

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

19 lutego 2025 r.



Polityka handlowa USA – nie ma tragedii, niepewność pozostała

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

- Napływające na przełomie 2024 i 2025 roku dane z wskazały na stabilną sytuację światowej gospodarki ze zmniejszającym się zróżnicowaniem sektorowym (usługi vs. przemysł) i regionalnym (USA vs. strefa euro). Do oceny tych danych należy jednak podchodzić ostrożnie, gdyż poprawa wyników przemysłu może być wynikiem okresowego wzrostu popytu wynikającego z obaw przed wzrostem protekcjonizmu w globalnym handlu, a nie trwalszego ożywienia.
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wdrożone dotychczas działania administracji prezydenta Donalda Trumpa (m.in. w obszarze polityki handlowej) są mniej radykalne wobec zapowiedzi z okresu kampanii prezydenckiej. Obraz polityki gospodarczej USA z ostatnich tygodni wspiera zakładany przez nas scenariusz umiarkowanego wzrostu protekcjonizmu w handlu zagranicznym, niemniej ryzyko dla tego założenia pozostaje podwyższone, w szczególności w kontekście najistotniejszych dla polskiej gospodarki relacji USA – UE.
- Nadal skąpe informacje nt. ewentualnego planu pokojowego Rosja – Ukraina nie pozwalają na ocenę średnioterminowych perspektyw rynkowych oraz gospodarczych dla UE. Kluczowe kwestie będą dotyczyły stabilności geopolitycznej Ukrainy i regionu Europy Środkowo-Wschodniej, cen surowców oraz procesów migracyjnych.
- Choć tempo dezinflacji w gospodarkach rozwiniętych spowolniło, to zakładając dalsze lekkie osłabienie koniunktury i stopniowe obniżenie dynamiki cen usług w USA oczekujemy, że w II połowie roku Fed powróci do cyklu stopniowych obniżek stóp. Z kolei wyzwania gospodarcze strefy euro i silniejszy spadek dynamiki wynagrodzeń wspierają kontynuację bieżącego cyklu rozluźniania polityki pieniężnej EBC.
- Ograniczony potencjał dla przyspieszenia wzrostu aktywności gospodarki niemieckiej implikuje prognozę jedynie umiarkowanego wzrostu polskiego eksportu oraz poprawy sytuacji krajowego sektora przemysłowego. Kluczowe dla przyspieszenia tempa wzrostu PKB do prognozowanych 3,3% w całym 2025 r. jest uniknięcie gwałtownej eskalacji protekcjonizmu w globalnym handlu oraz stopniowe przyspieszenie krajowych inwestycji publicznych wraz z sukcesywnym uruchamianiem projektów współfinansowanych ze środków UE.
- W 2025 r. oczekujemy dalszego stopniowego spadku inflacji bazowej, w warunkach zakładanego wolniejszego wzrostu kosztów pracy. Jednak to decyzje administracyjne w obszarze cen nośników energii będą kluczowym czynnikiem kształtującym ścieżkę inflacji w 2025 r. Przy założeniu odmrożenia cen energii od października, ale jednocześnie obniżeniu przez URE stawek taryfowych na energię elektryczną dla gospodarstw domowych oczekujemy, że po ponad 5-procentowej inflacji w I połowie roku, na koniec roku CPI ukształtuje się w okolicach 4,0% r/r, po okresowym silniejszym spadku w III kw.
- Oczekujemy, że w lipcu RPP rozpocznie tegoroczny cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Do końca roku oczekujemy obniżenia stóp o 75 pkt baz.



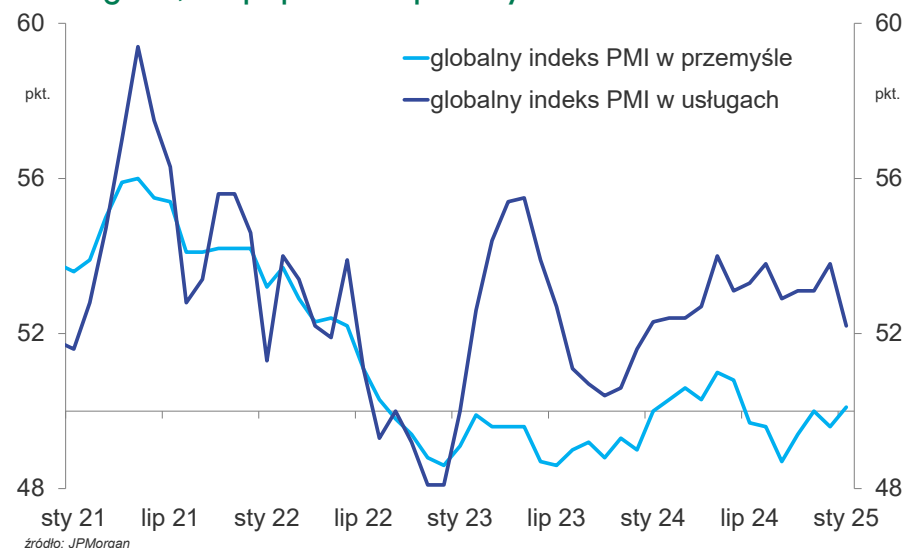
Stabilna sytuacja gospodarki globalnej na przełomie 2024 i 2025 roku...

- Choć na przełomie roku indeks globalnej koniunktury nieco osłabił się, to generalny obraz sytuacji jest pozytywny, przy wciąż solidnej koniunkturze światowej oraz ograniczeniu zróżnicowania sektorowego (lekka poprawa w przemyśle) oraz regionalnego (poprawa koniunktury w strefie euro).
- Lepsze wyniki przemysłu, w tym wyraźna poprawa subindeksu zamówień eksportowych może sygnalizować długo oczekiwane silniejsze i trwalsze ożywienie w globalnym przemyśle i handlu.
- Z drugiej strony nie można wykluczyć, że wzrost aktywności w handlu międzynarodowym jest tylko okresowym efektem wzrostu popytu w obawie przed wzrostem protekcjonizmu w globalnym handlu. Choć widzimy potencjał dla cyklicznego ożywienia koniunktury, to do tych danych podchodzimy ostrożnie. Dopiero struktura PKB w I kw. w głównych gospodarkach da więcej informacji nt. czynników stymulujących tę poprawę i da podstawę do oceny jej trwałości.

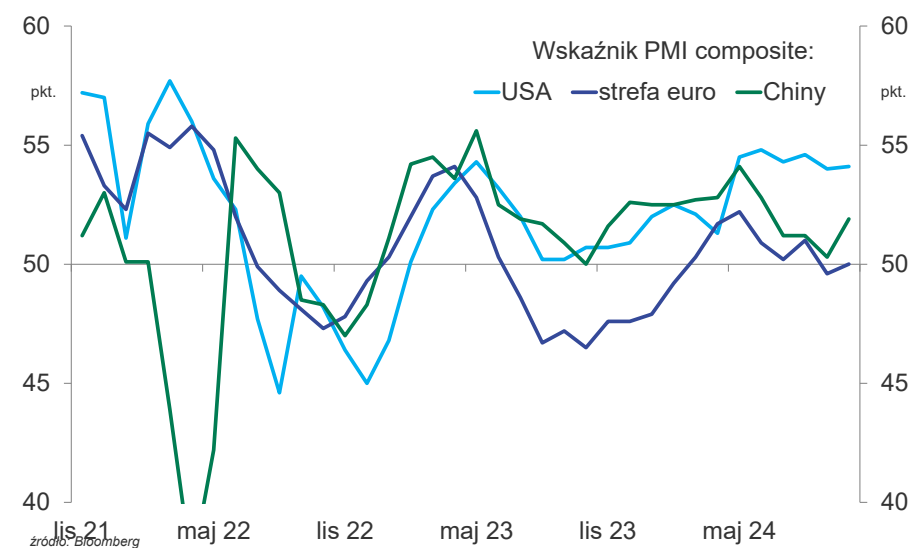
2025-02-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

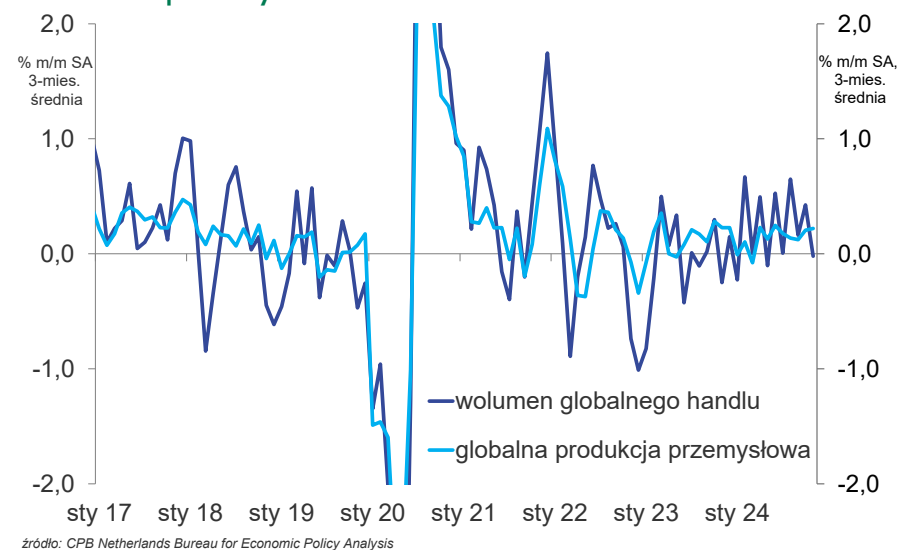
Na przełomie roku słabsza globalna koniunktura w usługach, ale poprawa w przemyśle...



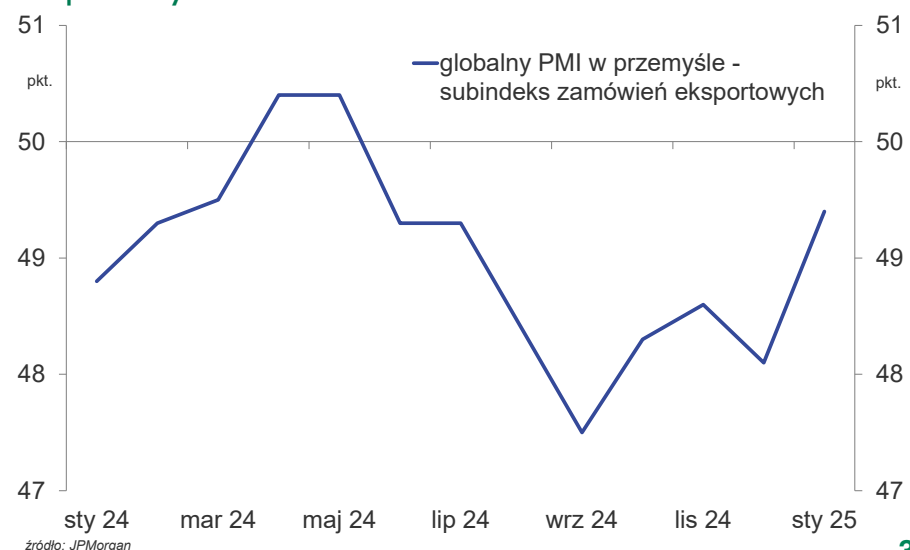
...także nieco mniejsze zróżnicowanie regionalne



Nieznacznie lepsze dane nt. aktywności w globalnym handlu i przemyśle...



...oraz poprawa z niskiego poziomu wskaźników zamówień eksportowych





...ale niepewność dot. globalnej polityki handlowej pozostaje czynnikiem ryzyka...

- Dotychczasowe zapowiedzi prezydenta Trumpa ograniczają, zgodnie z naszymi założeniami, ryzyko skrajnego scenariusza gwałtownych zmian w polityce handlowej. Póki co, skala wzrostu ceł na import z Chin jest zdecydowanie mniejsza wobec zapowiedzi z kampanii wyborczej. Ogłoszone powszechne cła dotyczą tylko stali i aluminium i w kolejnych tygodniach będą trwały negocjacje poszczególnych państw z USA. Działania odwetowe Chin także jak dotąd są ograniczone.

- Z drugiej strony wprowadzenie ceł dot. Kanady, Meksyku i Kolumbii a potem ich szybkie odwołanie / zawieszenie, potwierdza, że cła będą nie tylko narzędziem polityki handlowej, ale także instrumentem nacisku USA na inne kraje.

- Jakkolwiek nasze założenie uniknięcia eskalacji „wojny handlowej” zyskuje na prawdopodobieństwie, to zwiększa się także wskazywane ryzyko, że przedłużająca się niepewność dot. ostatecznych rozwiązań może negatywnie wpływać na nastroje firm, na ograniczenieżywienia inwestycji i zatrudnienia.

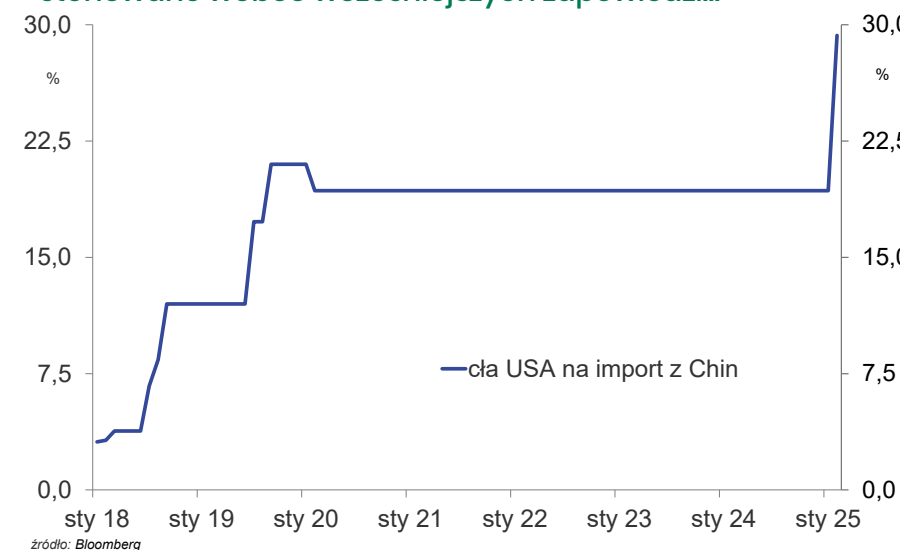
2025-02-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

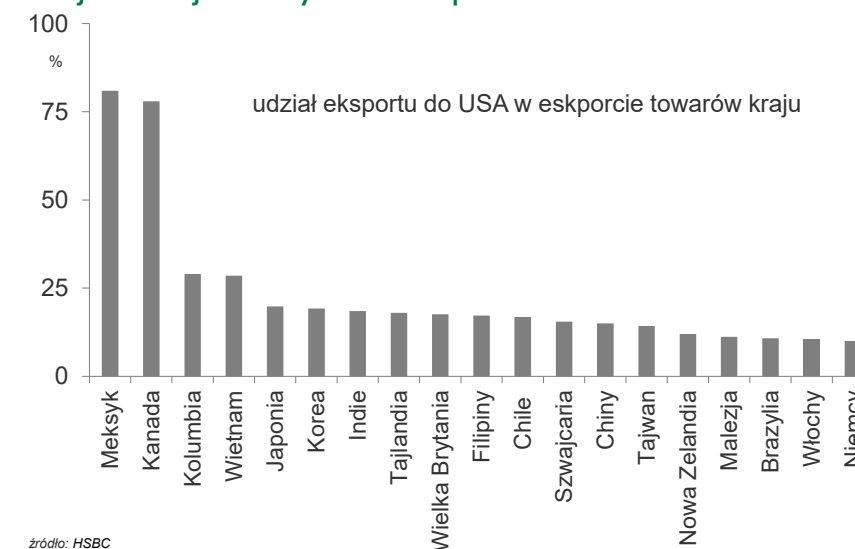
Decyzje handlowe administracji USA zaskoczyły...

USA - Chiny	03.02.2025	dodatkowe cła w wysokości 10% na towary importowane z Chin
	10.02.2025	cła w wysokości 15% na import węgla i LNG z USA
	10.02.2025	cła w wysokości 10% na grupę towarów importowanych (m.in. ropa, samochody ciężarowe, maszyny rolnicze)
USA - Kanada		postępowanie antymonopolowe Chin ws. firmy Google, dodanie dwóch amerykańskich spółek na „listę podmiotów niezaufanych”; skargę na decyzję USA do WHO, rozszerzenie kontroli eksportu o kolejne minerały krytyczne (m.in. wolfram)
	wprowadzone 03.02.2025	cła w wysokości 10% na import z Kanady towarów produktów naftowych
	zawieszone na 30 dni	cła w wysokości 25% na import z Kanady pozostałych produktów
USA - Meksyk		cła w wysokości 25% na grupę towarów importowanych z USA
		cła w wysokości 25% na import towarów z Meksyku
USA - świat		zapowiedź ceł odwetowych na towary importowane z USA
	12.03.2025	cła w wysokości 25% na import stali i aluminium

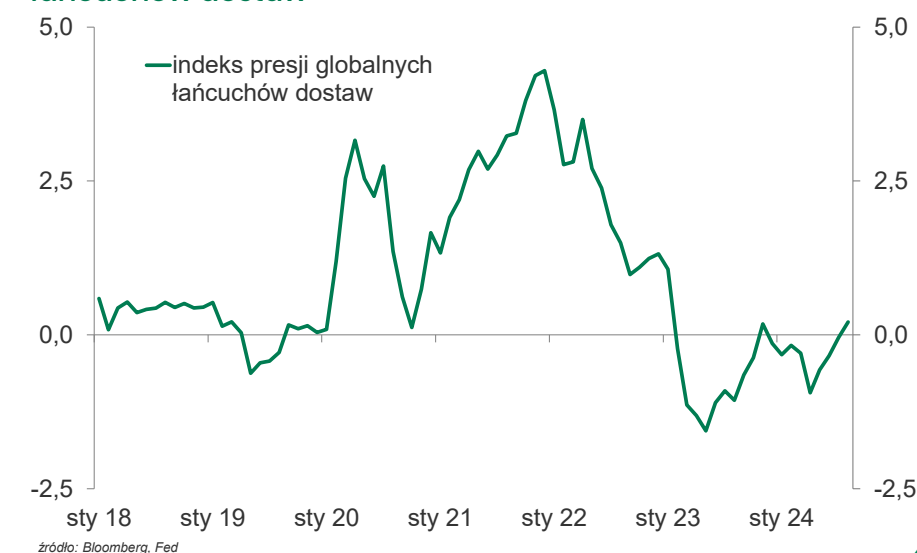
...w przypadku relacji z Chinami decyzje bardziej stonowane wobec wcześniejszych zapowiedzi...



...są ważnym narzędziem nacisku USA wobec państwa najbardziej zależnych od eksportu do USA...



...na razie bez istotnego wzrostu ryzyka dla globalnych łańcuchów dostaw





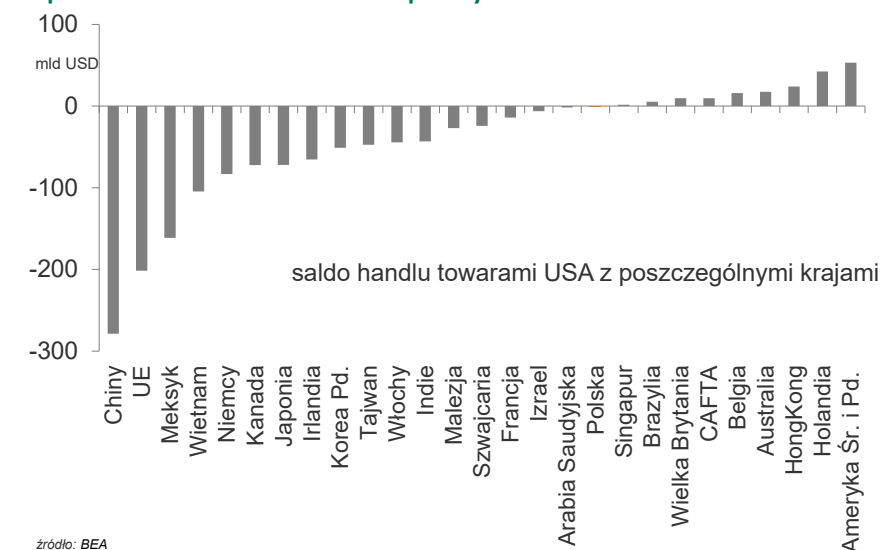
...niższe ryzyko skrajnych scenariuszy dla Chin, wciąż sporo niepewności co do przyszłych relacji USA – UE

- Skala nierównowagi handlowej USA vs. pozostałe gospodarki oraz rywalizacja geopolityczna będą zapewne determinować relacje handlowe USA z resztą świata. Z tego względu oczekujemy dalszego zaostrzenia relacji z Chinami, a dotychczasowe decyzje interpretujemy jako bardziej ostrożne działania rozłożone w czasie. Takie założenie jest pozytywne przede wszystkim dla gospodarki Chin, ale także ogranicza ryzyka zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw, co ogranicza ryzyko dla gospodarki globalnej.
- Prezydent Trump podpisał rozporządzenie ws. planu wprowadzenia wzajemnych ceł przez USA adresujących nieuczciwe praktyki innych państw w relacjach handlowych z USA (wskazano wyższe cła a także inne bariery, np. podatek od usług cyfrowych, czy podatek VAT). Wyniki przeglądu mają być zaprezentowane 1 kwietnia.
- Istotnym, szczególnie z punktu widzenia gospodarki krajowej, czynnikiem niepewności pozostaje kształtowanie polityki handlowej USA względem UE. W dotychczasowych wypowiedziach prezydent Trump kilkakrotnie zapowiedział nałożenie ceł na import z UE.
- Na obecnym etapie nie jest możliwa ocena ryzyka z tego tytułu dla UE. Według ośrodków analitycznych, różnica średniej stawki ceł w relacjach USA – UE jest niewielka (1,4 pkt proc. na niekorzyść USA). Jednocześnie jednak w poszczególnych grupach produktów oraz uwzględniając wielkość wymiany handlowej w poszczególnych grupach towarów, te różnice są już bardzo istotne, w szczególności w sektorze motoryzacji.
- W dalszym ciągu uważamy, że scenariusz trwałego, znaczącego (co do zakresu przedmiotowego oraz skali stawek) podwyższenia ceł na import z UE jest mniejszościowy. Bardziej prawdopodobne wydaje się wykorzystanie narzędzi polityki handlowej jako instrumentu negocjacji, co może wpływać na okresowe zaostrzenie relacji handlowych i wpływać negatywnie na sytuację europejskich eksporterów. Jako bardziej prawdopodobny kanał poprawy wyniku handlowego USA – UE widzimy docelowe zwiększenie importu amerykańskich surowców energetycznych i uzbrojenia do UE.

2025-02-19

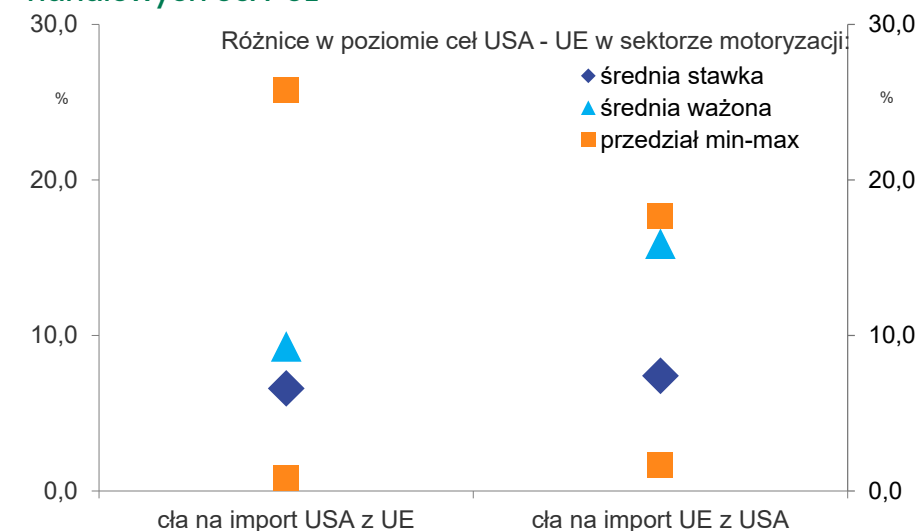
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Nierównowaga handlowa z Chinami zapewne pozostanie kluczowa dla polityki USA...



