

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

26 listopada 2024 r.



2025 rok: Trump, geopolityka, handel

**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

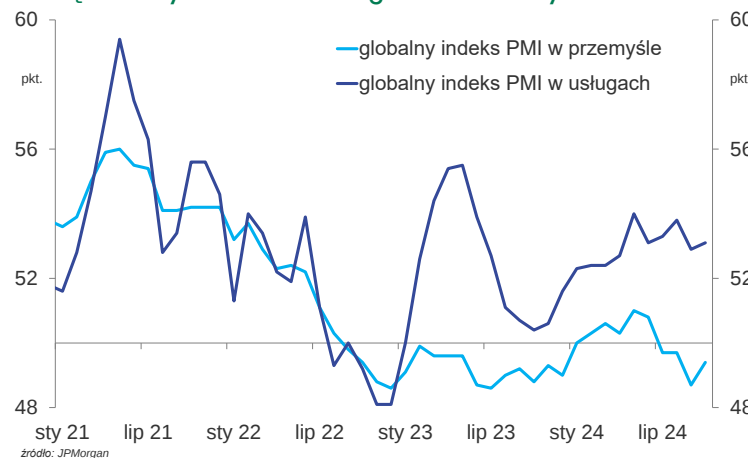
- Napływające na przetomie III i IV kwartału dane z gospodarki globalnej uspokoiły, świadcząc o ograniczonej skali spowolnienia aktywności gospodarki globalnej. Jednak wzrost niepewności dot. rozwoju sytuacji w globalnej wymianie handlowej po listopadowym wyborczym zwycięstwie Donalda Trupa i Partii Republikańskiej, skutkuje w kontekście protekcjonistycznych zapowiedzi z okresu kampanii wyborczej wzrostem niepewności rozwoju sytuacji gospodarczej.
- W bazowym scenariuszu zakładamy, że decyzje nowej administracji w USA będą łagodniejsze wobec zapowiedzi z kampanii wyborczej. Zakładamy, że w 2025 r. zostaną istotnie podwyższone cła na import z Chin, co poskutkuje wyraźnym spowolnieniem aktywności w Chinach, nawet pomimo oczekiwanych kolejnych działań władz chińskich mających na celu stymulację gospodarki.
- Zakładamy, że w 2025 r. utrzymane zostaną obecne stawki ceł na import z UE, niemniej ryzyko zaostrzenia relacji handlowych USA-UE pozostanie podwyższone. Będzie to, obok spowolnienia w Chinach, czynnik hamujący poprawę aktywności gospodarczej w strefie euro.
- Choć tempo dezinflacji w USA nieco spowolniło, to zakładając dalsze lekkie osłabienie koniunktury na rynku pracy i dalsze obniżenie inflacji, oczekujemy kontynuacji stopniowych obniżek stóp procentowych Fed. Wzrost ryzyka gospodarczego w strefie euro poskutkował natomiast korektą prognozy w kierunku szybszego cyklu obniżek stóp EBC.
- Ryzyko dla aktywności w strefie euro implikuje wolniejsze ożywienie polskiego eksportu oraz słabszą kondycję krajowego przemysłu, co będzie osłabiać tempo ożywienia polskiej gospodarki. 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.
- Biorąc pod uwagę dotychczasowe informacje nt. planów rządowych w zakresie stabilizowania cen energii elektrycznej, prognozujemy lekki wzrost inflacji CPI powyżej 5,0% r/r w I połowie 2025 r., a następnie jej obniżenie poniżej 4% r/r w II połowie roku.
- Oczekujemy, że podwyższona inflacja z początkiem roku, przy stabilnej sytuacji gospodarczej będą argumentami za kontynuacją ostrożnej polityki Rady Polityki Pieniężnej. Pierwszej obniżki stóp NBP oczekujemy w lipcu 2025 r. i łącznego złagodzenia polityki monetarnej w 2025 r. o 75 pkt. baz. Oceniamy, że szybszy cykl obniżek stóp mógłby nastąpić w sytuacji realizacji scenariusza silniejszego pogorszenia aktywności krajowej gospodarki w ślad za słabszą koniunkturą za granicą.



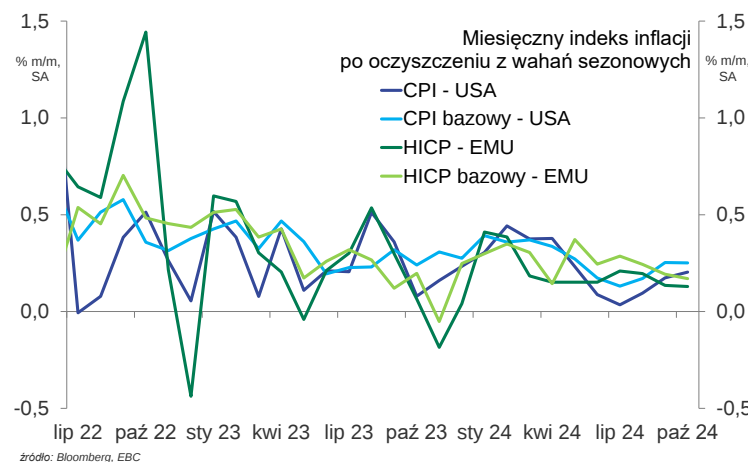
Lekka poprawa aktywności globalnej gospodarki na przełomie III i IV kw...

- Na przełomie III i IV kw. wskaźniki globalnej koniunktury lekko poprawiły się. Utrzymywały się jednak istotne nierównowagi sektorowe (przemysł, usługi) i regionalne (gł. USA vs strefa euro i Chiny).
- Choć jesienne dane z amerykańskiego rynku pracy nie potwierdziły obaw przed recesją, to globalne subindeksy zatrudnienia wciąż pogarszają się, wskazując na ryzyko trwalszego schłodzenia koniunktury na rynku pracy.
- Przełom III i IV kw. przyniósł spowolnienie tempa dezinflacji (głównie w USA), jednocześnie słabsza koniunktura rynku pracy wspiera prognozy dalszego stopniowego spadku inflacji.
- Zmienne sygnały dot. sytuacji cyklicznej i inflacyjnej (gł. w USA) utrzymały bardzo wysoką zmienność oczekiwań rynkowych co do skali luzowania polityki pieniężnej.
- Wygrana Donalda Trumpa oraz Republikanów w obu Izbach Kongresu USA podsyciły tę niepewność oraz zmienność na rynkach finansowych.

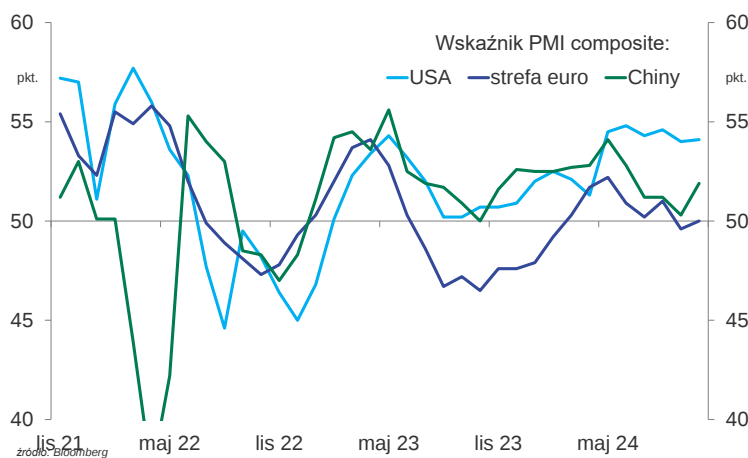
Pod koniec br. lekka poprawa globalnej koniunktury, przy wciąż istotnych nierównowagach sektorowych...



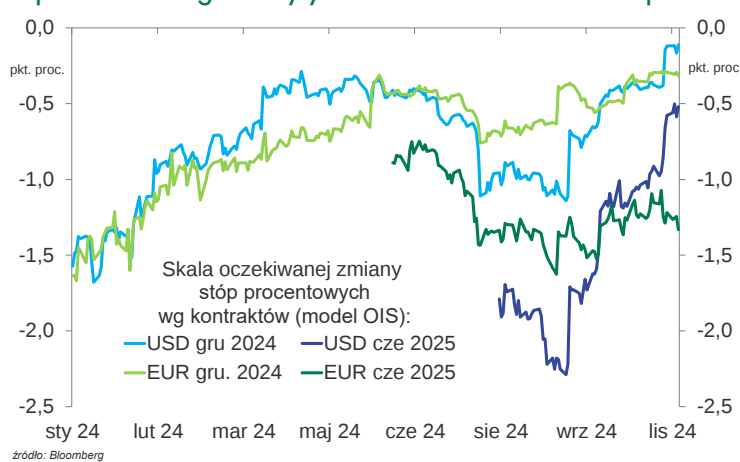
Wolniejsza dezinflacja w USA...



