe technologie w ograniczonym stopniu poprawiły wydajność pracy.

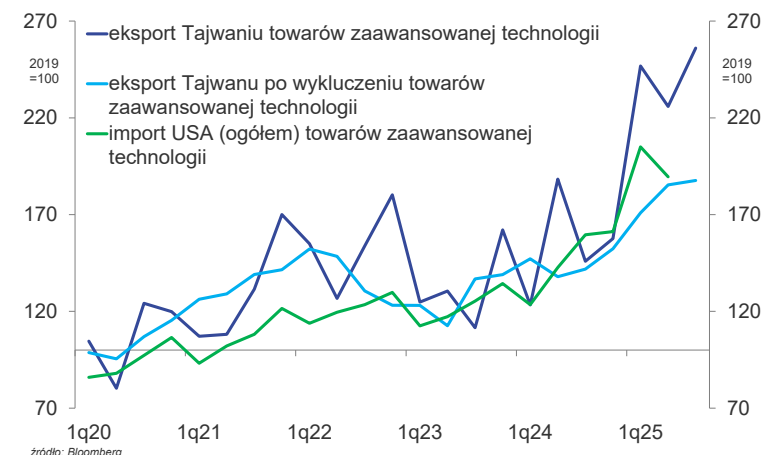
W USA silny wzrost inwestycji, szczególnie w zakresie technologii...



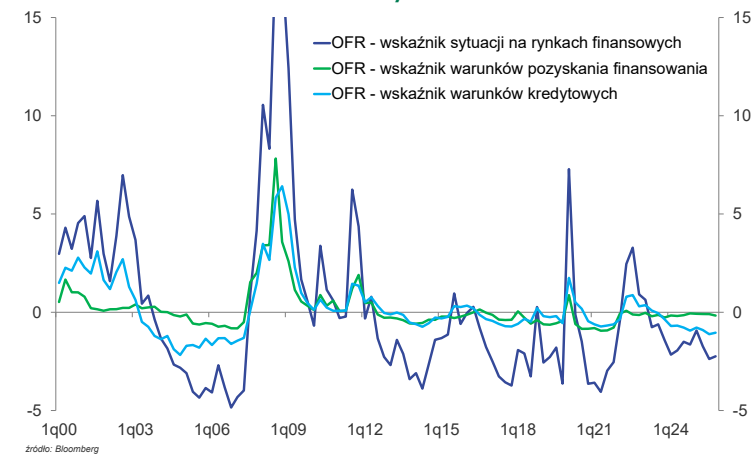
...w ograniczonym stopniu przełożyło się na ich popyt krajowy



...co silnie wsparło eksport gospodarek azjatyckich...



Pomimo wzrostu globalnej awersji do ryzyka utrzymujące się w trakcie 2025 r. niskie koszty finansowania





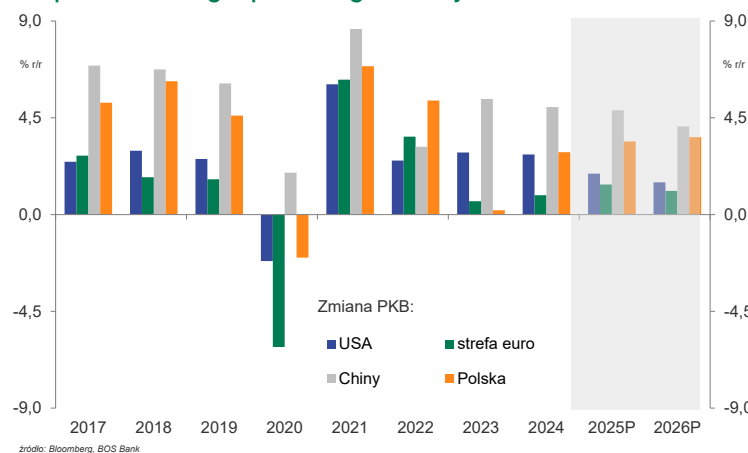
Materializuje się scenariusz łagodnego globalnego spowolnienia aktywności

- Biorąc pod uwagę dotychczasową odporność globalnego przemysłu na ostatni szok handlowy i stymulujące efekty: – wysokich inwestycji technologicznych, luzowania polityki monetarnej, – dalszego luzowania polityki fiskalnej w Europie, – wzrostu wydatków militarnych, prognozy dla gospodarki globalnej są umiarkowanie optymistyczne.
- W dalszym ciągu jednak oczekujemy lekkiego spowolnienia aktywności biorąc pod uwagę: – założenie długookresowych dostosowań po ostatnim szoku handlowym, – spowolnienie aktywności w Chinach, – jedynie stopniowe luzowanie polityki fiskalnej w Niemczech, – wolniejszy wzrost wydatków technologicznych.
- Istotne czynniki ryzyka – poza skutkami długookresowymi szoku handlowego i technologicznego cyklu inwestycyjnego – to: – skala spowolnienia rynku pracy w USA (w tym w zakresie wpływu AI) oraz wyniki konsumpcji prywatnej w USA i strefie euro przy słabszym zatrudnieniu i niższym wzroście płac, – wysoki poziom długu publicznego.

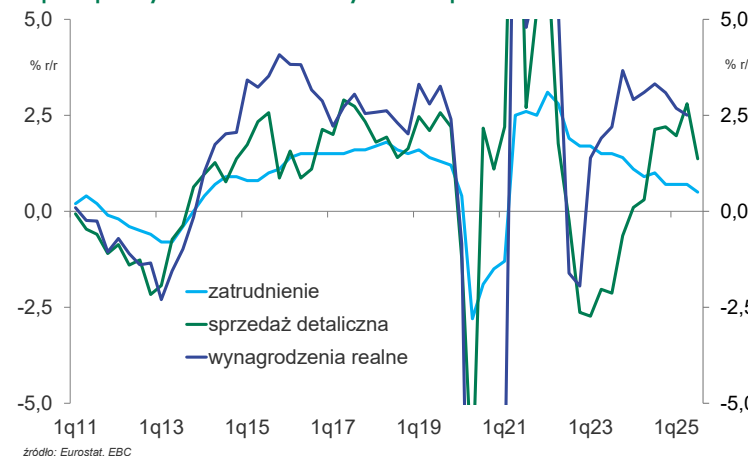
2025-11-26

Klauzula poufności: BOŚ jawne

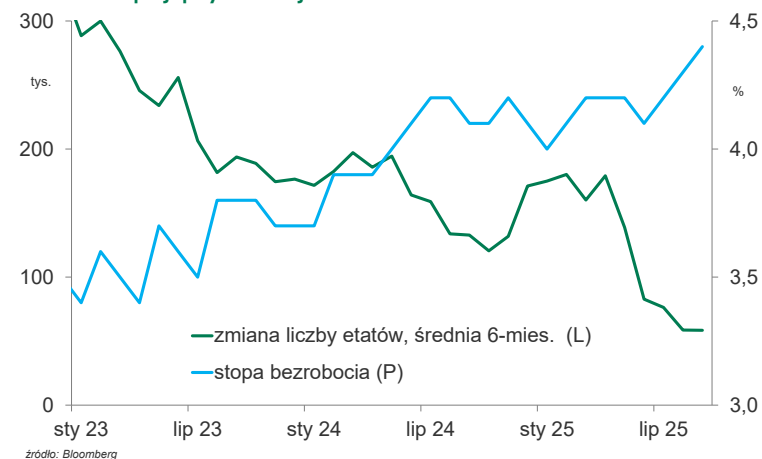
W I. 2025 – 2026 r. oczekiwane jedynie łagodne spowolnienie gospodarki globalnej...



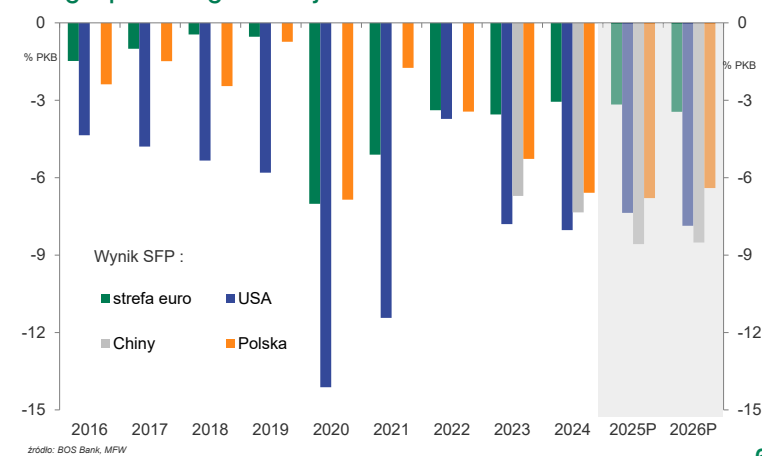
...oraz wyzwania dla konsumentów strefy euro przy perspektywie obniżenia dynamiki płac



...czynnikiem ryzyka skala spowolnienia rynku pracy i konsumpcji prywatnej w USA...



Niezmienne wysoki dług publiczny istotnym wyzwaniem dla gospodarki globalnej

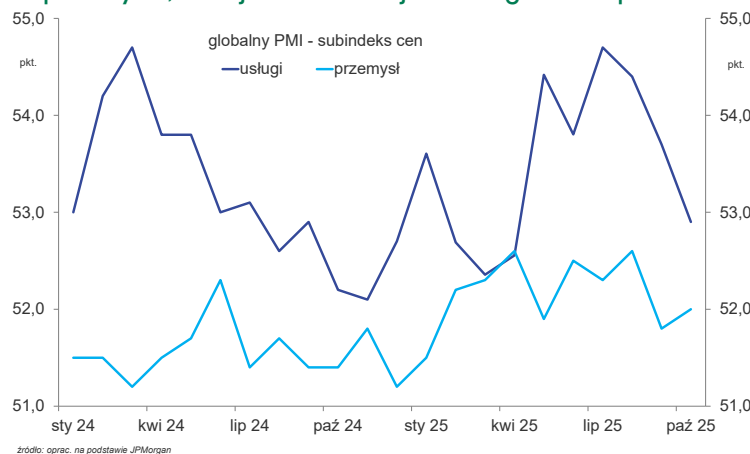




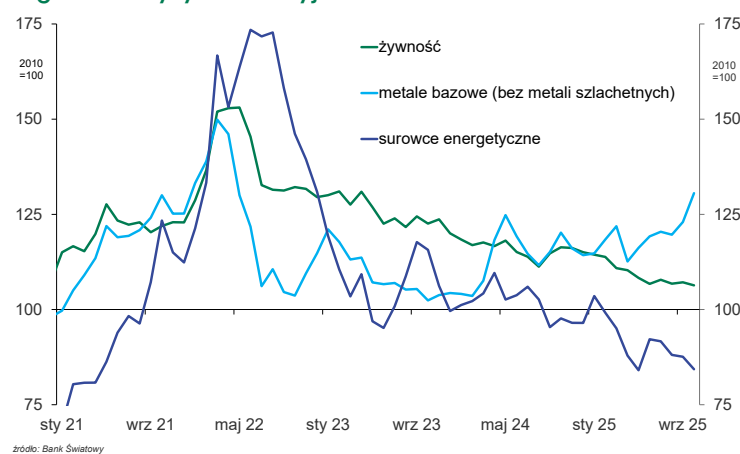
Widoczny, choć nadal ograniczony wpływ wyższych ceł na inflację

- Zgodnie z oczekiwaniami wzrost ceł w ograniczonym stopniu podbił inflację, przy lekkim wzroście subindeksu cen produkcji PMI w przemyśle i w głównej mierze wyższym wzroście cen towarów w USA (wg danych CPI).
- Silniejszy wzrost cen towarów był hamowany przez nadal obniżające się ceny surowców, głównie energetycznych.
- Procesy dezinflacyjne hamował natomiast jedynie stopniowy spadek dynamiki cen usług w warunkach wydłużającego się procesu wygasania wpływu wcześniejszego silnego wzrostu kosztów pracy w krajach rozwiniętych. W 2026 r. oczekiwany dalszy spadek dynamiki wynagrodzeń powinien wspierać kontynuację procesu dezinflacji, na co wskazuje silniejsze obniżenie w II poł. globalnego subindeksu cen w usługach.
- Choć wpływ wzrostu ceł w USA będzie rozłożony w czasie, to zakładamy, że będzie miał charakter okresowy, co łącznie pozwoli na dalsze rozluźnienie polityki pieniężnej Fed.

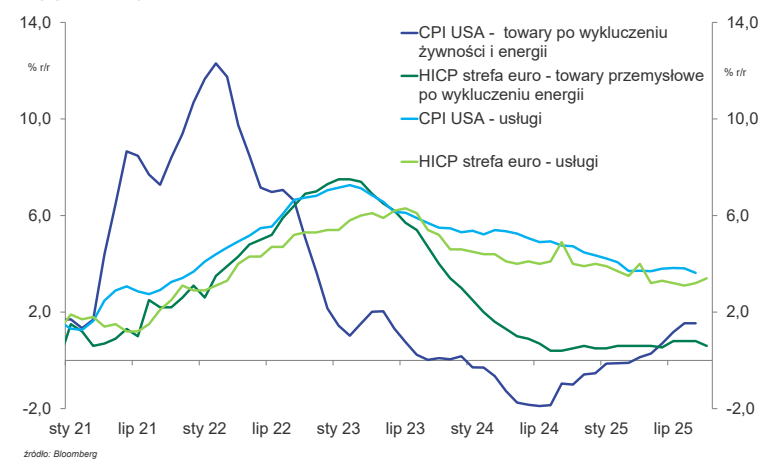
Umiarkowany wzrost presji cenowej w globalnym przemyśle, silniejsza dezinflacja w usługach w II poł. br...



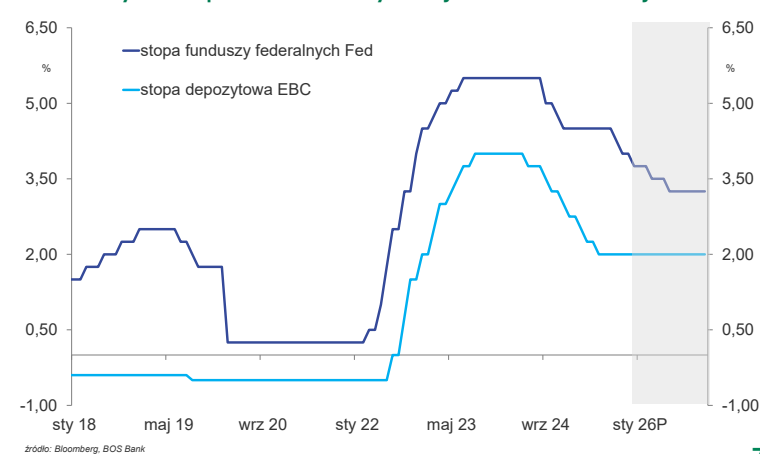
Stabilna sytuacja na rynku surowców żywnościowych ogranicza ryzyka inflacyjne



...powinny wspierać dalsze stopniowe obniżenie inflacji w USA i EMU



Stopniowe obniżenie inflacji umożliwi bankom centralnym skupienie się na sytuacji w sferze realnej