źródło: BEA

...dla polskiej gospodarki kluczowe decyzje dot. relacji handlowych USA-UE



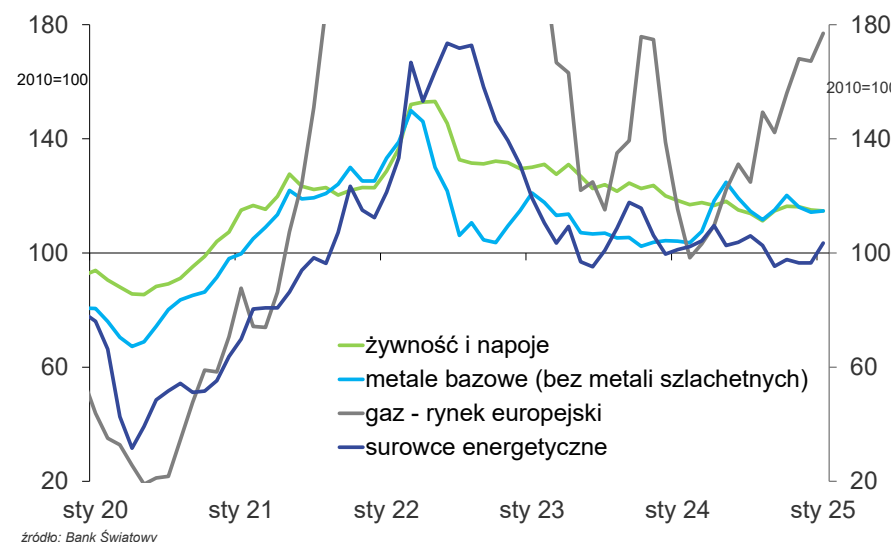
źródło: JP Morgan



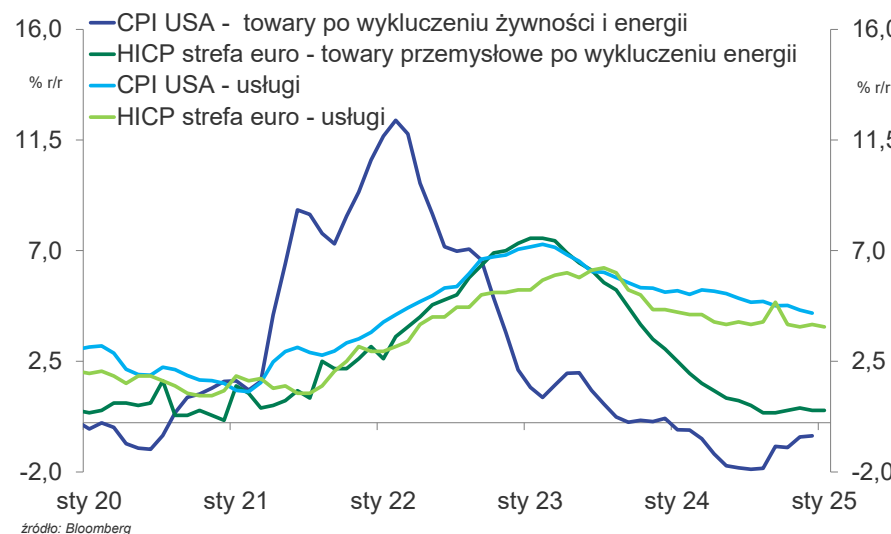
Polityka handlowa USA dodatkowym czynnikiem ograniczającym dezinflacyjny wpływ cen towarów, oczekiwane obniżenie dynamiki cen usług

- Podtrzymujemy oczekiwania, że w bazowym scenariuszu polityka handlowa USA nie wpłynie istotnie na ceny surowców.
- Z kolei ograniczeniu presji na ceny surowców energetycznych będą zapewne podporządkowane decyzje geopolityczne i wewnętrzne (sektorowe).
- Choć nie oczekujemy istotnego wzrostu presji inflacyjnej z tytułu polityki handlowej USA (przy założeniu ograniczonej skali wzrostu ceł), to niewątpliwie postępujący wzrost protekcjonizmu będzie kolejnym czynnikiem ograniczającym dotychczasowy trend dezinflacji cen towarów (w obszarze cen surowców i cen towarów podlegających wymianie międzynarodowej).
- Kluczowe dla kontynuacji dezinflacji będą zatem silniejsze dostosowania w zakresie cen usług, czego z kolei warunkiem jest dalsze stopniowe obniżenie dynamiki wynagrodzeń w gospodarkach rozwiniętych.

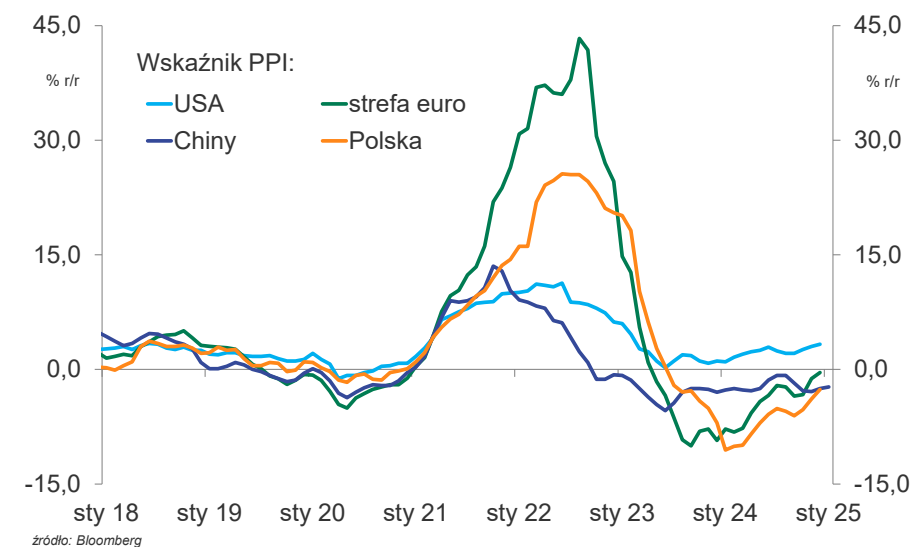
Podtrzymujemy założenie ograniczonego wpływu polityki handlowej USA na ceny surowców...



...dla dalszego spadku inflacji kluczowe będzie ograniczenie inflacji cen usług...



...a wygaśnięcie korekty cen surowców ograniczy dezinflację cen towarów...



...przy założeniu niższej dynamiki płac w krajach rozwiniętych





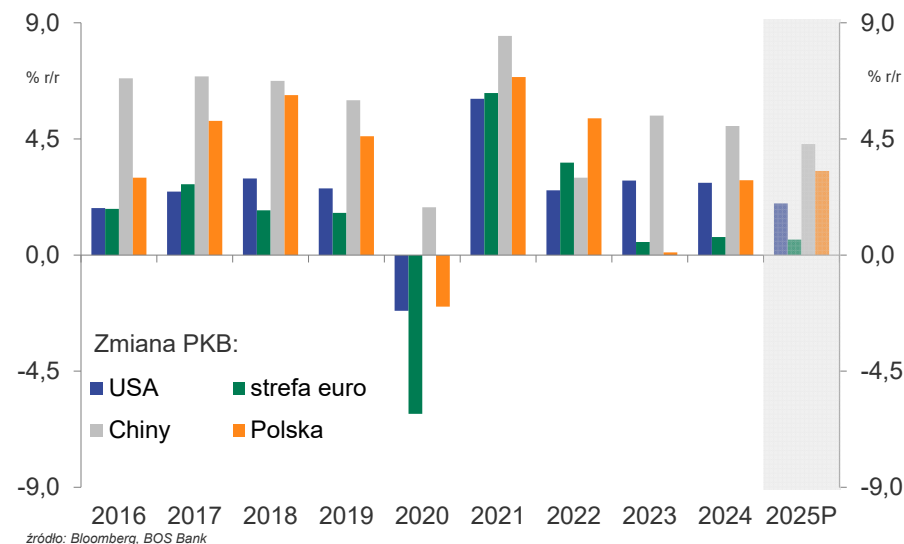
W 2025 r. oczekiwane łagodne spowolnienie aktywności w gospodarce globalnej

- W krótkim okresie możliwy jest okresowy wzrost popytu i obrotów w globalnym handlu w efekcie budowy zapasów przy wyższej niepewności. Niemniej w średnim okresie oczekujemy negatywnego wpływu zmian w polityce handlowej na gospodarkę globalną.
- W porównaniu do prognoz sprzed kwartału oczekujemy mniejszej skali spowolnienia gospodarki chińskiej. Taki scenariusz osłabia także negatywny wpływ spowolnienia Chin na strefę euro, niemniej utrzymuje się ryzyko dot. bezpośrednich relacji USA – EU, stąd i ryzyko dla prognoz pozostaje wysokie.
- Biorąc pod uwagę powyższe, założenie stabilnych cen surowców energetycznych oraz oczekiwany stopniowy spadek dynamiki wynagrodzeń oczekujemy kontynuacji dezinflacji, pomimo ryzyka wzrostu cen w handlu zagranicznym.
- W konsekwencji oczekujemy dalszego rozluźniania polityki pieniężnej Fed i EBC. Jednocześnie proces ten pozostanie stopniowy.

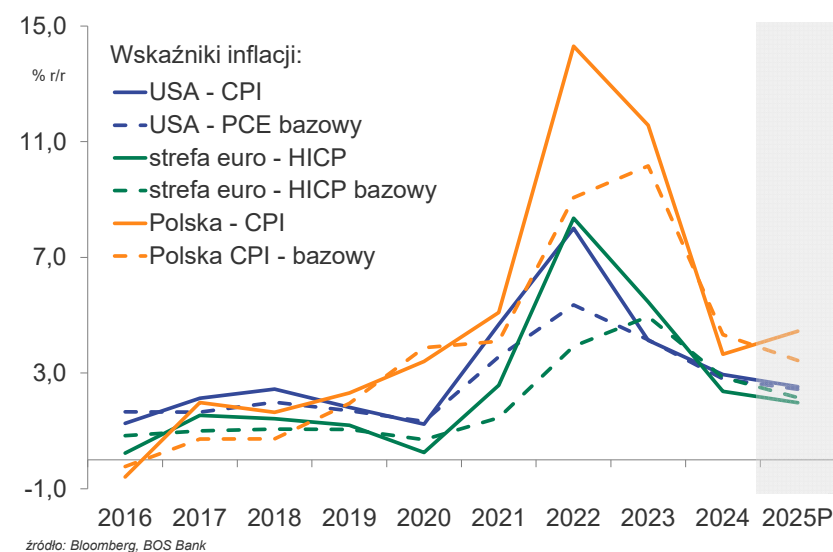
2025-02-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

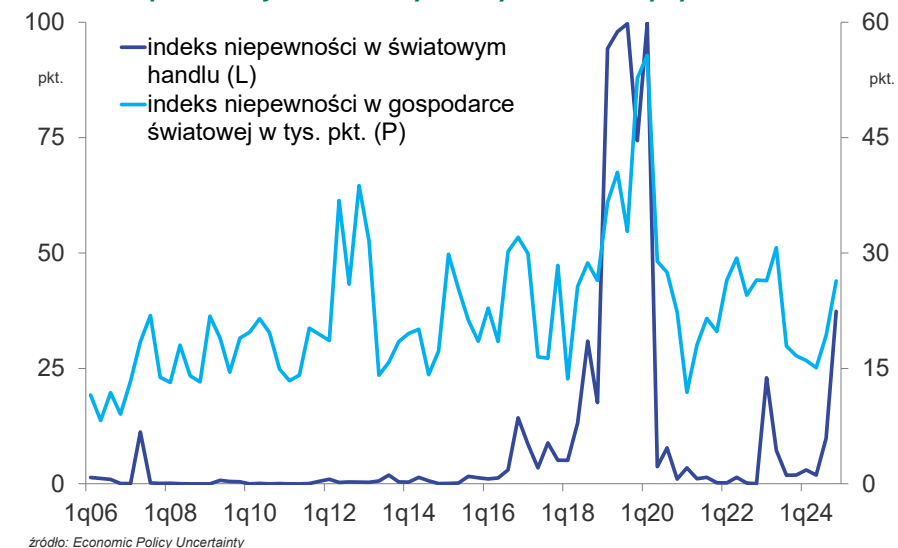
W 2025 r. oczekujemy umiarkowanego spowolnienia aktywności gospodarki globalnej...



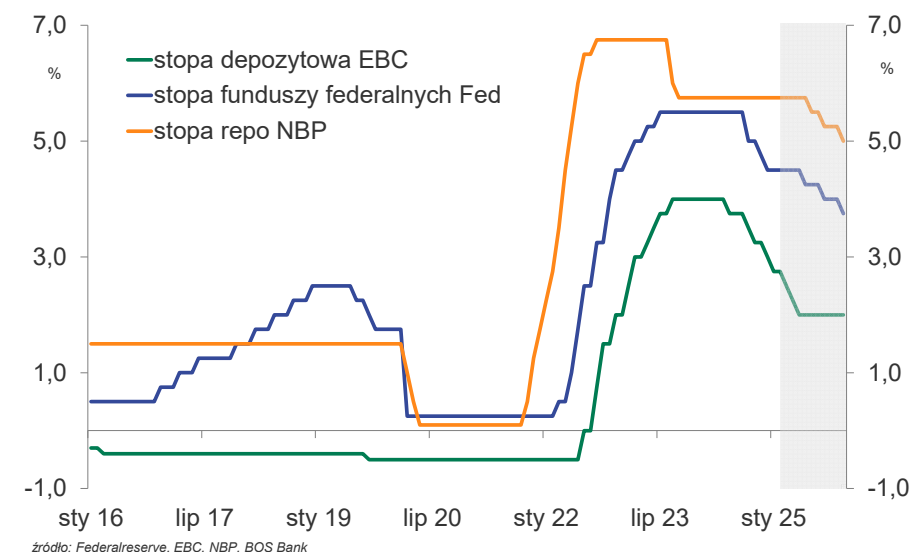
W 2025 r. dalszy stopniowy spadek inflacji...



...choć znaczący wzrost niepewności w globalnym handlu pozostaje kluczowym czynnikiem ryzyka



...powinien wspierać łagodzenie polityki pieniężnej





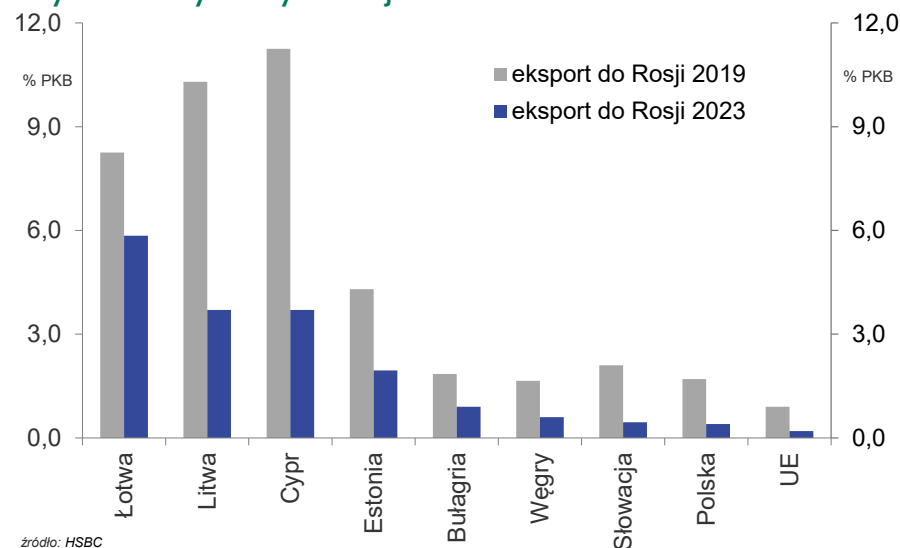
Prezydent Trump zapowiada szybkie zakończenie wojny w Ukrainie

- Prezydent Trump powołał zespół ds. zakończenia konfliktu w Ukrainie i wskazał na cel osiągnięcia porozumienia w kwietniu. Póki co brak jest precyzyjnych informacji nt. warunków pokoju, nie jest możliwa ocena średnioterminowych perspektyw Ukrainy, roli regionu Europy Śr.-Wsch. (EŚW) i UE w nowym porządku geopolitycznym. Brak tych informacji uniemożliwia ocenę średnioterminowych perspektyw rynkowych.
- Na tym etapie nie jest możliwa ocena, czy i w jakim tempie będą znoszone sankcje na Rosję, czy sytuacja na Ukrainie będzie na tyle stabilna, aby umożliwić bezpieczną odbudowę.
- Z punktu widzenia gospodarki całej UE relatywnie niewielkie znaczenie ma ewentualne ponowne otwarcie Rosji jako rynku zbytu. Kwestie o większym znaczeniu dla regionu EŚW i Polski to kształtowanie się cen surowców oraz sytuacja migracyjna. Ewentualne decyzje uchodźców dot. powrotu do Ukrainy będą wpływać m.in. na sytuację na rynku pracy w krajach UE.

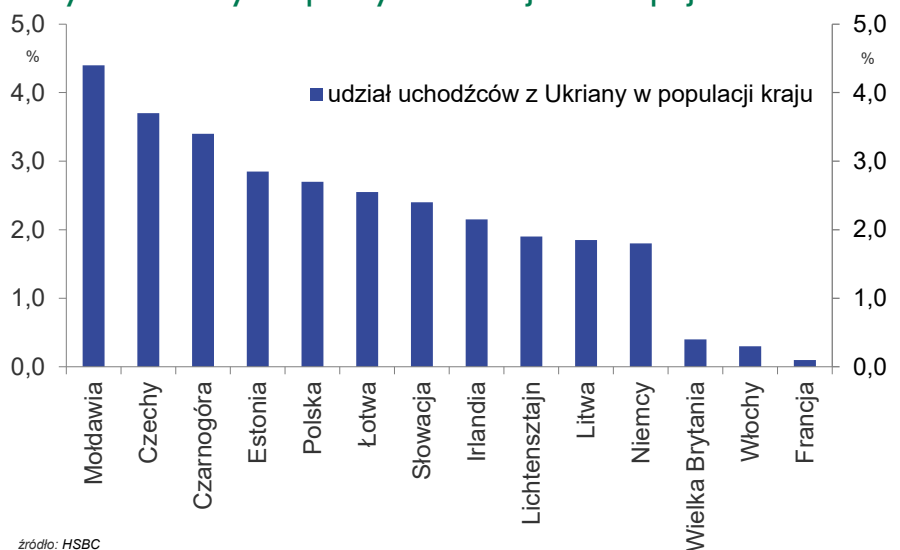
2025-02-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

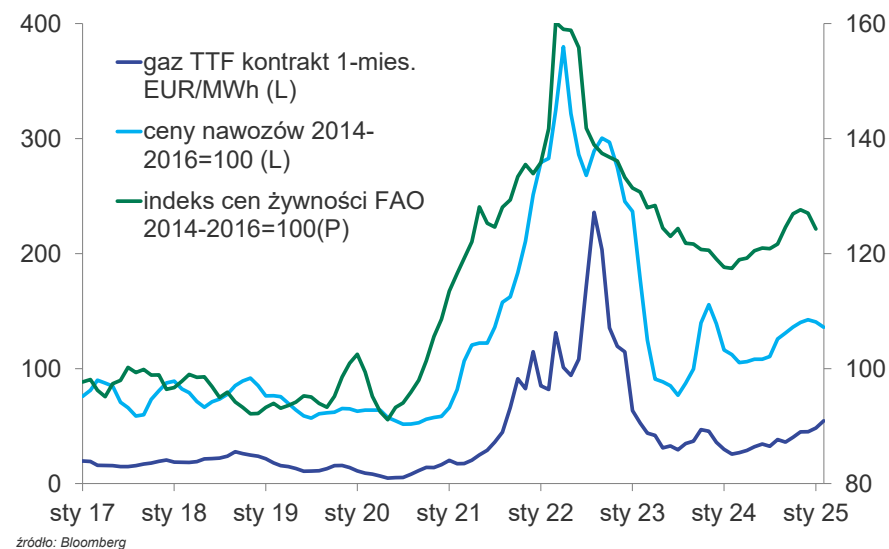
Ewentualne ponowne otwarcie rynku rosyjskiego istotne tylko dla wybranych krajów UE...



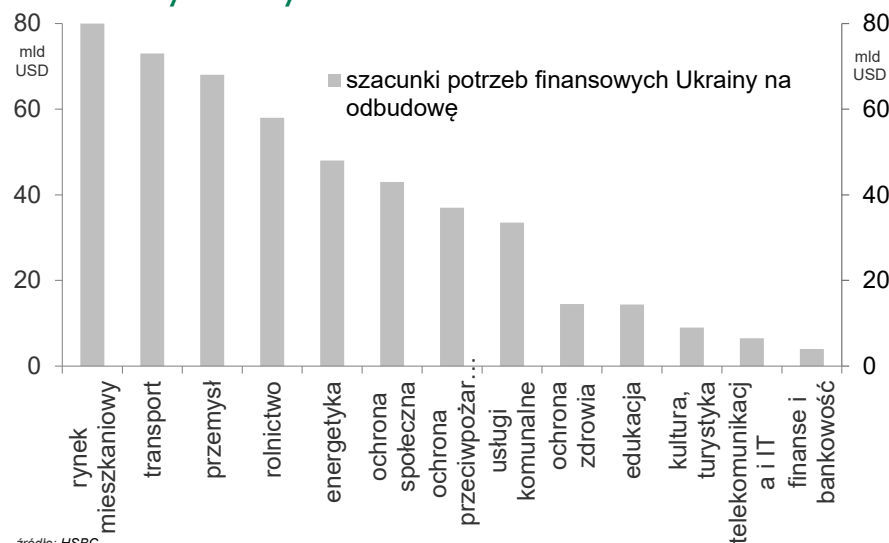
Ewentualne decyzje o powrocie uchodźców do Ukrainy wyzwaniem rynku pracy wielu krajów europejskich



...dużo ważniejsze kwestie związane są z importem i cenami surowców



Trudna ocena potencjalnych korzyści ekonomicznych z odbudowy Ukrainy



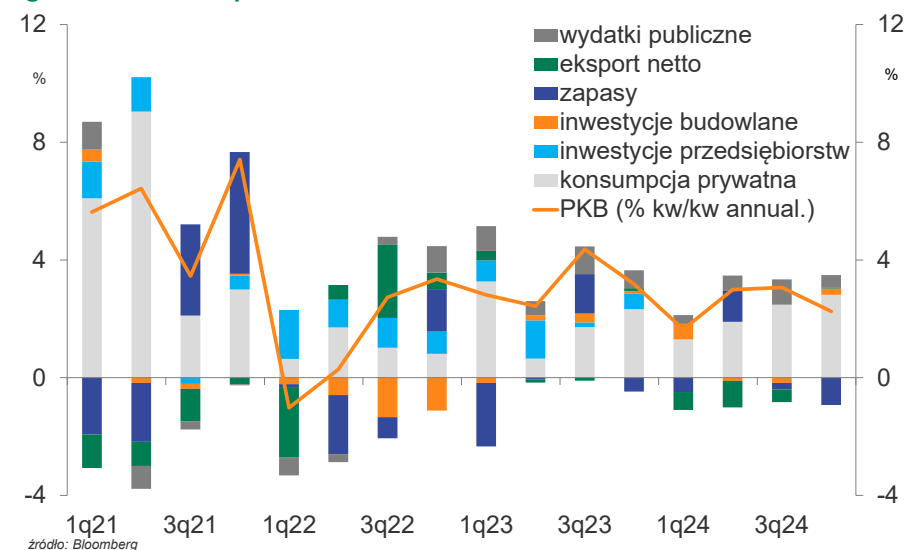


Mocna gospodarka USA w 2024 r., w 2025 r. oczekujemy łagodnego spowolnienia...

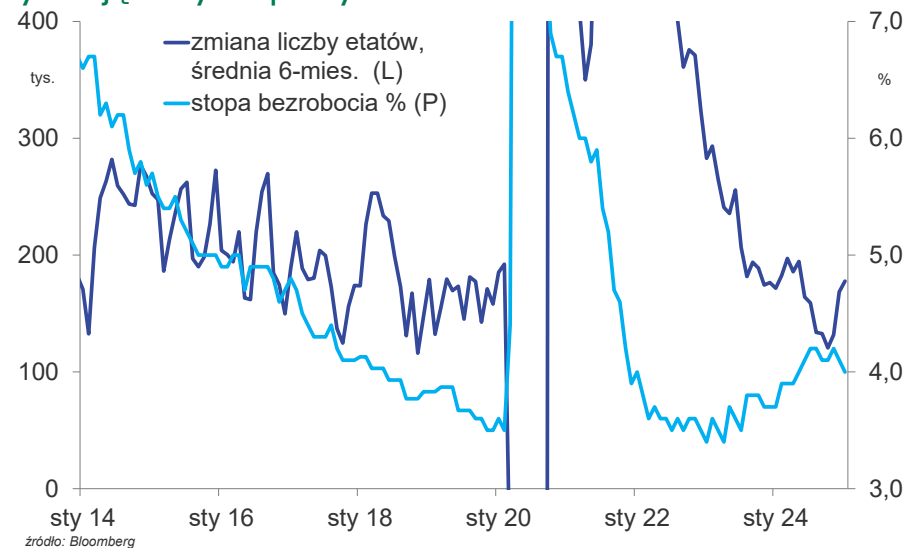
- Niższy wzrost PKB w IV kw. ub.r. gł. wynik z słabszej kontrybucji zapasów, co zapewne ma charakter okresowy. Wciąż mocno rośnie konsumpcja, słabiej z kolei inwestycje przedsiębiorstw.
 - Rynek pracy cały czas stabilizuje perspektywę wydatków konsumentów, choć w II poł. roku wyraźnie obniżyły się oszczędności gospodarstw domowych.
 - Wykluczając okresowe zmiany (wpływ huraganów), zatrudnienie pod koniec ub.r. rośnie (na tle historycznym) umiarkowanie, stopa bezrobocia lekko obniżyła się, pozostała jednak powyżej poziomów sprzed pandemii. Dynamika wynagrodzeń (ponad 4%) jest wyraźnie niższa niż I. 2022–2023, ale wciąż podwyższona. Z drugiej strony dane dot. skłonności pracowników do zmiany pracy oraz liczby wakatów, potwierdzają, że koniunktura rynku pracy jest dużo słabsza wobec szczytu z I. 2022–2023.
 - W 2025 r. oczekujemy łagodnego cyklicznego spowolnienia PKB do ok. 2,0%, przy wciąż ograniczonym wzroście inwestycji i łagodnym osłabieniu rynku pracy spowalniającym wzrost konsumpcji.
- 2025-02-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

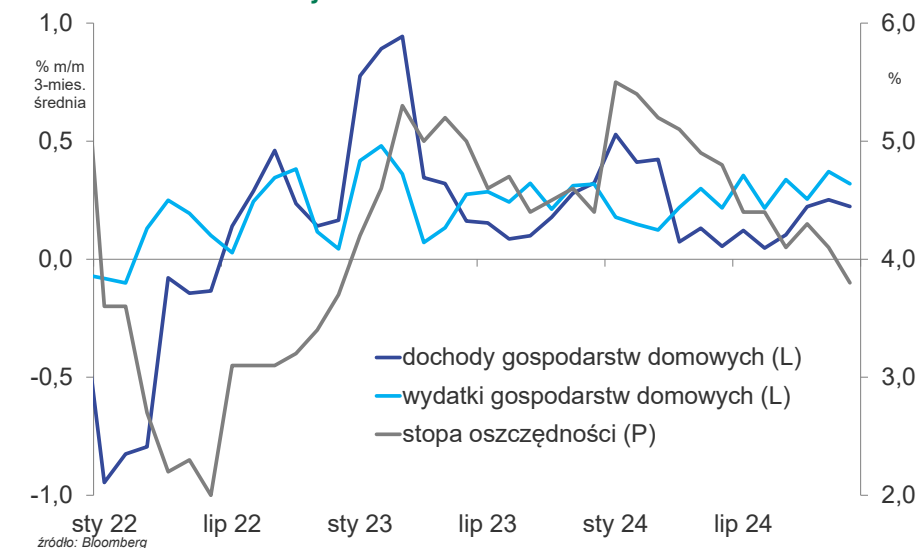
Pod koniec ub.r. niższa dynamika PKB gł. z tytułu ograniczenia zapasów...