...oraz regionalnych



...lepsze dane z gospodarki USA i wyborcze zwycięstwo Republikanów ograniczyły oczekiwania na obniżki stóp Fed





...niepewność co do przyszłej polityki gospodarczej po wyborach w USA źródłem ryzyka dla prognoz

- Choć napływające dane makroekonomiczne nieco uspokoiły, to ryzyko dla prognoz istotnie wzrosło z powodu wzrostu niepewności co do przyszłej polityki gospodarczej USA.
- Po pierwsze, niepewne jest w jakim zakresie nowa administracja Trumpa wdroży postulaty przedwyborcze (por. tabela obok). Po drugie, trudno ocenić ostateczny wpływ polityki gospodarczej w USA na aktywność globalną biorąc pod uwagę skalę zmian, ich sekwencję oraz zróżnicowany wpływ na poszczególne obszary gospodarki.
- Zakładamy, że działania w polityce gospodarczej nowej administracji będą ograniczone wobec tego co zapowiadał D. Trump w kampanii wyborczej, gdyż istotne dla USA będzie uniknięcie gwałtownych perturbacji gospodarczych, które nie byłyby obojętne dla USA, szczególnie w sytuacji kumulacji działań odwetowych.
- W bazowym scenariuszu zakładamy, że głównym celem nowej administracji będzie w aspekcie międzynarodowym osłabienie pozycji Chin (głównie gospodarczej), a wewnętrznym – ograniczenie nielegalnej migracji do USA. W konsekwencji już w 2025 r. oczekujemy istotnego wzrostu ceł na import z Chin, natomiast w przypadku pozostałych regionów oczekujemy bardziej negocjacyjnego i stopniowego podejścia.
- W 2025 r. nie oczekujemy istotnego poluzowania polityki fiskalnej. Jako wysokie oceniamy prawdopodobieństwo przedłużenia po 2025 r. obecnych ulg podatkowych. Obecnie trudno ocenić bilans dla gospodarki i finansów publicznych zapowiedzi podatkowych (poluzowanie) i wydatkowych (zacieśnienie). W naszej ocenie zmiany w polityce migracyjnej nie wpłyną istotnie na rynek pracy i na inflację w 2025 r., przy słabszej aktywności i niepewności dot. wpływu zmian deregulacyjnych na wydajność pracy. Perspektywa wzrostu podaży paliw kopalnych w USA powinien osłabiać presję na wzrost cen surowców energetycznych.
- Brak informacji utrudnia ocenę ryzyka geopolitycznego związanego z wojną w Ukrainie wobec wcześniejszych zapowiedzi D. Trumpa szybkiego zakończenia wojny.

2024-11-26

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Najważniejsze postulaty Donalda Trumpa z okresu kampanii wyborczej

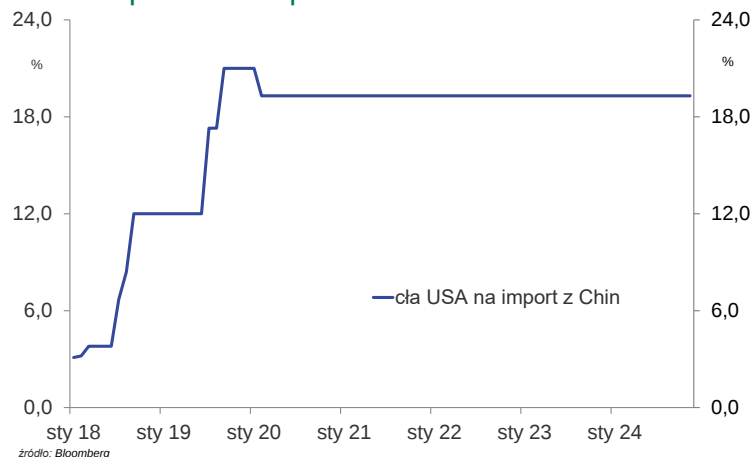
polityka handlowa	nałożenie 60% ceł na import z Chin oraz 10-20% na import z pozostałych krajów
	nałożenie 200% ceł na samochody importowane z Meksyku, produkowane przez chińskie podmioty
	unieważnienie statusu "znormalizowane handlu" z Chinami
	plan wygaszania importu z Chin w zakresie strategicznych towarów (m.in. elektronika, stal, farmaceutyki)
	wdrożenie regulacji ograniczających inwestycje firm chińskich w USA oraz amerykańskich w Chinach
polityka fiskalna	zakaz kontraktów federalnych dla firm outsorsujących pracę w Chinach
	rozwiązanie inicjatywy Ramy Gospodarcze Indo-Pacyfiku
	wydłużenie zwolnień podatkowych w ramach TCJA poza 2025
polityka migracyjna	dalsze obniżki podatków dla przedsiębiorstw, w tym powiązane z polityką handlową (np. ulgi dla firm produkujących w USA)
	plany redukcji wydatków i deficytu budżetowego
polityka zagraniczna	wydalenie nielegalnych imigrantów
	rozbudowa muru na granicy USA - Chiny
pozostałe	ograniczenie roli i potencjału Chin
	zakończenie konfliktów zbrojnych (Ukraina, Bliski Wschód)
pozostałe	wycofanie USA z porozumienia paryskiego
	deregulacja gospodarki
	odejście od ograniczeń wydobycia paliw kopalnych i obniżenie cen energii



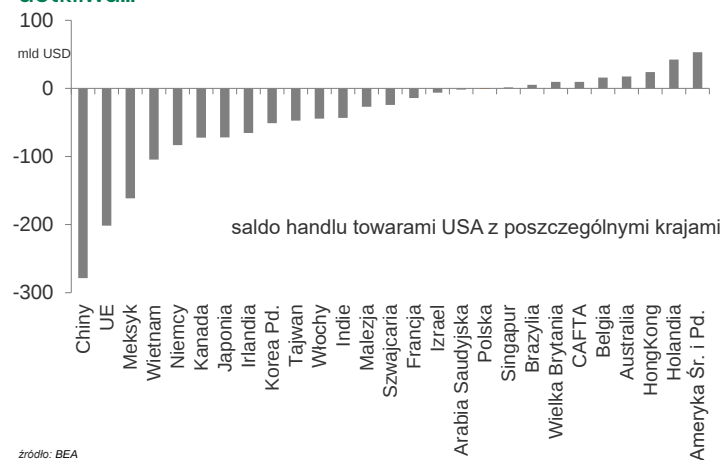
W 2025 r. oczekiwany wzrost protekcjonizmu USA szczególnie dotkliwy dla Chin...

- Biorąc pod uwagę ograniczoną skuteczność polityki handlowej podczas pierwszej kadencji Trumpa i zapowiedzi przedwyborcze oczekujemy znaczącego wzrostu stawek ceł na import z Chin (średnio w kierunku 60%).
- W scenariuszu bazowym zakładamy, że USA nie wdrożą powszechnej podwyżki ceł na import z pozostałych kierunków. Oczekujemy bardziej działań skierowanych w kraje i sektory, w których dominuje udział chińskich inwestycji (np. w sektor motoryzacji w Meksyku).
- Zakładamy, że celem nowej administracji będzie uniknięcie globalnej „wojny handlowej”. Stąd biorąc pod uwagę priorytety geopolityczne, nie oczekujemy powszechnej podwyżki stawek ceł na import z UE, pomimo wysokiego deficytu handlowego z krajami regionu. Sądzymy jednak, że wysokie jest utrzymanie ostrej retoryki wobec UE.
- Obecnie trudno ocenić jakie działania odwetowe wobec USA podejmą Chiny i jak wpłynie to na globalny handel.

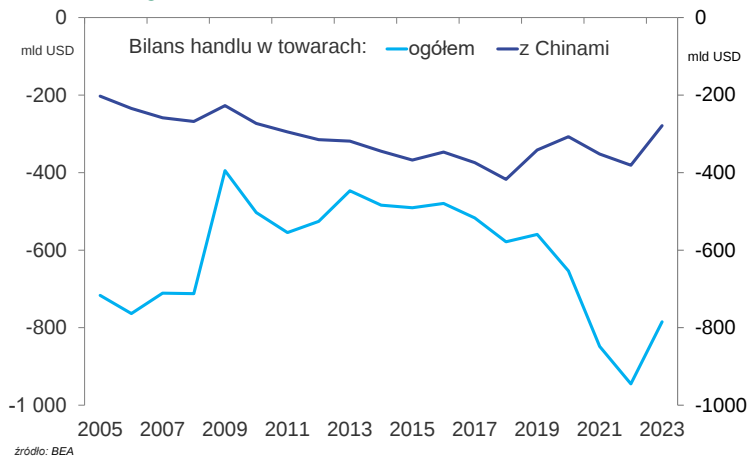
Druga kadencja D. Trumpa przyniesie znaczący wzrost ceł na import z Chin w porównaniu do okresu 2018-2019...