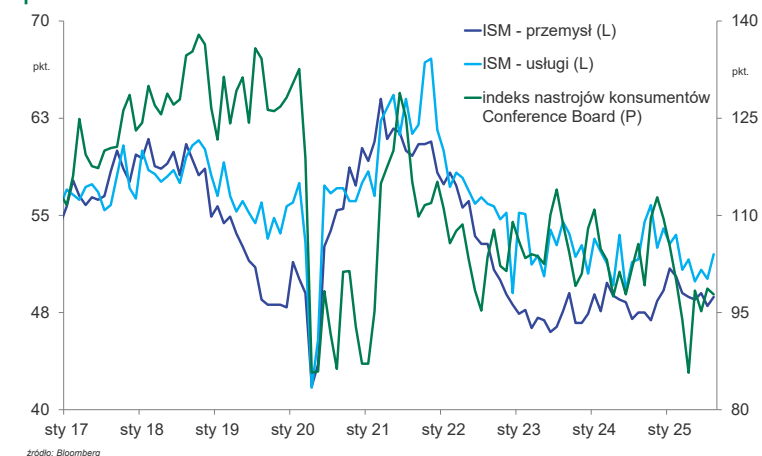




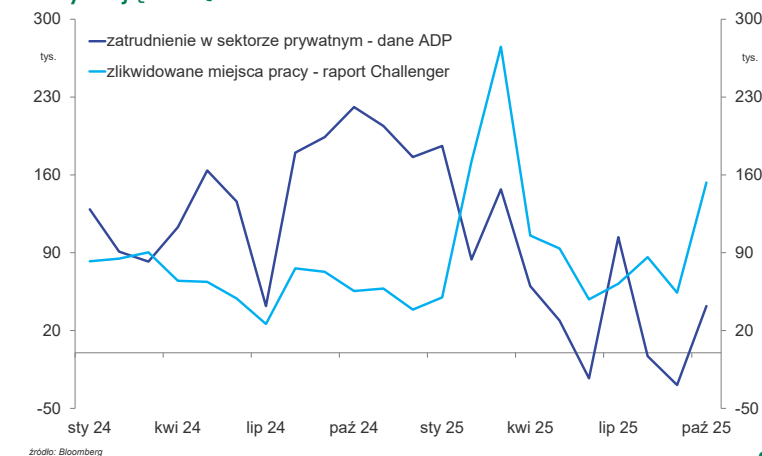
Brak danych nt. gospodarki USA z powodu shutdownu podwyższa ryzyko dla prognozy grudniowej decyzji Fed

- Najdłuższy w historii ponad 40-dniowy shutdown administracji USA poskutkował przesunięciem w czasie publikacji wielu bardzo istotnych danych makroekonomicznych publikowanych przez urzędy centralne. Z dostępnych dotychczas danych za IV kw. można wskazać z jednej strony na nieźle dane dot. wskaźników koniunktury uspokajające w kwestii perspektyw wzrostu gospodarczego, z drugiej strony na wciąż słabe, a według tygodniowych danych firmy ADP – pogarszającą się pod koniec października – sytuację na rynku pracy. Z drugiej strony tygodniowe dane dot. liczby bezrobotnych na poziomie stanowym nie wskazują na wzrost bezrobocia.
- Za ten okres nie ma natomiast dostępnych tzw. twardych danych dot. sytuacji w sferze realnej oraz oficjalnych danych z rynku pracy.
- Brak precyzyjnych informacji dot. sytuacji gospodarczej jest jednym z powodów wstrzemięźliwości niektórych członków FOMC wobec dalszego luzowania polityki pieniężnej w najbliższym czasie. Podczas konferencji prasowej po październikowej obniżce stóp prezes Powell z dużą rezerwą wypowiadał się co do kolejnych obniżek stóp.
- Biorąc pod uwagę dostępne dane oraz założenia dalszego schłodzenia koniunktury na rynku pracy i stopniowego spowolnienia aktywności podtrzymujemy naszą dotychczasową prognozę grudniowej obniżki stóp Fed, choć ryzyko jej przesunięcia na początek roku jest spore, szczególnie, że miesięczne dane dot. sytuacji na rynku pracy za październik i listopad zostaną opublikowane już po grudniowym posiedzeniu FOMC.
- Zakładane przez nas lekkie spowolnienie PKB w USA w 2026 r. (do 1,5% r/r wobec szacowanych 1,9% na 2025 r.), lekki wzrost bezrobocia i perspektywa spadku inflacji w II poł. roku, będą w naszej ocenie argumentami za kontynuacją redukcji stóp procentowych Fed w 2026 r. o kolejne 50 pkt. baz. do przedziału 3,00% – 3,25% dla stopy funduszy federalnych.

Korzystne wskaźniki koniunktury gospodarczej na przełomie III i IV kw..



...dostępne dane z rynku pracy USA wskazują na utrzymujące się słabsze zatrudnienie w IV kw.





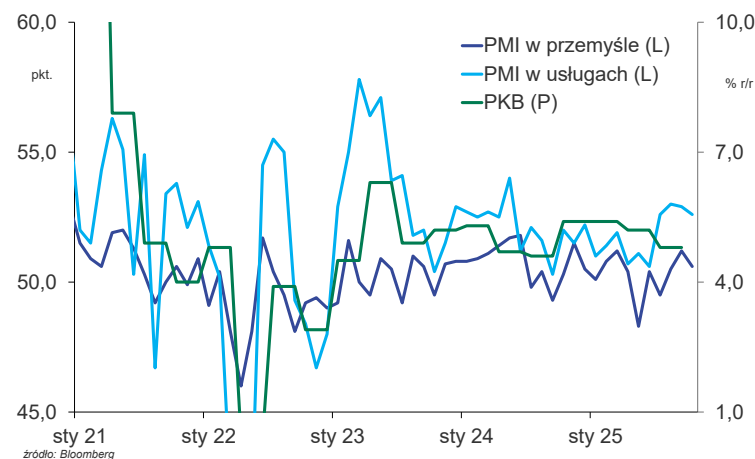
Wyraźnie gorszy obraz sytuacji gospodarczej w Chinach...

- Choć na początku roku aktywność w Chinach lekko zaskoczyła *in plus*, to w trakcie roku dynamika PKB systematycznie obniżała się do 4,8 r/r w III kw.
- Co więcej w październiku nastąpiło wyraźne pogorszenie eksportu, który dotychczas radził sobie relatywnie nieźle pomimo silnego spadku sprzedaży do USA. Może to być efektem ustępowania dotychczasowych czynników łagodzących skutki sankcji USA, czy globalnego spadku popytu na samochody (dotychczasowy silny wzrost importu samochodów z Chin m.in. do Europy).
- Czynnikiem wspierającym prognozy eksportu i aktywności w Chinach jest natomiast ostateczne zawarcie porozumienia handlowego z USA, które o 10 pkt. proc. obniżyło cła na import z Chin oraz zawiesiło ograniczenie eksportu przez Chiny metali ziem rzadkich.
- Ponadto w trakcie roku bardzo słabe wyniki notował popyt krajowy przy utrzymującej się trudnej sytuacji konsumentów oraz pogłębiającym się spadku inwestycji.

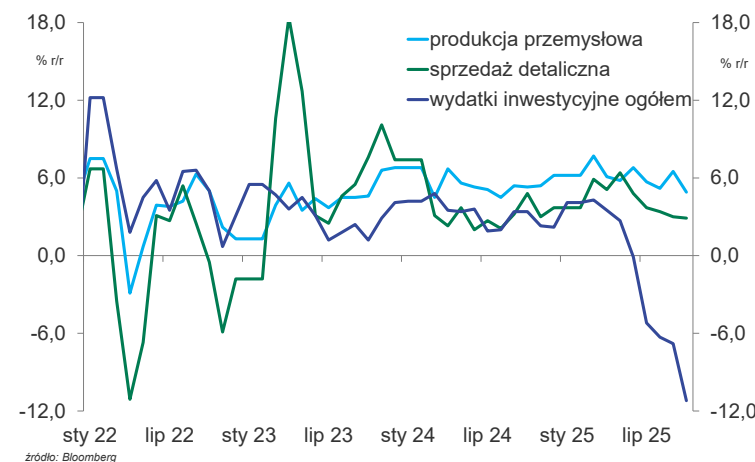
2025-11-26

Klauzula poufności: BOŚ jawne

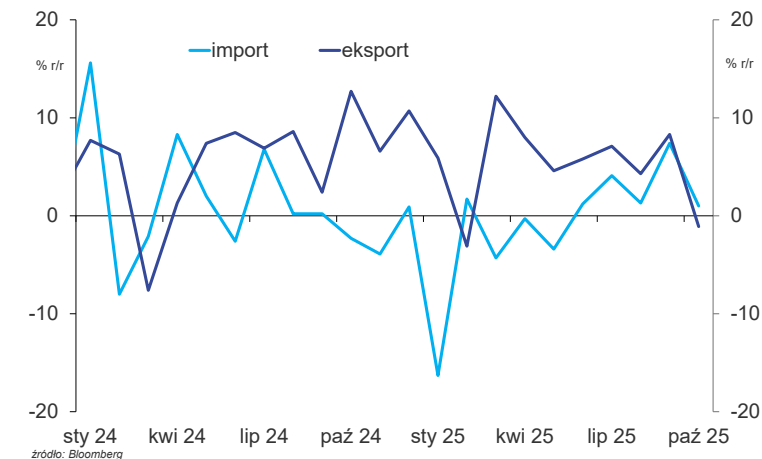
Coraz słabsze tempo wzrostu chińskiej gospodarki...



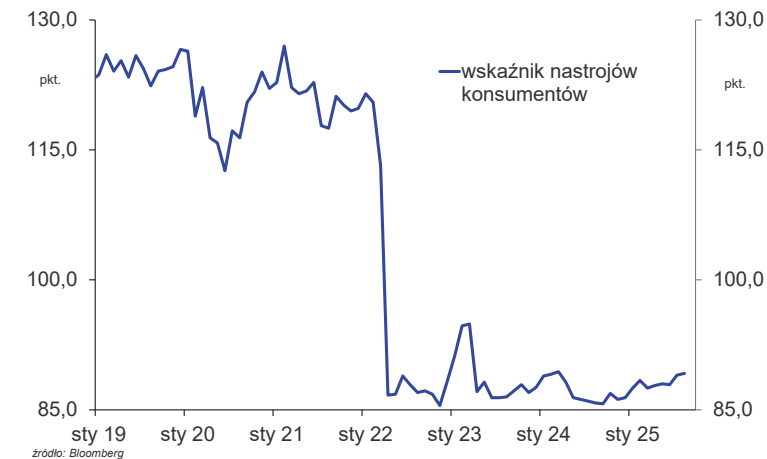
...jednocześnie wciąż bardzo słaby popyt krajowy....



...materializujące się spowolnienie eksportu w II poł. roku...



...przy utrzymującej się trudnej sytuacji konsumentów

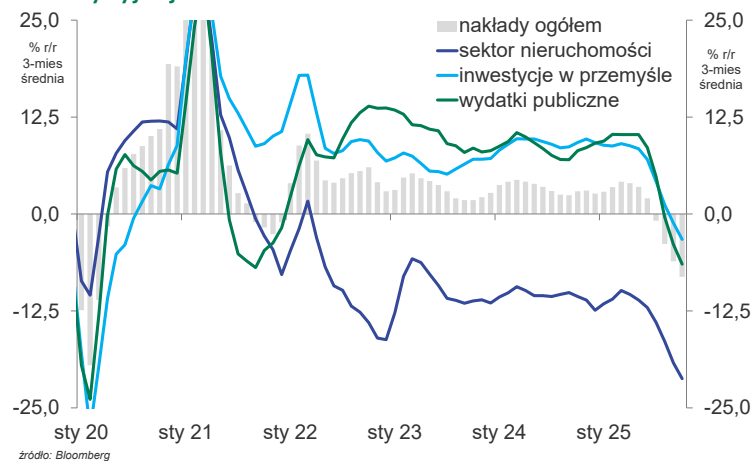




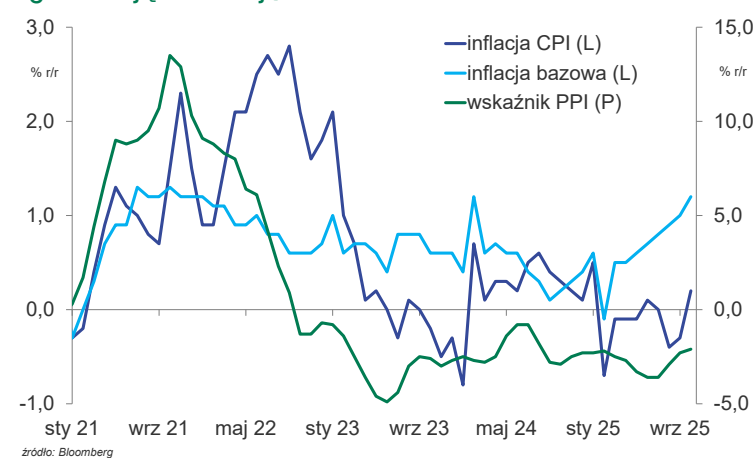
...polityka gospodarcza w Chinach pozostaje rozdarta między wyzwaniami cyklicznymi i strukturalnymi

- Na przełomie III i IV kw. spadek inwestycji miał miejsce we wszystkich głównych kategoriach. Pomimo dotychczasowych programów publicznych wciąż trudno wskazać na jakiegokolwiek sygnały stabilizowania się aktywności na rynku nieruchomości.
- Zakładamy, że w 2026 r. wzrost PKB w Chinach obniży się do ok. 4,2% r/r wobec blisko 5,0% szacowanych na 2025 r.
- Po majowej obniżce stopy rezerw obowiązkowych w dalszym ciągu widzimy potencjał dla luzowania polityki monetarnej przy niskich wskaźnikach inflacji i agregatów monetarnych.
- Z drugiej strony władze Chin *de facto* zapowiedziały ograniczenie dalszych programów stymulacji gospodarczej wskazując na wyzwania nadpodaży w chińskiej gospodarce, co obecnie staje się kluczowym wyzwaniem chińskiej gospodarki. Tym samym wsparcie polityki gospodarczej staje się coraz bardziej skomplikowane.

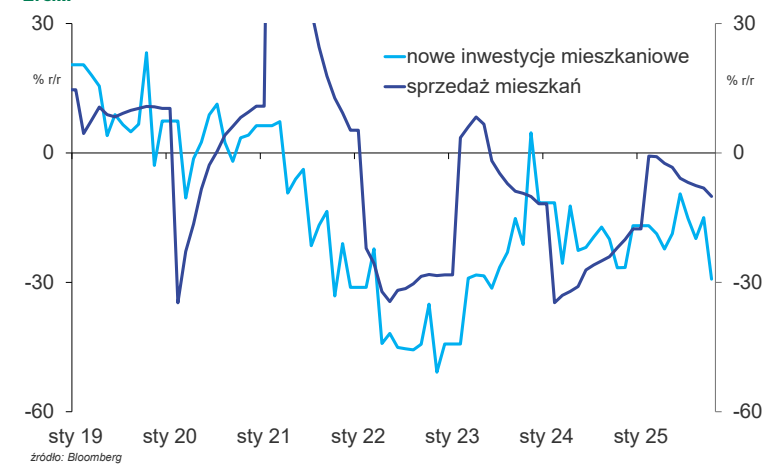
W II poł. roku znaczące osłabienie aktywności inwestycyjnej...



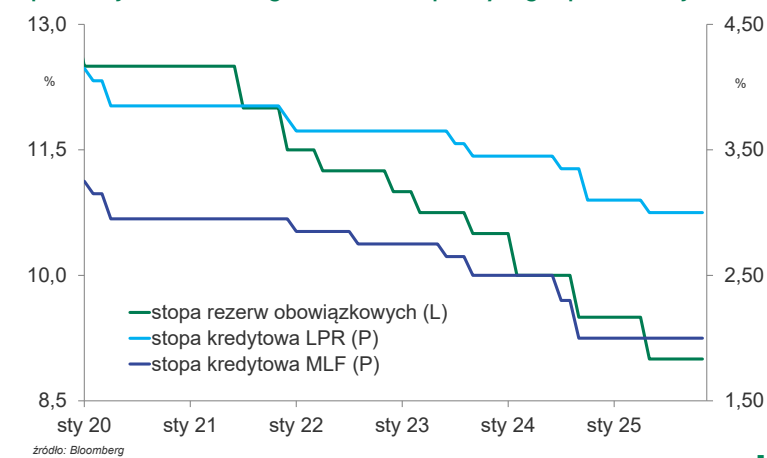
...choć coraz wyraźniejsze problemy nadpodaży ograniczające inflację...



...sytuacja na rynku nieruchomości pozostaje bardzo zła...



...niemniej strukturalny jej charakter będzie ograniczał potencjał do dalszego luzowania polityki gospodarczej





- W połowie roku wyhamowanie aktywności gospodarczej...