...ale wciąż w głównej mierze stabilizowana stabilną sytuacją na rynku pracy...



...przy wciąż solidnym wzroście konsumpcji prywatnej, w części finansowanej oszczędnościami...



...choć koniunktura jest już wyraźnie słabsza wobec szczytu z I. 2022 – 2023

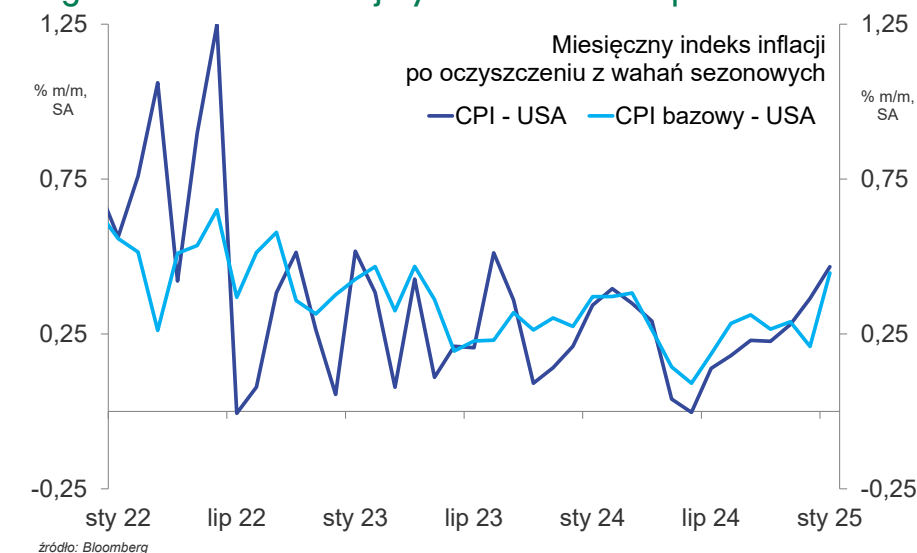




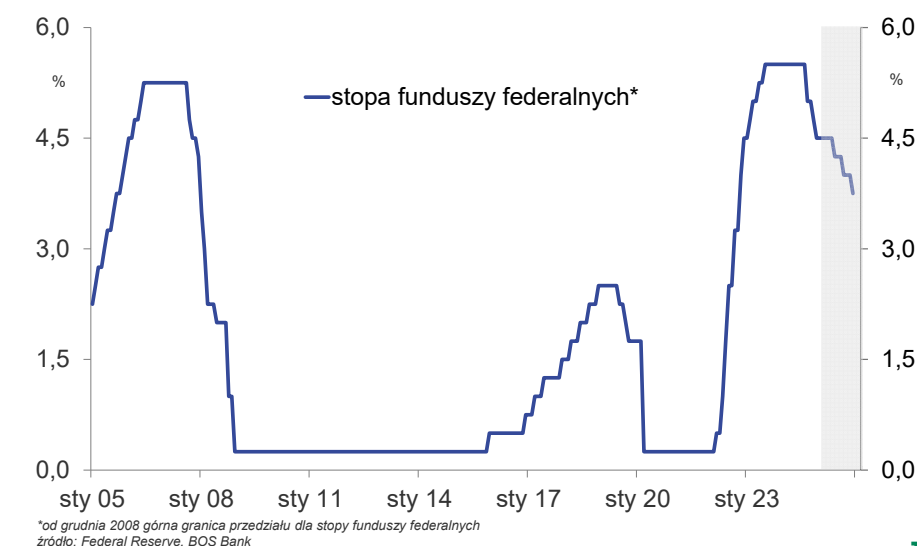
...i wolniejszego tempa łagodzenia polityki pieniężnej Fed

- Od września do grudnia 2024 r. komitet FOMC obniżył stopy procentowe łącznie o 100 pkt baz. Jednocześnie stabilne dane z rynku pracy oraz wolniejsza dezinflacja pod koniec ub.r. przełożyły się na zaostrzenie przekazu Fed w grudniu i stabilizację stóp na posiedzeniu styczniowym. W wypowiedziach na początku br. prezes Powell wskazywał na „brak pośpiechu” co do dalszych obniżek stóp.
- Po silniejszym styczniowym wzroście inflacji CPI, FOMC będzie oczekiwał przez dłuższy okres potwierdzenia prognozy spadku inflacji w średnim okresie. Bardziej wrażliwy komitet będzie na publikacje danych z rynku pracy.
- W bazowym scenariuszu oczekujemy redukcji stóp o kolejne 75 pkt baz. w br., choć w najbliższych miesiącach prawdopodobieństwo obniżki jest niskie. Oczekujemy, że w połowie br. FOMC powróci do cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, zakładając dalsze stopniowe wychłodzenie koniunktury na rynku pracy i powrót tendencji dezinflacyjnych w kategoriach usługowych.
- Cały czas uważamy, że zmiany w polityce gospodarczej USA w br. będą miały ograniczony wpływ na inflację. Wzrost protekcyjizmu, ograniczenie migracji oraz redukcje podatków mogą w średnim okresie oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji. Jednak ich wpływ na inflację będzie zależał od skali wdrożonych zmian (a jak dotychczas potwierdza się założenie większej ostrożności w porównaniu do zapowiedzi wyborczych), wydajności pracy, która w ostatnich kwartałach wyraźnie rośnie oraz wpływu zapowiadanej deregulacji na sytuację przedsiębiorstw. Ponadto, istotnym czynnikiem ograniczającym wzrost inflacji powinny być stabilne lub obniżające się ceny surowców energetycznych.
- Polityka gospodarcza nowej administracji w większym stopniu będzie wpływała na sytuację gospodarczą w dłuższym horyzoncie, co podwyższa ryzyko dla scenariusza obniżek stóp Fed w 2026 r.

Wyższa inflacja CPI obok koniunktury na rynku pracy argumentami za wolniejszymi obniżkami stóp Fed...



...od połowy br. oczekiwane dalsze, stopniowe obniżki stóp

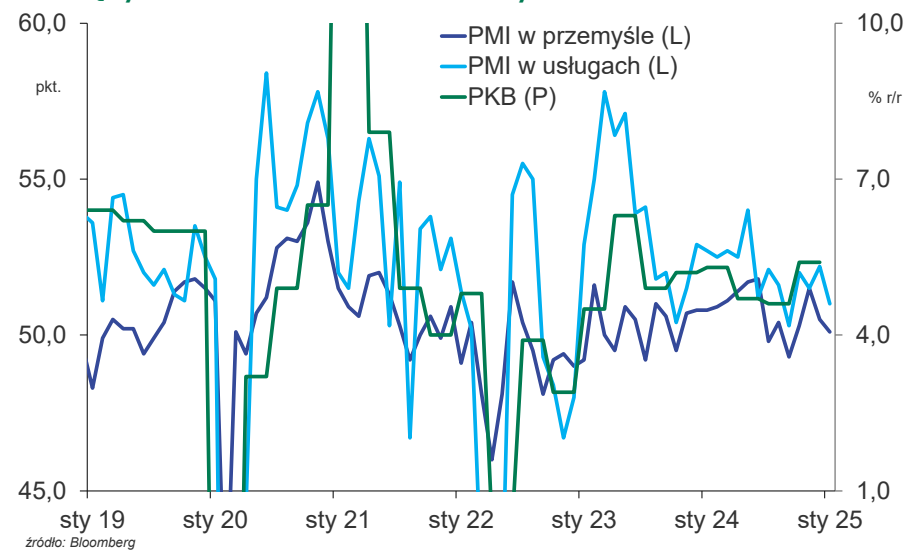




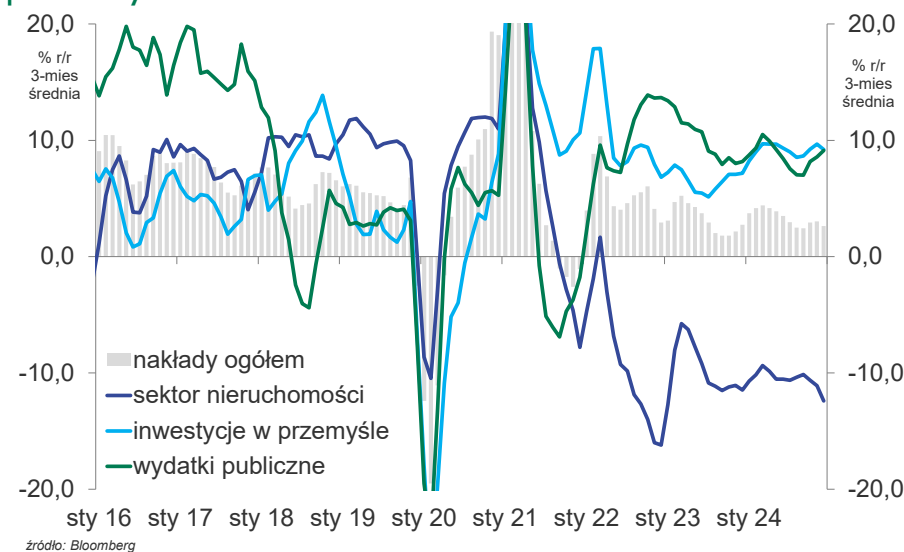
Mniej gwałtowny wzrost ceł USA korzystny dla perspektyw chińskiej gospodarki...

- Pod koniec ub.r. dynamika PKB wzrosła solidnie, przy silniejszym wzroście eksportu i wydatków publicznych (gł. inwestycji).
- Dane dot. wzrostu eksportu Chin pod koniec ub.r. należy interpretować ostrożnie, gdyż mogą być efektem okresowego wzrostu popytu zagranicznego w obawie przed wzrostem ceł USA na import z Chin.
- W minimalnym stopniu pod koniec ub.r. poprawiły się wyniki importu, przy wciąż słabym prywatnym popycie krajowym.
- W II poł. roku sytuacja na rynku nieruchomości pozostała bardzo słaba, a aktywność gospodarki pozostała silnie zależna od skali nakładów publicznych.
- Biorąc pod uwagę bieżące wyzwania krajowe w Chinach oraz negatywny wpływ zaostreżenia polityki handlowej USA oczekujemy spowolnienia aktywności w br. do 4,4%. Jednocześnie bardziej ostrożne działania administracji USA (wobec założeń z jesieni) są powodem lekkiej korekty w górę tej prognozy.

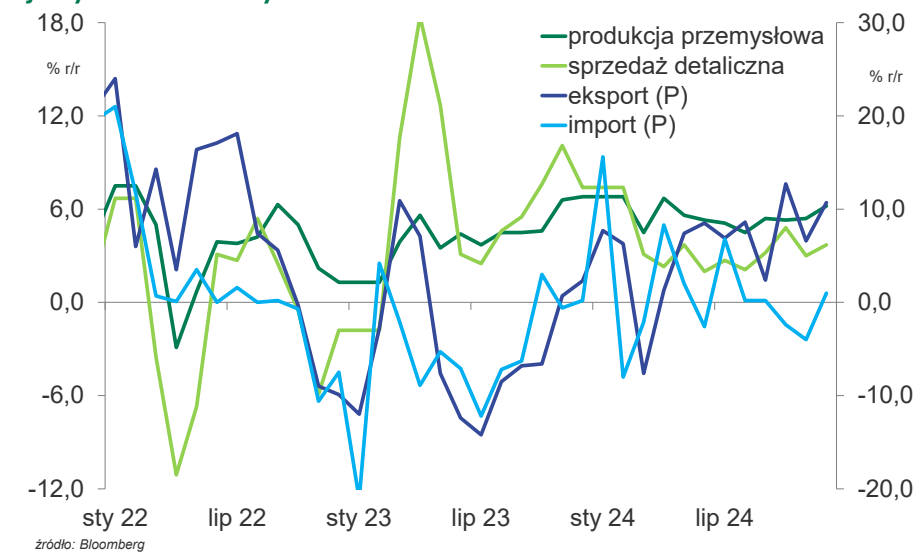
Pod koniec ub.r. wyższe tempo wzrostu PKB, pomimo słabnących wskaźników koniunktury....



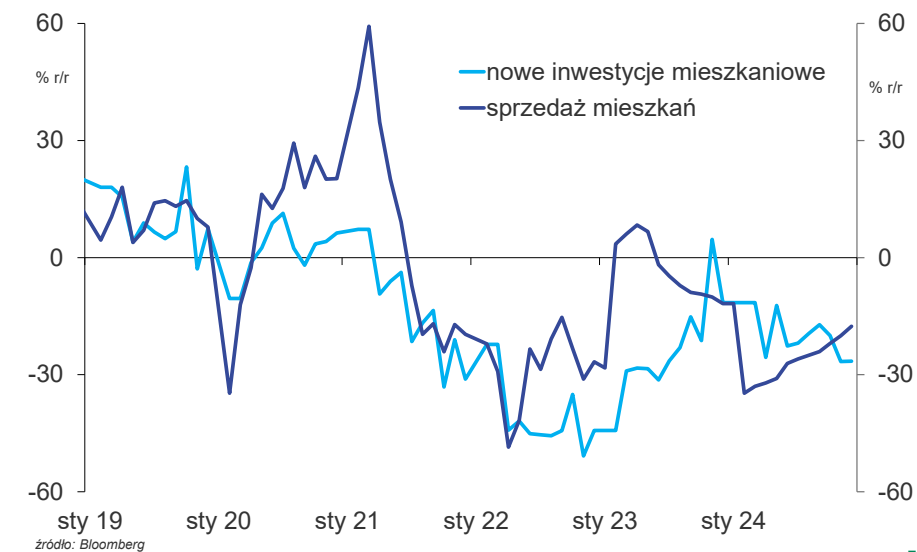
Nakłady inwestycyjne silnie zależne od wydatków publicznych....



...a silniejszy wzrost eksportu może mieć charakter jedynie okresowy



...przy wciąż silnej dekoniunkturze na rynku nieruchomości





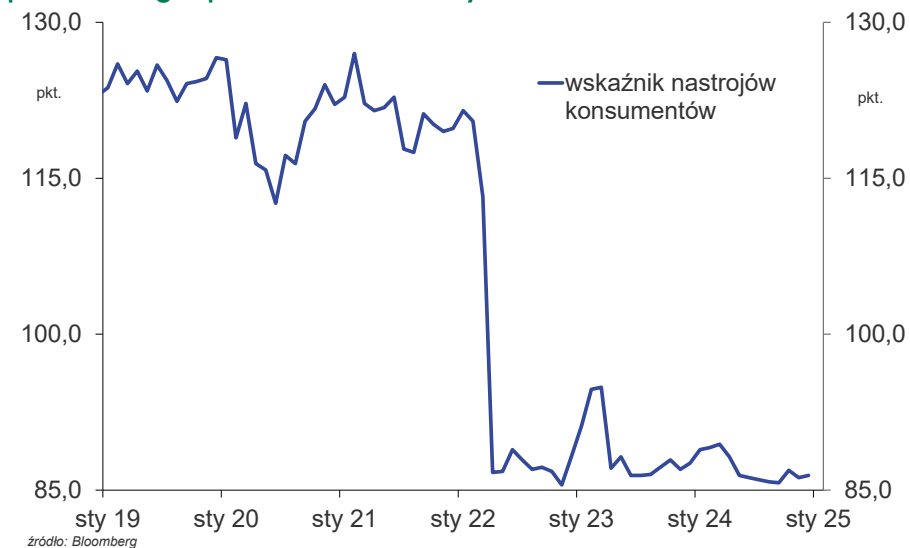
...dalsze wsparcie ze strony polityki gospodarczej pozostaje jednak konieczne

- W naszych prognozach cały czas zakładamy dalsze, silniejsze wsparcie krajowej polityki gospodarczej. Zgodnie z powszechnymi ocenami zewnętrznych ośrodków analitycznych dotychczasowe działania są niewystarczające, w szczególności w zakresie wsparcia rynku pracy i gospodarstw domowych.
- Prawdopodobny dalszy wzrost protekcjonizmu USA powinien stymulować władze do zwiększenia skali wsparcia publicznego gospodarki.
- Oczekujemy, że w najbliższych tygodniach ogłoszone zostaną kolejne działania w zakresie polityki gospodarczej, w tym dalszych obniżek stóp banku centralnego (w warunkach niskiej inflacji i słabych wskaźników monetarnych).
- Inaczej niż w I. 2016 – 2019, jako ograniczony należy uznać potencjał dla absorpcji szoku handlowego przez kanał kursowy, biorąc pod uwagę dotychczasowe osłabienie kursu juana wobec dolara i ograniczenie napływu kapitału zagranicznego w ostatnim czasie.

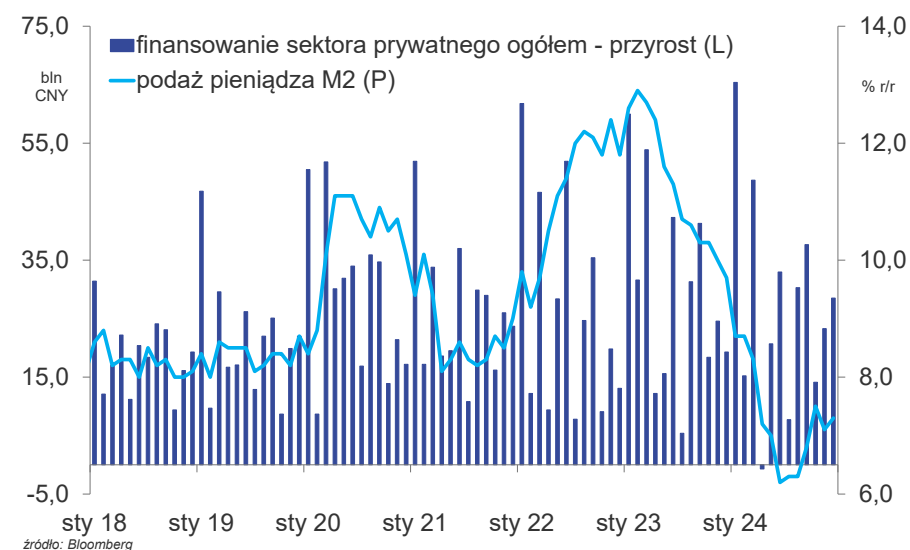
2025-02-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

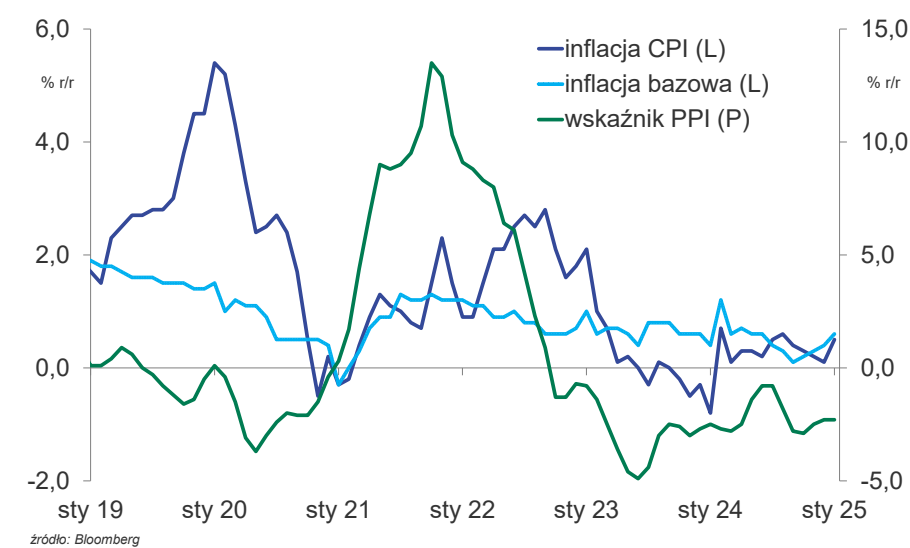
Dla ożywienia konsumpcji konieczne silniejsze wsparcie publiczne gospodarstw domowych



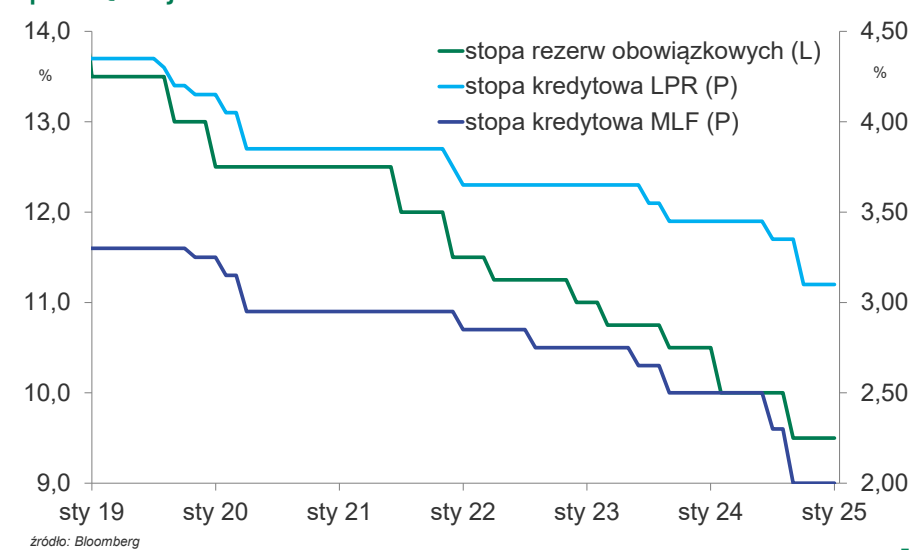
...i wciąż słabe dane monetarne ...



Niska inflacja



...przemawiają za dalszym lekkim poluzowaniem polityki pieniężnej





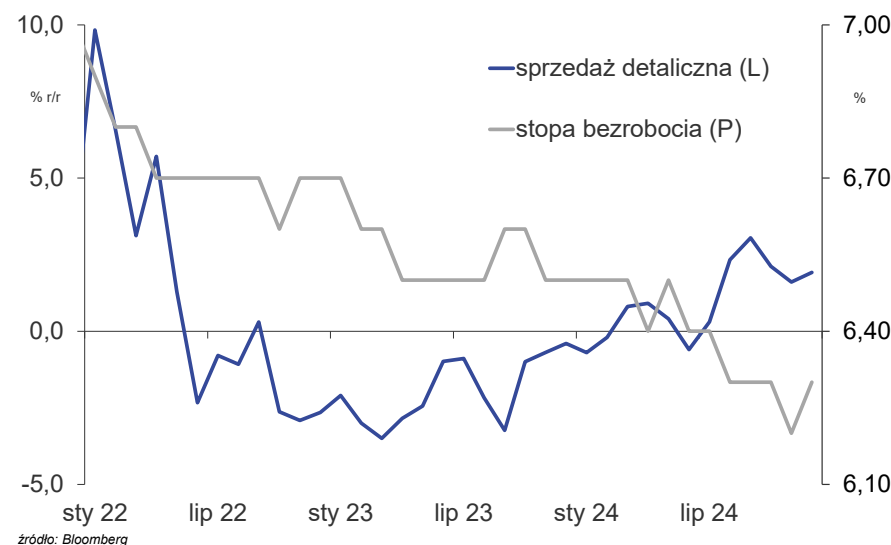
Wysoka niepewność co do relacji handlowych USA-UE negatywna dla strefy euro...

- Choć wzrost PKB w IV kw. w strefie euro zaskoczył negatywnie, to silniejsza poprawa wskaźników koniunktury, stabilne wyniki niemieckiego przemysłu to pozytywne sygnały. Jednocześnie podchodzimy ostrożnie do danych z przełomu roku, gdyż mogą one wynikać z okresowego wzrostu popytu w globalnym handlu w obawie przed wzrostem protekcjonizmu.
- Przy czynnikach cyklicznych (zapasy, inwestycje, konsumpcja) wspierających silniejsze ożywienie, perturbacje w globalnej polityce handlowej, a szczególnie przedłużająca się niepewność, ograniczają ten optymizm.
- Oczekujemy, że w br. dynamika PKB utrzyma się na poziomie z ub.r. 0,7%. Oczekujemy lekkiego przyspieszenia w Niemczech (+0,3%), po spadku PKB 0,2% w ub.r. i 0,1% w 2023 r. Ta prognoza zakłada brak znaczącego i trwałego podwyższenia ceł USA na import z krajów UE, co jest szczególnie istotne dla prognoz dla Niemiec, najsilniej zależnych od aktywności w globalnym handlu.