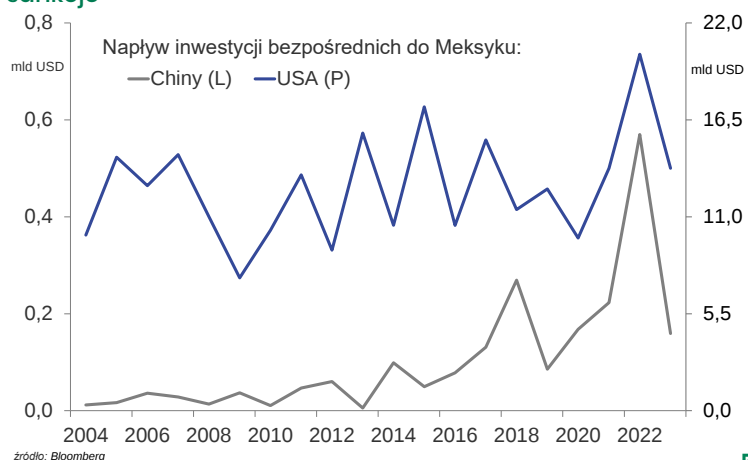
Nierównowaga handlowa USA z Chinami szczególnie dotkliwa...



...przy dotychczas ograniczonej skali poprawy salda handlowego z Chinami



...szczególnie wobec działań omijających amerykańskie sankcje

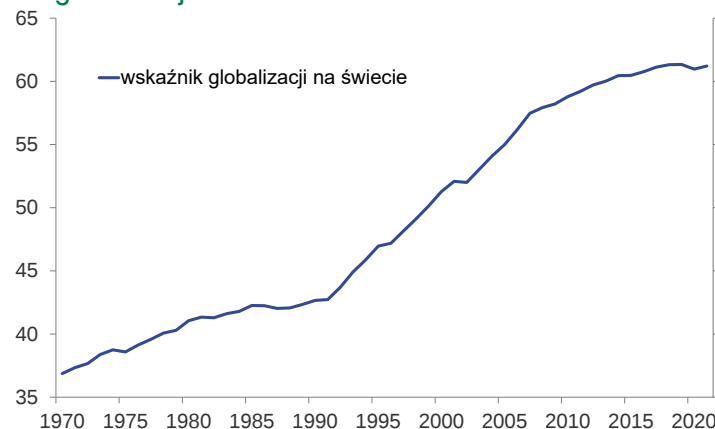




...nie pozostanie bez wpływu na gospodarkę globalną...

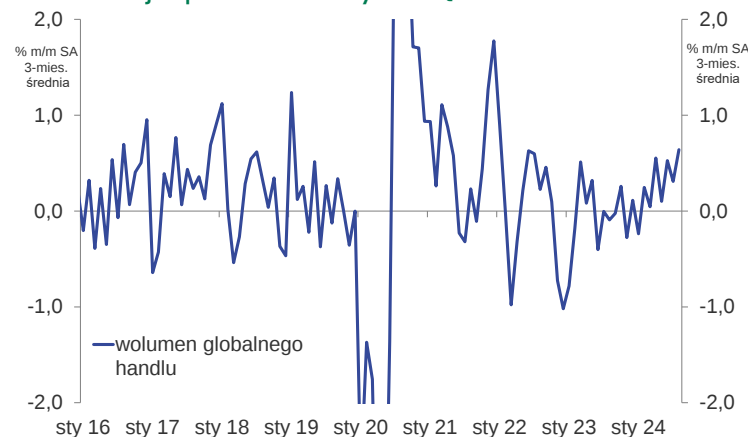
- Nawet ograniczenie działań protekcyjnych do relacji USA – Chiny będzie istotnym szokiem podaźowym dla całej gospodarki globalnej i osłabi obserwowane w ostatnim czasie lekkie ożywienie w globalnym handlu.
- Znaczące spowolnienie aktywności w Chinach wpłynie szczególnie mocno na zależne od chińskiego popytu gospodarki azjatyckie, a także kraje UE – gł. Niemcy.. Potencjalne zmiany stawek ceł mogą także ponownie okresowo zaburzać globalne łańcuchy dostaw.
- Ponadto, sama niepewność rozwoju sytuacji w globalnym handlu, szczególnie w Europie, będzie istotnie osłabiać nastroje przedsiębiorstw, w tym skłonność do inwestycji.
- Bezpośredni wpływ na polską gospodarkę ewentualnego wzrostu ceł na eksport do USA, czy osłabienia koniunktury w Chinach byłby niewielki. Natomiast szczególnie istotne będą efekty pośrednie – skala spowolnienia gospodarczego w strefie euro, głównie w Niemczech.

W nadchodzących latach prawdopodobne nasilenie deglobalizacji



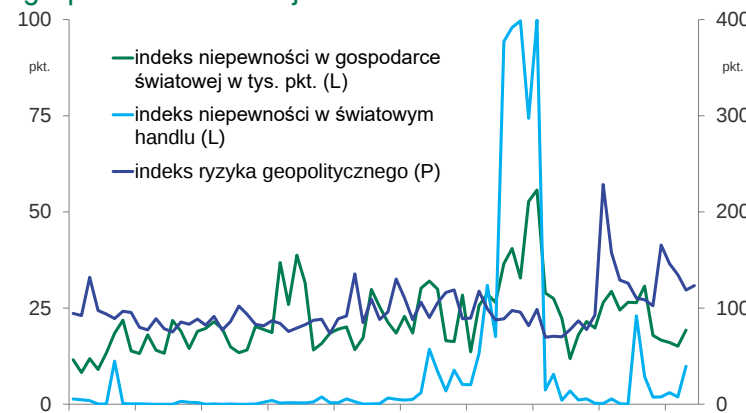
źródło: KOF Swiss Economic Institute

Słaba poprawa koniunktury w globalnej wymianie handlowej zapewne nie utrzyma się w 2025 r...



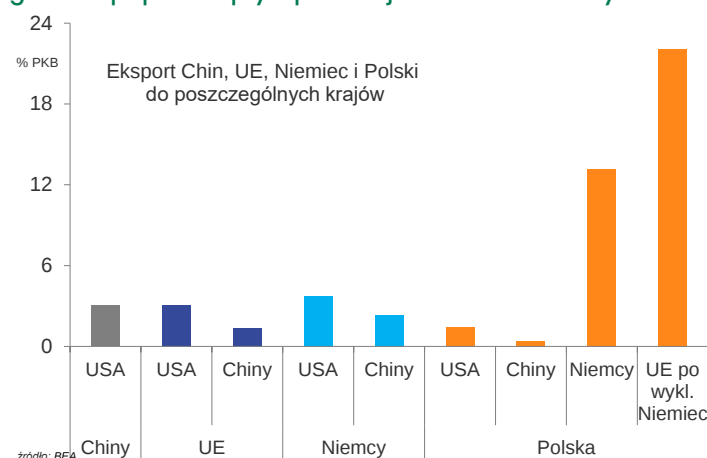
źródło: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

...przy istotnym ryzyku silnego wzrostu niepewności w gospodarce światowej



źródło: Economic Policy Uncertainty

Dla gospodarki polskiej kluczowe efekty pośrednie – głównie poprzez wpływ protekcjonizmu na Niemcy



źródło: BEA



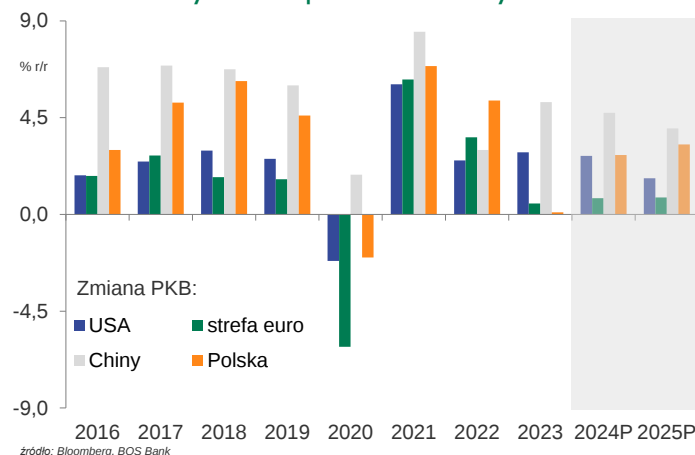
...szczególnie osłabiając aktywność w Chinach, a w mniejszym stopniu w strefie euro

- W krótkim okresie nie można wykluczyć okresowego silnego wzrostu popytu i obrotów w globalnym handlu w efekcie budowy zapasów w warunkach wzrostu niepewności. Niemniej w średnim okresie oczekujemy negatywnego wpływu zmian w polityce handlowej na gospodarkę globalną w szczególności na aktywność Chin, w mniejszym stopniu strefy euro.
- Biorąc pod uwagę powyższe, założenie stabilnych cen surowców energetycznych oraz sygnały spowolnienia koniunktury na rynku pracy (USA i strefa euro) oczekujemy kontynuacji dezinflacji, pomimo ryzyka wzrostu cen w handlu zagranicznym.
- W konsekwencji oczekujemy dalszego luzowania polityki pieniężnej Fed i EBC, przy większej presji na obniżki stóp w EMU.
- Wyzwaniem dla gospodarki globalnej oraz rynków finansowych pozostanie bardzo wysoki poziom długu publicznego. Światowa gospodarka odznacza się bardzo wysokim poziomem długu pomimo generalnie dobrej aktywności gospodarczej oraz ograniczoną do dalszego wzrostu zadłużenia.