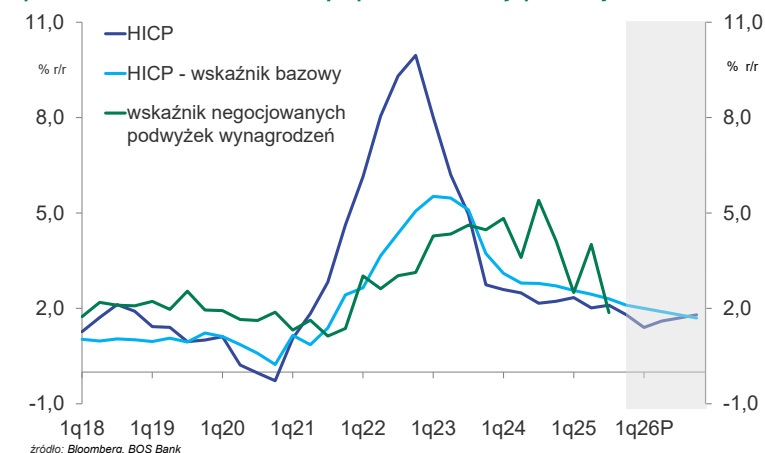




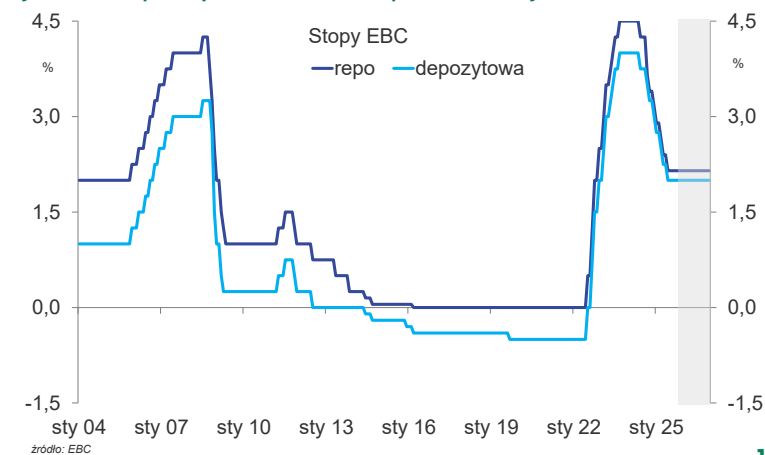
...i dotychczasowe złagodzenie polityki monetarnej EBC

- Po obniżce stóp EBC w I poł. br. tącznie o 100 pkt baz do poziomu 2,00% dla stopy depozytowej, w II poł. roku bank centralny utrzymał stabilne stopy procentowe.
- Główną przesłanką dla obniżek stóp, pomimo nienajgorszej koniunktury gospodarczej 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 potwierdzających się sygnałach obniżenia dynamiki płac, aprecjacji euro oraz spadku cen surowców.
- Publikowane w II poł. roku nieco lepsze od oczekiwań dane ze sfery realnej oraz wyhamowanie dotychczasowej dezinflacji przełożyło się na pewne zaostrenie przekazu EBC i w ostatnim okresie prezes Lagarde wielokrotnie wskazywała, że rada EBC jest obecnie „dobrze pozycjonowana” w zakresie warunków monetarnych.
- Przekaz EBC jest spójny z naszą dotychczasową prognozą. Zakładamy, że przy ograniczonej skali oraz przejściowym spowolnieniu aktywności gospodarczej w strefie euro EBC nie zdecyduje się na kolejne redukcje stóp procentowych. Sądzymy, że po gwałtownym wzroście inflacji w I. 2021 – 2023 obecnie rada będzie bardziej ostrożna w łagodzeniu polityki pieniężnej i będzie gotowa akceptować okresowy niewielki spadek inflacji poniżej celu banku centralnego, jaki zgodnie z naszymi oczekiwaniami będzie miał miejsce w trakcie 2026 r.
- Nadal bilans ryzyka dla bazowego scenariusza wskazuje na wyższe prawdopodobieństwo obniżki niż podwyżki stóp procentowych, niemniej bieżące dane ze sfery realnej obniżają ryzyko ewentualnego kolejnego cięcia stóp w perspektywie najbliższych miesięcy.

W 2025 r. wyraźny spadek dynamiki wynagrodzeń, na początku 2026 r. okresowy spadek inflacji poniżej 2,0%...



...przy stabilnych danych dot. aktywności, EBC pozostanie jednak odporny na okresowe spadki inflacji

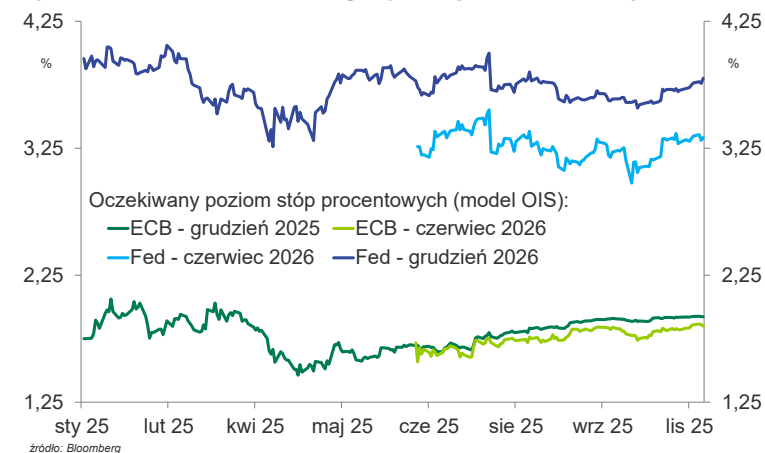




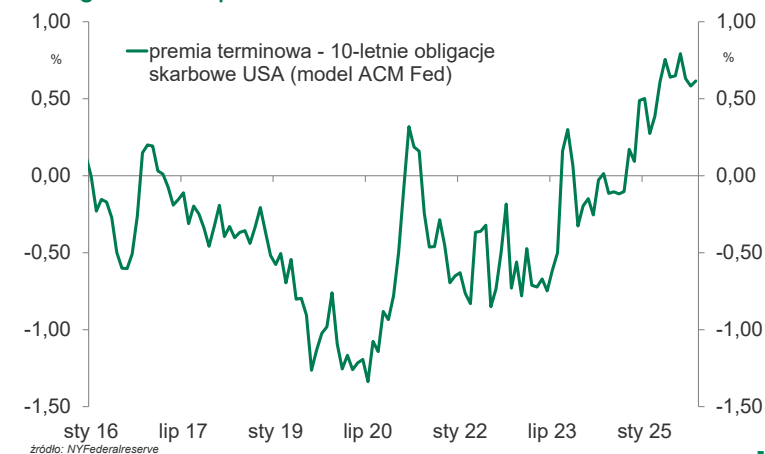
Oczekujemy dalszego osłabienia presji na obligacje skarbowe na rynkach bazowych...

- Słabsze dane z rynku pracy w II poł. roku i powrót we wrześniu Fed do cyklu luzowania polityki pieniężnej poskutkował spadkiem rentowności obligacji skarbowych w USA. Ten spadek wspierało także wyhamowanie dotychczasowego wzrostu premii terminowej przy stopniowo obniżających się ryzykach z tytułu niepewności dot. perspektyw inflacyjnych z tytułu polityki handlowej USA oraz obniżenia obaw przed usunięciem ze stanowiska prezesa Fed J. Powella.
- Powyższe zmiany przebiegały jednak bardzo stopniowo, co też skutkowało powolnym tempem spadku rentowności obligacji skarbowych (do 4,00% – 4,15% w przypadku papierów 10-letnich).
- Biorąc pod uwagę oczekiwane przez nas obniżki stóp Fed oraz zakładany scenariusz makroekonomiczny, oczekujemy dalszego, bardzo stopniowego obniżenia rentowności obligacji amerykańskich, w tym na dłuższym końcu krzywej. Zakładamy, że niepewność dot. grudniowej decyzji FOMC będzie tylko w krótkim okresie zwiększać zmienność na rynku obligacji, przy niezmiennych oczekiwaniach dot. skali obniżki stóp w perspektywie 2026 r.
- Widzimy także w dłuższym horyzoncie potencjał do dalszego ograniczenia niepewności dot. sytuacji politycznej oraz polityki pieniężnej (pewne ograniczenie presji na Fed w warunkach luzowania polityki monetarnej). Trudno jednak zakładać całkowite wyeliminowanie tych czynników, w szczególności w dalszym ciągu presję na rentowności na dłuższym końcu krzywej będzie wywierać utrzymująca się relatywnie luźna polityka fiskalna i wysokie potrzeby pożyczkowe.
- Przy zakładanej w bazowym scenariuszu stabilizacji stóp EBC i wyraźnym wzroście podaży obligacji skarbowych na rynku europejskim zakładamy mniejszą skalę obniżenia rentowności niemieckich obligacji – spadek głównie jako efekt niższych benchmarkowych stóp rynkowych, czyli rentowności obligacji w USA.

Luzowanie polityki pieniężnej Fed będzie sprzyjać lekkim spadkom rentowności obligacji na rynkach bazowych...



...sytuacja fiskalna i zmiany strukturalne będą jednak ograniczać spadek rentowności

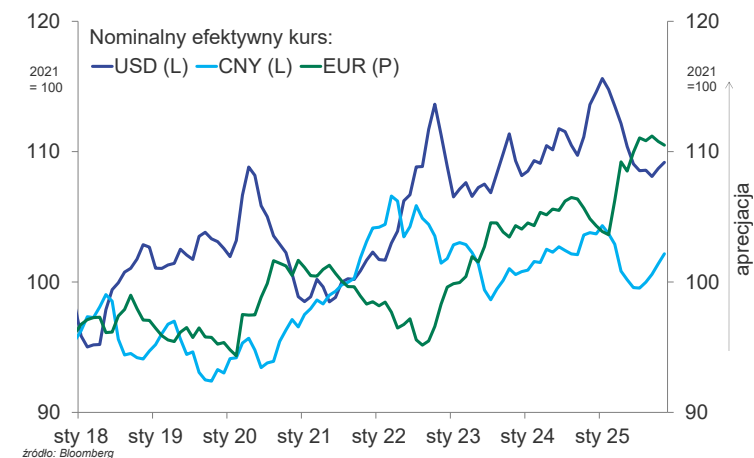




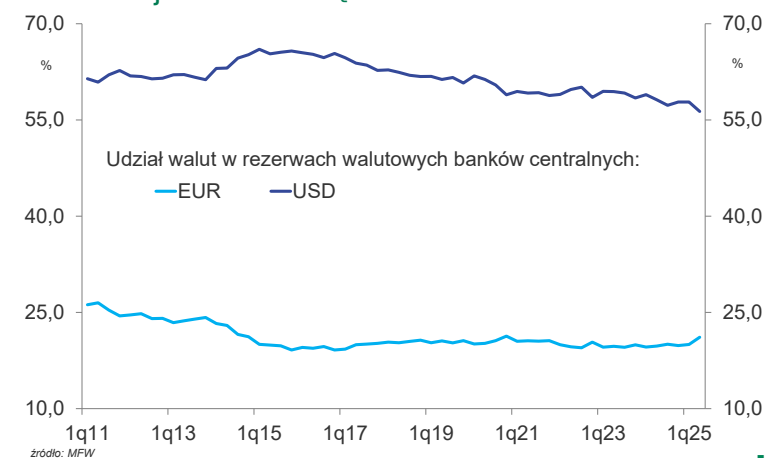
...oraz dalszego umocnienia dolara

- W ostatnich miesiącach wyhamowała deprecjacja dolara, przy: – stopniowo wygasających obawach przed recesją w USA, w warunkach wygasania ryzyka eskalacji wojny handlowej i publikacji lepszych od oczekiwań danych ze sfery realnej, – ograniczenia obaw przed ograniczeniem niezależności Fed, – ustępowania spadku zaufania do aktywów USA (ograniczenie obaw przed nieprzewidywalnością polityki gospodarczej). Z drugiej strony jedynie stopniowe ustępowanie tych obaw, dodatkowo utrzymujące się wyzwania polityki fiskalnej w USA oraz preferencja administracji USA dla słabszego dolara ograniczały skalę aprecjacji. Kurs dolara wobec euro obniżył się do ok. 1,15 USD/EUR.
- Dane dot. udziału dolara w rezerwach banków centralnych (MFW) oraz w międzynarodowych płatnościach (SWIFT) nie wskazują także jak na razie na materializowanie się istotnych strukturalnych zmian dot. statusu dolara na globalnym rynku finansowym.
- Nadal widzimy potencjał do dalszego wzmocnienia dolara w kierunku 1,10 USD/EUR w trakcie 2026 r., przy dalszym stopniowym ograniczaniu wpływu powyższych czynników. Jak już wskazywaliśmy niejednokrotnie, pomimo pogorszenia prognoz gospodarczych dla USA, w dalszym ciągu na tle rynków rozwiniętych wyniki gospodarki amerykańskiej pozostają korzystne.
- Szätzimy, że oczekiwane obniżki stóp procentowych Fed nie osłabią istotnie i trwale dolara. W ostatnich miesiącach czynnik dysparytetu stóp procentowych wpływał w większym stopniu jedynie na krótkookresowe wahania kursu.
- Obecnie trudno ocenić potencjalny wpływ na notowania euro ewentualnego zakończenia konfliktu między Rosją a Ukrainą. Dla kształtowania się notowań aktywów europejskich w kontekście sytuacji geopolitycznej w Europie kluczowe będą bowiem precyzyjne i wiarygodne informacje nt. warunków pokoju.

Lekkie wzmocnienie dolara, po silnej deprecjacji w II kw.



W trakcie 2025 r. pozycja dolara jako waluty rezerwowej nie zmieniła się istotnie

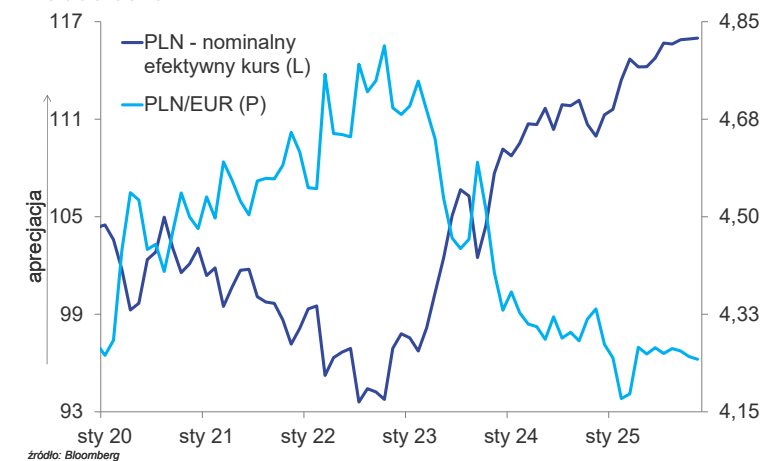




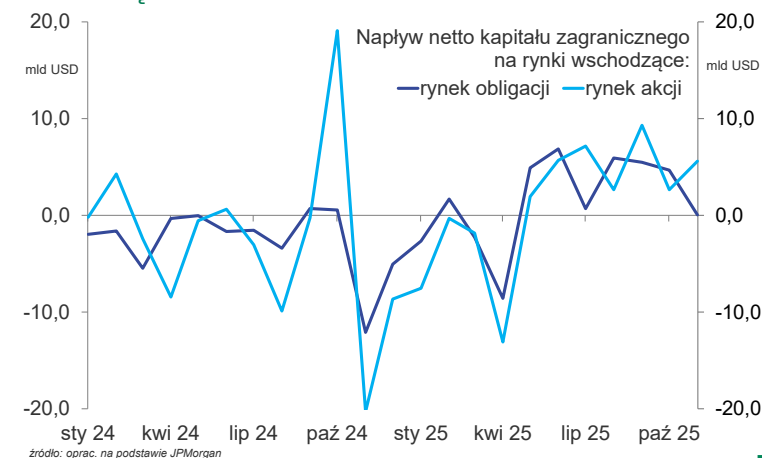
Kurs złotego pozostanie stabilny w relacji do euro

- Na przełomie III i IV kw. kurs złotego pozostawał relatywnie stabilny przy wyhamowaniu aprecjacji wobec dolara (wzmocnienie notowań dolara na rynku globalnym) i utrzymującym się od ponad pół roku stabilnym kursie wobec euro, oscylującym wokół 4,25 PLN/EUR.
- W 2025 r. złoty pozostawał bardzo odporny na zmieniający się poziom globalnej premii za ryzyko oraz na zmiany w zakresie napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące.
- Złoty pozostał także odporny na zmiany krajowych stóp procentowych. Ewentualne reakcje złotego na decyzje / przekaz RPP były minimalne i krótkookresowe, z tego względu sądzimy, że kontynuacja luzowania polityki pieniężnej NBP w 2026 r. nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego.
- W bazowym scenariuszu oczekujemy, że wypadkowa: – umiarkowanego spowolnienia aktywności globalnej gospodarki, – ale wciąż podwyższonego ryzyka rozwoju tej sytuacji (wciąż historycznie wysokie notowania złota), – potencjału do lekkiego wzmocnienia dolara na rynku globalnym, – korzystnych prognoz dla polskiej gospodarki i ograniczonego potencjału dla wzrostu krajowego deficytu na rachunku obrotów bieżących, przemawia za stabilizowaniem się kursu złotego w przedziale 4,25 – 4,30 PLN/EUR.
- Obniżenie niepewności z tytułu polityki handlowej i spadek ryzyka recesji USA i silnego spowolnienia gospodarki globalnej ogranicza ryzyko silniejszego osłabienia kursu złotego.
- Ewentualne zakończenie konfliktu Rosja – Ukraina mogłoby wspierać złotego, niemniej wobec braku informacji nt. ostatecznych warunków porozumienia pokojowego, stabilności Ukrainy i sytuacji geopolitycznej w Europie, nie jest możliwa ocena wpływu tego czynnika na kurs złotego.