2025-02-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

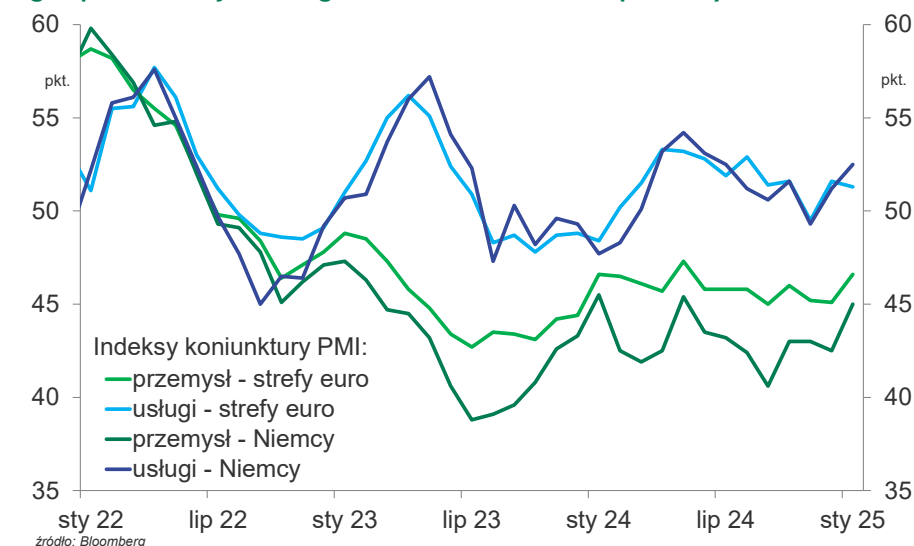
W II poł. ub.r. długo wyczekiwane ożywienie konsumpcji prywatnej



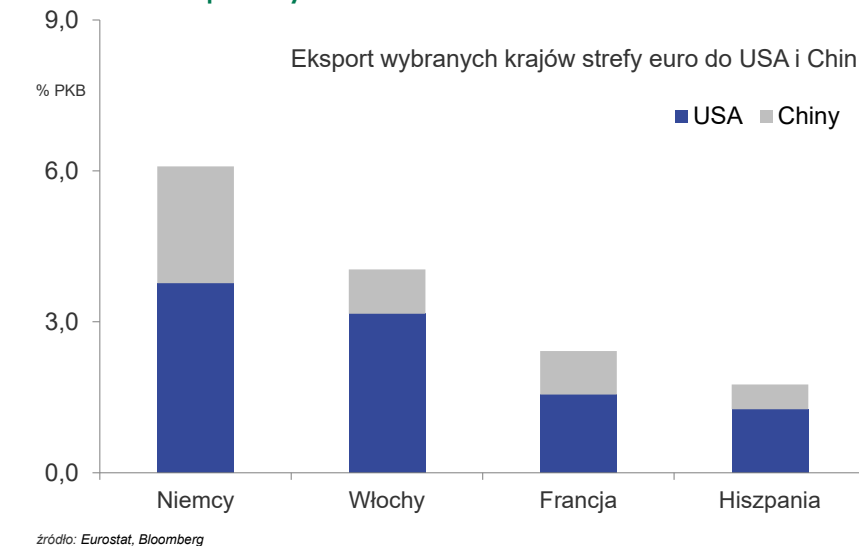
...choć niepewność dot. polityki handlowej w USA istotnym wyzwaniem dla silniejszego ożywienia



Na początku br. poprawa wskaźników koniunktury gospodarczej, szczególnie w niemieckim przemyśle...



W strefie euro Niemcy i Włochy najbardziej narażone na ewentualne podwyższenie ceł w USA

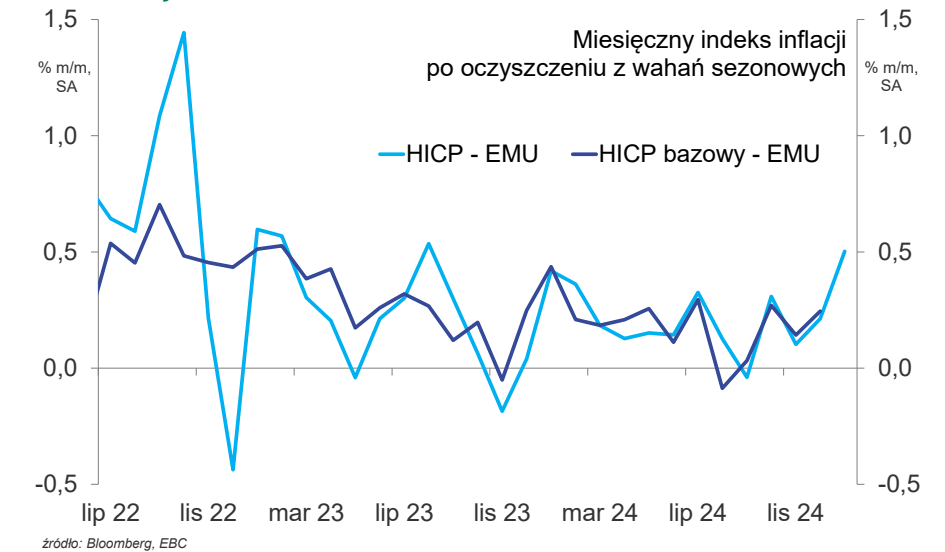




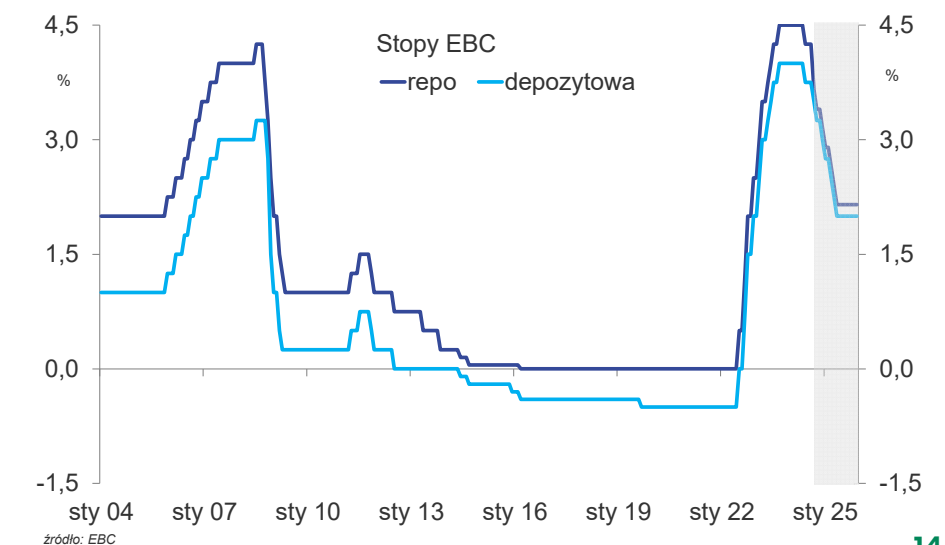
...co wzmacnia argumenty za kolejnymi obniżkami stóp EBC

- W 2024 r. EBC obniżył stopy procentowe łącznie o 100 pkt baz, przede wszystkim w reakcji na pogarszające się w trakcie roku dane ze sfery realnej przy jednocześnie postępującej dezinflacji i wzmocnieniu oczekiwań na spadek inflacji do celu EBC (2,0%) w perspektywie 2025 r. Te same przesłanki były powodem kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej na początku br. i redukcji stóp o 25 pkt baz. na posiedzeniu w styczniu.
- Choć na przełomie roku utrzymywała się podwyższona dynamika bieżących wynagrodzeń oraz inflacji cen usług, coraz więcej sygnałów silniejszego obniżenia dynamiki płac w I. 2025 – 2026 wspierało prognozy EBC silniejszego i trwalszego spadku inflacji w średnim okresie.
- Biorąc pod uwagę utrzymujące się wyzwania dla sfery realnej, a przede wszystkim podwyższoną niepewność rozwoju tej sytuacji, oczekiwane obniżenie dynamiki wynagrodzeń i dalsze spadki inflacji bazowej, oczekujemy kontynuacji obniżek stóp w najbliższych miesiącach. Oczekujemy, że w br. stopy procentowe zostaną obniżone na kolejnych trzech posiedzeniach, osiągając w czerwcu poziom 2,0%.
- Biorąc pod uwagę nasz scenariusz bazowy, w tym uwzględniający politykę handlową w USA, oraz niskie prawdopodobieństwo spadku inflacji silniej poniżej 2,0% oczekujemy stabilizacji stóp procentowych w II poł. roku.
- Gdyby natomiast sytuacja w polityce handlowej lub przedłużająca się niepewność silniej negatywnie wpływały na sferę realną możliwe byłoby silniejsze obniżenie stóp. Sądzymy natomiast, że rada EBC pozostanie ostrożna w reakcjach na pojawiające się informacje. Na ostrożność w reagowaniu na zmieniającą się sytuację w globalnym i handlu i potrzebę dokładnej analizy pojawiających się projektów wskazywała podczas styczniowej konferencji prezes Lagarde.

W strefie euro oczekiwane utrzymanie procesu dezinflacji...



...i dalszych obniżek stóp procentowych EBC

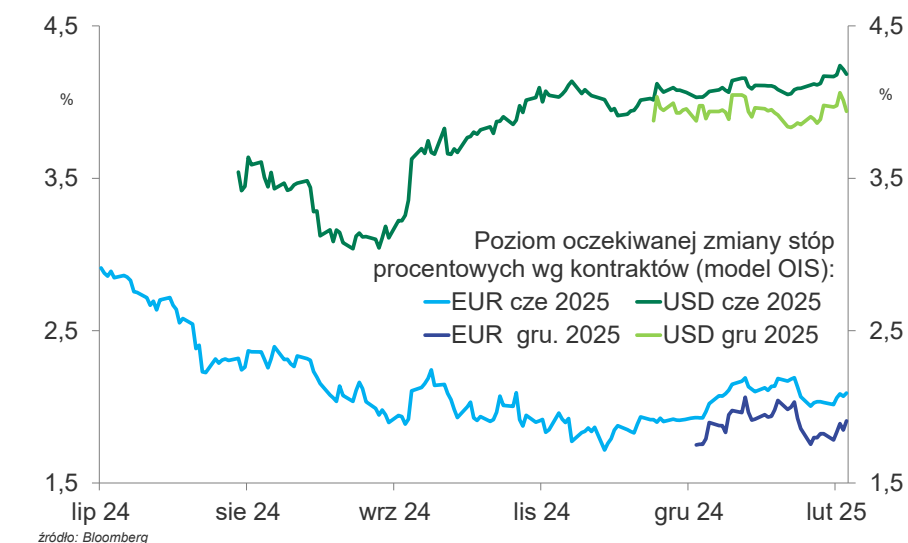




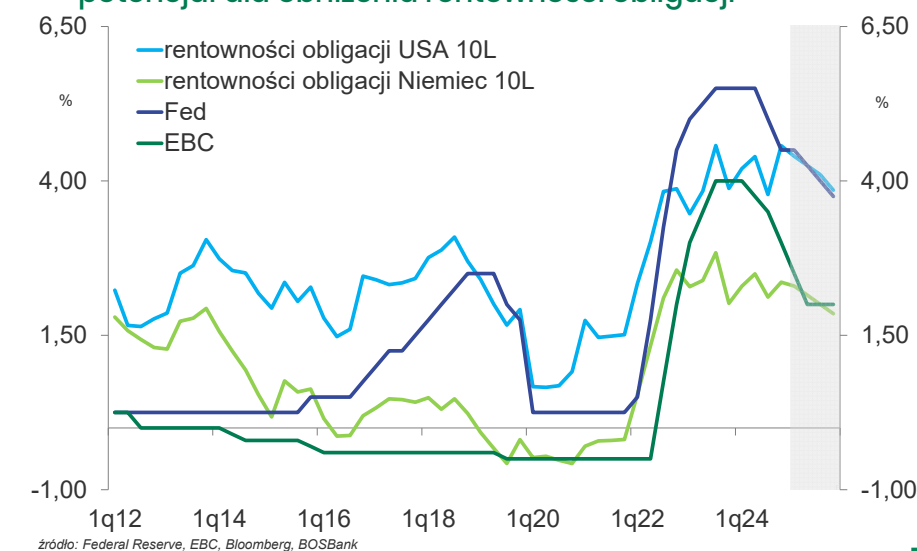
Ograniczenie dotychczasowego wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych...

- Na przełomie 2024 i 2025 r. rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych jeszcze rosną (głównie w USA) nadal w reakcji na wynik wyborów w USA, spowolnienie dezinflacji oraz solidne dane z gospodarki USA.
- W ostatnich tygodniach wzrost rentowności papierów amerykańskich wyhamował dzięki bardziej wyważonej wobec zapowiedzi przedwyborczych polityce gospodarczej nowej administracji USA (w krótkim okresie mniejsza skala wzrostu protekcjonizmu w handlu USA, brak decyzji dot. dodatkowego poluzowania polityki fiskalnej). Mniej jednoznaczne dane makroekonomiczne (zarówno nt. inflacji jak i aktywności gospodarczej) były już raczej neutralne dla rynku stopy procentowej.
- W przypadku obligacji niemieckich ich notowania podążały z jednej strony za rynkiem amerykańskim, z drugiej za oczekiwaniami dot. luzowania polityki pieniężnej EBC.
- Podtrzymujemy naszą prognozę potencjału spadkowego rentowności obligacji w USA biorąc pod uwagę oczekiwane przez nas lekkie cykliczne osłabienie aktywności w USA oraz powrót do stopniowej dezinflacji oraz bardziej stonowane działania w zakresie polityki handlowej i ostrożną politykę fiskalną. Z drugiej strony biorąc pod uwagę styl prowadzonej polityki gospodarczej implikujący utrzymanie podwyższonej niepewności dot. ostatecznych decyzji w polityce gospodarczej oraz odsunięcie w czasie kolejnych obniżek stóp procentowych Fed możliwe jest utrzymanie w krótkim okresie podwyższonego poziomu rentowności.
- Oczekujemy obniżenia rentowności obligacji skarbowych w USA w kierunku 3,80% na koniec 2025 r. W przypadku rentowności niemieckich papierów podtrzymujemy prognozę ich spadku w kierunku 1,85% w warunkach oczekiwanych redukcji stóp EBC do poziomu 2,0% dla stopy depozytowej (szacowany poziom naturalnej stopy procentowej w EMU).

Ograniczenie oczekiwań dot. luzowania polityki Fed osłabiło amerykańskie SPW...



...stąd oczekując kontynuacji obniżek stóp w USA, widzimy potencjał dla obniżenia rentowności obligacji





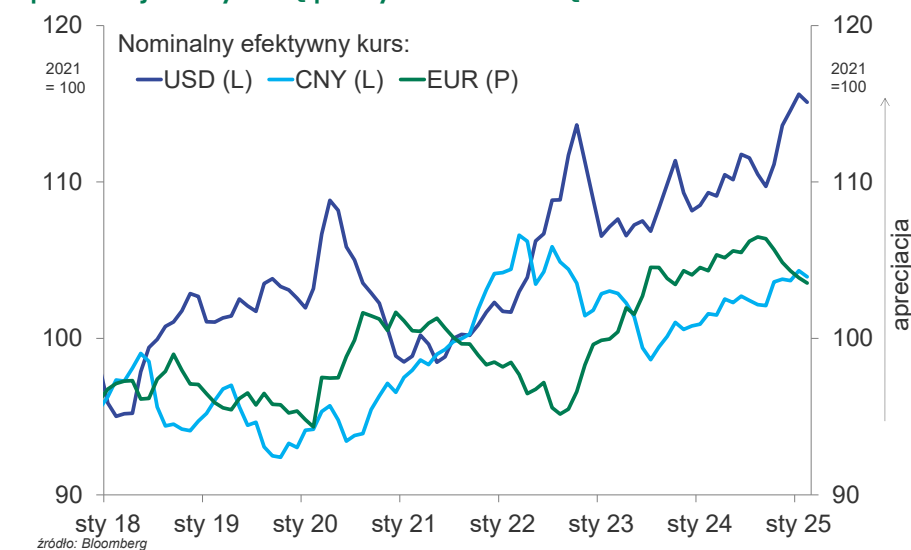
...i aprecjacji dolara

- Zmienność notowań dolara na przełomie roku przebiegała pod dyktando decyzji USA dot. handlu zagranicznego. W trakcie lutego informacje wskazujące na póki co mniejszą od zapowiedzi skalę wzrostu protekcjonizmu USA (głównie w relacjach z Chinami) ograniczyły trend aprecjacyjny dolara – kurs dolara lekko osłabił się w kierunku 1,05 USD/EUR, tj. do poziomu zakładanego przez nas w średnim okresie.
- Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach kurs USD/EUR będzie wahał się wokół poziomu 1,05, przy założeniu braku powszechnego trwałego podwyższenia ceł wobec UE i stopniowego dalszego wzrostu ceł wobec Chin. W naszej ocenie kształtowanie się kursu dolara będzie nie tylko wynikiem decyzji handlowych USA, ale także czynnikiem wpływającym na te decyzje. Sądzymy bowiem, że administracja Trumpa nie będzie chciała dopuścić do zbyt silnego wzmocnienia dolara. Jednocześnie czynnikiem ograniczającym wzrost wartości dolara będzie także mniejsza skłonność władz chińskich do akceptacji deprecjacji juana (w porównaniu do I. 2018–2019), których celem będzie uniknięcie destabilizacji i odpływu kapitału zagranicznego.
- Poza wątkiem polityki handlowej, cały czas czynnikiem wspierającym dolara będą pozytywne perspektywy gospodarcze – czyli zdecydowanie lepsza sytuacja gospodarcza wobec strefy euro i wyróżniająca się na tle całej grupy gospodarek rozwiniętych. Z drugiej strony, czynnikiem hamującym silniejszą aprecjację dolara będzie zakładana przez nas większa (wobec prognoz rynkowych) skala poluzowania polityki pieniężnej przez Fed
- W krótkim okresie należy liczyć się także z podwyższoną zmiennością notowań na rynku walutowym, gdyż proces dostosowywania polityki handlowej USA może być wydłużony i może skutkować podwyższoną niepewnością na rynkach, szczególnie jeżeli negocjacje będą dotyczyć bezpośrednich relacji USA – UE.
- Ryzyko podwyższonej zmienności notowań euro wynika ze zmiennej sytuacji politycznej w dużych państwach strefy euro (m.in. wybory parlamentarne w Niemczech).

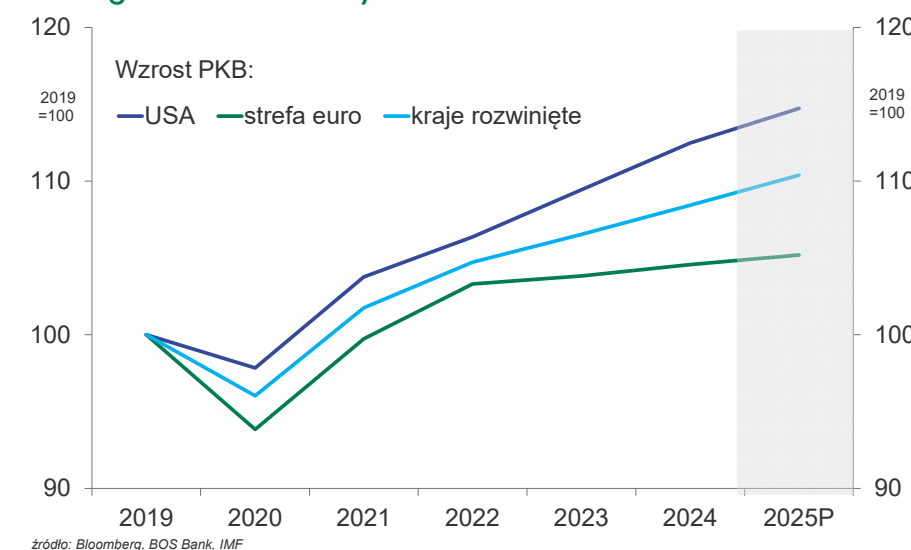
2025-02-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Wzmocnienie dolara w oczekiwaniu na bardziej protekcjonistyczną politykę handlową USA...



...przy istotnym efekcie mocnej sytuacji gospodarczej, szczególnie na tle strefy euro

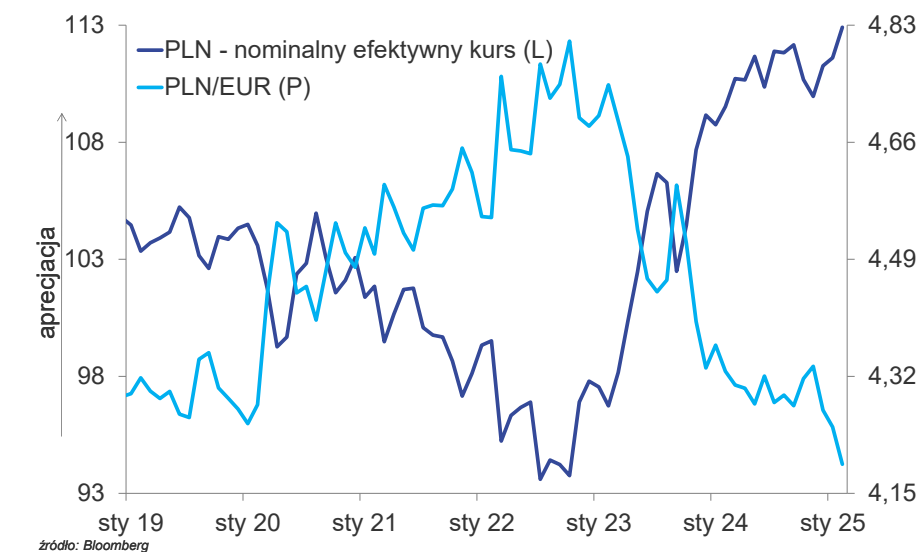




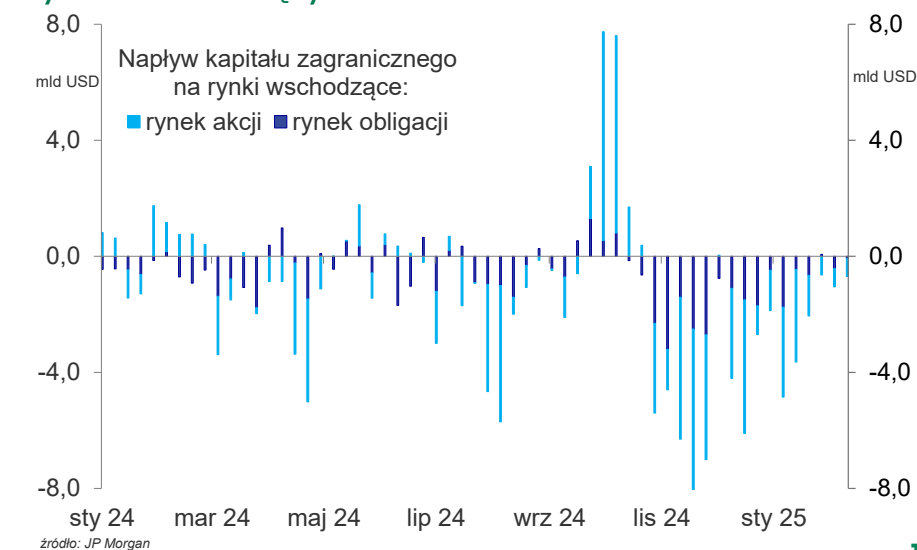
Zaskakująca bieżąca aprecjacja złotego

- Po jesiennym osłabieniu złotego w tandemie z większością walut rynków wschodzących po wygranej w wyborach Donalda Trumpa, na przełomie 2024 i 2025 r. złoty wyraźnie zyskał na wartości, a w pierwszych tygodniach br., wzmocnił się poniżej 4,20 PLN/EUR, poziomu nienotowanego od 7 lat. Kurs złotego w ostatnich tygodniach silnie zyskiwał na wartość pomimo utrzymującego się odpływu netto kapitału z rynków wschodzących, nieznacznie osłabiając się w okresach wzrostu premii za ryzyko oraz silniej wzmacniając w okresach poprawy globalnych nastrojów.
- Podtrzymujemy ocenę, że umocnienie złotego obserwowane od 2023 r. w decydującym stopniu ma charakter trwały z uwagi na – spadek ryzyka geopolitycznego, po jego znaczącym wzroście w 2022 r., – wyraźną poprawę salda na rachunku obrotów bieżących, – poprawę aktywności krajowej gospodarki, – spadek ryzyka dla scenariusza napływu kapitału zagranicznego (KPO).
- Z drugiej strony żadne z tych czynników fundamentalnych nie daje naszym zdaniem przesłanek do tak silnego umocnienia złotego.
- Sądzymy także, że w dłuższym okresie nie utrzyma się bieżąca niska zależność notowań złotego od perspektyw euro, szczególnie gdyby doszło do okresowego wzmocnienia obaw dot. bezpośrednich relacji handlowych USA – UE. Na obecnym etapie pozostajemy także bardzo ostrożni co do średnioterminowych perspektyw rynkowych związanych z warunkami pokoju Rosja – Ukraina. Oczekiwane przez nas rozpoczęcie obniżek stóp NBP w II poł. powinno dodatkowo ograniczać ewentualny pozytywny dla złotego wpływ wysokich krajowych stóp procentowych.
- W rezultacie oczekujemy, że w trakcie 2025 r. kurs złotego osłabi się powyżej 4,30 PLN/EUR.