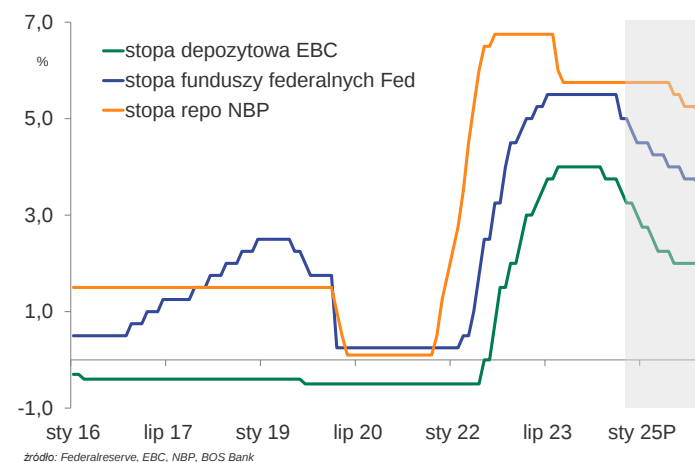
2024-11-26

Klauzula poufności: BOŚ jawne

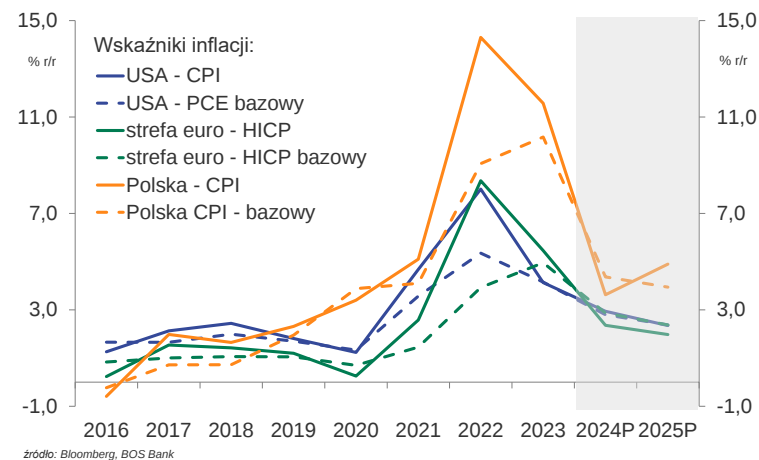
Korekta w dół prognoz PKB dla Chin i Europy, w USA oczekiwane cykliczne spowolnienie aktywności...



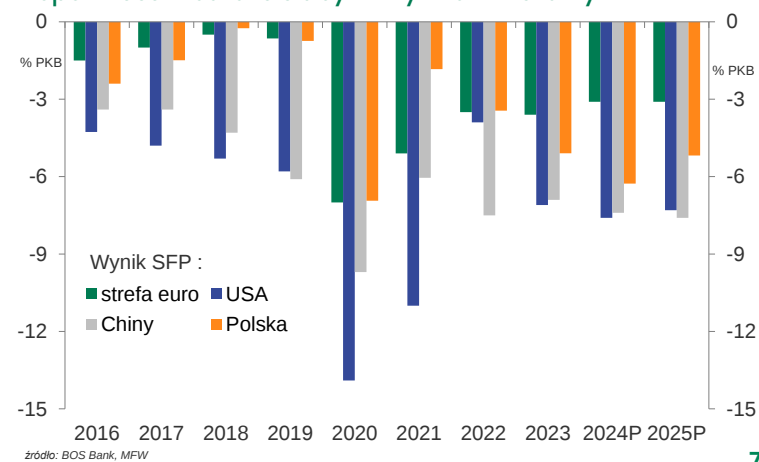
...i kontynuację łagodzenia polityki pieniężnej



...co powinno wspierać dalszą stopniową dezinflację...



Gospodarka światowa wchodzi w okres większej niepewności z bardzo słabymi wynikami fiskalnymi





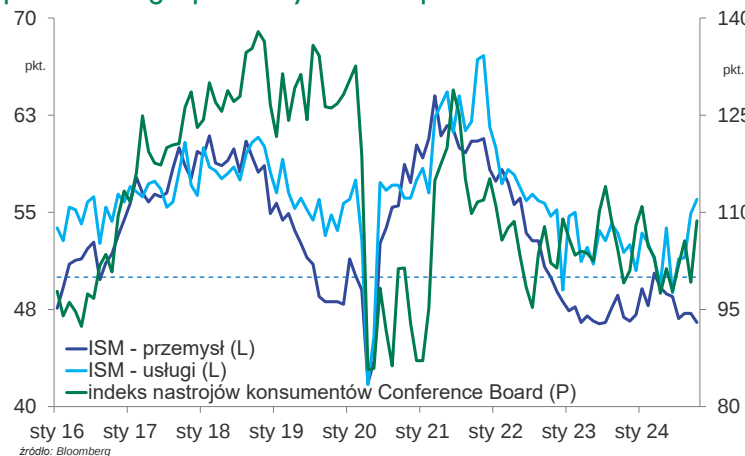
Niższe ryzyko recesji w USA, łagodne spowolnienie wciąż scenariuszem bazowym...

- W USA utrzymuje się mocny wzrost PKB wspierany solidną konsumpcją. Utrzymuje się zmienność wskaźników koniunktury.
- W II połowie roku obniżyła się dynamika dochodów i stopa oszczędności w warunkach schłodzenia koniunktury na rynku pracy. Z drugiej strony, dane z rynku pracy za III kw. nie potwierdziły obaw z wakacji przed scenariuszem recesji w USA.
- Oczekujemy, że normalizacja koniunktury na rynku pracy po okresie silnej ekspansji obniży tempo wzrostu konsumpcji i PKB. Redukcje stóp procentowych Fed oraz sygnały wzrostu popytu inwestycyjnego powinny z kolei łagodzić skalę tego spowolnienia. Zakładamy, że w 2025 r. PKB wzrośnie o 2,0% wobec 2,7% w br.
- Zakładamy, że w 2025 r. wpływ polityki administracji D. Trumpa na koniunkturę będzie niewielki, przy ograniczonym wpływie oczekiwanego wzrostu ceł w handlu z Chinami. Z początkiem 2025 r. należy liczyć się z wyższą zmiennością danych w konsekwencji przygotowywania się firm do zmian regulacji (np. budowa zapasów).

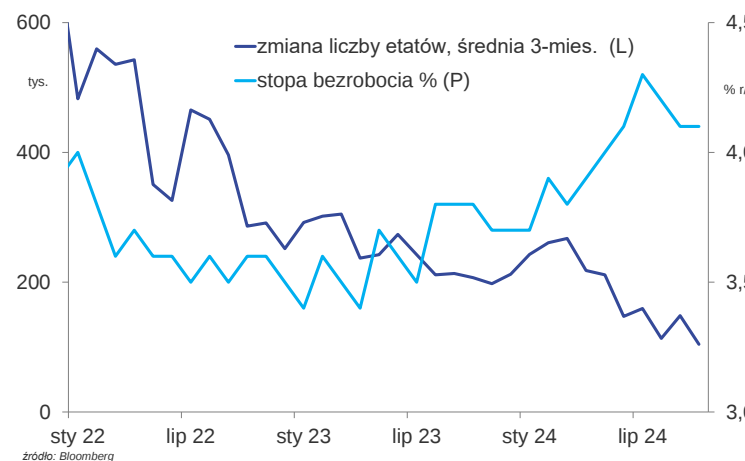
2024-11-26

Klauzula poufności: BOŚ jawne

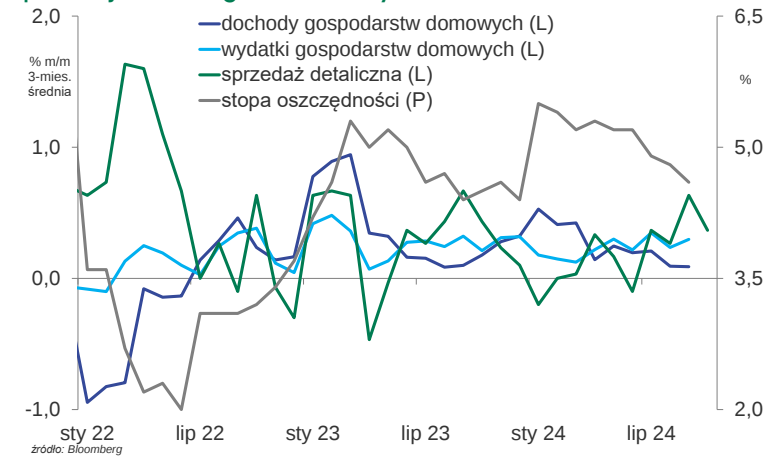
Niejednoznaczne sygnały wskaźników nastrojów podmiotów gospodarczych w USA pod koniec br...