W 2025 r. wyraźnie niższa zmienność notowań złotego wobec euro ...



...pomimo sporej zmienności napływu kapitału na rynki wschodzące

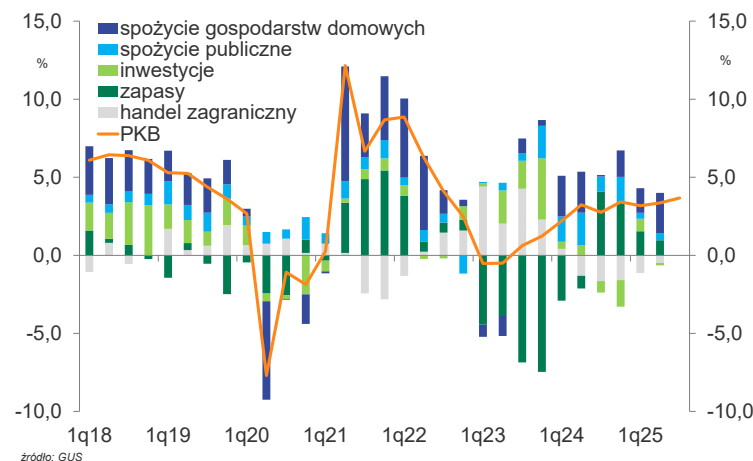




W trakcie 2025 r. stabilne tempo wzrostu gospodarczego w Polsce

- W III kw. PKB Polski wg szacunku *flash* wzrósł o 3,7% r/r wobec 3,3% r/r w II kw. i 3,2% w I kw. Wzrost dynamiki PKB w trakcie roku był ograniczony, ponadto w ujęciu zmian kwartalnych, dynamika PKB wyniosła 0,8% tyle samo co w II kw., blisko dynamiki z I kw. (0,6%).
- Oceniamy, że w III kw. czynnikiem wspierającym dynamikę PKB było odbicie inwestycji. Jednocześnie skalę przyspieszenia hamowało korekcyjne osłabienie dynamiki konsumpcji prywatnej. Na takie tendencje wskazuje osłabienie w III kw. dynamiki sprzedaży detalicznej.
- Szacujemy, że bardzo wysoka zmienność dynamiki inwestycji od IV kw. ub.r. to efekt przesunięć wydatków publicznych (zapewne zbrojeniowych) przy metodologii memoriałowej (nie kasowej) rachunków narodowych.
- Dane dot. produkcji przemysłowej i bilansu płatniczego wskazują na lekką poprawę eksportu w III kw.

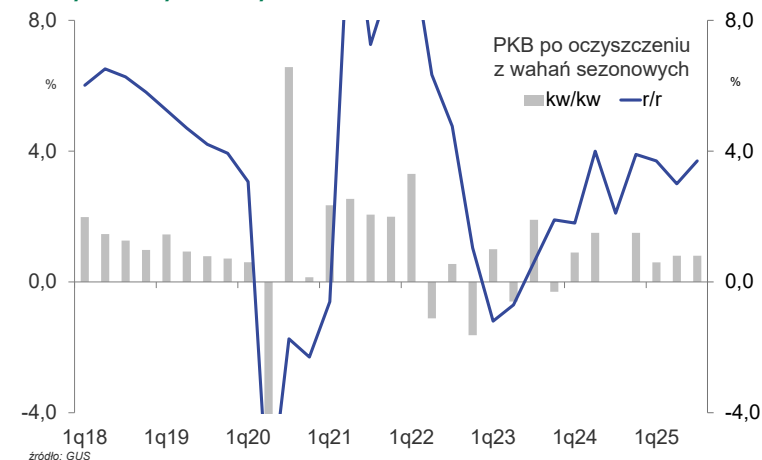
W trakcie 2025 r. minimalne przyspieszenie dynamiki PKB...



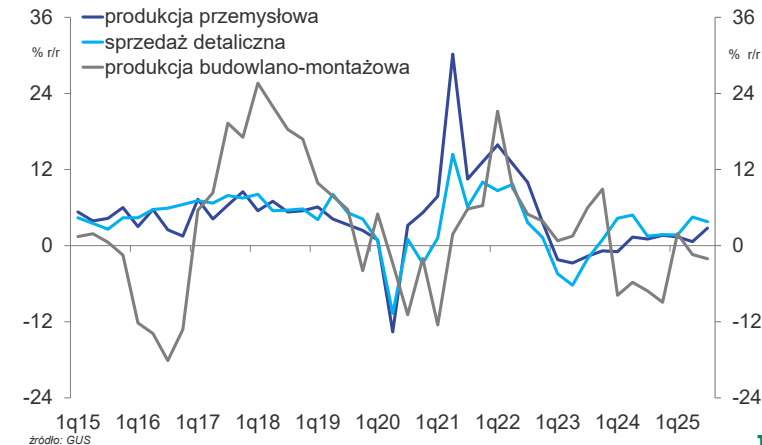
Sądzymy, że w III kw. odbita dynamika inwestycji i lekko obniżona się dynamika konsumpcji...



...przy bardzo stabilnym kwartalnym wzroście PKB w ujęciu danych oczyszczonych z sezonowości



...a wyniki produkcji przemysłowej pozwalają oczekiwać umiarkowanego wzrostu eksportu

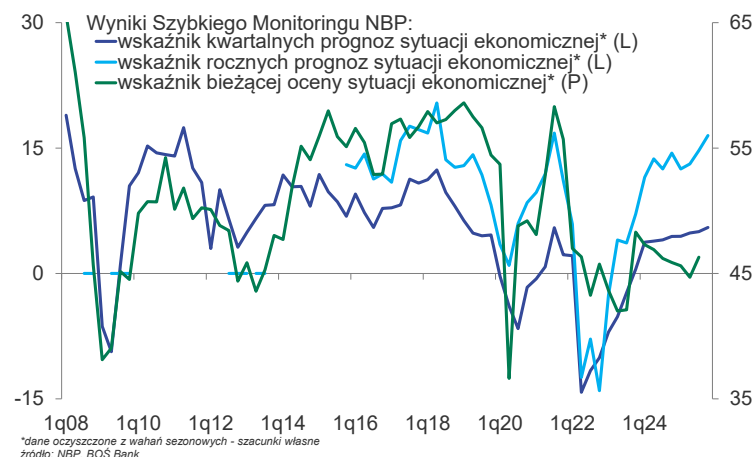




W krótkim okresie oczekiwana stabilizacja aktywności gospodarczej...

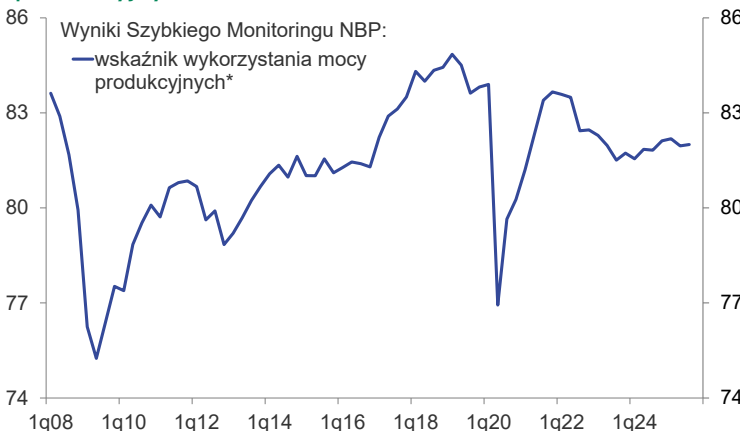
- Stabilne tempo wzrost PKB utrzymujące się od połowy 2024 r. potwierdziło wcześniejsze sygnały wskaźników koniunktury. Bieżące oraz krótkookresowe (w perspektywie kwartału) indeksy koniunktury wskazują na utrzymanie dotychczasowego tempa wzrostu gospodarki. Na stabilnym poziomie utrzymują się także wskaźniki bieżące wykorzystania mocy produkcyjnych.
- Choć nastroje firm wg GUS lekko się poprawiły, to w części sektorów te zmiany pozostają niewielkie. Kluczową pozytywną informacją jest lekka poprawa nastrojów w przetwórstwie przemysłowym i mocniejszy wzrost produkcji w okresie wrzesień – październik.
- Według Szybkiego Monitoringu NBP w dalszym ciągu bardziej optymistyczne pozostają nastroje firm w horyzoncie rocznym w porównaniu do ocen sytuacji bieżącej i oczekiwanych krótkoterminowych. Wyniki badania NBP są spójne z oceną perspektywy silniejszego wzrostu PKB w trakcie 2026 r.

Krótkookresowe nastroje firm pozostają umiarkowane...



*dane oczyszczone z wahań sezonowych - szacunki własne
źródło: NBP, BOŚ Bank

...oraz stabilnym wskaźniku wykorzystania mocy produkcyjnych



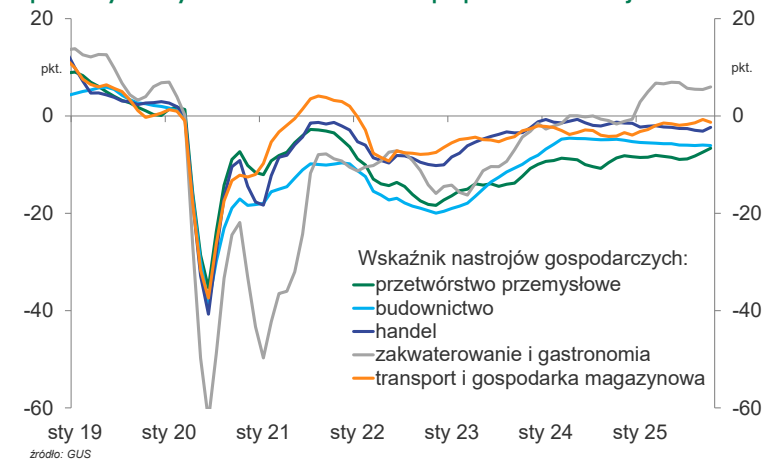
*dane oczyszczone z wahań sezonowych - szacunki własne
źródło: NBP

...przy niewielkich zmianach prognoz popytu...



*dane oczyszczone z wahań sezonowych - szacunki własne
źródło: NBP

W niektórych sektorach – w tym w przetwórstwie przemysłowym – widoczna lekka poprawa nastrojów



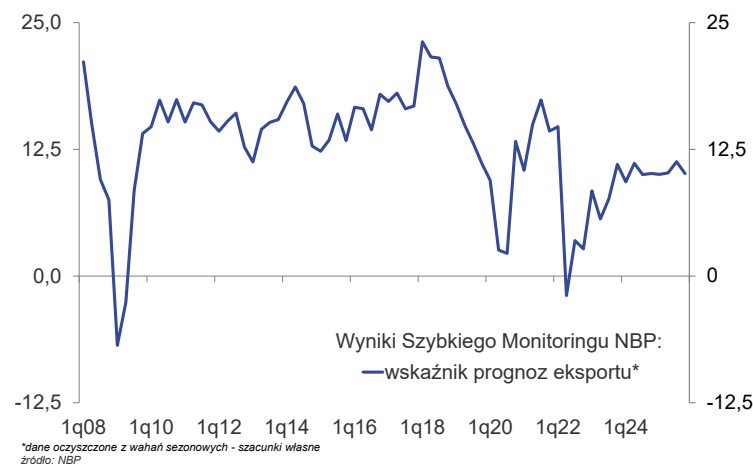
źródło: GUS



...w dłuższym okresie kluczowe utrzymanie stopniowego wzrostu eksportu...

- W III kw. i z początkiem IV kw. widoczna jest poprawa produkcji przemysłu oraz sprzedaży eksportowej. Z drugiej strony, oczekiwania firm dot. popytu na zamówienia eksportowe pozostają stabilne i słabsze wobec długookresowej średniej.
- Biorąc pod uwagę lepsze dane dot. aktywności w gospodarce globalnej oraz prognozy stopniowej poprawy koniunktury w II poł. 2026 r. podtrzymujemy naszą dotychczasową prognozę stopniowego wzrostu eksportu.
- Z drugiej strony wciąż podwyższona niepewność dot. skutków zawirowań w globalnym handlu, ostrożne prognozy firm najsilniej zależnych od koniunktury w Niemczech (wg badania NBP Szybki Monitoring) oraz ostrożność dot. prognoz dla gospodarki globalnej wskazują na oczekiwania jedynie stopniowego ożywienia popytu zagranicznego.

Niewielkie zmiany prognoz eksporterów...



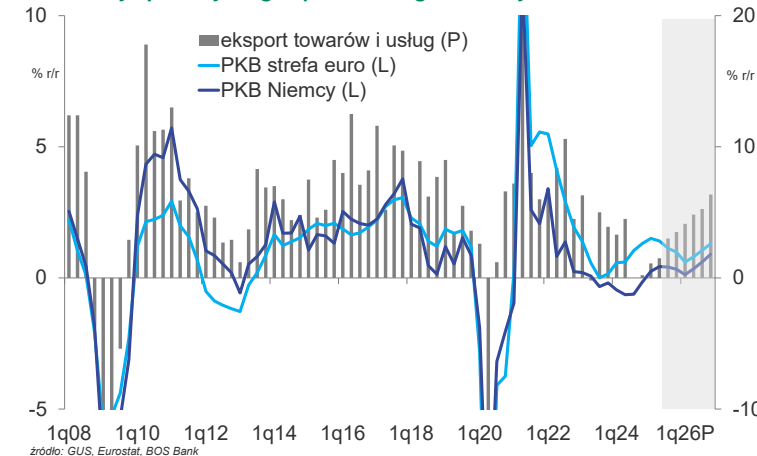
...dane z przemysłu w III kw. sugerują dalszą poprawę...



...choć w II kw. wzrost realnej sprzedaży eksportowej w przetwórstwie przemysłowym...