Zaskakująco silna bieżąca aprecjacja złotego...



...pomimo utrzymującego się odpływu kapitału z rynków wschodzących

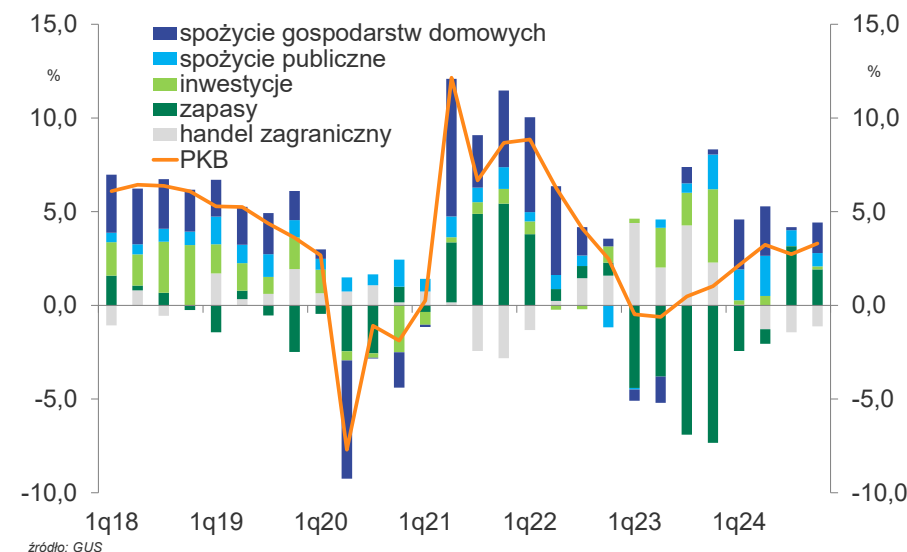




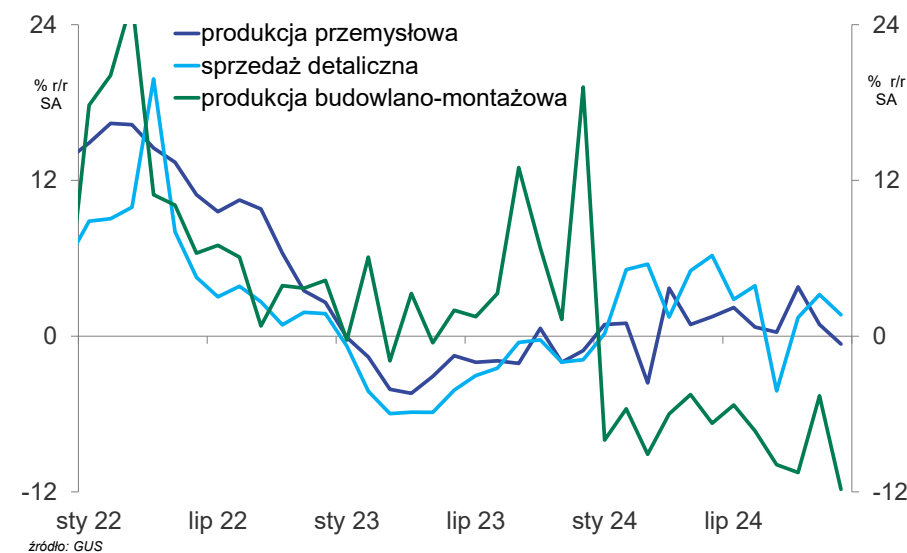
PKB Polski wzrósł w 2024 r. o 2,9%, w IV kw. o 3,2% r/r...

- W IV kw. PKB Polski wzrósł o 3,2% r/r wobec 2,7% r/r w III kw. W całym 2024 r. PKB wzrósł o 2,9% wobec 0,1% w 2023 r.
- Zgodnie z oczekiwaniami silny spadek dynamiki konsumpcji prywatnej w III kw. okazał się jedynie okresowy i w IV kw. zarówno sprzedaż detaliczna jak i konsumpcja odbiły. W rezultacie, po silnym spadku w 2023 r. spożycie gospodarstw domowych wzrosło w całym 2024 r. o ponad 3%.
- Czynnikiem istotnie poprawiającym wyniki PKB w 2024 wobec 2023 r. była dodatnia kontrybucja zapasów. Po ich silnym dostosowaniu w 2023 r., firmy już na początku 2023 r. sygnalizowały wzrost poziomu zapasów.
- Przy słabych danych z przemysłu i budownictwa, pod koniec roku wciąż słabe wyniki notował eksport oraz inwestycje. W całym 2024 r. inwestycje wzrosły minimalnie, po ich kumulacji w 2023 r., na co w głównej mierze wpływał kalendarz wydatkowania środków UE.

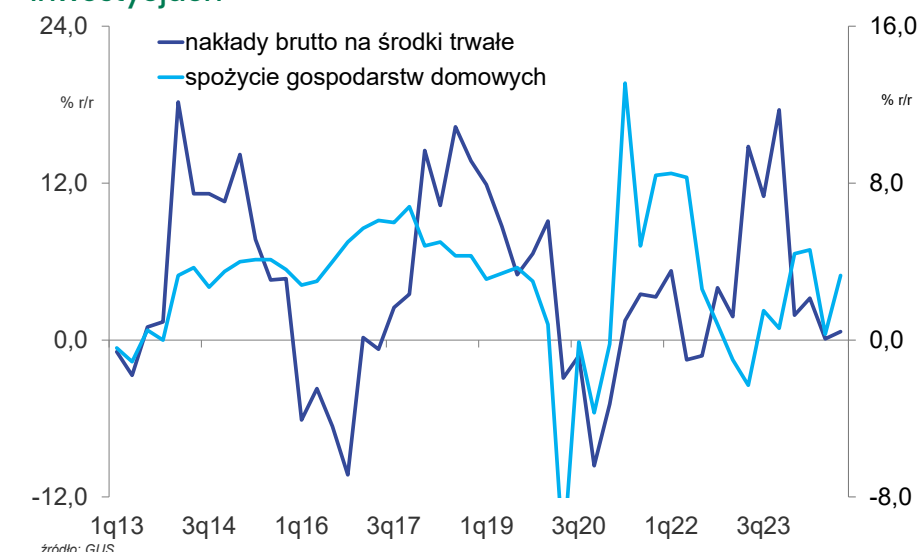
W IV kw. PKB wzrósł do 3,2% r/r...



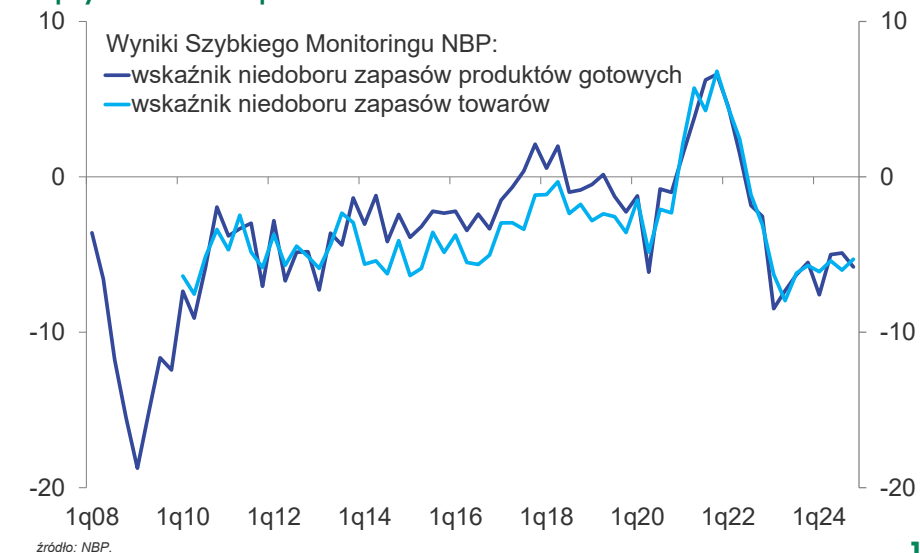
Mocniejsza konsumpcja wsparta handel, słaby eksport i inwestycje utrzymały spadki w przemyśle i budownictwie



...dzięki odbiciu konsumpcji prywatnej, przy wciąż słabych inwestycjach



Stabilizacja zapasów odwróciła wcześniejszy negatywny wpływ zmian zapasów na PKB





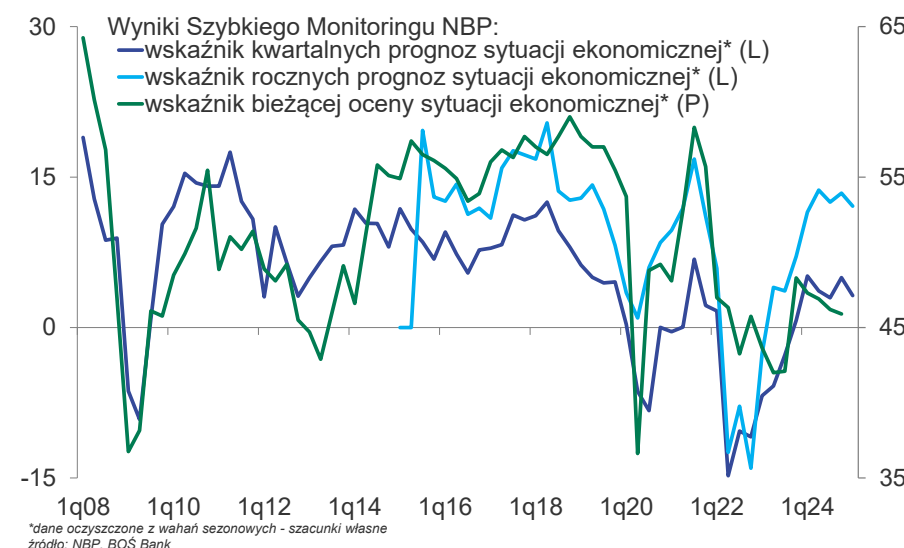
...pomimo ożywienia, na przełomie 2024 i 2025 r. firmy pozostają mało optymistyczne...

- Choć w IV kw. wyniki polskiej gospodarki poprawiły się, to wskaźniki koniunktury raczej studzą optymizm co do dalszego przyspieszenia w najbliższym czasie.
- Wskaźniki wyprzedzające zarówno krótko- jak i długookresowe sugerują raczej stabilizację dynamiki PKB niż jej wyraźne przyspieszenie. Wskaźniki oczekiwań sytuacji własnej lekko obniżyły się, co istotne w warunkach ponownego obniżenia wskaźników prognoz popytu, zarówno w perspektywie kwartalnej, jak i rocznej (wg badania Szybki Monitoring NBP).
- Większość wskaźników koniunktury NBP pozostaje poniżej długookresowych średnich, a wskaźniki GUS sygnalizują minimalne zmiany nastrojów firm na przełomie roku. Trudno zatem oczekiwać w krótkim okresie silniejszego ożywienia aktywności, szczególnie przy utrzymującym się ryzyku w globalnym handlu.
- Dane dot. popytu na energię oraz usługi transportowe pozostają słabe, spójne z utrzymującą się przez cały 2023 r. słabą aktywnością przemysłu.

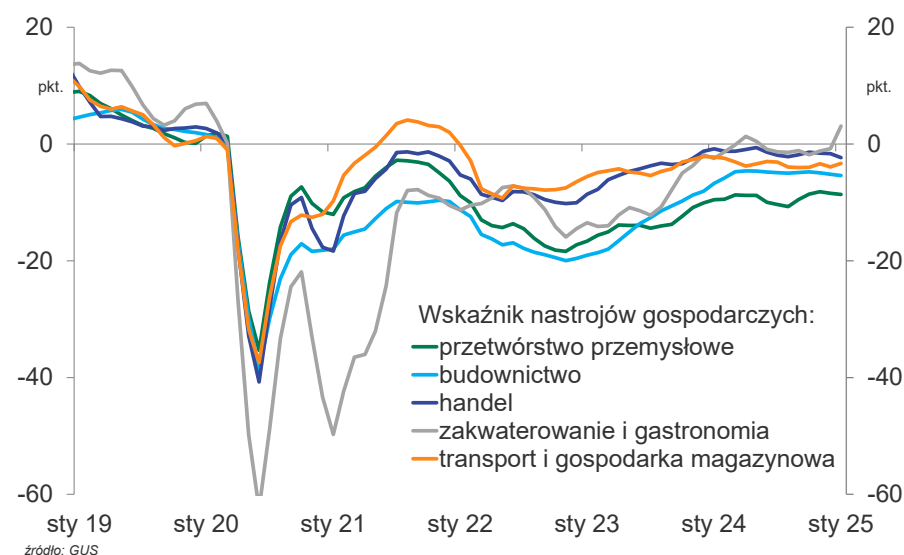
2025-02-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

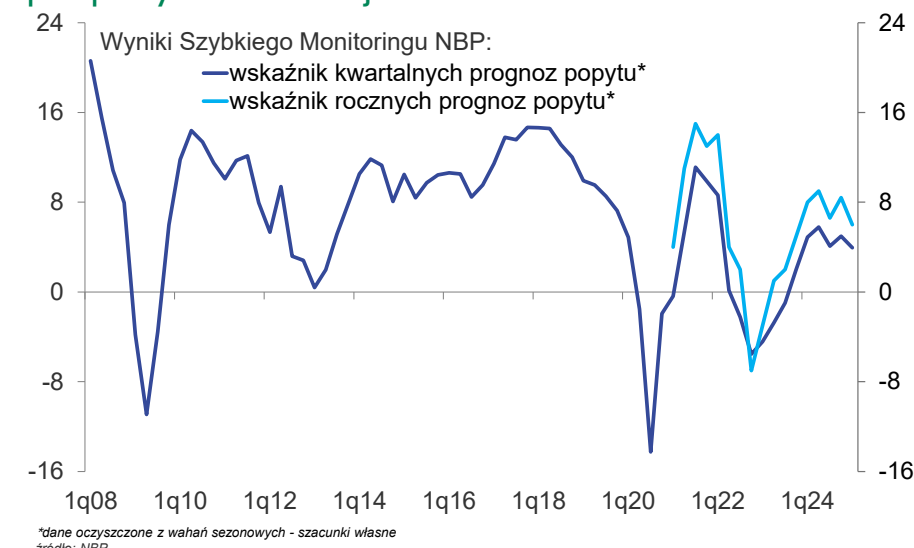
Firmy w nastrojach niebyt optymistycznych...



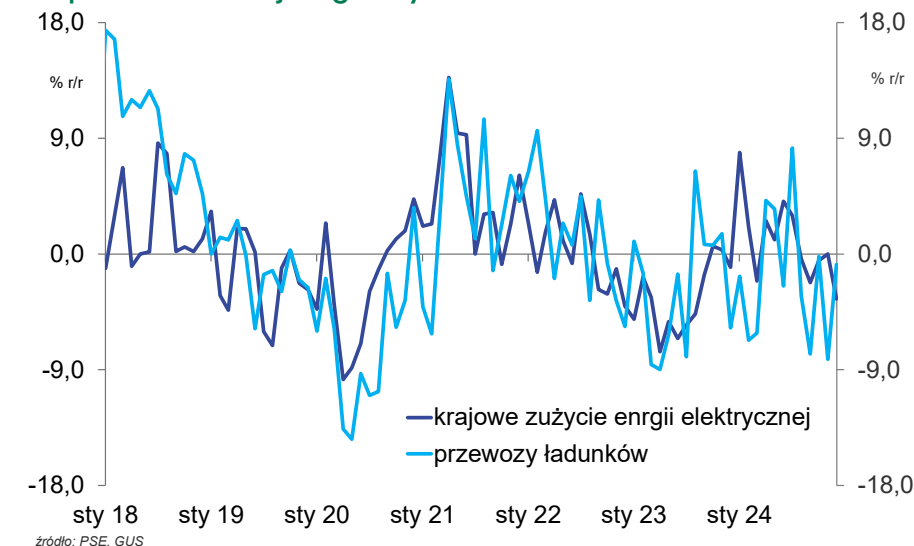
W większości sektorów niewielkie zmiany nastrojów



...przy słabszych prognozach popytu, zarówno w perspektywie kwartału jak i roku



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





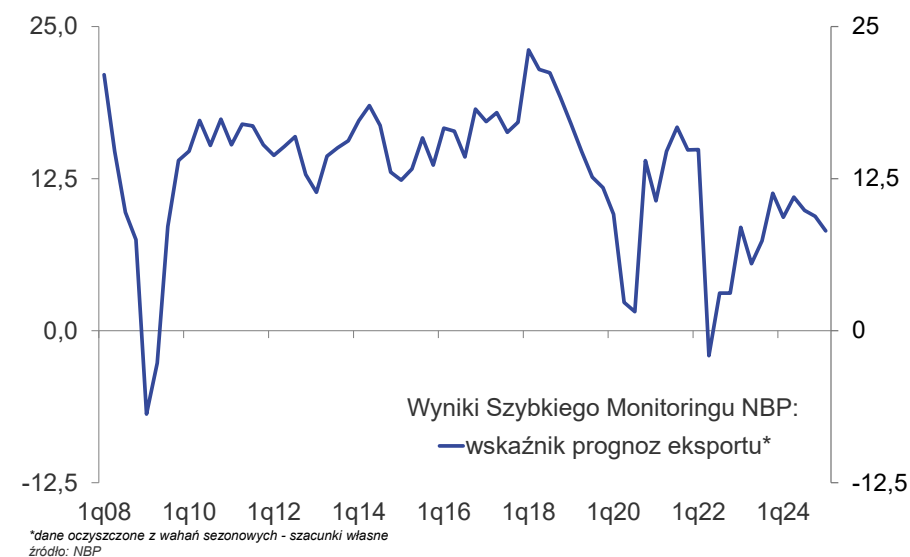
...głównie z tytułu utrzymujących się trudności eksporterów...

- Głównym powodem pogorszenia nastrojów firm (wg Szybkiego Monitoringu NBP) jest dalsze osłabienie prognoz eksportu. W trakcie 2024 r. silnie osłabł polski eksport, w szczególności eksport towarów, na co wpłynęła recesja w przemyśle niemieckim.
- 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 ostrożne prognozy dla gospodarki niemieckiej studzą także optymizm prognoz dla polskiej gospodarki.
- Podtrzymujemy ocenę, że bezpośredni wpływ ryzyka wprowadzenia ceł przez USA na import z krajów UE jest dla Polski ograniczony (niski udział eksportu do USA w PKB, zbilansowane saldo handlowe z USA). Bardzo wysokim ryzykiem dla polskiej gospodarki są natomiast pośrednie efekty, tj. ewentualne ograniczenie popytu USA na import niemieckich towarów przemysłowych, szczególnie w motoryzacji.

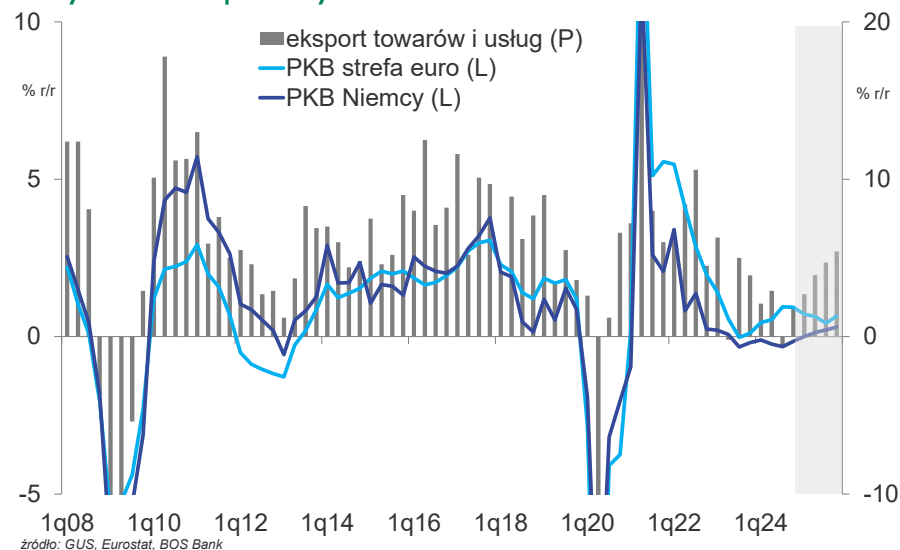
2025-02-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

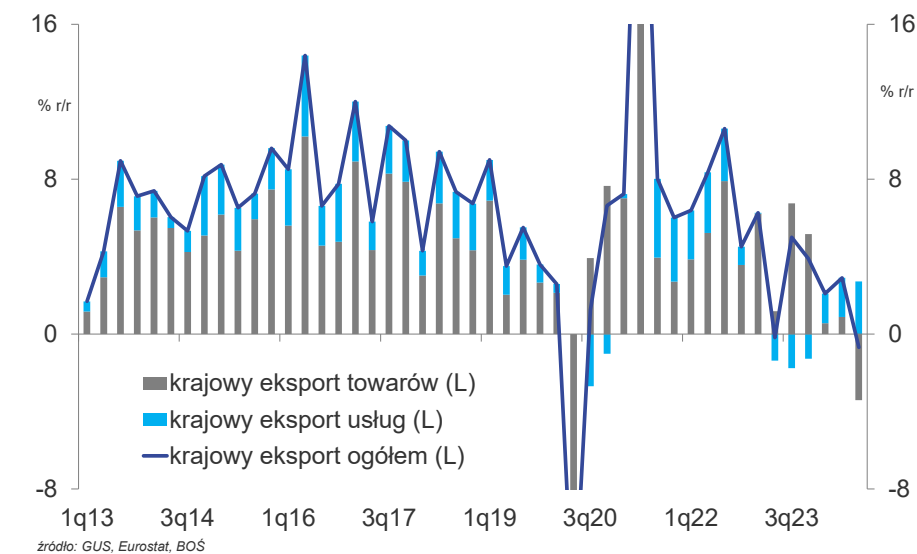
Największy pesymizm dot. prognoz eksportu...



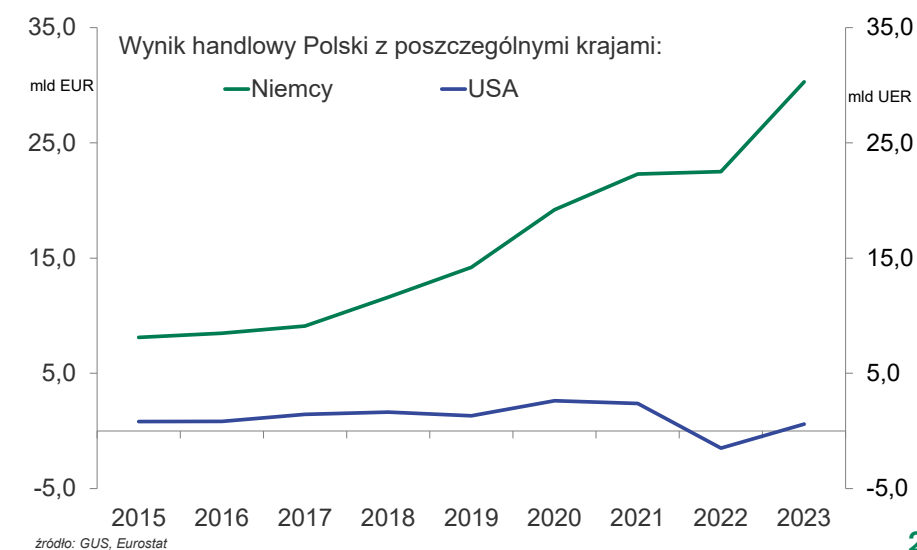
...dla prognoz lekkiego ożywienia kluczowa poprawa aktywności w przemyśle Niemiec...



...po bardzo słabych wynikach eksportu, szczególnie towarów w 2024 r...



...silnie zależna od decyzji USA dot. polityki handlowej z UE, pomimo ograniczonego bezpośredniego ich wpływu

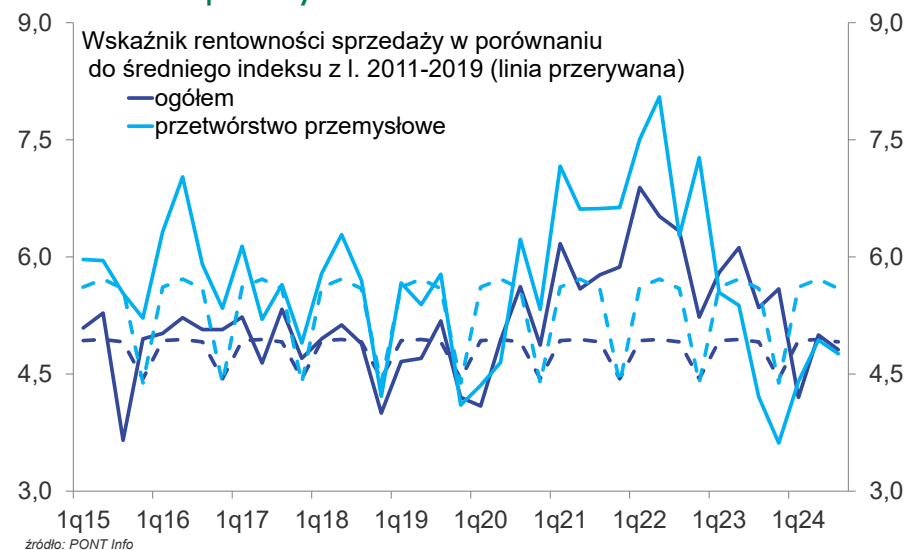




...osłabiających kondycję przemysłu

- Globalna polityka handlowa będzie szczególnie istotna dla krajowego sektora przemysłowego, który w okres potencjalnych perturbacji wchodzi osłabiony.
- W 2024 r. utrzymała się słabsza sytuacja finansowa firm przemysłowych (porównując do średniej historycznej), przy tylko umiarkowanie rosnącej sprzedaży krajowej i utrzymującym się spadku sprzedaży zagranicznej.
- Dynamika produkcji przemysłowej w IV kw. oraz wskaźniki koniunktury wskazują na utrzymującą się stagnację aktywności, przy wyraźnym spadku produkcji w działach przetwórstwa o najwyższym udziale sprzedaży eksportowej.
- Gdyby skala negatywnego wpływu polityki handlowej USA na przemysł UE (szczególnie Niemiec) okazała się ostatecznie silniejsza, oznaczałoby to recesję także w przemyśle polskim. W takim scenariuszu nie tylko osłabłby eksport, ale także firmy dalej ograniczałyby inwestycje i zatrudnienie.