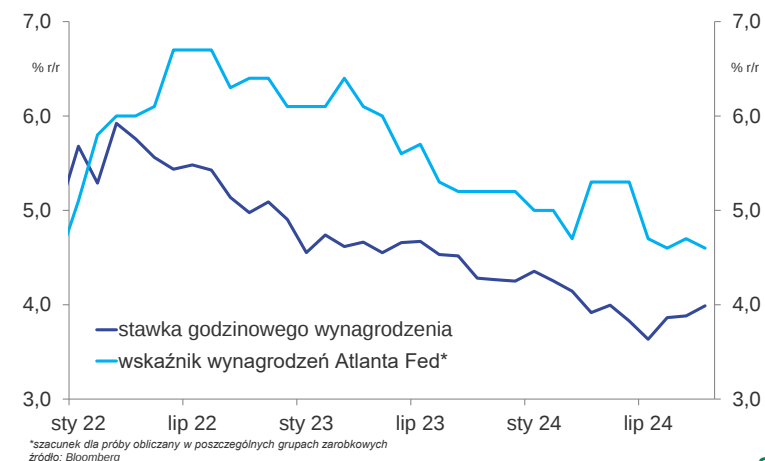
...w warunkach wyraźnie niższego popytu na pracę...



...ale słabszy wzrost dochodów i oszczędności ogranicza potencjał dalszego wzrostu wydatków konsumentów...



...oraz niższego wzrostu wynagrodzeń



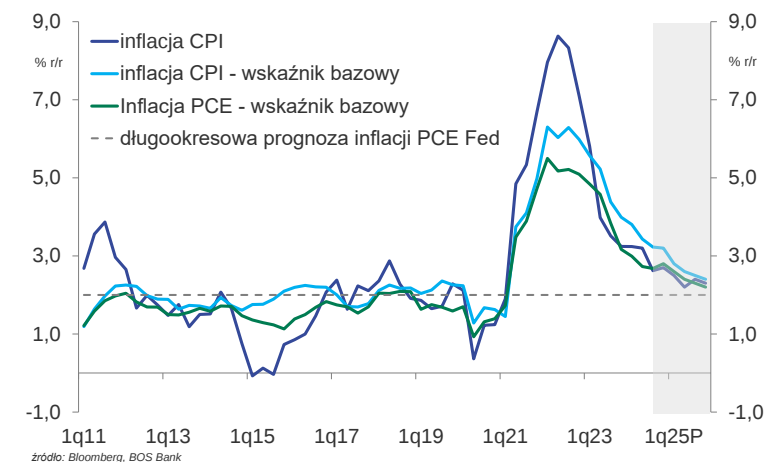
*szacunek dla próby obliczany w poszczególnych grupach zarobkowych
źródło: Bloomberg



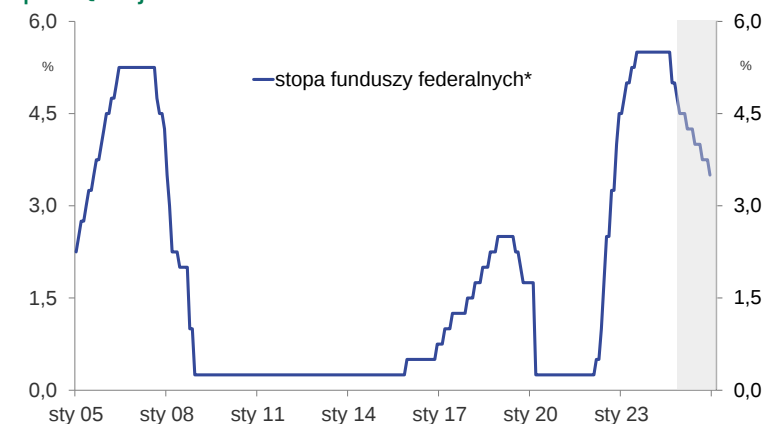
...i stopniowe rozluźnianie polityki pieniężnej Fed w 2025 r.

- We wrześniu i listopadzie FOMC obniżył stopę funduszy federalnych łącznie o 75 pkt. baz., głównie z powodu obaw o kondycję rynku pracy, oraz przyspieszającej latem dezinflacji. Jednocześnie stabilne dane z rynku pracy oraz pewne spowolnienie procesu dezinflacji na przełomie III i IV kw. poskutkowało w listopadzie zaostreniem dotychczas bardzo łagodnego przekazu Fed.
- W bazowym scenariuszu oczekujemy obniżki stóp w grudniu br. o 25 pkt. baz., choć ta prognoza obarczona jest wysoką niepewnością i całkowicie zależna od grudniowych publikacji danych z rynku pracy i inflacji CPI.
- Podtrzymujemy prognozę dalszych stopniowych obniżek stóp w 2025 r. (25 pkt. baz. na kwartał) zakładając dalsze stopniowe dostosowania zarówno po stronie sfery realnej gospodarki, jak i inflacji. W przyszłym roku oczekujemy kontynuacji trendu dezinflacji w warunkach schłodzenia koniunktury na rynku pracy i stabilnych cen surowców.
- Sądzymy, że zmiany w polityce gospodarczej w krótkim okresie będą miały ograniczony wpływ na inflację. Choć wzrost protekcjonizmu, 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 (zakładamy większą ostrożność w porównaniu do zapowiedzi wyborczych), wydajności pracy, która w ostatnich kwartałach wyraźnie rośnie oraz wpływu zapowiadanej deregulacji na sytuację przedsiębiorstw. Jednocześnie, 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.

W 2025 r. oczekujemy kontynuacji spadku inflacji...



...oraz – choć w wolniejszym tempie – luzowania polityki pieniężnej

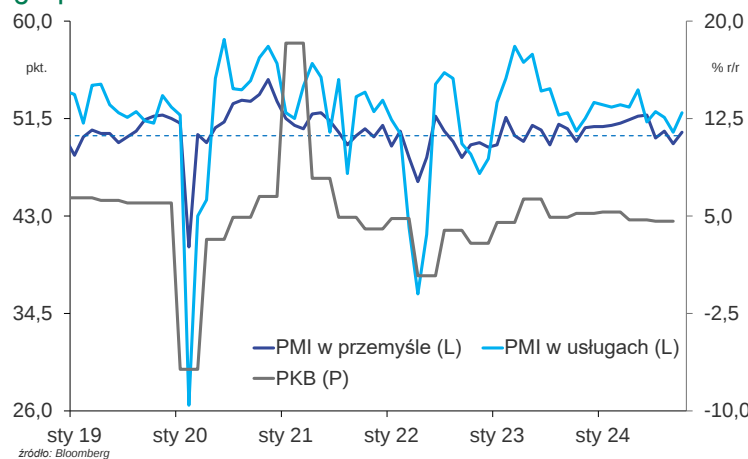




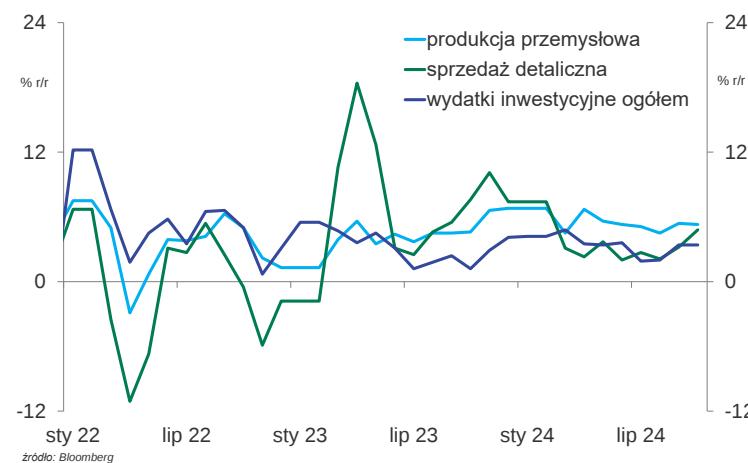
Lekka poprawa bieżących danych oraz pakiet stymulacyjny nie uchronią chińskiej gospodarki przed spowolnieniem...

- W II i III kw. aktywność gospodarcza w Chinach osłabła, przy szczególnie słabym popycie krajowym, gł. konsumpcyjnym. Utrzymujące się wyzwania rynku nieruchomości oraz słabsza kondycja rynku pracy ciążyły nastrojom konsumentów. Lekko poprawiły się wskaźniki eksportu.
- We wrześniu władze w Chinach ogłosiły pakiet stymulacyjny dla gospodarki obejmujący: - obniżki głównych stóp procentowych banku centralnego o 20 – 30 pkt. baz. i obniżkę stopy rezerwy obowiązkowej o 50 pkt. baz., - programy płynnościowe i pożyczkowe mające na celu wsparcie rynku nieruchomości oraz rynku akcji, - wsparcie kapitałowe największych banków chińskich, - zwiększenie skali wydatków infrastrukturalnych, - centralne refinansowanie długu samorządów lokalnych.
- Być może te informacje lekko wsparły nastroje firm w październiku. Wciąż jednak brak jest informacji dot. wsparcia rynku pracy / konsumentów. Wciąż nie poprawiła się także sytuacja na rynku nieruchomości.