...która będzie kontynuowana w 2026 r. pod warunkiem stabilnej sytuacji w gospodarce globalnej

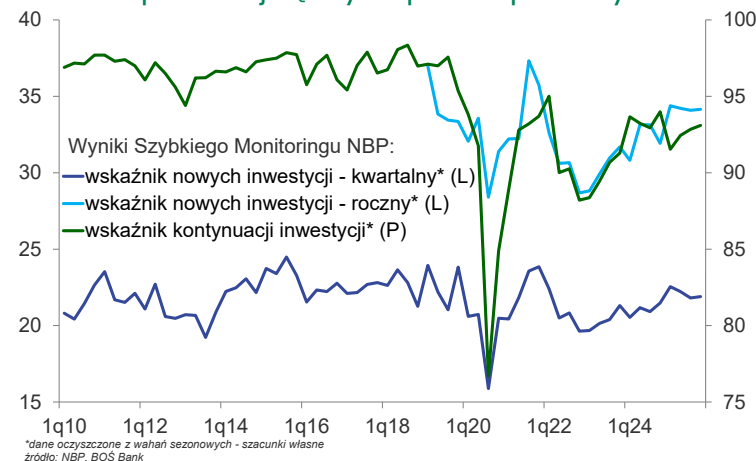




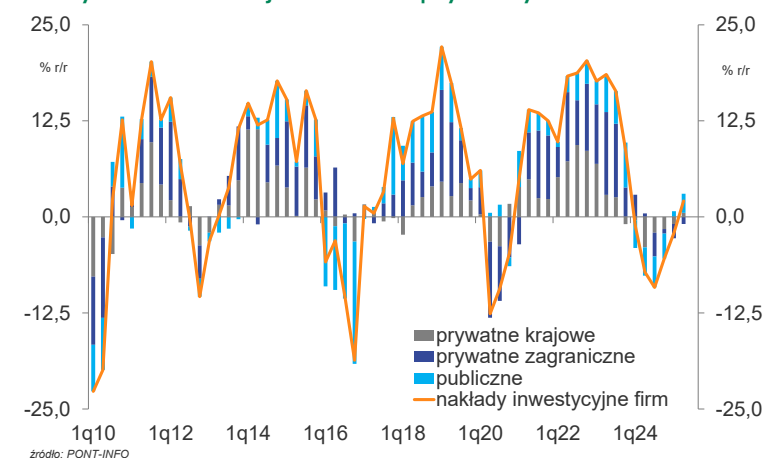
...oraz silniejsze inwestycje współfinansowane ze środków europejskich

- Choć wskaźniki prognoz nowych inwestycji (Szybki Monitoring NBP), pozostają umiarkowane, to na wyższym poziomie utrzymują się wskaźniki w dużych firmach, gł. publicznych, które są głównym beneficjentem środków UE.
- Dane dot. nakładów inwestycyjnych w I poł.br. wskazały na ich silniejszy wzrost w tej grupie firm. W przedsiębiorstwach prywatnych, szczególnie z kapitałem zagranicznym klimat inwestycyjny poprawia się dużo wolniej.
- Dane MFiPR oraz MF dot. realizacji programów unijnych potwierdzają prognozę silniejszego przyspieszenia realizacji projektów w II poł. br. i w 2026 r., co istotnie podwyższy wartość inwestycji firm publicznych oraz jednostek SFP.
- W kolejnych kwartałach oczekujemy wzrostu dynamiki nakładów brutto na środki trwałe do 7-10% r/r. Czynnikiem hamującym ten wzrost będzie natomiast jedynie umiarkowane cykliczne ożywienie popytu inwestycyjnego.

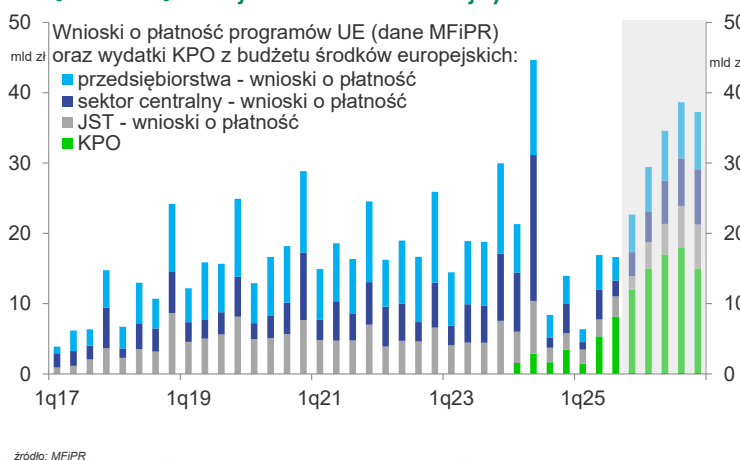
Umiarkowane nastroje inwestycyjne w przedsiębiorstwach, ale dużo lepsze w największych spółkach publicznych...



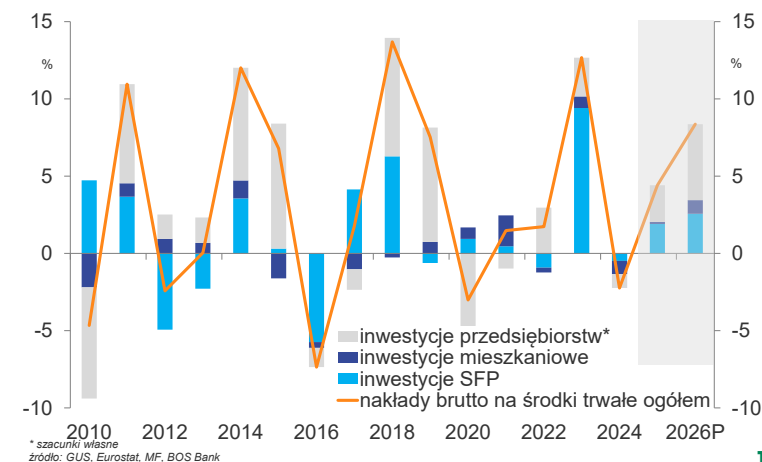
...które w I poł. roku już zwiększyły skalę nakładów, zdecydowanie silniej wobec firm prywatnych...



...i przy rosnącym znaczeniu finansowania UE będą zwiększać się silniej w kwartałach kolejnych...



...tak jak nakłady jednostek sektora finansów publicznych

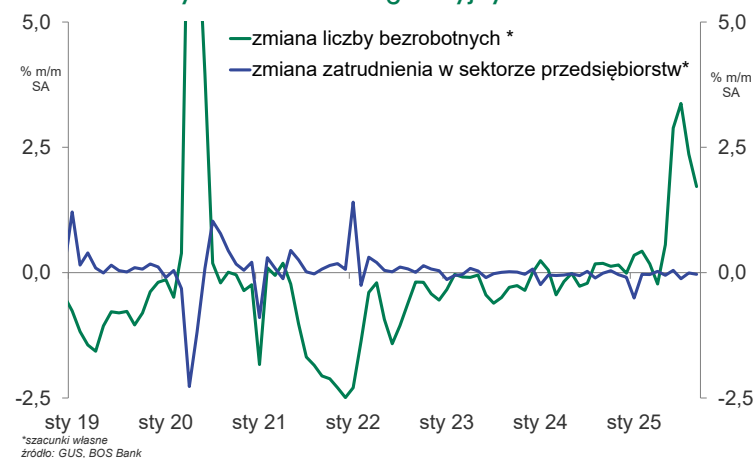




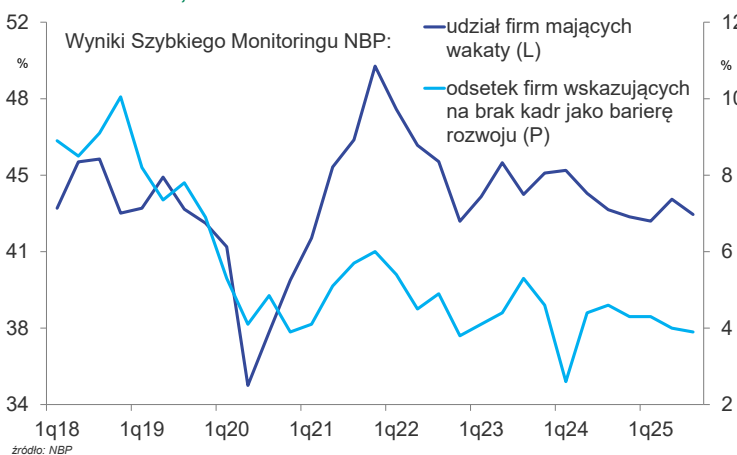
Stabilna sytuacja na rynku pracy, wzrost bezrobocia skutkiem zmiany regulacji...

- Dane nt. zatrudnienia, nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw potwierdzają, że notowany od czerwca silny wzrost liczby bezrobotnych (wyraźny spadek liczby wyrejestrowanych z bezrobocia przy niskim napływie nowych bezrobotnych) jest efektem zmian regulacyjnych (ustawowe zmiany dot. miejsca zgłaszania gotowości do pracy).
- Bieżące zatrudnienie, wskaźnik prognoz zatrudnienia, liczba wakatów potwierdzają, że popyt na pracę pozostaje słabszy względem boomu z I. 2022 – 2023. Jednocześnie nie wskazują one na pogorszenie tej koniunktury i na ryzyko spadku popytu na pracę skutkującego cyklicznym wzrostem bezrobocia.
- Prognozujemy, że lekkie przyspieszenie aktywności gospodarki oraz niższa baza odniesienia pozwolą na nieznaczny wzrost zatrudnienia w gospodarce w trakcie 2026 r.
- Jednocześnie dotychczasowe schłodzenie koniunktury na rynku pracy i niższa dynamika wzrostu płacy minimalnej osłabiają presję płacową.

Kolejne dane potwierdzają, że wzrost liczby bezrobotnych od czerwca wynika ze zmian regulacyjnych...



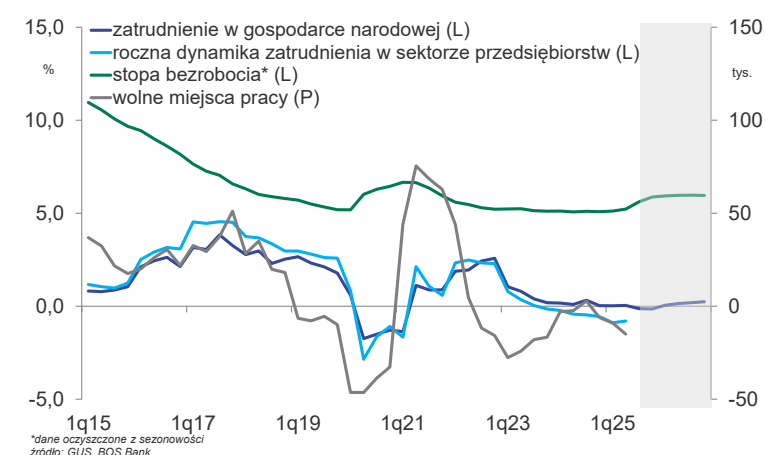
...choć koniunktura na rynku pracy pozostaje umiarkowana, słabsza niż w I. 2022 – 2023...



...przy ograniczonych zmianach popytu na pracę...



...co ogranicza szanse na silniejszy wzrost zatrudnienia w 2026 r.





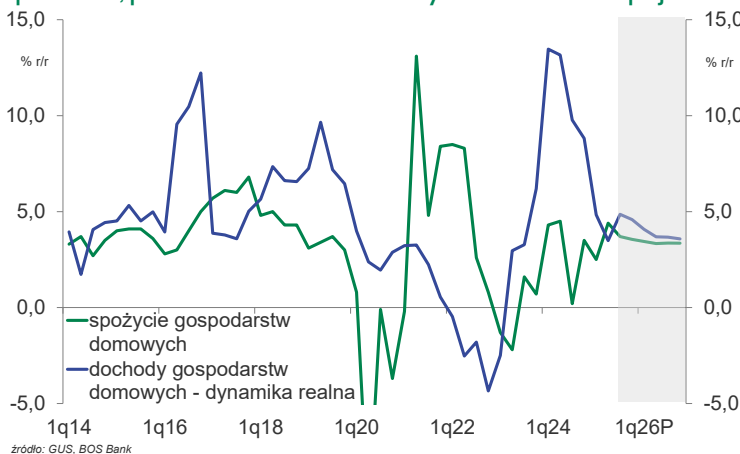
...co ograniczy skalę osłabienia konsumpcji prywatnej mimo słabszych dochodów

- Lekkie ograniczenie popytu na pracę i niższa dynamika wzrostu płacy minimalnej wyraźnie obniżyły dynamikę wynagrodzeń, w III kw. spadek dynamiki płac nasilił się. Czynniki ograniczającymi ten spadek pozostają zmiany strukturalne i ograniczona podaż pracowników. Przy obniżeniu dynamiki płacy minimalnej do nieco ponad 3%/r oczekujemy obniżenia dynamiki wynagrodzeń w gospodarce narodowej w 2026 r.
- Spadek inflacji w I. 2024 – 2025 obniża także dynamikę wzrostu nominalnych świadczeń społecznych w 2026 r. Jednocześnie przy stabilizującej się inflacji dynamika realna dochodów lekko obniży się w ślad za spadkiem dynamiki nominalnej.
- Powrót dynamiki dochodów realnych w okolice średniej wieloletniej oznacza perspektywę stabilizacji dynamiki konsumpcji nieco powyżej 3,0% w 2026 r. Jednocześnie czynnikiem stabilizującym wydatki konsumentów (poza niskim ryzykiem wzrostu bezrobocia) będzie wyraźnie rosnący do połowy 2025 r. wskaźnik oszczędności gospodarstw domowych.

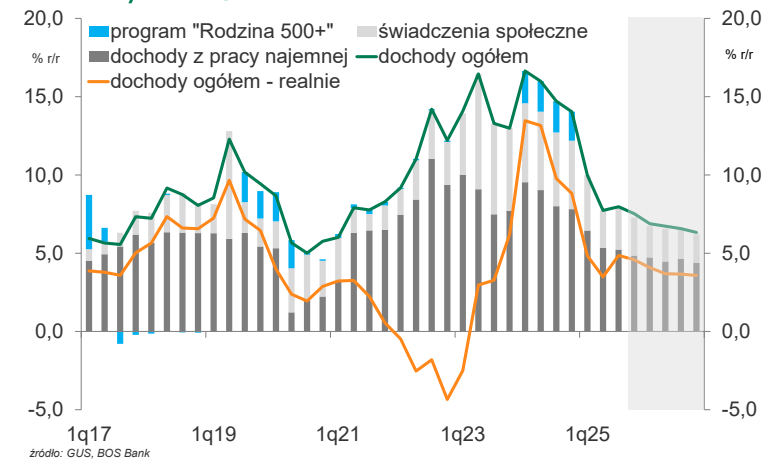
Słabszy popyt na pracę i niższy wzrost płacy minimalnej obniżają dynamikę wynagrodzeń....