Nadal słabsze na tle średniej historycznej wyniki finansowe w przemyśle...



W 2024 r. aktywność przetwórstwa przemysłowego wyraźnie poniżej trendu...



...w warunkach stabilnych wyników sprzedaży krajowej, ale utrzymującego się spadku sprzedaży zagranicznej



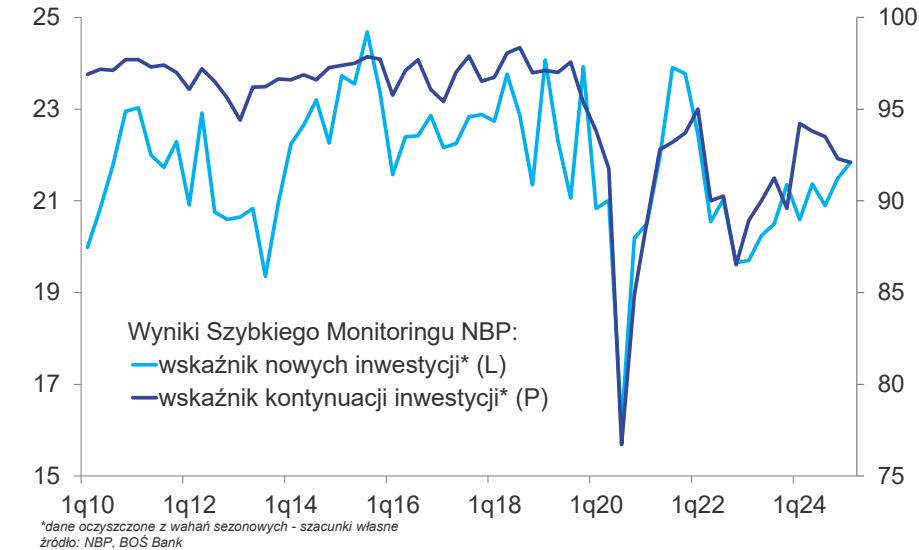
...przy szczególnie słabych wynikach produkcji w działach o największym udziale sprzedaży na eksport



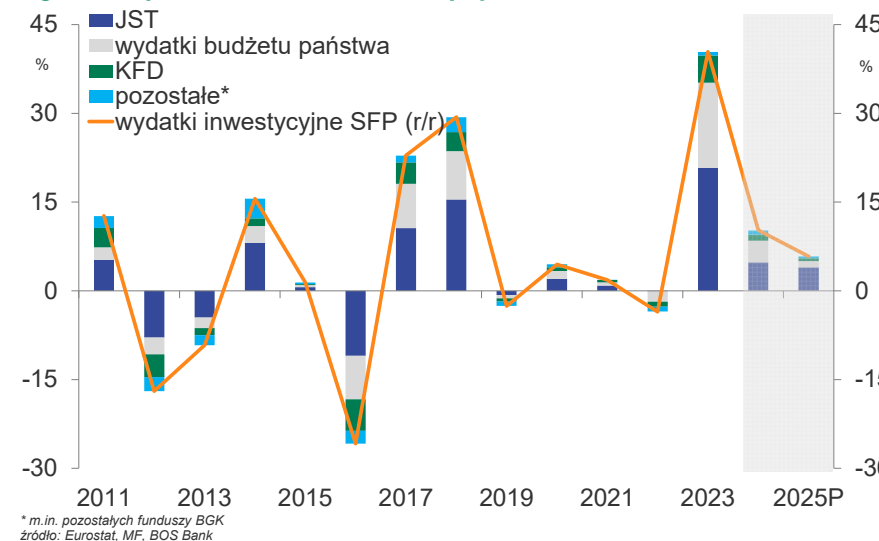
Stabilna koniunktura w UE kluczowa dla stopniowego ożywienia inwestycji firm...

- Choć wskaźnik nowych inwestycji NBP (Szybki Monitoring) wzrósł na , to wciąż pozostaje niski. Co więcej wskaźnik ważony zatrudnieniem pozostał na bardzo niskim poziomie z ub.r.
- Podtrzymujemy zatem prognozę, że inwestycje firm publicznych, najsilniej zależne od projektów współfinansowanych ze środków UE silniej wzrosną dopiero w II połowie roku. Podwyższona niepewność w handlu międzynarodowym i słabsze globalne nastroje firm będą ograniczały odbicie inwestycji zagranicznych. Wciąż ograniczona skala uruchomienia nowych projektów współfinansowanych ze środków UE będzie w I poł. roku ograniczać potencjał wzrostu inwestycji publicznych.
- W 2025 r. prawdopodobne jest utrzymanie wzrostu inwestycji mieszkaniowych, niemniej zmniejszenie nowych inwestycji w II poł. ub.r. ogranicza potencjał wzrostu w średnim horyzoncie.
- Prognozujemy, że w I poł roku dynamika inwestycji pozostanie bliska 0% r/r, po czym w II poł. roku wzrośnie powyżej 5,0%.

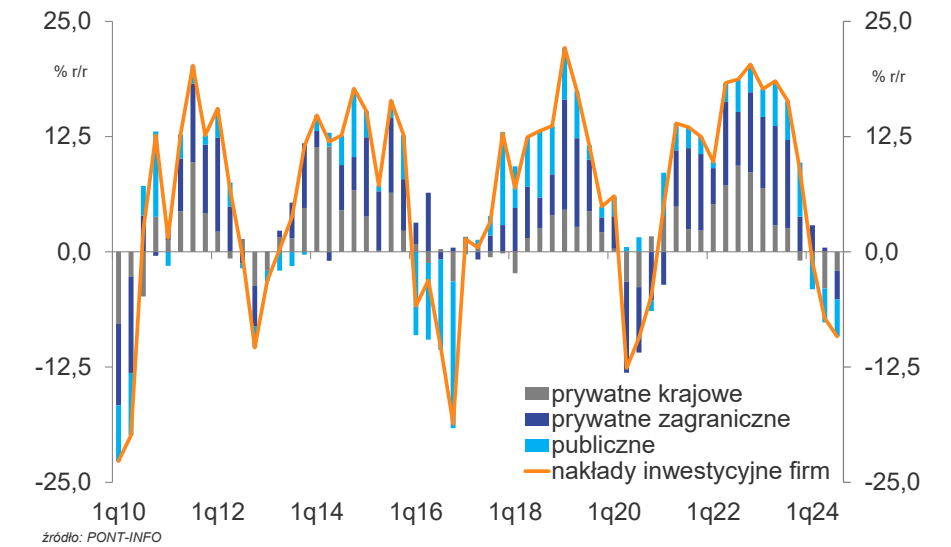
Na początku roku lekka poprawa nastrojów inwestycyjnych firm, ale w największych firmach poprawa nie nastąpiła...



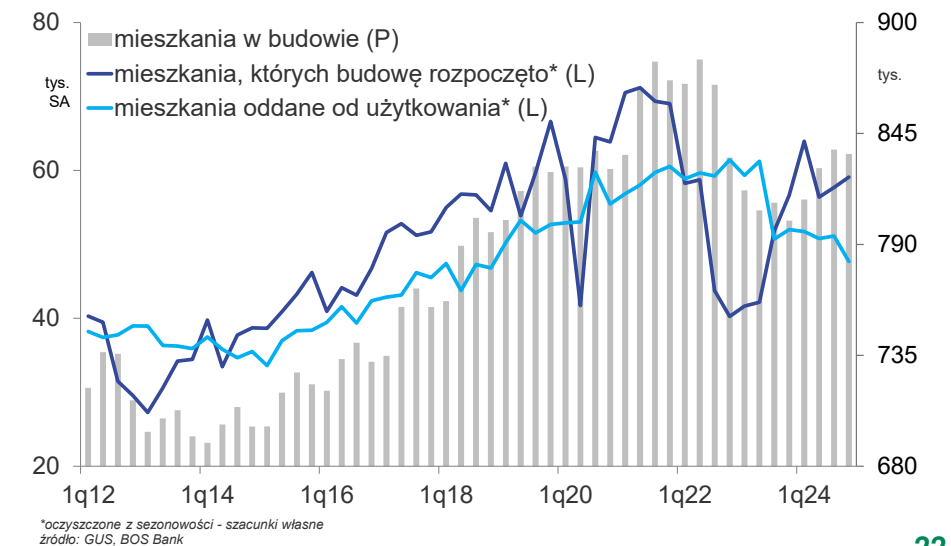
...jedynie stopniowe tempo wdrażania tych projektów ograniczy także wzrost inwestycji SFP



...co zmniejsza szansę na odbicie inwestycji firm publicznych, silniej zależnych od finansowania z UE...



Wzrost inwestycji mieszkaniowych, ale w ograniczonej skali





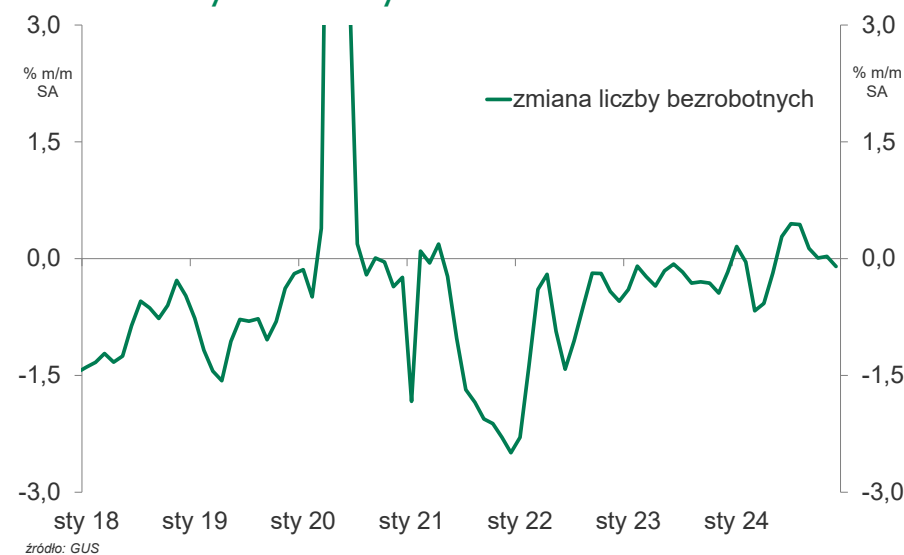
...utrzymania stabilnego rynku pracy...

- Wyniki badania koniunktury NBP (Szybki Monitoring) wskazują na utrzymanie słabszej koniunktury na rynku pracy: niższe prognozy zatrudnienia i presji płacowej, wzrosty płac determinowane zmianami płacy minimalnej), niższy poziom wakatów, brak kadr nie jest kluczową barierą rozwoju.
- Z drugiej strony poziom wskaźników w porównaniu historycznym nie wskazuje na silne osłabienie popytu na pracę. Pozytywną informacją jest także wyhamowanie w IV kw. wcześniejszego wzrostu liczby bezrobotnych.
- Oczekujemy, że w 2025 r. zatrudnienie nie będzie już spadać, a stopa bezrobocia wzrośnie ewentualnie minimalnie. Kluczowy dla tej prognozy pozostaje popyt zagraniczny i kondycja firm przemysłowych. Gdyby niepewność dot. sytuacji w globalnym handlu okazała się większa, wzrosłoby ryzyko silniejszych dostosowań.
- Natomiast nadal sytuacja demograficzna i strukturalnie niższy wzrost podaży pracy będą ograniczać wpływ czynników cyklicznych.

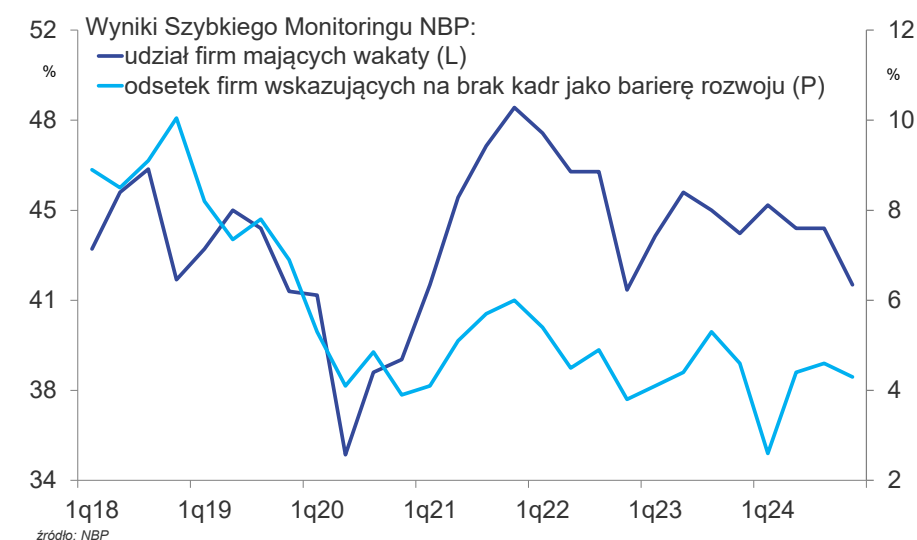
Utrzymujący się słabszy popyt na pracę, plany podwyżek płac pod wpływem zmian płacy minimalnej...



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



...i wciąż niższy poziom wakatów



...co poprawia perspektywę rynku pracy w 2025 r.





...i wydatków gospodarstw domowych

- Kumulacja efektów cyklicznych (niższy popyt na pracę) i regulacyjnych (niższa dynamika wzrostu płacy minimalnej) powinny obniżyć dynamikę wynagrodzeń w 2025 r. do jednocyfrowego poziomu. Czynnikiem ograniczającym ten spadek jest zakładana stabilizacja popytu na pracę oraz zmiany strukturalne (demografia).
- Równoczesny niższy nominalny wzrost indeksowanych inflacją świadczeń społecznych (efekt spadku CPI w 2024 r.) poskutkuje wyraźnie niższą dynamiką dochodów, a oczekiwany jedynie wolny spadek inflacji CPI będzie dodatkowo obniżał realną dynamikę dochodów.
- Powrót dynamiki dochodów realnych w okolice średniej wieloletniej powinien stabilizować dynamikę konsumpcji na poziomie lekko powyżej 3,0% w 2025 r.
- Po okresie odbudowy oszczędności gospodarstw domowych na przełomie 2023 i 2024 r. stabilniejszy ich poziom oraz stabilne wskaźniki koniunktury konsumentów powinny sprzyjać umiarkowanemu wzrostowi spożycia gospodarstw domowych w 2025 r.

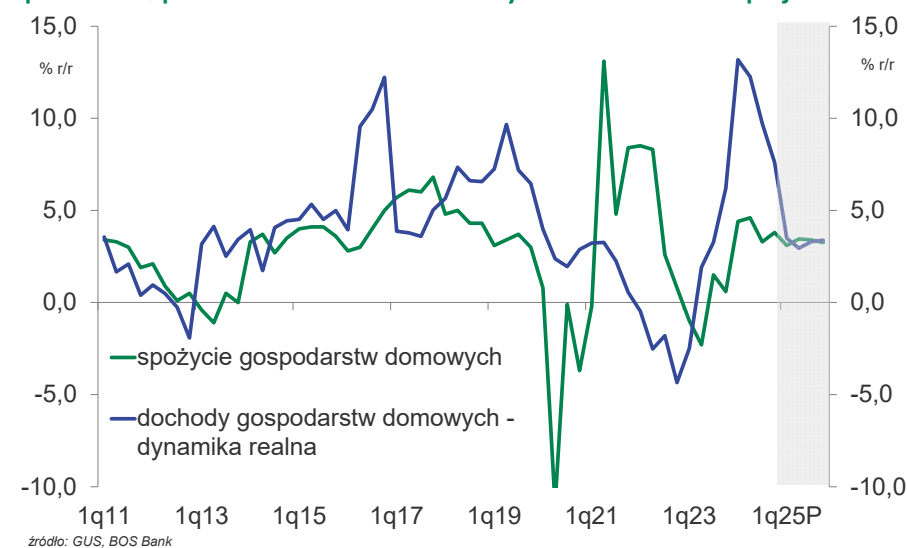
2025-02-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

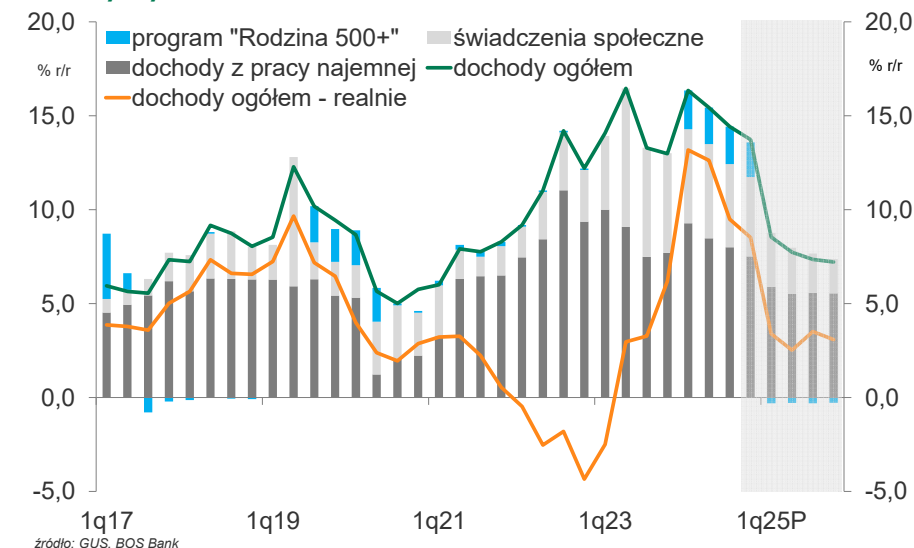
Stabszy popyt na pracę i niższy wzrost płacy minimalnej obniżą dynamikę wynagrodzeń w 2025 r....



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



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



...przy stabilniejszej sytuacji w zakresie oszczędności gospodarstw domowych

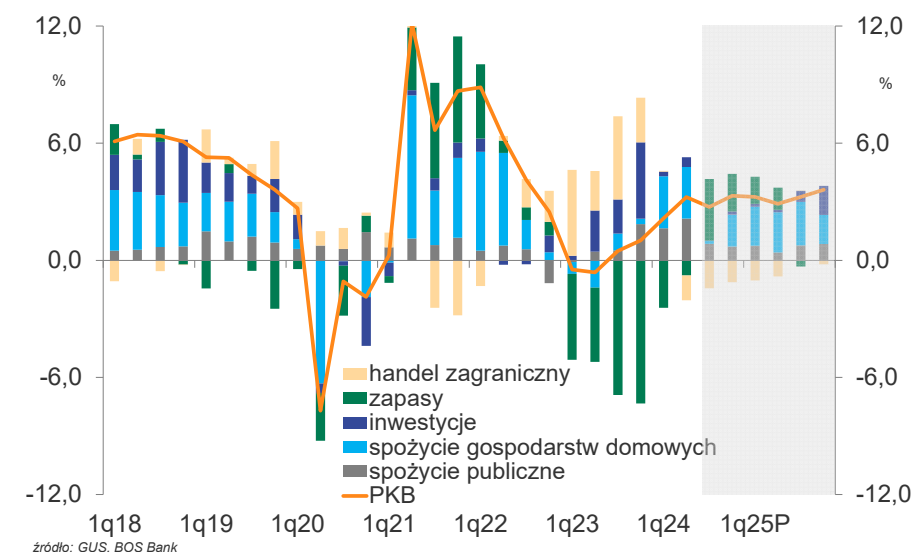




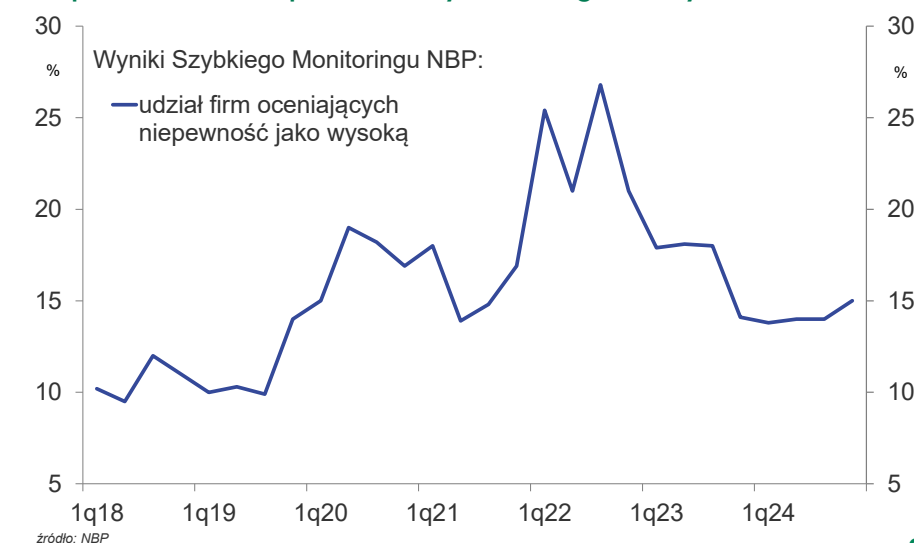
W 2025 r. prognozujemy wzrost PKB o 3,3% r/r wobec 2,9% w 2024 r.

- W 2025 r. oczekujemy przyspieszenia wzrostu gospodarczego do 3,3% z 2,9% szacowanych na 2024 r. Prognozujemy, że w I połowie roku dynamika PKB będzie oscylować w okolicach 3,0% r/r, a w II połowie roku przyspieszy w kierunku 3,5% dzięki stopniowemu ożywieniu inwestycji po ich wyraźnym spowolnieniu w 2024 r. W trakcie roku oczekujemy stabilnego wzrostu spożycia gospodarstw domowych w tempie nieco ponad 3,0%.
- Kluczowym założeniem tego scenariusza pozostaje sytuacja zewnętrzna i bardzo stopniowe ożywienie eksportu. Biorąc pod uwagę wzrost protekcjonizmu w globalnym handlu, zakładane spowolnienie dynamiki PKB w USA i Chinach trudno oczekiwać dynamicznego wzrostu popytu zagranicznego. O ile jednak nie dojdzie do bezpośredniego silnego zaostrzenia bezpośrednich relacji USA – UE, a skala niepewności dot. ostatecznych rozwiązań nie będzie silnie osłabiać nastrojów firm (wpływając na inwestycje i zatrudnienie), widzimy przestrzeń do lekkiego wzrostu krajowego eksportu wraz z lekkim przyspieszeniem wzrostu gospodarczego w Niemczech.
- Dotychczas niepewność krajowych przedsiębiorstw nie wzrosła istotnie, pomimo wyższej niepewności co do sytuacji w globalnym handlu, co jest optymistycznym sygnałem dla polskiej gospodarki. Gdyby jednak niepewność globalna przedłużała się, ryzyko silniejszego wpływu także na firmy krajowe wzrosłoby.
- Z obszaru czynników wewnętrznych niepewnością obciążony jest moment silniejszego przyspieszenia projektów współfinansowanych ze środków UE (w tym projektów energetycznych), a także skali obniżenia dynamiki płac. Kumulacja wpływu czynników regulacyjnych, strukturalnych i cyklicznych, przekłada się obecnie na większe ryzyko dla prognozy wynagrodzeń i tym samym dochodów i konsumpcji prywatnej.