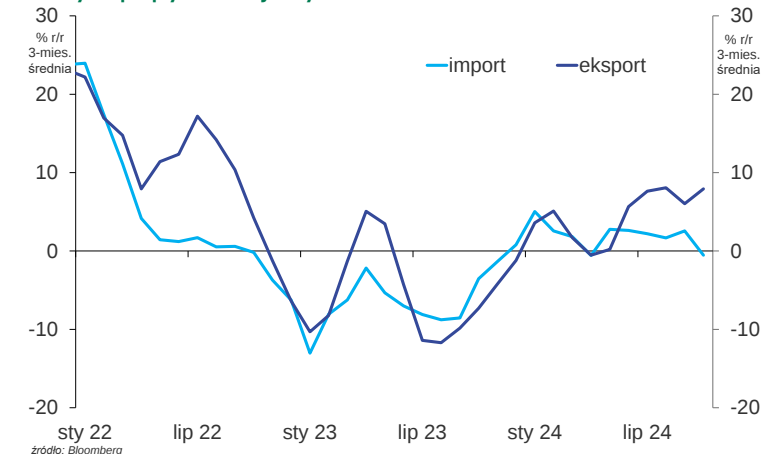
W II i III kw. wyhamowanie aktywności chińskiej gospodarki....



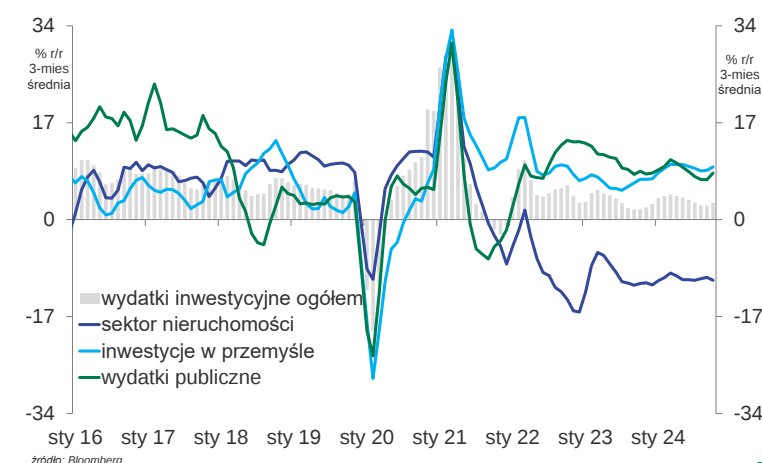
...w szczególności konsumpcyjnym....



...przy lekkim wzroście popytu zagranicznego i bardzo słabym popycie krajowym...



...i utrzymującej się recesji na rynku mieszkaniowym





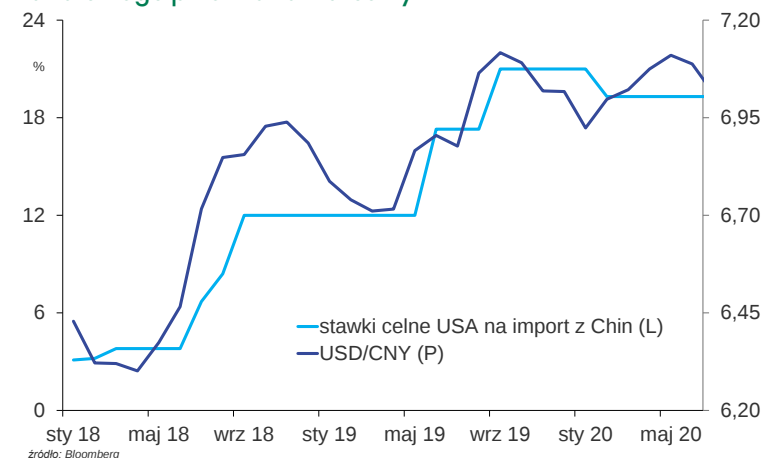
...w warunkach znaczącego zaostrzenia polityki handlowej przez USA

- Luzowanie polityki gospodarczej wspiera prognozę wzrostu PKB w 2025 r., niemniej jak na razie silniej pogarszają ją założenia dot. nowej polityki USA wobec Chin. Zakładamy, że relatywnie szybko nowa administracja zdecyduje się na znaczące podwyższenie ceł na import z Chin.
- Oczekujemy, że w 2025 r. dynamika PKB w Chinach obniży się do 4,0% z 4,8% w br., przy założeniu braku pełnej eskalacji globalnej wojny handlowej.
- 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.
- Oczekujemy, że w najbliższych tygodniach ogłoszone zostaną kolejne działania w zakresie polityki gospodarczej stymulujące aktywność gospodarczą, w tym dalszych obniżek stóp banku centralnego (w warunkach niskiej inflacji i słabych wskaźników monetarnych).

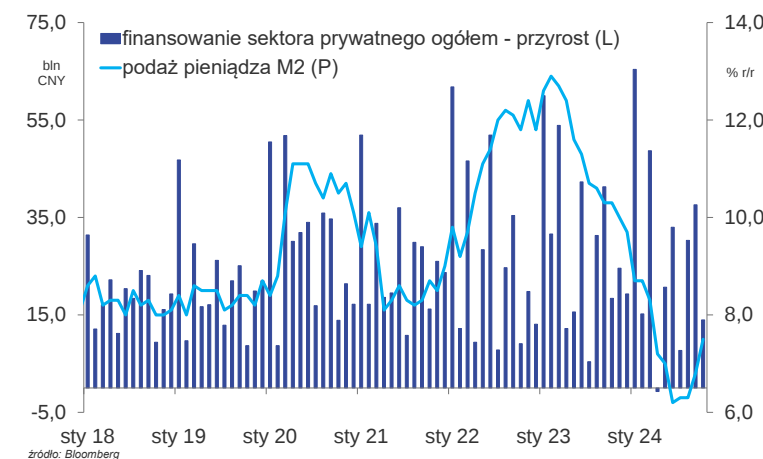
2024-11-26

Klauzula poufności: BOŚ jawne

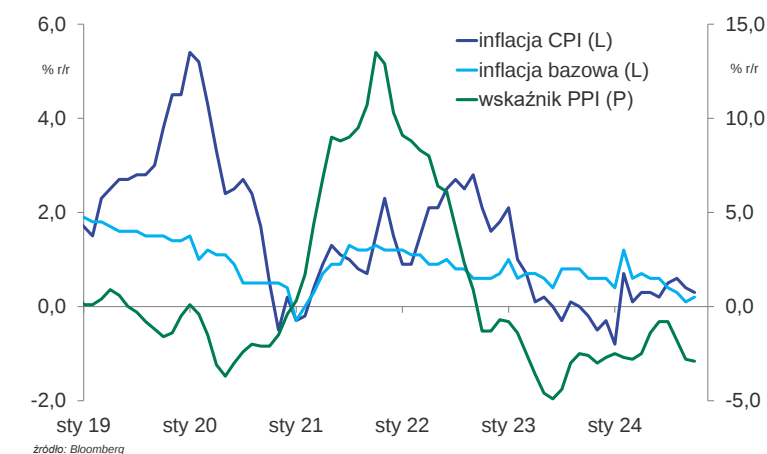
Obecnie mniejsza przestrzeń do zaabsorbowania szoku handlowego przez kanał kursowy



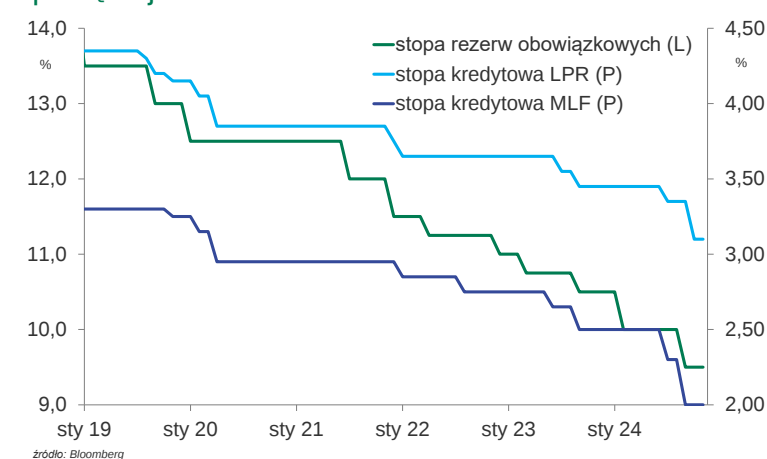
...i wciąż słabe dane monetarne ...



Niska inflacja



...przemawiają za dalszym lekkim poluzowaniem polityki pieniężnej





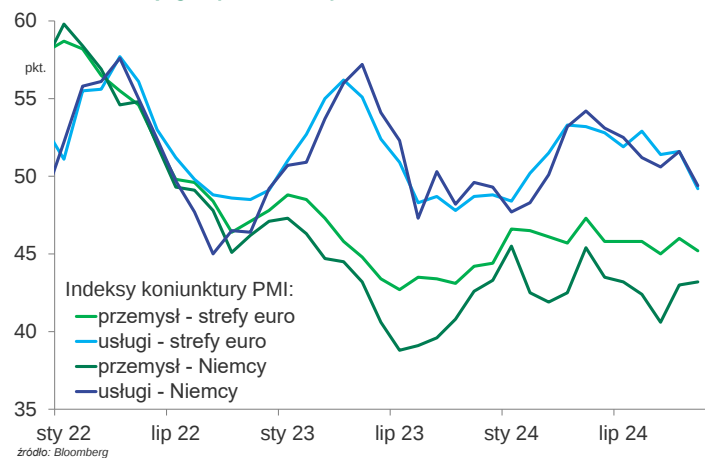
Słabsza koniunktura w Chinach oraz niepewność dot. polityki USA negatywne dla perspektyw gospodarek strefy euro...