Tempo wzrostu dochodów powróciło do „przeciętnego” poziomu, pozwala na umiarkowany wzrost konsumpcji



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



Rosnące oszczędności gospodarstw domowych i niskie ryzyko bezrobocia stabilizują perspektywy konsumpcji

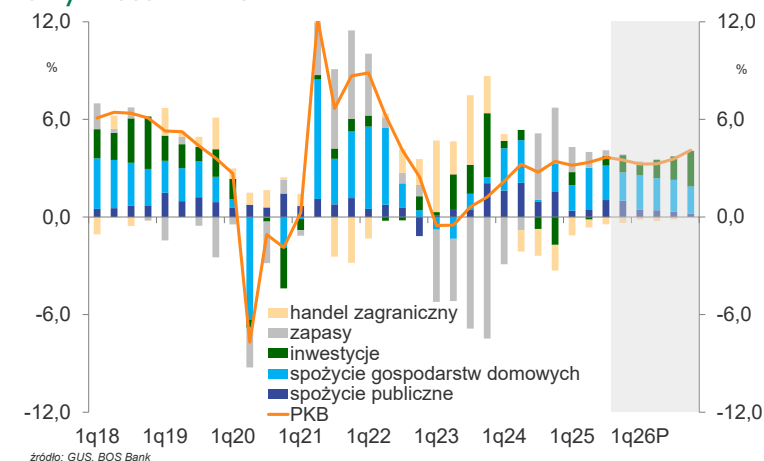




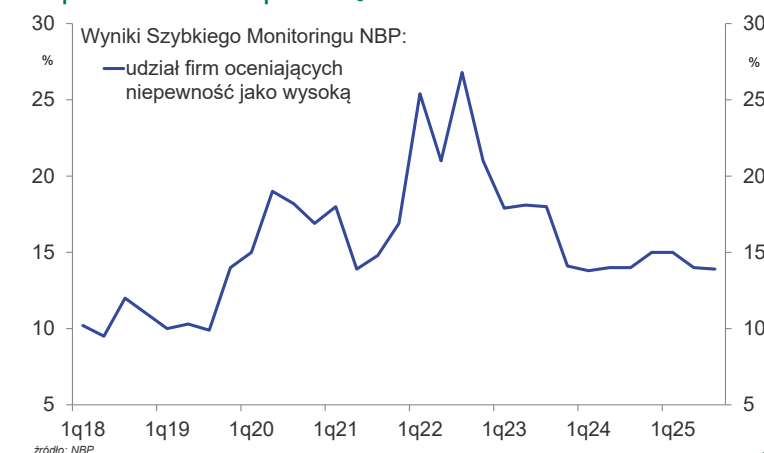
W 2026 r. oczekiwane przyspieszenie wzrostu PKB do 3,7% r/r

- Na przełomie 2025 i 2026 r. prognozujemy wzrost PKB w okolicach 3,5% r/r, po czym jego przyspieszenie do ok. 4,0% r/r pod koniec 2026 r. Szacujemy, że w 2026 r. PKB wzrośnie o 3,7%, wobec oczekiwanych 3,4% w 2025 r.
- Głównym powodem przyspieszenia wzrostu aktywności będzie szybszy wzrost inwestycji przy rosnącym wykorzystaniu środków europejskich oraz stopniowa poprawa dynamiki eksportu. W przeciwnym kierunku będzie oddziaływać dalsze ograniczenie spożycia publicznego (m.in. ograniczenie wydatków na wynagrodzenia w sektorze publicznym) oraz kontrybucji zapasów. Oczekujemy stabilnego wzrostu konsumpcji prywatnej.
- Kluczowym założeniem tego scenariusza pozostaje sytuacja gospodarki światowej i perspektywy eksportu oraz sytuacji w przemyśle. Publikowane lepsze dane z gospodarki globalnej za III kw. oraz mocniejszy wzrost krajowej produkcji przemysłowej we wrześniu i październiku wspierają prognozę bazową stopniowej poprawy eksportu w trakcie 2026 r. Z drugiej strony, wciąż jest zbyt wcześnie aby ostatecznie ocenić wpływ perturbacji w globalnym handlu na gospodarkę światową, szczególnie przy ograniczonym dostępie do danych makroekonomicznych z USA z powodu shutdownu i nakładającym się na te perturbacje dynamicznym ożywieniu technologicznych nakładów inwestycyjnych w krajach rozwiniętych.
- Jako pozytywny sygnał oceniamy utrzymujące się stabilne wskaźniki oceny niepewności działalności przedsiębiorstw (zgodnie z wynikami ostatniego raportu NBP Szybki Monitoring), przy pozytywnych długookresowych (w perspektywie rocznej) oczekiwaniach przedsiębiorstw.

Inwestycje głównym czynnikiem wspierającym wzrost aktywności w 2026 r.



Stabilne, choć wciąż lekko podwyższone, wskaźniki niepewności wśród przedsiębiorców

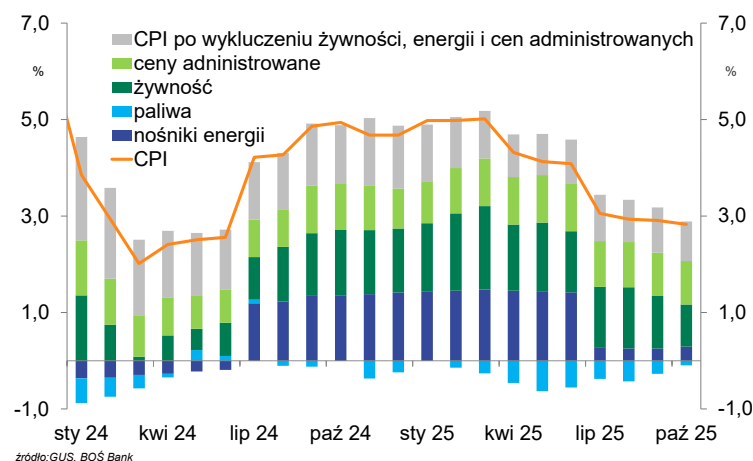




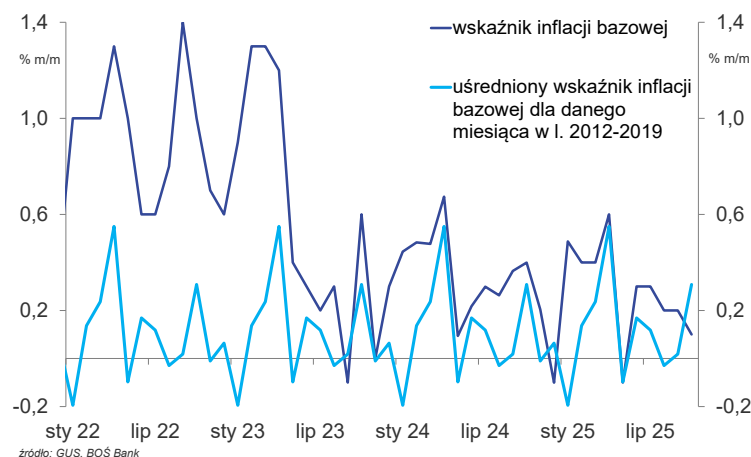
Inflacja obniża się dzięki cenom żywności i niższej inflacji bazowej

- Po lipcowym skokowym spadku inflacji CPI do 3,1% r/r (efekt bazy dla cen nośników energii), w okresie sierpień – październik inflacja obniżała się już zdecydowanie wolniej – do 2,8% r/r.
- Wyraźnie słabiej rosną ceny żywności – opóźniony efekt spadków cen surowców żywnościowych oraz odmienny od standardowego układ sezonowy zmian cen – oraz inflacja bazowa.
- Po stabilizacji na podwyższonym poziomie inflacji bazowej w III kw., w październiku indeks spadł do 3,0% r/r.
- W tym okresie skalę spadku inflacji CPI hamował z kolei wzrost kontrybucji cen energii, głównie paliw (efekt niskiej bazy odniesienia) i w mniejszym stopniu nośników energii (głównie rosnące silniej ceny energii ciepłej z uwagi na wygaśnięcie od lipca ustawowego ograniczenia skali wzrostu cen ciepła).

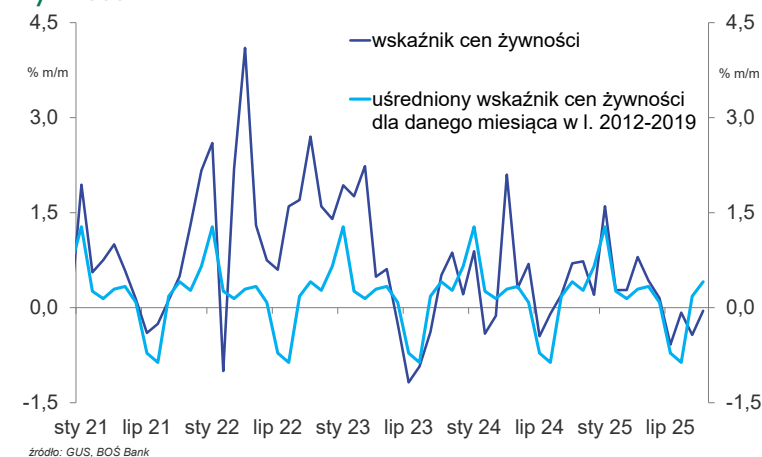
Od sierpnia dalsze, ale już mniejsze spadki inflacji CPI...



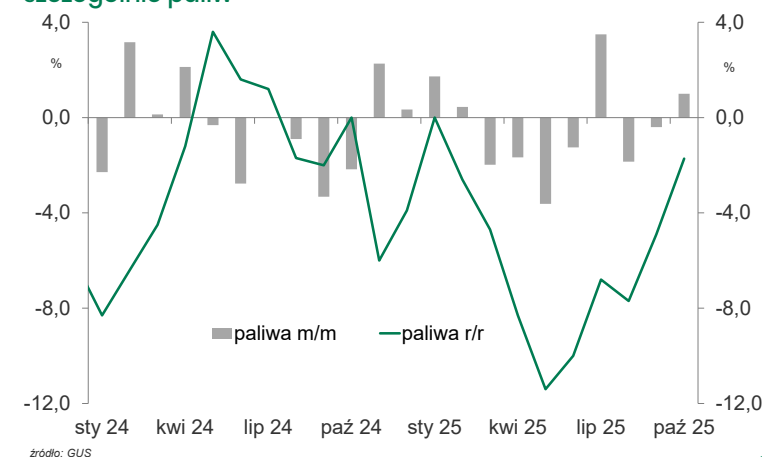
...w październiku silniejsze dostosowanie inflacji bazowej...



...we wrześniu i październiku wyraźnie niższe wzrosty cen żywności...



...w przeciwnym kierunku oddziałują ceny energii, szczególnie paliw

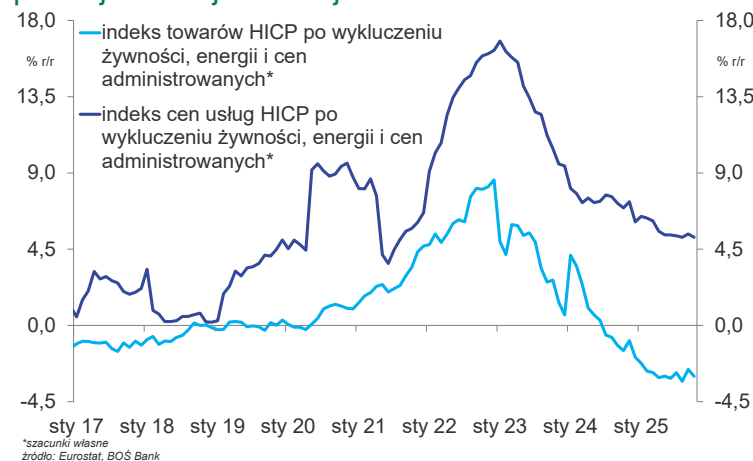




W 2026 r. oczekiwane dalsze stopniowe obniżenie inflacji bazowej...

- Niższa dynamika kosztów pracy i utrzymujące się niższe ceny hurtowe energii będą sprzyjać dalszym spadkom inflacji bazowej. Jednocześnie powolne tempo obniżenia dynamiki kosztów i wygasający potencjał dla dezinflacji cen towarów będą osłabiać tempo tego spadku.
- Na brak nasilenia w krótkim okresie dezinflacji wskazują także wskaźniki prognoz inflacyjnych firm.
- Prognozujemy, że wskaźnik CPI po wyłączeniu żywności i energii na koniec 2025 r. spadnie lekko poniżej 3,0% r/r, a na koniec 2026 r. obniży się w okolice 2,5%. Obliczany przez nas wskaźnik inflacji bazowej dodatkowo wykluczający ceny administrowane wyniesie na koniec br. 2,0% r/r a na koniec 2026 r. obniży się do 1,6%.
- Niższa presja kosztowa będzie sprzyjać także niższemu wzrostem cen administrowanych, choć utrzymuje się niepewność dot. ostatecznych rozstrzygnięć legislacyjnych w zakresie stawki podatku akcyzowego na alkohol.

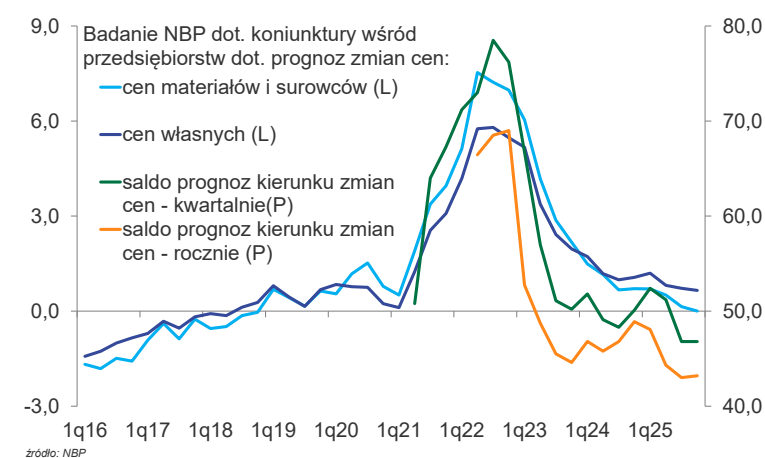
Powolna dezinflacja cen usług, w przyszłości ograniczony potencjał dalszej dezinflacji cen towarów...



W 2026 r. oczekiwane stopniowe obniżenie inflacji dzięki słabnącej dynamice kosztów pracy



...przy wolniejszym spadku prognoz cen materiałów i surowców



Oczekiwany nieco niższy wzrost cen administrowanych

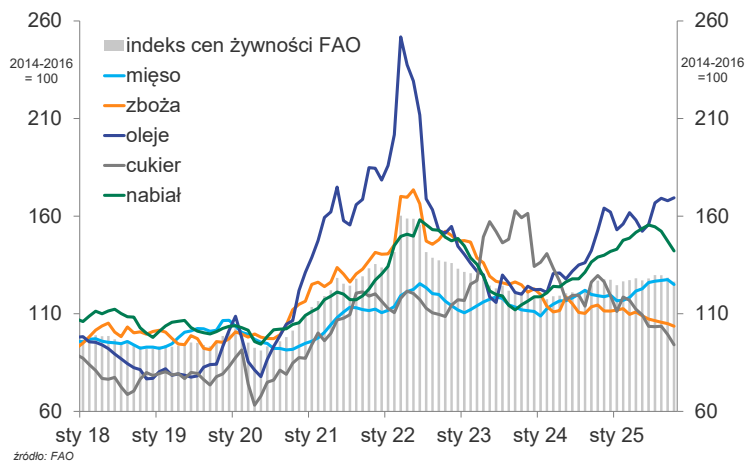




...oraz dynamiki cen żywności...

- Wskaźnik cen surowców żywnościowych FAO na rynkach światowych w II poł. roku ponownie lekko obniżył się, co przy jednoczesnej aprecjacji złotego skutkuje spadkiem indeksu złotowego cen.
- Biorąc pod uwagę efekty opóźnień, oczekujemy dalszego spadku dynamiki cen żywności przetworzonej i mięsa w 2026 r., czemu sprzyjać powinny także normalizujące się tendencje w zakresie cen energii i kosztów pracy (koszty produkcji).
- W trakcie 2025 r. wyraźnie wyhamował trend wzrostowy cen owoców i warzyw, co także silniej obniżyło roczną dynamikę cen w tej grupie. Biorąc pod uwagę obserwowany skokowy spadek cen pomarańczy oraz prognozy (Bank Światowy, MFW) niższych cen cytrusów na rynkach globalnych oraz zakładając przeciętne warunki pogodowe w 2026 r. oczekujemy utrzymania niższej dynamiki cen owoców.
- Po obniżeniu rocznej dynamiki cen żywności do 3,5% r/r w październiku, oczekujemy jej dalszego obniżenia do niespełna 2,5% r/r w 2026 r.

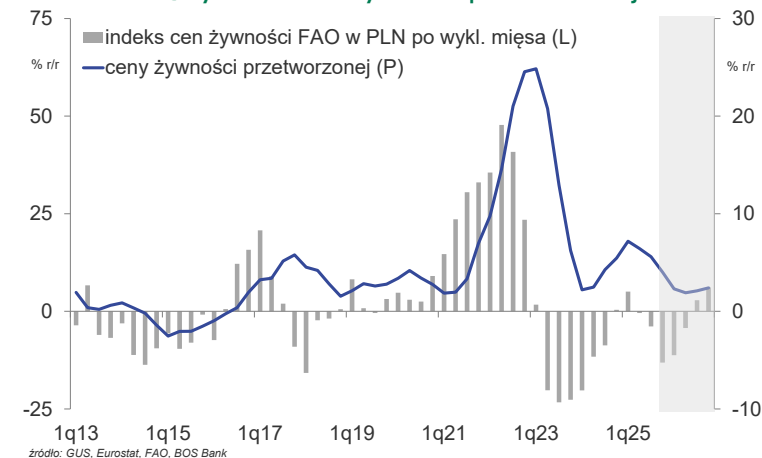
W II poł. br. lekki spadek cen surowców żywnościowych...