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



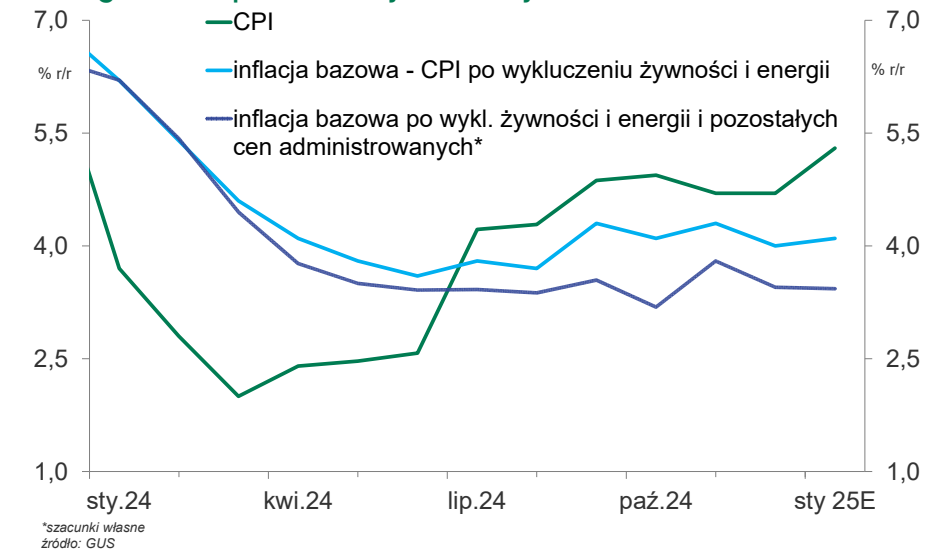
Pod koniec 2024 r. jedynie ograniczony wzrost niepewności firm, pomimo wyzwań w globalnym handlu



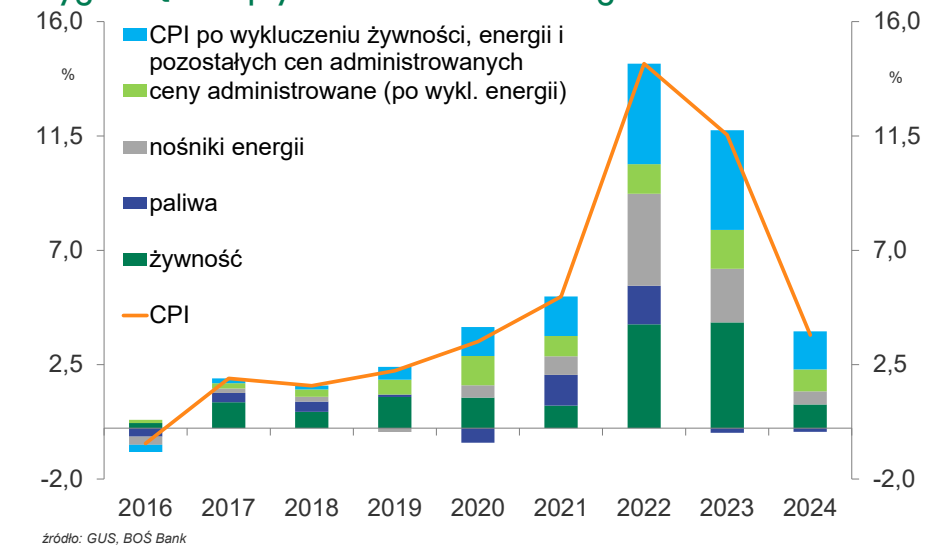
Po okresowym spadku inflacji pod koniec 2024 r., w styczniu CPI powyżej 5,0%

- Pod koniec 2024 r. inflacja lekko zaskoczyła *in minus* kończąc rok na poziomie 4,7% r/r, co było wynikiem niskiej dynamiki cen żywności (m.in. efektu przedświątecznych promocji), skokowego spadku cen opieki społecznej (dzięki sukcesywnemu obniżaniu opłat za żłobki w wyniku wejścia w życie programu Aktywny Rodzic) oraz serii obniżek cen towarów zaliczanych do inflacji bazowej.
- Natomiast z początkiem nowego roku inflacja odbiła silniej w górę do 5,3% r/r. Dane te mają charakter wstępny i będą jeszcze podlegały przeliczeniom wg obowiązującego w 2025 r. koszyka wydatków konsumentów.
- W styczniu silniej wzrosły ceny żywności, prawdopodobnie po części w wyniku odreagowania przedświątecznych promocji, a po części w efekcie corocznych zmian cenników. Silniej od oczekiwań wzrosły także ceny alkoholu i tytoniu, co wskazuje na silniejsze i szybszy od przewidywań efekt przekładania się podwyżki akcyzy na ceny detaliczne alkoholu.
- Wstępnie szacujemy, że w styczniu prawdopodobnie wyhamował spadek obliczanego przez nas indeksu CPI po wykluczeniu żywności, energii i pozostałych cen administrowanych. Jeżeli te dane się potwierdzą, będzie to oznaczać, że z początkiem roku tempo wzrostu cen towarów i usług najsilniej zależnych od popytu jest wyższe od wzrostu cen notowanych w analogicznych okresach przed pandemią.
- Choć inflacja pozostaje podwyższona, niemniej wyniki inflacji za 2024 r. wskazują na wyraźne wygasanie wpływu szoków surowcowych z I. 2022-23 na tendencje inflacyjne. Średnioroczna inflacja w 2024 r. spadła do 3,7% wobec 11,6% w 2023 r. i 14,3% w 2022 r., przy skokowym obniżeniu kontrybucji żywności, nośników energii, a także inflacji bazowej.

Z początkiem br. wzrost inflacji do 5,3% r/r, głównie w kategoriach spoza inflacji bazowej



W całym 2024 r. wyraźny spadek inflacji, dzięki wygaśnięciu wpływu szoku surowcowego z I. 2022 - 2023



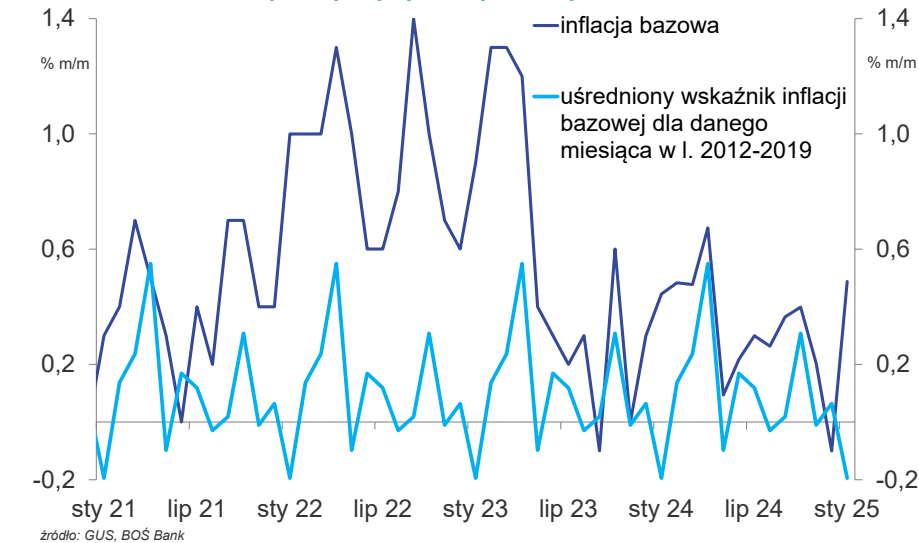
Dla dalszego spadku inflacji bazowej konieczne silniejsze dostosowania cen usług...

- Choć dynamika inflacji bazowej w ujęciu m/m była pod koniec 2024 r. zdecydowanie niższa wobec okresu szoku z I. 2022 – 2023, to wciąż ukształtowała się powyżej średniej z I. 2012–19 (tj. sprzed pandemii i szoku surowcowego). Taka sytuacja prawdopodobnie utrzymała się na początku 2025 r.
- W 2024 r. nastąpiła szybka dezinflacja a następnie ujemna dynamika cen towarów dzięki wygasaniu szoku energetycznego i ustępowaniu problemów w globalnych łańcuchach dostaw z I. 2021 – 2023). Jednocześnie w niewielkim stopniu obniżyła się inflacja cen usług, co wynika z utrzymujących się wysokich kosztów pracy (wyższy udział w strukturze kosztów w branżach usługowych).
- Koszty pracy pozostają w ocenie przedsiębiorstw ankietowanych przez NBP głównym powodem podwyżek cen.
- Dla dalszego obniżenia inflacji bazowej konieczne jest obniżenie dynamiki cen usług wobec wyczerpującej się przestrzeni do pogłębienia deflacji cen towarów.

2025-02-19

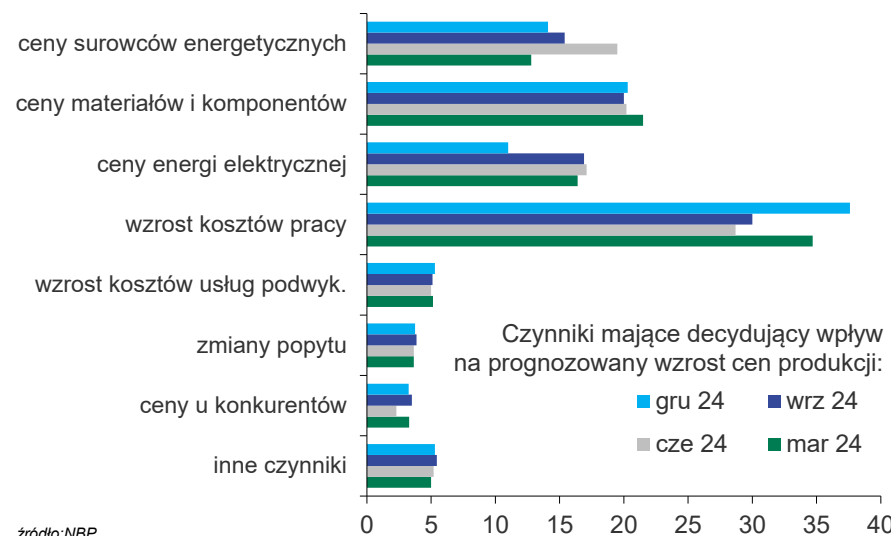
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Wzrosty inflacji bazowej zdecydowanie niższe niż w I. 2022 – 2023, ale wciąż powyżej tych sprzed pandemii...



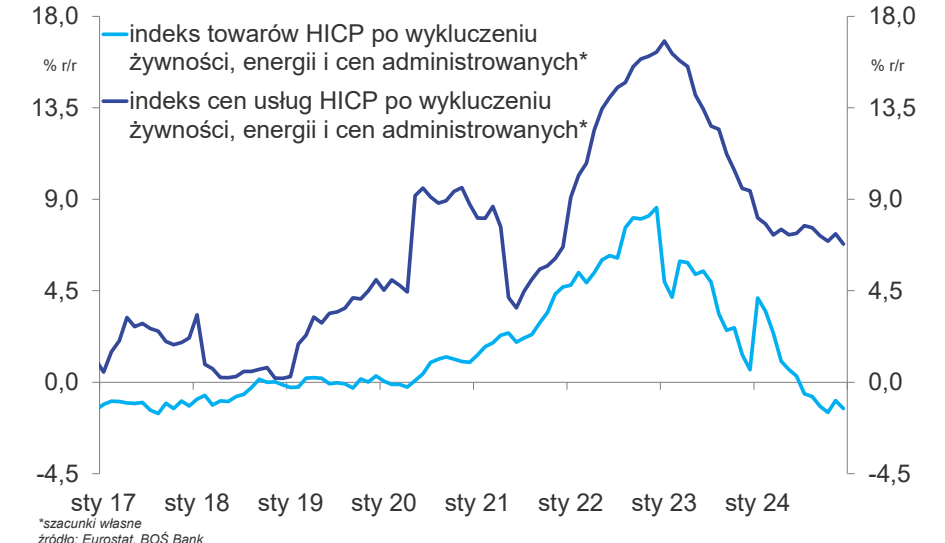
źródło: GUS, BOŚ Bank

...gdyż podwyższony wzrost płac ...



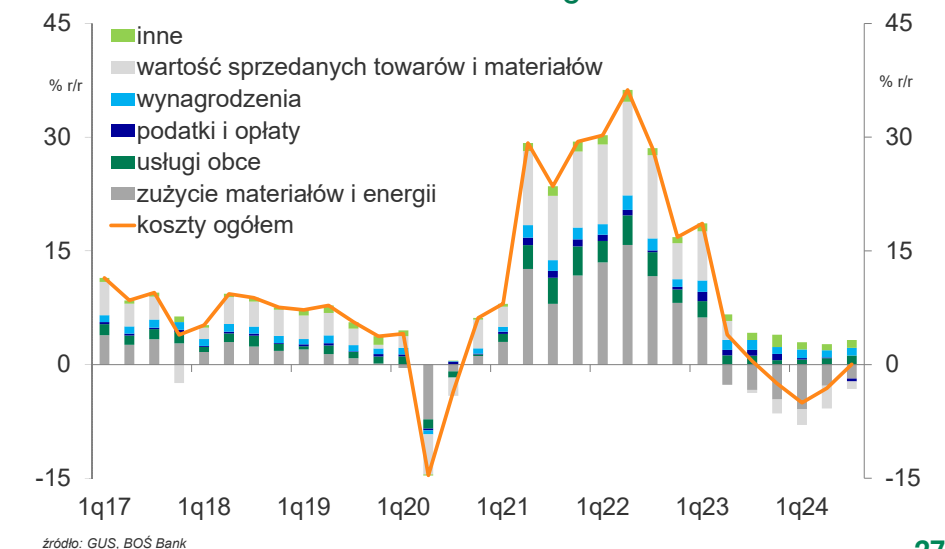
źródło: NBP

...w szczególności przy bardzo wysokiej dynamice cen usług



*szacunki własne
źródło: Eurostat, BOŚ Bank

...ogranicza skalę spadku kosztów firm, po ich silnym wzroście w okresie szoku surowcowego



źródło: GUS, BOŚ Bank

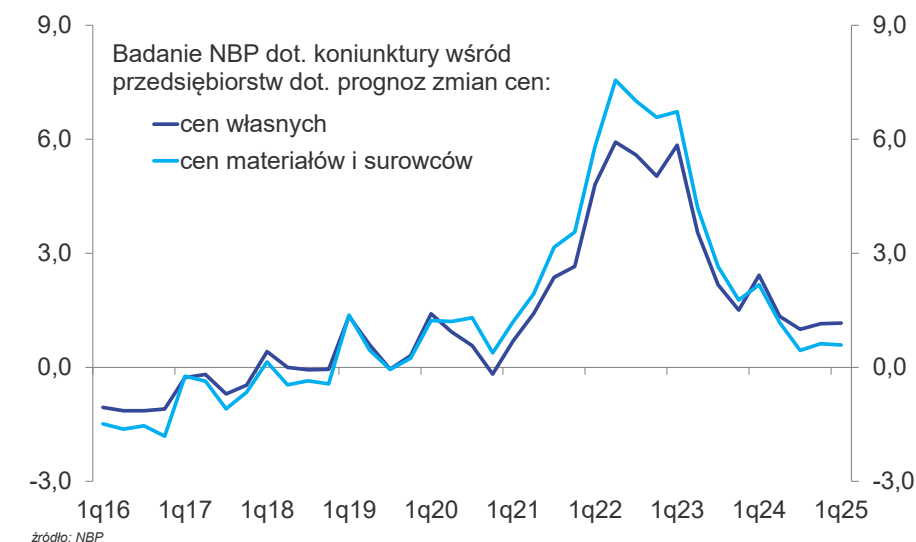
...przy ograniczonym potencjale dla pogłębienia deflacji cen towarów

- W warunkach oczekiwanego spadku dynamiki kosztów pracy i umiarkowanego popytu konsumpcyjnego oczekujemy dalszego spadku inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych.
- Z drugiej strony tempo tego spadku będzie ograniczać wygasanie spadku cen importu i energii oraz wciąż wysoka (na tle danych historycznych) dynamika płac. Oczekiwania firm dot. cen własnych wskazują na wciąż wyższy wzrost wobec średniej długookresowej, co zapowiada jedynie stopniowy spadek inflacji bazowej.
- Przewidujemy ponadto, że w I poł. 2025 r. wskaźnik cen administrowanych pozostanie podwyższony z uwagi na: podwyżki cen usług związanych z mieszkaniem z II poł. 2024 r. oraz wzrost akcyzy na alkohol i tytoń i podwyżki cen w transporcie publicznym.
- Prognozujemy, że wskaźnik CPI po wyłączeniu żywności i energii wyniesie na koniec roku w okolice 3,0% r/r, wobec 4,0% r/r na koniec 2024 r., a wskaźnik wykluczający dodatkowo ceny administrowane spadnie do nieco poniżej 2,5% r/r z 3,5% w 2024 r.

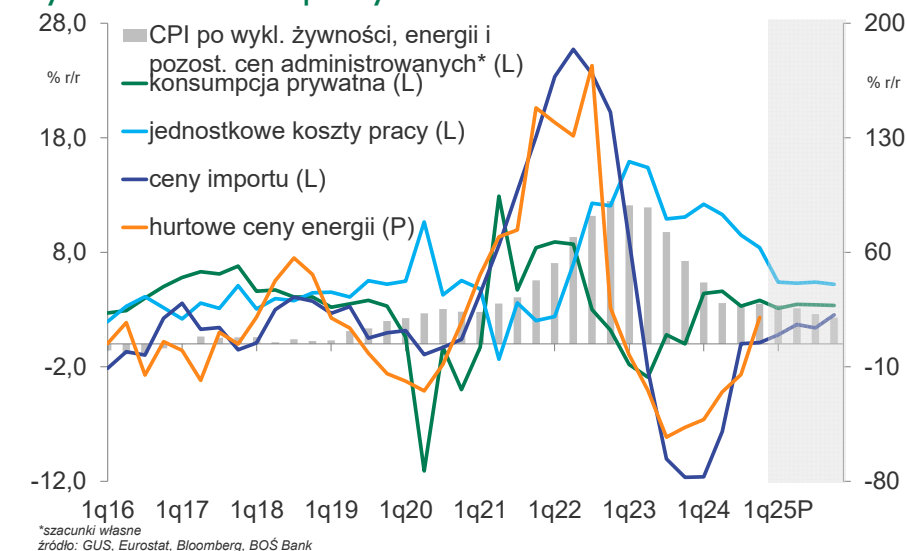
2025-02-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

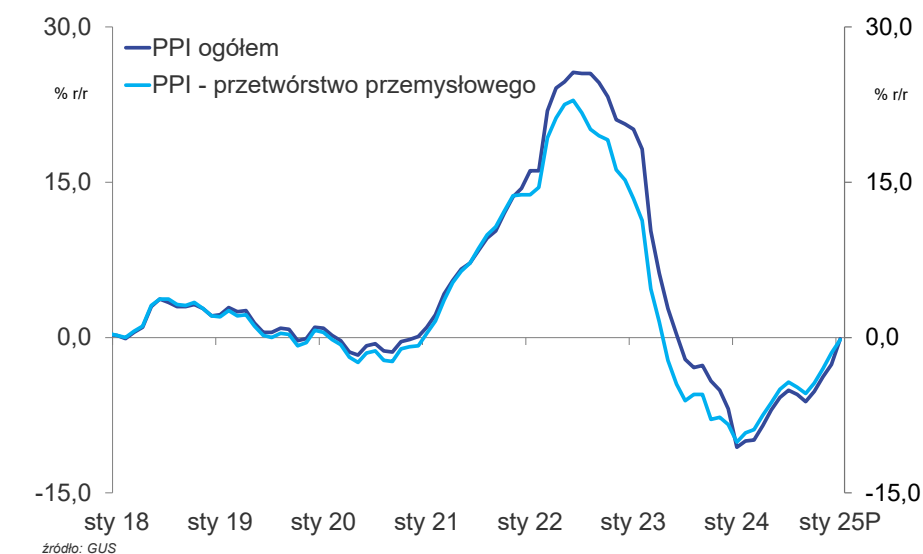
Prognozy zmian cen firm, choć sporo niższe, wciąż powyżej długookresowej średniej...



...w 2025 r. oczekiwany spadek inflacji dzięki słabnącej dynamice kosztów pracy



...przy ograniczeniu deflacji cen towarów...



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



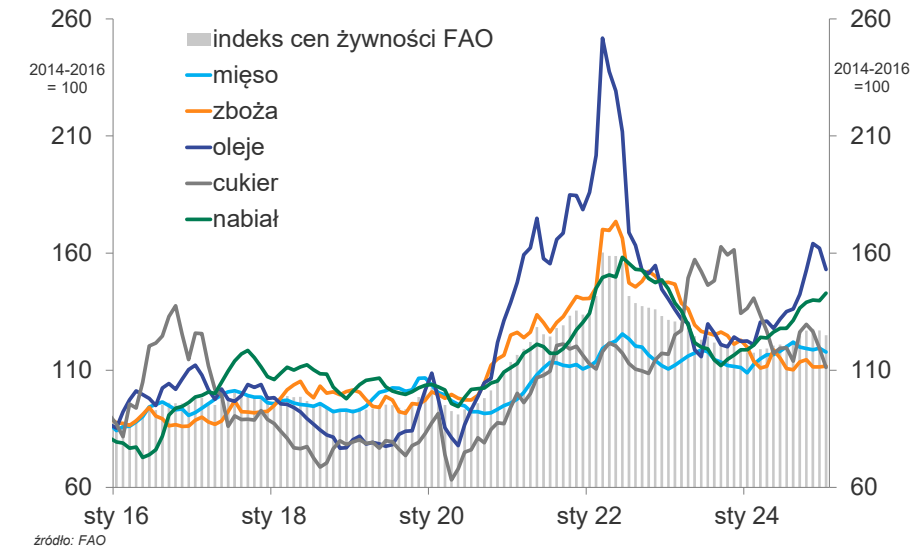
W 2025 r. nieznacznie wyższa dynamika cen żywności...

- W bazowym scenariuszu zakładamy, że zmiany w polityce handlowej USA nie wpłyną trwale i istotnie na światowe ceny surowców żywnościowych.
- Biorąc jednak pod uwagę silniejszy wzrost światowych cen olejów, tłuszczów i nabiału na przełomie roku, jak również silniejszy wzrost cen żywności przetworzonej (z powodu dotychczasowego wzrostu kosztów pracy i energii) oczekujemy utrzymania podwyższonej dynamiki cen żywności w I poł. roku, a następnie stopniowego spadku w II poł. roku.
- Przy założeniu braku anomalii pogodowych oraz biorąc pod uwagę prognozy ośrodków analitycznych 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 poł. 2024 r. w następstwie nieurodzaju na krajowym rynku.
- Prognozujemy, że dynamika cen żywności ukształtuje się w okolicach 5,5% r/r w I poł. roku i obniży się do ok. 4,0% w II poł. roku

2025-02-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Pod koniec ub.r. silniejsze wzrosty światowych cen surowców żywnościowych...



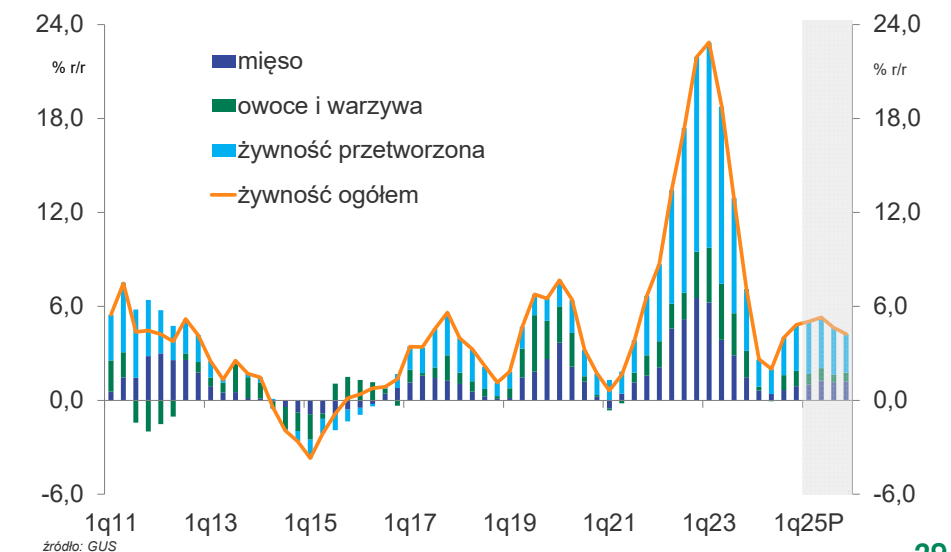
W II poł. br. oczekujemy normalizacji cen owoców i stabilnego wzrostu cen warzyw



...podwyższą ścieżkę cen żywności przetworzonej w I poł. br.



W II poł. roku szanse na lekki spadek dynamiki cen żywności

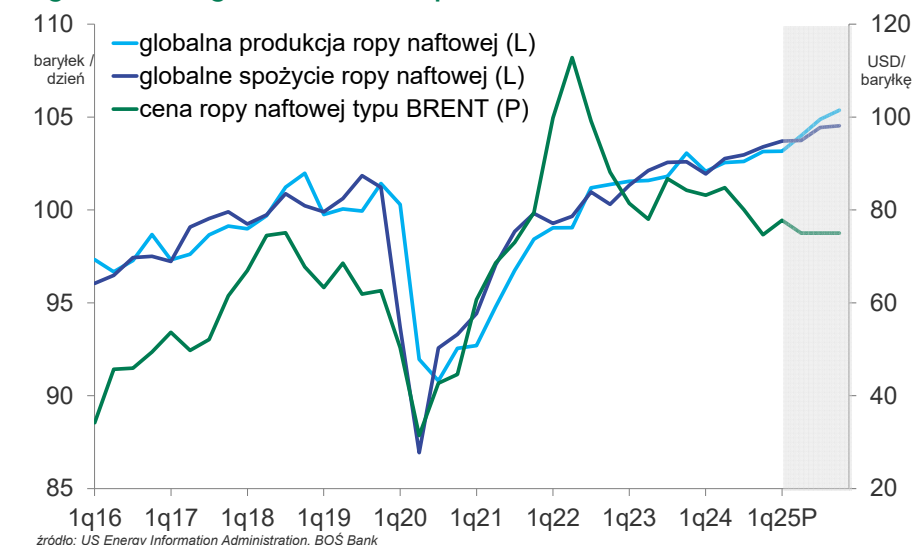




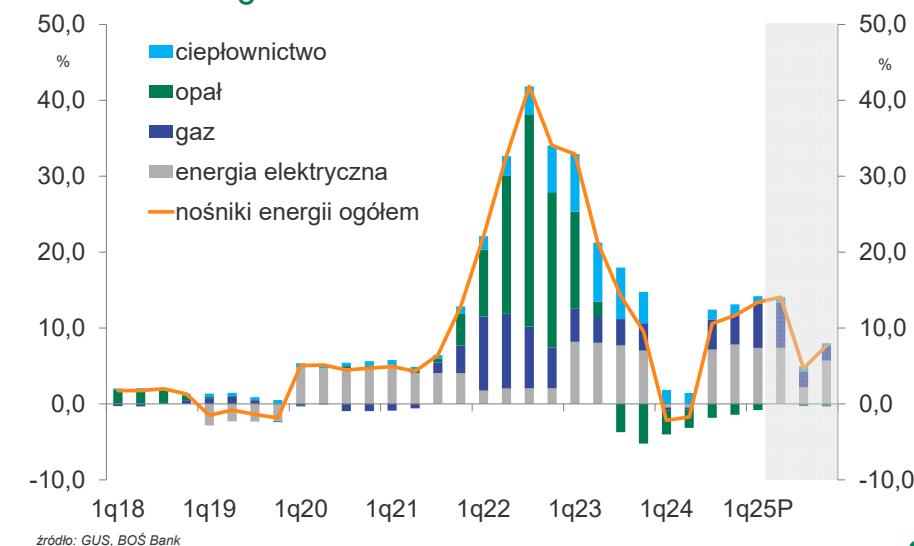
...ale to ceny energii kluczowym czynnikiem, który ukształtuje ścieżkę inflacji...