- Silniejszy wzrost PKB w strefie euro w III kw. (0,4% kw/kw) wynikał z czynników jednorazowych. Na przetomie III i IV kw. widoczne były lekkie sygnały stabilizowania się koniunktury: – wskaźniki PMI za wrzesień i październik, – zamówienia w niemieckim przemyśle, – wzrost sprzedaży detalicznej.
- Słabszy popyt z Chin, słabszy popyt inwestycyjny w EMU w następstwie niepewności co do polityki handlowej USA wobec UE będą ograniczać wzrost aktywności w strefie euro, nawet w sytuacji zakładanego uniknięcia istotnego zaostrzenia polityki handlowej USA vs. UE.
- Taki scenariusz potwierdzają już wyraźnie słabsze listopadowe indeksy PMI.
- Oczekujemy, że w 2025 r. PKB wzrośnie o 0,8%, z ryzykiem słabszego wzrostu w scenariuszu zaostrzenia polityki handlowej USA wobec UE.
- Biorąc pod uwagę dodatkowo niższe subindeksy zatrudnienia PMI i oczekiwane obniżenie dynamiki płac oczekujemy także ograniczonego wzrostu konsumpcji.

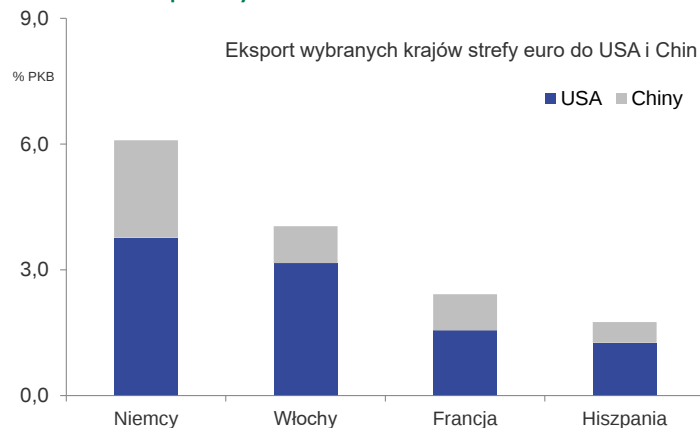
2024-11-26

Klauzula poufności: BOŚ jawne

W listopadzie nie utrzymała się poprawa wskaźników koniunktury gospodarczej...



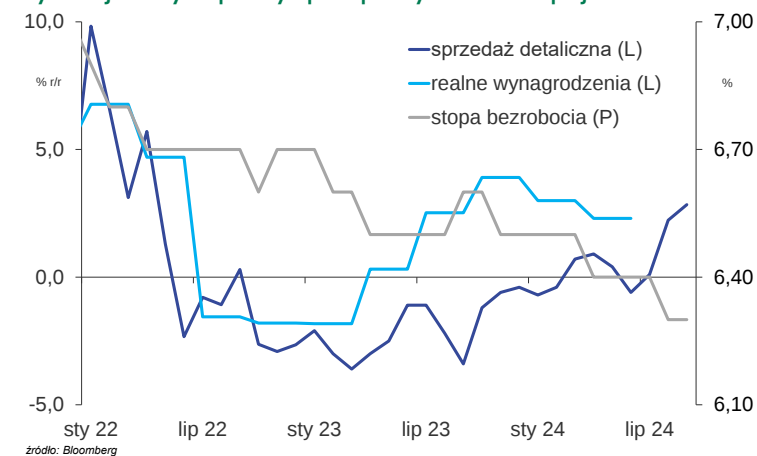
W strefie euro Niemcy i Włochy najbardziej narażone na ewentualne podwyższenie ceł w USA



...niepewność dot. polityki handlowej w USA osłabi także ożywienie aktywności w niemieckim przemyśle



Oddalające się ożywienie aktywności negatywne dla sytuacji na rynku pracy i perspektyw konsumpcji

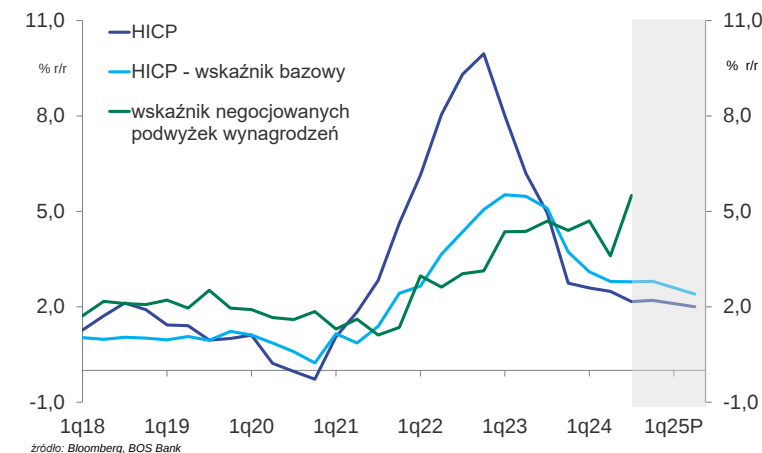




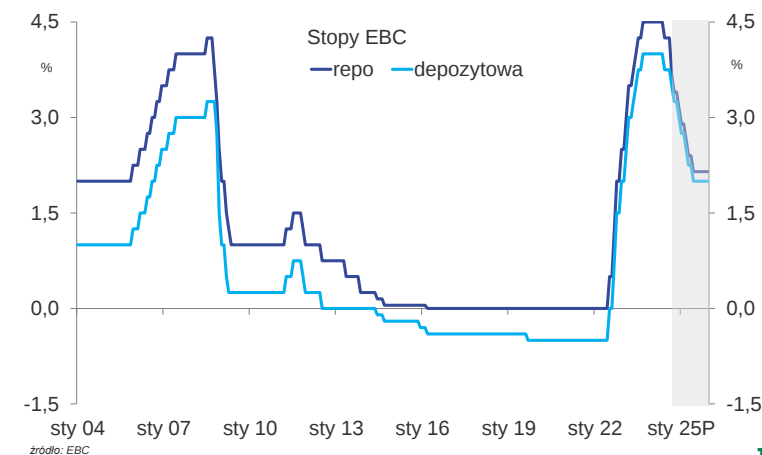
...co wzmacnia argumenty za kolejnymi obniżkami stóp EBC

- We wrześniu i październiku EBC kontynuował cykl obniżek stóp procentowych redukując je łącznie o 50 pkt. baz., w warunkach rosnącej niepewności co do perspektyw gospodarczych i oczekiwanego średniookresowego spadku inflacji. Obawy o aktywność gospodarki były głównym argumentem za przyspieszeniem cyklu obniżek stóp w IV kw. wobec wcześniejszych sygnałów płynących z EBC.
- Dotychczasowa słaba aktywność gospodarki strefy euro, korekta w dół prognoz PKB na 2025 r. oraz wysoka niepewność co do perspektyw gospodarczych strefy euro (polityka handlowa USA wobec UE) będą w naszej ocenie istotnym argumentem za przyspieszeniem cyklu obniżek stóp procentowych EBC w kolejnych miesiącach wobec dotychczasowych oczekiwań.
- Wyniki negocjacji płacowych związku zawodowego IG Metall w Niemczech potwierdzają oczekiwania na obniżenie tempa wzrostu płac w I. 2025 – 2026 pomimo, że wskaźnik negocjowanych wynagrodzeń w III kw. br. jeszcze wyraźnie wzrósł. Te informacje wspierają prognozę silniejszego spadku inflacji w kierunku celu inflacyjnego EBC w średnim okresie i tym samym otwierają przestrzeń do dalszego rozluźniania polityki pieniężnej przez EBC.
- Biorąc pod uwagę powyższe, oczekujemy, że od grudnia rada EBC będzie obniżać stopy procentowe na każdym posiedzeniu o 25 pkt. baz., do poziomu 2,0% dla stopy depozytowej w czerwcu 2025 r. W rezultacie oczekujemy, że do połowy 2025 r. roku EBC obniży stopy o kolejne 125 pkt. baz. po ich obniżeniu o 75 pkt. baz. w okresie czerwiec – październik 2024 r.

Słabsza sfera realna i oczekiwany spadek dynamiki płac w 2025 r. wsparciem dla prognoz spadku inflacji...