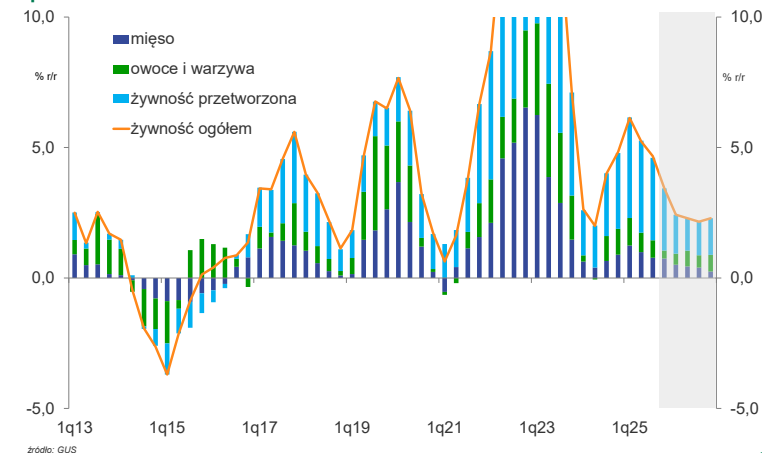
Normalizujące się indeksy cen owoców i warzyw w 2025 r.



...przy wyższych bazach odniesienia pomaga w dalszym obniżeniu się dynamiki cen żywności przetworzonej



Potencjał do dalszego spadku dynamiki cen żywności na przełomie roku



...w przeciwnym kierunku będą oddziaływać ceny energii

- Proгноzy amerykańskiej Agencji Informacji Energetycznej (EIA) wskazują na utrzymującą się przewagę podaży ropy naftowej nad popytem (pomimo presji na ograniczenie zakupu rosyjskiej ropy), co skutkuje utrzymaniem niższych cen surowca. Jednocześnie nie oczekując pogłębienia tego spadku, zakładając lekką deprecjację złotego wobec dolara, a przede wszystkim przy bardzo niskich bazach odniesienia oczekujemy dalszego wzrostu rocznej dynamiki cen paliw w 2026 r.

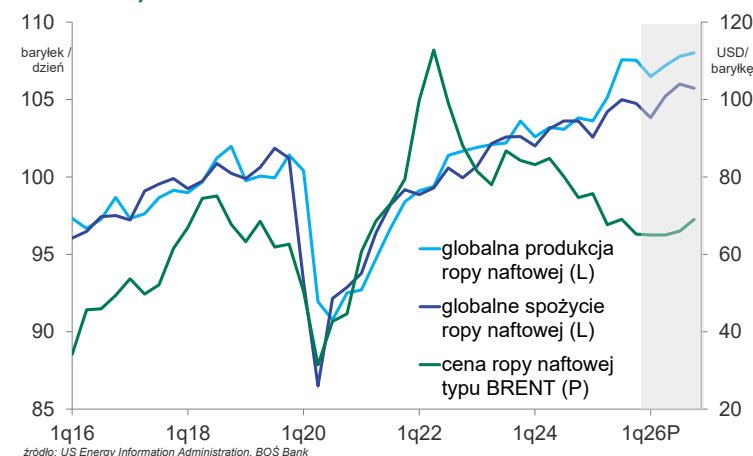
- W 2026 r. oczekujemy wzrostu dynamiki cen nośników energii przy obserwowanych już na jesieni br. wzrostach opłat za ciepło (wygaśnięcie ustawowego ograniczenia skali wzrostu cen) oraz zakładanym wzroście rachunków za energię elektryczną w 2026 r. – zakładany wzrost opłaty mocowej, OZE i kogeneracyjnej oraz lekką podwyżkę taryf za energię względem bieżącego ustawowego „zamrożonego” poziomu ceny za energię. Stabilizacja cen hurtowych energii elektrycznej wspiera tę prognozę.

- Prognozujemy, że wzrost cen nośników energii wyniesie w 2026 r. ok. 4% r/r.

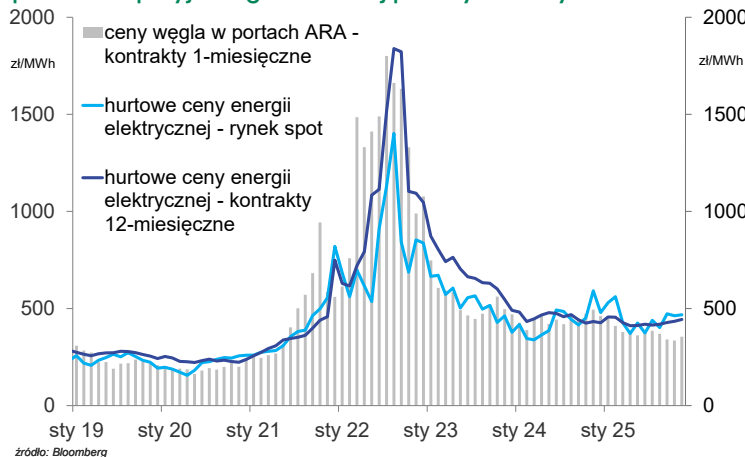
2025-11-26

Klauzula poufności: BOŚ jawne

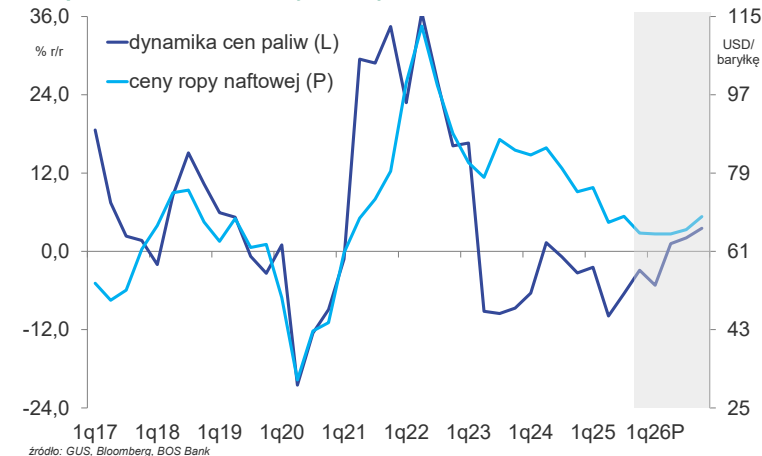
Korekty w górę prognoz podaży ropy naftowej utrzymują niższe ceny surowca...



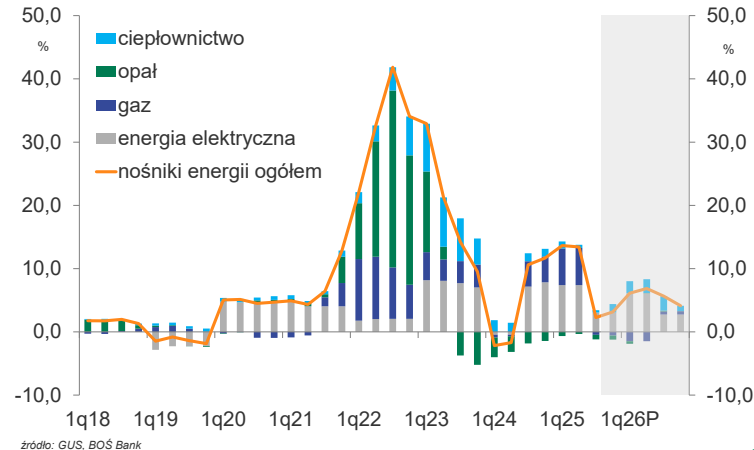
Stabilizacja niższych cen hurtowych energii elektrycznej powinna sprzyjać ograniczonej podwyżce taryf



...jednak bardzo niskie bazy odniesienia ograniczą dotychczasową deflację cen paliw



W 2026 r. wzrost dynamiki cen nośników energii – energii elektrycznej i ciepła

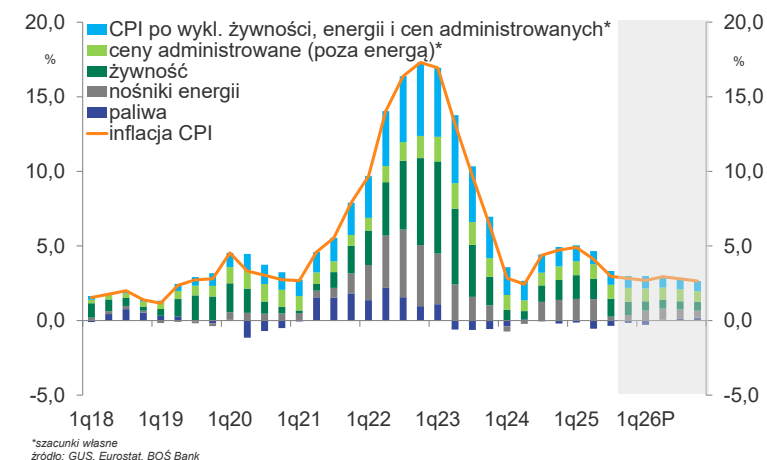




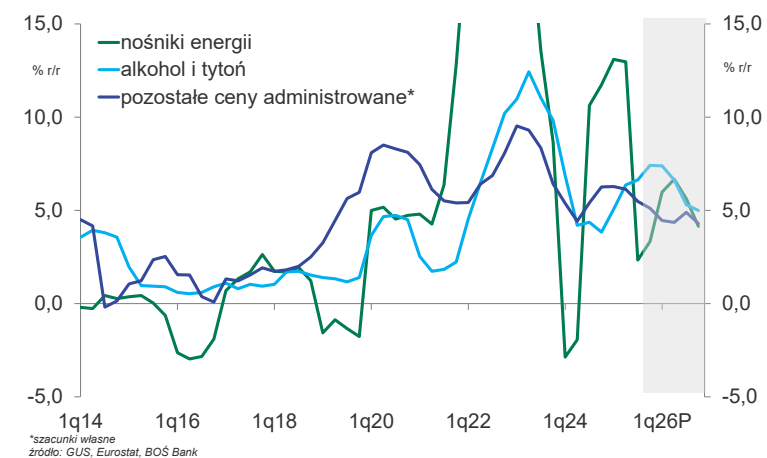
W 2026 r. inflacja CPI nieco powyżej celu inflacyjnego RPP...

- Oczekujemy, że średnioroczny wskaźnik inflacji CPI w 2026 r. wyniesie 2,6% r/r wobec 3,7% r/r szacowanych na 2025 r., tym samym cały czas pozostając blisko celu inflacyjnego RPP (2,5%). W trakcie roku oczekujemy ograniczonej zmienności wskaźnika CPI.
- W 2026 r. oczekujemy dalszego obniżenia inflacji bazowej jako kontynuacji procesu normalizacji tendencji cenowych po szoku surowcowym (2022–2023) oraz gwałtownym wzroście kosztów pracy (2023–2024). Jednocześnie wciąż wyższy poziom cen surowców i energii oraz dynamiki wynagrodzeń (w porównaniu do sytuacji przed pandemią), tendencje deglobalizacyjne oraz ograniczony potencjał do dalszej aprecjacji złotego będą utrzymywać inflację bazową powyżej historycznej średniej.
- W 2026 r. oczekujemy ograniczenia kontrybucji żywności we wzrost inflacji, ale jednocześnie wzrostu kontrybucji cen energii w porównaniu do sytuacji z II poł. br.
- Istotnym czynnikiem ryzyka dla prognoz pozostają decyzje administracyjne. Z końcem 2025 r. wygasa mechanizm mrożenia cen energii elektrycznej, a URE nie ogłosił jeszcze nowych тариф. W bazowym scenariuszu zakładamy ich lekki (2%) wzrost wobec bieżących zamrożonych cen. W bazowym scenariuszu zakładamy także, że w 2026 r. będą rosły dalej stawki akcyzy na produkty tytoniowe (zgodnie z 2-letnim harmonogramem wg ustawy z lutego 2025 r.), ale nie zostaną podwyższone stawki akcyzy na wyroby alkoholowe, zgodnie z sugestiami przedstawicieli Kancelarii Prezydenta nt. prawdopodobnego zażądania takiej ustawy. W przypadku pozostałych towarów i usług administrowanych zakładamy stopniowy spadek dynamiki cen a warunkach wygasania wpływu szoków kosztowych z lat wcześniejszych.

W 2026 r. inflacja lekko powyżej celu inflacyjnego RPP



Niepewność dot. cen administrowanych w 2026 r.

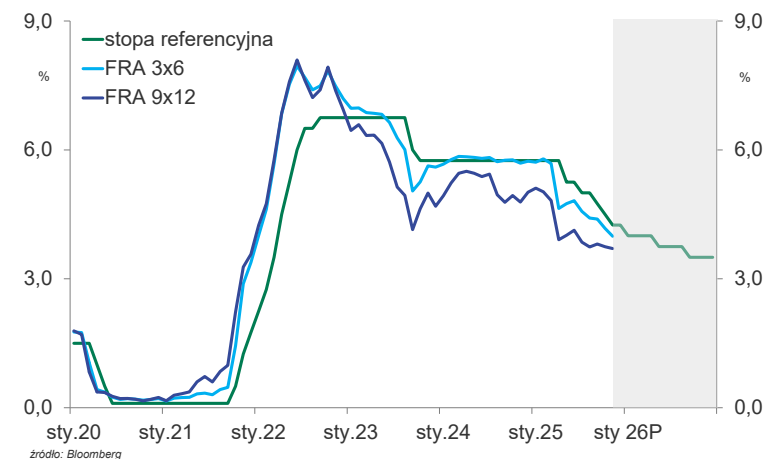




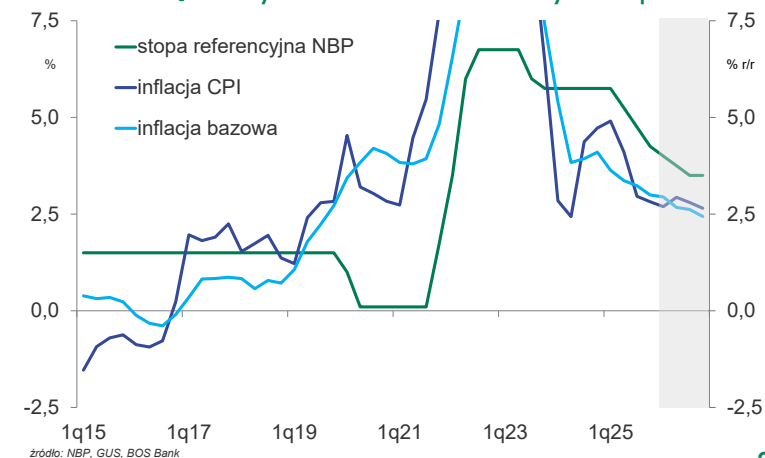
...co pozwoli na kontynuację dostosowania stóp procentowych NBP

- Szybszy spadek inflacji od II kw. tego roku skłonił RPP do rozpoczęcia w maju cyklu łagodzenia polityki pieniężnej i redukcji stóp NBP do listopada łącznie o 150 pkt. baz., w tym stopy referencyjnej NBP do poziomu 4,25%.
- Podczas listopadowej konferencji prasowej prezes Głapiński wskazywał na opcję dalszego złagodzenia polityki monetarnej, choć też podkreślał kilkakrotnie istotną skalę dotychczasowych obniżek. Bardzo wyraźnie zdystansował się od założenia, że w grudniu Rada „nie może” zmieniać stóp procentowych, ale też w naszej ocenie nie miał na celu „zapowiedzi” grudniowej obniżki, raczej pozostawienia takiej opcji, gdyby listopadowa inflacja (publikowana tuż przed grudniowym posiedzeniem) ponownie obniżyła się silniej od oczekiwań.
- W bazowym scenariuszu zakładamy, że w grudniu RPP utrzyma stabilne stopy i do kolejnego cięcia dojdzie na początku 2026 r. Prognozujemy, że utrzymująca się blisko celu inflacja CPI, dalszy spadek inflacji bazowej w trakcie roku oraz perspektywa utrzymania stabilnej inflacji w 2027 r. będą przesłanką za kontynuacją dostosowań w polityce pieniężnej i redukcji stóp w 2026 r. o kolejne 75 pkt. baz. do poziomu 3,50% dla stopy referencyjnej NBP. Zakładamy, że mniejsza zmienność inflacji zmniejszy także częstotliwość obniżek – jedna obniżka na kwartał w okresie I – III kw.
- Zakładamy jednocześnie, że przy niskim prawdopodobieństwie spadku inflacji CPI silniej poniżej celu NBP oraz nadal wyższym (niż w okresie przed pandemią) wzroście wynagrodzeń Rada będzie bardziej skłonna (niż przed 2020 r.) utrzymać realne dodatnie stopy procentowe, co implikuje już mniejszą przestrzeń do dalszych redukcji stóp procentowych.