- Zgodnie z prognozami ośrodków analitycznych w trakcie 2025 r. sytuacja podażowa na rynku ropy naftowej poprawi się silniej względem popytu przy założeniu łagodnego spowolnienia w gospodarce globalnej.
- Przy założeniu stabilizowania się cen ropy naftowej w okolicach 70 – 75 USD za baryłkę ropy Brent oczekujemy utrzymania lekkiej deflacji cen paliw w I poł. 2025 r. oraz niewielkiego wzrostu cen w II poł. 2025 r. Te zmiany nie będą jednak istotne, kontrybucja paliw do CPI w całym 2025 r. wzrośnie do +0,15 pkt proc. z -0,15 pkt proc. w 2024 r.
- Podobnie jak w 2024 r., najważniejszym czynnikiem kształtującym wskaźnik CPI będą decyzje administracyjne dot. opłat za nośniki energii. W styczniu br. indeks cen w tej grupie wzrósł z powodu podwyżki taryf za gaz. Od lipca br. przywrócona zostanie opłata mocowa, która podwyższy ceny energii elektrycznej o ok. 6%. Ten wzrost będzie wyraźnie niższy od tego z lipca 2024 r. w następstwie przywrócenia wyższych stawek VAT i akcyzy na nośniki energii, co spowoduje obniżenie rocznej dynamiki cen nośników energii w III kw.
- Większą niepewnością obarczona jest prognoza tych cen od IV kw. br., gdyż zamrożenie bieżących cen energii elektrycznej ma obowiązywać tylko do września. Zakładamy, że cena energii dla gospodarstw domowych wzrośnie od października wyniku zniesienia ustawowego limitu ceny. Jednocześnie na podstawie notowany w ostatnich kwartałach niższych ceny energii na rynku hurtowym, zakładamy, że od października ceny energii elektrycznej w taryfach zatwierdzonych przez URE ukształtują się powyżej obecnego ustawowego limitu ceny energii (500 zł/MWh), ale poniżej obowiązującej obecnie przedsiębiorstwa energetyczne taryfy (623 zł/MWh).
- Uwzględniając powyższe oraz zakładając stopniowy wzrost opłat za ciepło oczekujemy utrzymania kilkunastoprocentowej dynamiki cen nośników energii w I poł. 2025 r., po czym jej obniżenia w kierunku 5% r/r w III kw. oraz wzrostu do ok. 7% r/r w IV kw. br.

Oczekujemy utrzymania niższych cen ropy naftowej i ograniczonego wzrostu cen paliw w 2025 r.



Decyzje regulacyjne kluczowe dla ostatecznej ścieżki cen nośników energii w 2025 r.

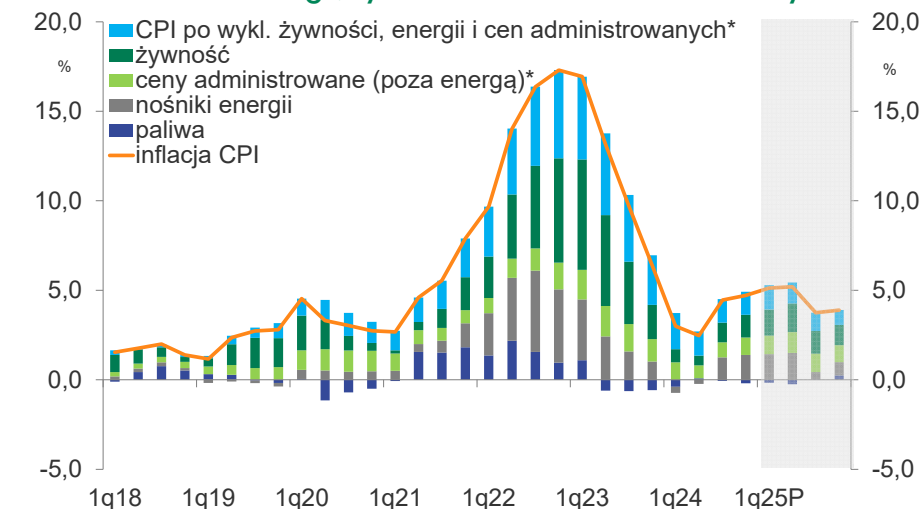




...szczególnie w II połowie roku

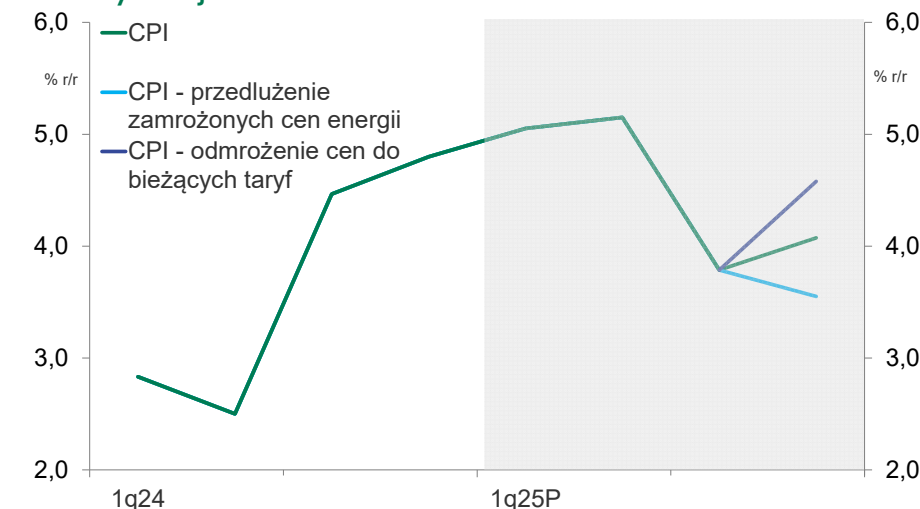
- Oczekujemy, że średnioroczny wskaźnik inflacji CPI w 2025 r. wyniesie 4,5% r/r wobec 3,6% r/r.
- Wzrost średniorocznej inflacji będzie w decydującym stopniu efektem wzrostu kontrybucji nośników energii przy niższych bazach odniesienia (niski poziom w I poł. 2024 r.). W niewielkim stopniu w kierunku wzrostu inflacji będzie oddziaływała także żywność i paliwa, z kolei w kierunku jej obniżenia powinien oddziaływać dalszy stopniowy spadek inflacji bazowej.
- W I poł. roku inflacja powinna utrzymywać się w przedziale 5,0% – 5,5%, przy lekkim obniżeniu inflacji bazowej i nieznacznym wzroście dynamiki cen pozostałych kategorii.
- Efekt bazy dla cen nośników energii oraz kontynuacja spadku inflacji bazowej przyczynią się do spadku inflacji CPI w III kw. okresowo w kierunku głębiej poniżej 4,0% r/r.
- Poziom inflacji w ostatnim kwartale roku będzie zależeć od ostatecznych decyzji administracyjnych dot. cen energii elektrycznej. Przy naszych założeniach dot. „odmrożenia” cen energii i poziomu nowych taryf za energię od października oczekujemy wzrostu inflacji CPI do ok. 4,0% na koniec roku. Zakładamy że decyzja URE dot. stawek cen energii zapadnie w II kw.

W I poł. 2025 r. inflacja podwyższona głównie przez wzrost cen nośników energii, żywności i cen administrowanych...



*szacunki własne
źródło: GUS, Eurostat, BOŚ Bank

...skala spadku w II poł. roku zależna od taryf cen energii elektrycznej od IV kw.



*szacunki własne
źródło: GUS, BOŚ Bank



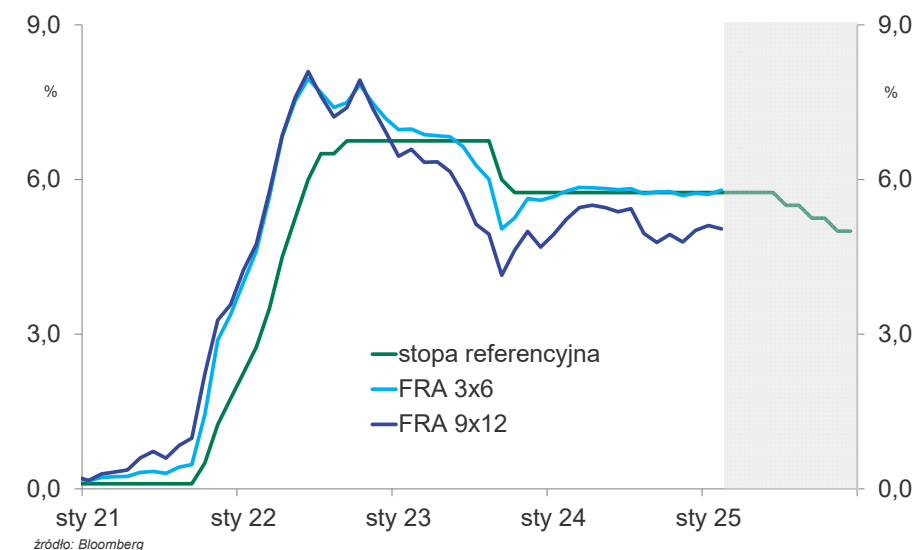
Oczekujemy, że w lipcu RPP rozpocznie tegoroczny cykl obniżek stóp...

- RPP w 2024 r. oraz na posiedzeniach w styczniu i lutym br. utrzymała stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 5,75%. Jednocześnie, po jesiennym złagodzeniu retoryki, w grudniu oraz styczniu prezes Głapiński wyraźnie zaostrzył przekaz. Prezes NBP wskazał na niskie prawdopodobieństwo obniżki stóp na wiosnę tego roku, po tym pod koniec 2023 r. wskazywał na perspektywę rozpoczęcia dyskusji o obniżkach stóp w marcu.
- Główną przeszkodą dla obniżek stóp wskazywana przez prezesa NBP i większość członków RPP jest niepewność co do ścieżki inflacji w związku z przyszłymi decyzjami administracyjnymi dot. cen energii elektrycznej („odmrożenie” cen energii, poziom taryf URE), a także podwyższona inflacja bazowa i dynamika wynagrodzeń.
- Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu RPP w styczniu i lutym NBP prezes ponownie wskazał, że obniżki stóp procentowych byłyby możliwe w warunkach stabilizacji bieżącego wskaźnika inflacji oraz prognoz jej wyraźnego spadku w kolejnych kwartałach.
- Na podstawie prognozowanego scenariusza makroekonomicznego (wyhamowanie wzrostu inflacji w połowie roku, stopniowy spadek inflacji bazowej w trakcie roku, obniżenie dynamiki wynagrodzeń do jednocyfrowego poziomu, umiarkowane tempo wzrostu PKB nieco powyżej 3,0%) podtrzymujemy dotychczasowy scenariusz, że RPP w lipcu po półtorarocznej stabilizacji stóp powróci do łagodzenia polityki pieniężnej. Do końca roku prognozujemy redukcję stóp NBP łącznie o 75 pkt baz.
- Marcowa projekcja NBP zapewne utrzyma dotychczasowe założenie silniejszego wzrostu inflacji pod koniec br. (odmrożenie cen energii październiku na poziomie obowiązujących obecnie wysokich taryf URE). Zakładamy natomiast, że projekcja lipcowa wskaże już prognozę niższej od prognozowanej w marcowej projekcji inflacji w II poł. 2025 r. (efekt oczekiwanej w II kw. publikacji nowych taryf URE) oraz podtrzyma scenariusz systematycznego spadku inflacji w I. 2026, a także w 2027 r. po wydłużeniu horyzontu projekcji w lipcu.

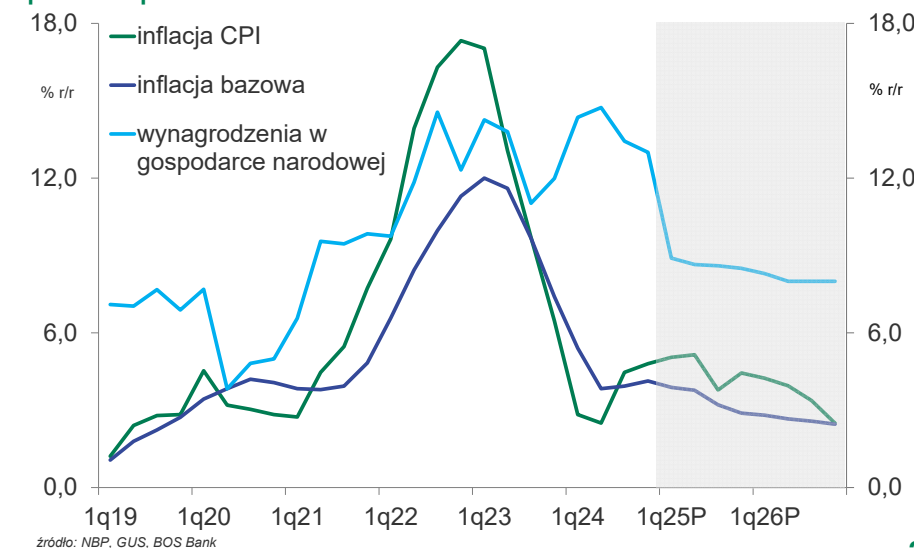
2025-02-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Na przełomie 2024 i 2025 roku ponowne ograniczenie oczekiwań rynkowych dot. obniżek stop NBP...



...gdyż scenariusz obniżek stóp w II połowie roku zyskał na prawdopodobieństwie





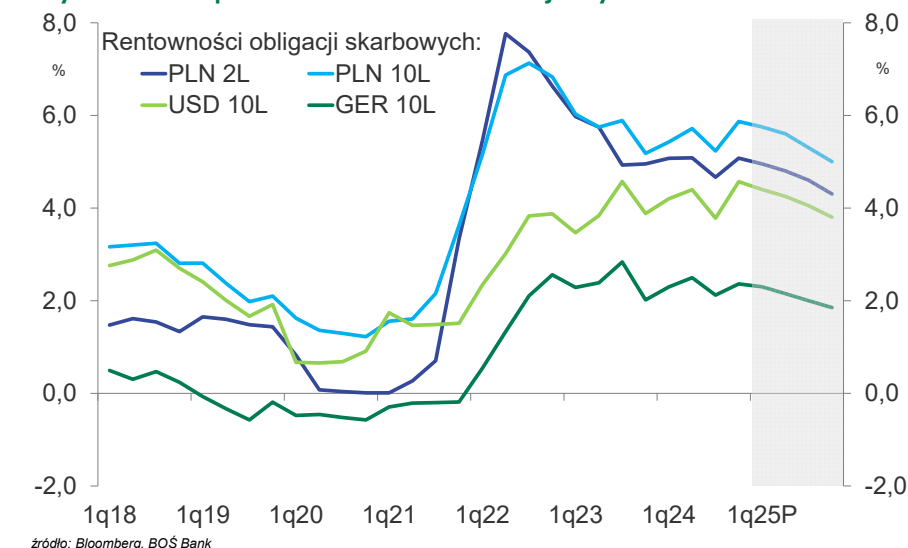
...co łącznie z obniżkami stóp Fed i EBC będzie sprzyjać obniżeniu rentowności SPW

- Wzrost rentowności na rynkach bazowych pod koniec roku poskutkował silnym wzrostem rentowności obligacji krajowych (w kierunku 6,00% w przypadku obligacji 10-letnich), z kolei w ostatnich tygodniach obniżenie rentowności papierów na rynkach bazowych, obniżyło także rentowności krajowych papierów.
- Oczekujemy kontynuacji spadku rentowności krajowych obligacji w ślad za rynkami bazowymi.
- Utrzymująca się niepewność dot. kształtowania się globalnej premii za ryzyko i napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące, będzie ograniczać skalę obniżenia rentowności papierów o dłuższym terminie zapadalności. Obligacjom 2-letnim będzie z kolei w II połowie roku sprzyjać rozpoczęcie rozluźniania polityki pieniężnej przez RPP, a w szczególności prawdopodobne nasilenie oczekiwań na większe redukcje stóp w 2026 r., kiedy oczekujemy spadku CPI do poziomowi celu inflacyjnego NBP.
- Czynnikiem osłabiającym skalę spadku rentowności będzie utrzymująca się wysoka podaż papierów skarbowych. Oczekujemy, że w I. 2024 – 2025 na wysokim poziomie utrzyma się podaż obligacji (zarówno Skarbu Państwa, jak i emitowanych przez BGK). Choć potencjalne zmiany zasad fiskalnych UE w zakresie traktowania wydatków zbrojeniowych w procedurze nadmiernego deficytu (PND) zwiększa szanse Polski na wyjście z PND, to jednocześnie zmniejsza potrzebę zacieśnienia polityki fiskalnej i ograniczenia podaży papierów skarbowych.
- W najbliższych kwartałach nie zmieni się natomiast istotnie strukturalny efekt wysokiego popytu sektora bankowego na obligacje skarbowe. Choć w 2025 r. oczekujemy stopniowego ożywienia nakładów inwestycyjnych (w tym związanych z transformacją energetyczną), ich skala nie będzie jeszcze na tyle istotna, aby przy bieżącej nadpłynności sektora bankowego i wciąż sprzyjających popytowi na obligacje regulacjach podatkowych, osłabić popyt sektora bankowego na obligacje skarbowe.

2025-02-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sytuacja na rynkach bazowych oraz polityka NBP czynnikami spadku rentowności krajowych SPW...



...choć wysoka podaż obligacji 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	0,1	2,9	3,3
Popyt krajowy	% r/r	6,6	3,5	-2,8	8,6	4,8	-3,1	4,1	3,9
Spożycie indywidualne	% r/r	4,6	3,3	-3,4	6,2	5,0	-0,3	3,1	3,4
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	13,7	7,5	-3,0	1,5	1,7	12,6	1,3	3,5
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,2	1,2	0,6	-1,2	0,6	2,3	-1,0	-0,5
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	2 148	2 314	2 363	2 662	3 101	3 402	3 610	3 873
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-2,0	-0,3	2,4	-1,3	-2,2	1,8	0,2	-0,1
	mld EUR	-9,9	-1,4	12,6	-7,8	-14,9	13,5	1,3	-0,7
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	15,7	16,3	18,2	15,9	16,2	16,7	15,0	16,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% śr.	6,1	5,4	6,0	6,4	5,4	5,2	5,1	5,2
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,6	2,2	-1,0	0,4	2,2	0,6	-0,4	0,1
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7,2	7,2	5,3	8,8	12,1	12,7	13,9	8,7
	% r/r, real.	5,4	4,7	1,9	3,6	-2,0	1,2	9,9	4,0
Inflacja CPI	% r/r, śr.	1,6	2,3	3,4	5,1	14,4	11,4	3,6	4,5
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	3,4
Depozyty ogółem	% r/r	9,1	8,2	13,8	10,9	5,7	9,6	7,3	8,5
Kredyty ogółem	% r/r	7,1	5,0	0,7	5,1	1,7	0,0	3,2	5,8
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,4	-5,1	-6,7	-5,8
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	48,2	45,2	56,6	53,0	48,8	49,7	54,5	60,2
Stopa referencyjna NBP	% k.o.	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	5,00
Stopa kredytu lombardowego NBP	% k.o.	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25	5,50
Stopa depozytowa NBP	% k.o.	0,50	0,50	0,00	1,25	6,25	5,25	5,25	4,50
WIBOR 3M	% k.o.	1,72	1,71	0,21	2,54	7,02	5,88	5,84	5,00
Obligacje skarbowe 2L	% k.o.	1,33	1,43	0,01	3,33	6,63	4,95	5,08	4,30
Obligacje skarbowe 5L	% k.o.	2,13	1,79	0,41	3,93	6,83	5,00	5,48	4,65
Obligacje skarbowe 10L	% k.o.	2,81	2,10	1,22	3,62	6,83	5,18	5,87	5,00
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,27	4,35
PLN/USD	PLN, k.o.	3,76	3,80	3,76	4,06	4,40	3,94	4,10	4,14
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,82	3,92	4,26	4,45	4,77	4,68	4,54	4,60

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	2,0
PKB – strefa euro	% r/r	1,7	1,6	-6,2	6,3	3,6	0,5	0,7	0,6
PKB – Chiny	% r/r	6,8	6,1	2,0	8,6	3,2	5,4	5,0	4,4
Inflacja CPI – USA	% r/r, śr.	2,4	1,9	1,2	4,7	8,0	4,1	3,0	2,5
Inflacja HICP – strefa euro	% r/r, śr.	1,4	1,2	0,3	2,6	8,4	5,5	2,4	2,0
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	3,80
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	1,85
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	0,29
USD/EUR	USD, k.o.	1,15	1,12	1,22	1,14	1,07	1,10	1,04	1,05
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	71,0	64,1	42,3	70,6	100,0	82,6	80,7	75,7

% 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

2025-02-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	2,1	3,2	2,7	3,2	3,2	2,9	3,3	3,6
Popyt krajowy	% r/r	2,3	4,8	4,4	4,6	4,6	3,9	3,3	4,0
Spożycie indywidualne	% r/r	4,4	4,6	0,3	3,2	3,2	3,5	3,8	3,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	1,9	3,2	0,1	0,7	1,2	0,8	3,4	6,2
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,2	-1,6	-1,7	-1,4	-1,3	-1,0	-0,1	-0,4
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	1,6	1,3	0,5	0,1	-0,2	-0,3	0,0	-0,1
	mld EUR	4,6	0,5	-4,3	0,3	1,7	0,0	-2,3	-0,1
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	5,3	4,9	5,0	5,1	5,4	5,0	5,1	5,2
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,2	0,1	-0,9	-0,9	-0,1	-0,3	0,2	0,4
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	14,4	14,7	13,4	13,0	8,9	8,7	8,6	8,5
	% r/r, real.	11,2	11,9	8,6	7,8	3,7	3,3	4,6	4,4
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	2,0	2,6	4,9	4,7	5,4	5,2	3,8	3,9
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	4,6	3,6	4,3	4,0	3,9	3,7	3,3	3,0
Stopa referencyjna NBP	% k.o.	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,00
Stopa kredytu lombardowego NBP	% k.o.	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	5,75	5,50
Stopa depozytowa NBP	% k.o.	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	4,75	4,50
WIBOR 3M	% k.o.	5,88	5,85	5,85	5,84	5,85	5,75	5,30	5,00
Obligacje skarbowe 2L	% k.o.	5,07	5,09	4,67	5,08	4,95	4,80	4,60	4,30
Obligacje skarbowe 5L	% k.o.	5,32	5,53	4,87	5,48	5,50	5,25	4,95	4,65
Obligacje skarbowe 10L	% k.o.	5,43	5,72	5,23	5,87	5,75	5,60	5,30	5,00
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,30	4,31	4,28	4,27	4,20	4,26	4,32	4,35
PLN/USD	PLN, k.o.	3,99	4,03	3,82	4,10	4,06	4,12	4,13	4,14
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,43	4,48	4,53	4,54	4,44	4,51	4,57	4,60

założenia zewnętrzne		1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25
PKB – USA	% r/r	2,9	3,0	2,7	2,5	2,6	2,2	1,7	1,6
PKB – strefa euro	% r/r	0,4	0,5	0,9	0,9	0,7	0,6	0,4	0,7
PKB – Chiny	% r/r	5,3	4,7	4,6	5,4	4,8	4,6	4,2	4,0
Stopa funduszy federalnych Fed*	% k.o.	5,50	5,50	5,00	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75
SOFR ON	% k.o.	5,34	5,34	4,96	4,49	4,35	4,10	3,85	3,60
Obligacje USA 10L	% k.o.	4,20	4,40	3,78	4,57	4,40	4,25	4,05	3,80
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.	-	-	-	-	2,40	2,05	2,05	2,05
Obligacje GER 10L	% k.o.	2,30	2,49	2,12	2,36	2,30	2,15	2,00	1,85
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	0,43	0,25	0,25	0,25
USD/EUR	USD, k.o.	1,08	1,07	1,11	1,04	1,04	1,04	1,05	1,05
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	83,2	84,8	80,1	74,7	77,8	75,0	75,0	75,0

% 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.