W 2025 r. redukcja stóp NBP o 150 pkt. baz. i utrzymujące się oczekiwania na dalsze obniżki



W 2026 r. już mniejsza przestrzeń do obniżek stóp, przy założeniu chęci utrzymania dodatnich realnych stóp

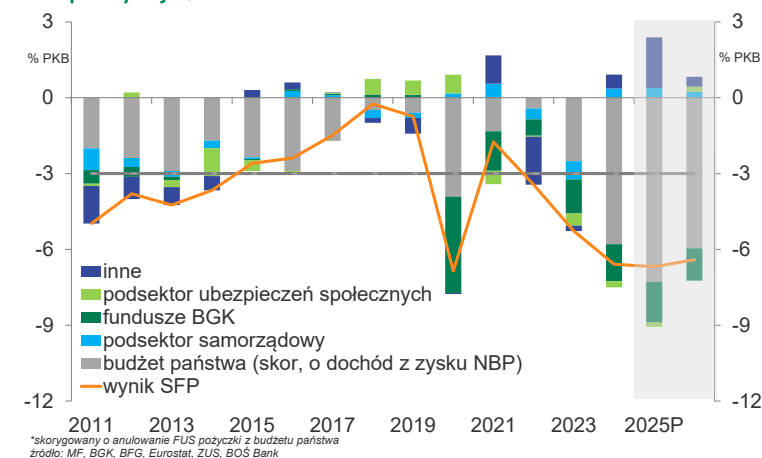




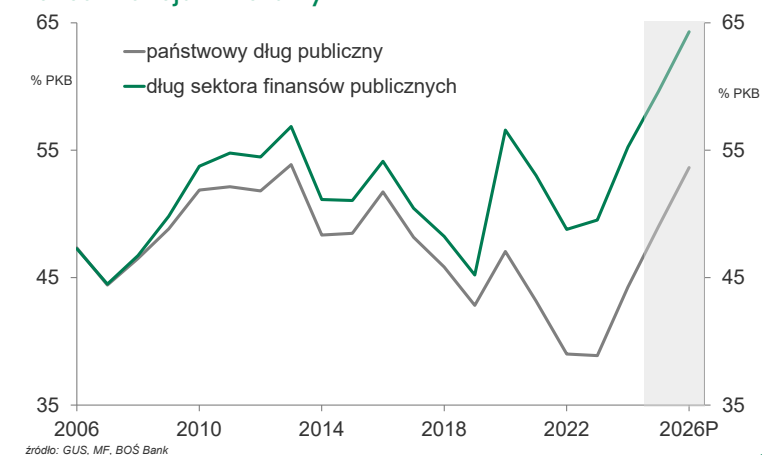
W latach 2025 – 2026 deficyt SFP wciąż powyżej 6% PKB

- Dotychczasowe informacje Ministerstwa Finansów potwierdzają nasze założenia braku nowelizacji budżetu państwa w br. Jednocześnie dane dot. wykonania budżetu za okres I–IX potwierdzają ograniczenie części wydatków (np. dotacji dla FUS), przy utrzymujących się zdecydowanie słabszych od założeń ustawy dochodów podatkowych.
- Ograniczenie części wydatków (np. dotacji dla FUS) pomoże obniżyć deficyt budżetu państwa, niemniej nie ograniczy wzrostu deficytu całego sektora finansów publicznych, który w 2025 r. wyniesie ok. 6,7% PKB.
- W 2026 r. – zgodnie z założeniami makroekonomicznymi oraz informacjami resortu dot. planów wydatkowych – poziom deficytu SFP obniży się w niewielkim stopniu, utrzymując się powyżej poziomu 6% PKB. W tym scenariuszu zakładamy: – utrzymanie wysokich wydatków na obronność rządu 5% PKB, – utrzymanie na dotychczasowym poziomie wydatków społecznych mających charakter kwotowy (np. świadczenia 800+), – brak nowych wydatków społecznych, – niższy (niż w 2024 r.) wzrost wynagrodzeń w sferze budżetowej, – pogorszenie wyniku budżetów JST i KFD w związku ze zwiększeniem aktywności inwestycyjnej (zwiększenie skali projektów współfinansowanych ze środków UE).
- O ile w 2025 r. dług SFP może utrzymać się poniżej granicy 60%, o tyle w 2026 r. wzrośnie już wyraźnie powyżej tej granicy. Z punktu widzenia regulacji unijnych wzrost długu nie będzie miał istotnego dodatkowego znaczenia ponad konieczność dostosowań fiskalnych wynikających już ze zbyt wysokiego poziomu deficytu SFP. W przypadku obostrzeń krajowych (m.in. limit konstytucyjny 60% PKB) nie będą miały one zastosowania, gdyż legislacja krajowa oparta jest na wskaźnikach państwowego długu publicznego, który jest o ok 10% PKB niższy, gdyż nie uwzględnia m.in. funduszy BGK.

W I. 2025 – 2026 utrzymanie wysokiego poziomu deficytu SFP powyżej 6,0% PKB



Wzrost długu publicznego z ograniczonymi dodatkowymi konsekwencjami fiskalnymi

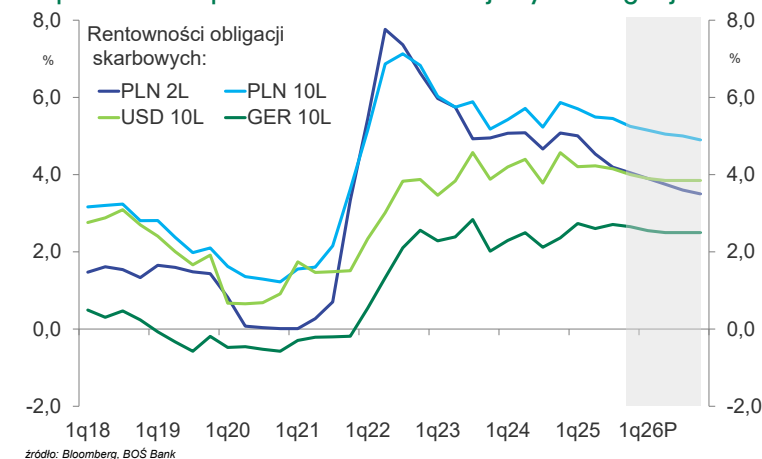




Dalsze obniżki stóp NBP i niższe rentowności obligacji na rynkach bazowych pozytywnie dla krajowych obligacji skarbowych

- Kontynuacja obniżek stóp procentowych NBP sprzyjała dalszemu spadkowi rentowności krajowych obligacji skarbowych. Na jesieni niższymi rentownościami papierów skarbowych na dłuższym końcu krzywej dochodowości sprzyjał także lekki spadek rentowności amerykańskich obligacji skarbowych.
- Oczekujemy dalszego obniżenia rentowności obligacji na rynku amerykańskim, co w warunkach dalszych redukcji stóp procentowych NBP powinno sprzyjać dalszemu obniżeniu rentowności złotych papierów skarbowych, także na dłuższym końcu krzywej. Tak jak w ostatnich miesiącach zmiany powinny wciąż przebiegać stopniowo.
- W dalszym ciągu kwestia poziomu długu publicznego i wysokich podaży papierów skarbowych zarówno na rynkach bazowych, jak i na rynku krajowym będzie podwyższać premię terminową i rentowności papierów o dłuższym terminie zapadalności. Z tego względu oczekujemy w 2026 dalszego lekkiego wystromienia krzywej dochodowości.
- Choć zmiany w podatku bankowym (skorelowane z propozycją zmian stawki podatku CIT dla sektora bankowego) mogą wpływać na ograniczenie popytu banków na obligacje skarbowe (zmniejszenie bazy aktywów niepodlegającej obciążeniu podatkiem), niemniej zgodnie z przedstawioną propozycją resortu finansów redukcja tego podatku zaplanowana jest dopiero w 2027 r., co w samym 2026 r. nie powinno skutkować istotnym spadkiem popytu banków na papiery skarbowe.

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		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	4,6	-2,0	6,9	5,3	0,2	3,0	3,4	3,7
Popyt krajowy	% r/r	3,5	-2,8	8,6	4,8	-3,0	4,5	4,3	3,9
Spożycie indywidualne	% r/r	3,3	-3,4	6,2	5,0	-0,3	2,9	3,6	3,3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	7,5	-3,0	1,5	1,7	12,7	-0,9	4,4	8,4
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	1,1	0,8	-1,7	0,5	3,2	-1,5	-0,8	-0,3
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,3	2,4	-1,3	-2,2	1,6	0,3	-0,5	-0,7
	mld EUR	-1,4	12,6	-7,8	-14,9	13,5	-2,1	-4,4	-6,9
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	16,3	18,2	15,9	16,2	16,7	12,6	15,7	17,8
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	5,4	6,0	6,4	5,4	5,2	5,1	5,4	6,0
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,2	-1,0	0,4	2,2	0,6	0,2	-0,1	0,2
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7,2	5,3	8,8	12,1	12,7	13,7	8,8	7,1
	% r/r, real.	4,8	1,9	3,6	-2,0	1,2	9,8	4,9	4,4
Inflacja CPI	% r/r, śr.	2,3	3,4	5,1	14,4	11,4	3,6	3,7	2,6
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	2,0	3,9	4,1	9,1	10,2	4,3	3,3	2,7
Depozyty ogółem	% r/r	8,2	13,8	10,9	5,7	9,6	10,0	8,5	5,9
Kredyty ogółem	% r/r	5,0	0,7	5,1	1,7	0,0	5,3	5,0	6,7
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-0,7	-6,9	-1,7	-3,4	-5,3	-6,6	-6,7	-6,4
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	45,2	56,6	53,0	48,8	49,5	55,3	59,7	65,0
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,25	3,50
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25	4,75	4,00
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,00	1,25	6,25	5,25	5,25	3,75	3,00
WIBOR 3M	%, k.o.	1,71	0,21	2,54	7,02	5,88	5,84	4,15	3,55
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,43	0,01	3,33	6,63	4,95	5,08	4,05	3,50
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	1,79	0,41	3,93	6,83	5,00	5,48	4,65	4,25
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	2,10	1,22	3,62	6,83	5,18	5,87	5,25	4,90
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,27	4,25	4,30
PLN/USD	PLN, k.o.	3,80	3,76	4,06	4,40	3,94	4,10	3,70	3,91
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,92	4,26	4,45	4,77	4,68	4,54	4,57	4,57

założenia zewnętrzne		2019	2020	2020	2021	2023	2024	2025	2026
PKB – USA	% r/r	2,6	-2,1	6,2	2,5	2,9	2,8	1,8	1,5
PKB – strefa euro	% r/r	1,6	-6,2	6,4	3,7	0,6	0,8	1,4	1,0
PKB – Chiny	% r/r	6,1	2,0	8,6	3,2	5,4	5,0	5,0	4,2
Inflacja CPI – USA	% r/r, śr.	1,9	1,2	4,7	8,0	4,1	3,0	2,8	3,0
Inflacja HICP – strefa euro	% r/r, śr.	1,2	0,3	2,6	8,4	5,5	2,4	2,1	1,6
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	4,50	3,75	3,25
SOFR ON	%, k.o.	-	-	-	-	5,38	4,49	3,75	3,15
Obligacje USA 10L	%, k.o.	1,92	0,91	1,51	3,88	3,88	4,57	4,00	3,85
Stopa depozytowa EBC	%, k.o.	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	4,00	3,00	2,00	2,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	2,05	2,05
Obligacje GER 10L	%, k.o.	-0,19	-0,58	-0,19	2,56	2,02	2,36	2,65	2,50
Stopa SNB	%, k.o.	-0,75	-0,75	-0,75	1,00	1,75	0,50	0,00	0,00
SARON	%, k.o.	-	-	-	-	1,46	1,28	0,12	-0,05
USD/EUR	USD, k.o.	1,12	1,22	1,14	1,07	1,10	1,04	1,15	1,10
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	64,1	42,3	70,6	100,0	82,6	80,7	69,4	66,3

% 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 (gł. 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

2025-11-26

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	3,2	3,3	3,7	3,5	3,4	3,5	3,8	4,0
Popyt krajowy	% r/r	4,3	4,1	4,4	4,2	3,6	3,8	4,0	4,2
Spożycie indywidualne	% r/r	2,5	4,4	3,7	3,6	3,4	3,3	3,4	3,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,4	-0,7	4,4	6,9	4,9	7,4	9,1	10,1
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-1,1	-0,8	-0,7	-0,6	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,7	-0,8	-0,6	-0,5	-0,3	-0,4	-0,5	-0,7
	mld EUR	-1,2	-0,6	-2,4	-0,2	0,1	-1,5	-2,7	-2,8
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5,3	5,2	5,6	5,9	6,2	5,8	5,8	5,9
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,2
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	10,0	8,8	8,4	8,0	7,3	7,2	7,1	6,8
	% r/r, real.	4,9	4,5	5,3	5,0	4,6	4,2	4,4	4,2
Inflacja CPI	% r/r, śr.	4,9	4,1	3,0	2,8	2,6	2,8	2,6	2,5
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	3,6	3,4	3,2	3,0	3,0	2,7	2,6	2,5
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	5,75	5,25	4,75	4,25	4,00	3,75	3,50	3,50
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	6,25	5,75	5,25	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	5,25	4,75	4,25	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00
WIBOR 3M	%, k.o.	5,84	5,23	4,72	4,15	4,05	3,80	3,55	3,55
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	5,00	4,53	4,19	4,05	3,90	3,75	3,60	3,50
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	5,33	4,92	4,84	4,65	4,50	4,40	4,30	4,25
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	5,71	5,49	5,46	5,25	5,15	5,05	5,00	4,90
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,18	4,24	4,27	4,25	4,25	4,28	4,30	4,30
PLN/USD	PLN, k.o.	3,86	3,62	3,63	3,70	3,73	3,80	3,86	3,91
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,39	4,53	4,56	4,57	4,56	4,58	4,59	4,57

założenia zewnętrzne		1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26
PKB – USA	% r/r	2,0	2,1	1,8	1,6	2,0	1,3	1,3	1,4
PKB – strefa euro	% r/r	1,6	1,5	1,3	1,2	0,9	1,0	1,1	1,2
PKB – Chiny	% r/r	5,4	5,2	4,8	4,4	4,3	4,2	4,1	4,1
Stopa funduszy federalnych Fed*	%, k.o.	4,50	4,50	4,25	3,75	3,50	3,25	3,25	3,25
SOFR ON	%, k.o.	4,41	4,45	4,24	3,75	3,45	3,15	3,15	3,15
Obligacje USA 10L	%, k.o.	4,21	4,23	4,15	4,00	3,90	3,85	3,85	3,85
Stopa depozytowa EBC	%, k.o.	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05
Obligacje GER 10L	%, k.o.	2,74	2,60	2,71	2,65	2,55	2,50	2,50	2,50
Stopa SNB	%, k.o.	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
SARON	%, k.o.	0,41	0,17	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05
USD/EUR	USD, k.o.	1,08	1,18	1,17	1,15	1,14	1,13	1,12	1,10
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	75,7	67,7	69,0	65,2	65,0	65,0	66,0	69,0

% 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.

2025-11-26

Klauzula poufności: BOŚ jawne