...i dalszy obniżek stóp procentowych EBC

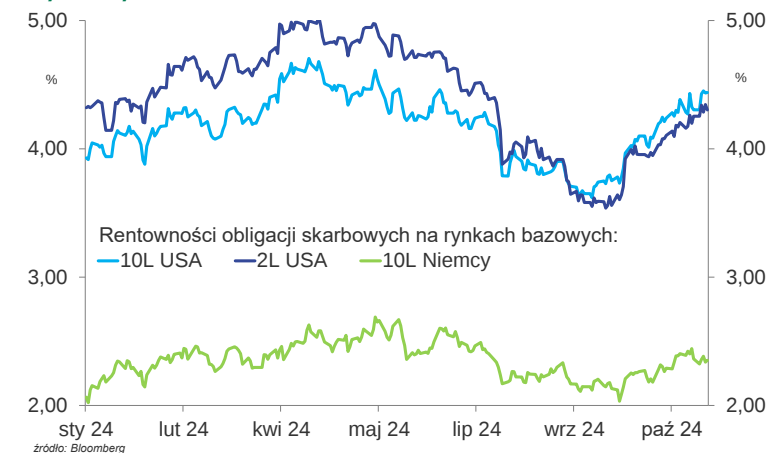




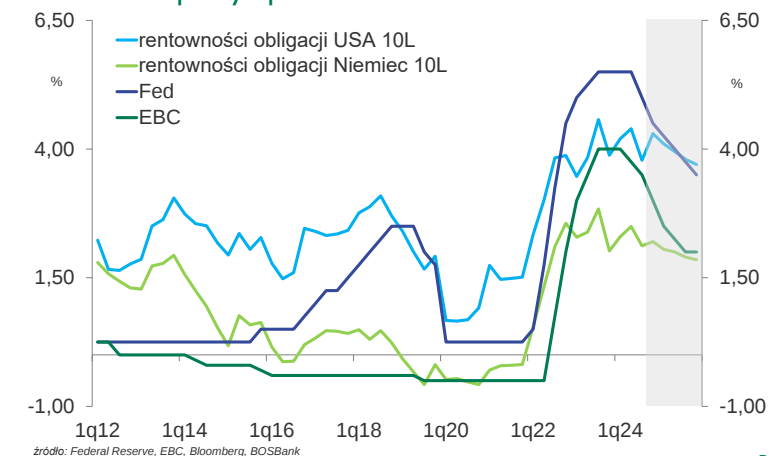
Wynik wyborów w USA zatrzymał trend spadkowy rentowności obligacji na rynkach bazowych...

- Ograniczenie obaw przed recesją oraz osłabienie procesu dezinflacji, a szczególnie wynik wyborów w USA poskutkowały silnym wzrostem rentowności obligacji skarbowych i wystromieniem krzywej dochodowości w USA podsypane przez obawy przed trwałym wzrostem inflacji i poluzowaniem polityki fiskalnej.
- Jednocześnie bieżące słabe wyniki aktywności gospodarczej w strefie euro oraz oczekiwania na wolniejszy wzrost płac, a przede wszystkim odmienny niż w USA potencjalny wpływ polityki handlowej USA na gospodarkę strefy euro (, jednoznacznie negatywne ryzyko dla wzrostu gospodarczego i niskie ryzyko dla inflacji) ograniczały skalę wzrostu rentowności niemieckich papierów skarbowych.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia dot. rozwoju sytuacji makroekonomicznej, dot. przyszłej polityki gospodarczej w USA, jak również oczekiwaną większą (wobec bieżących oczekiwań rynkowych) skalę obniżek stóp przez Fed, oczekujemy obniżenia rentowności obligacji skarbowych w USA w kierunku 3,70% na koniec 2025 r.
- Jednocześnie skorygowaliśmy w górę prognozę rentowności biorąc pod uwagę ryzyko utrzymywania się niepewności dot. decyzji administracji prezydenta Trumpa, jak i ich wpływu na sytuację gospodarczą w dłuższym horyzoncie (po 2025 r.). Jednocześnie przy tak wielu potencjalnych, istotnych zmianach gospodarczych uważamy, że bilans ryzyka dla prognozy jest podwyższony i jednocześnie symetryczny w zakresie poziomu rentowności w przypadku potencjalnych alternatywnych scenariuszy. W trakcie 2025 roku należy liczyć się z utrzymującą się wysoką zmiennością rentowności obligacji w ślad za tym jak polityka gospodarczej USA będzie nabierać kształtu.
- W przypadku rentowności obligacji niemieckich podtrzymujemy dotychczasową prognozę wyraźnego ich spadku w kierunku 1,85% w przypadku obligacji 10-letnich na koniec 2025 r.

Znaczący wzrost rentowności obligacji USA w reakcji na wynik wyborów w USA



Oczekujemy spadku rentowności obligacji wraz z luzowaniem polityki przez Fed i EBC

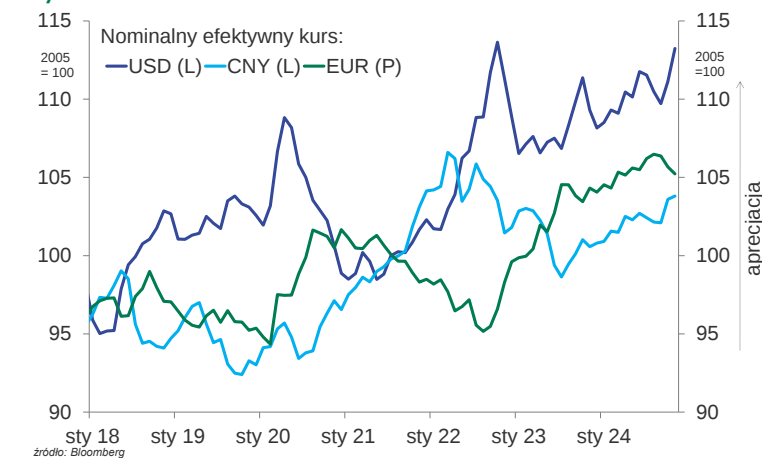




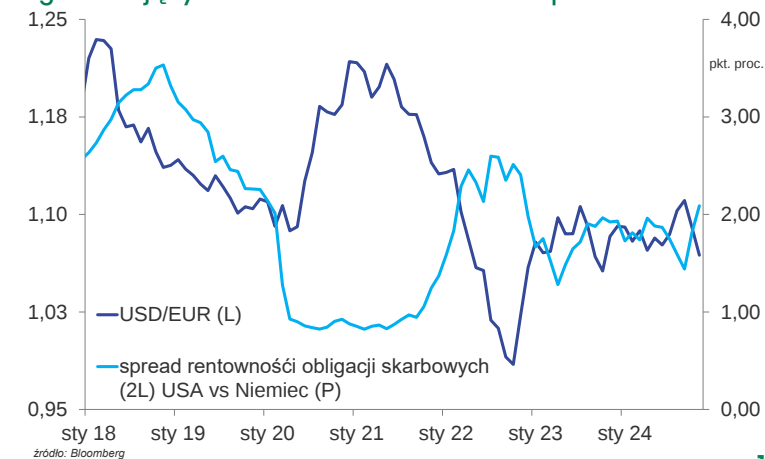
...silnie wzmocnił kurs dolara...

- Wynik wyborów w USA, ograniczenie obaw dot. koniunktury gospodarczej w USA oraz oczekiwań co do skali poluzowania polityki pieniężnej przez Fed poskutkowały wyraźną aprecjacją dolara. Jednocześnie, słabsze dane ze sfery realnej strefy euro oraz oczekiwania na większą skalę obniżek stóp przez EBC osłabiły euro.
- Biorąc pod uwagę ponowny wzrost zróżnicowania perspektyw aktywności w USA i w strefie euro, wspierające dolara oczekiwane zmiany w polityce handlowej USA oraz możliwy wzrost globalnej premii za ryzyko w okresach zwiększonej niepewności, oczekujemy utrzymania w 2025 r. mocniejszego kursu dolara w okolicach poziomu 1,05 USD/EUR. Choć wpływ potencjalnych zmian w polityce USA na gospodarkę i rynki finansowe jest trudny do oszacowania, to akurat w przypadku rynku walutowego, większość zapowiadanych działań powinna jednoznacznie pozytywnie wpływać na kurs dolara.
- Dostrzegamy ryzyko silniejszego wzmocnienia amerykańskiej waluty, jednak według naszych założeń silniejszą aprecjację dolara ograniczać będzie oczekiwane stopniowe wprowadzanie zmian w polityce gospodarczej USA (w tym w polityce handlowej) oraz prognozowana przez nas większa (wobec rynkowych oczekiwań) skala poluzowania polityki pieniężnej przez Fed. Sądzymy, że poziom kursu dolara będzie sam w sobie czynnikiem ograniczającym potencjalne ostrzejsze działania nowej administracji, dla której istotne będzie uniknięcie gwałtownej aprecjacji dolara, która osłabiłaby konkurencyjność amerykańskiej gospodarki.
- 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.

W IV kw. wyraźne wzmocnienie dolara w reakcji na wynik wyborów w USA...



...oraz publikacje danych makroekonomicznych ograniczających oczekiwania na obniżki stóp Fed

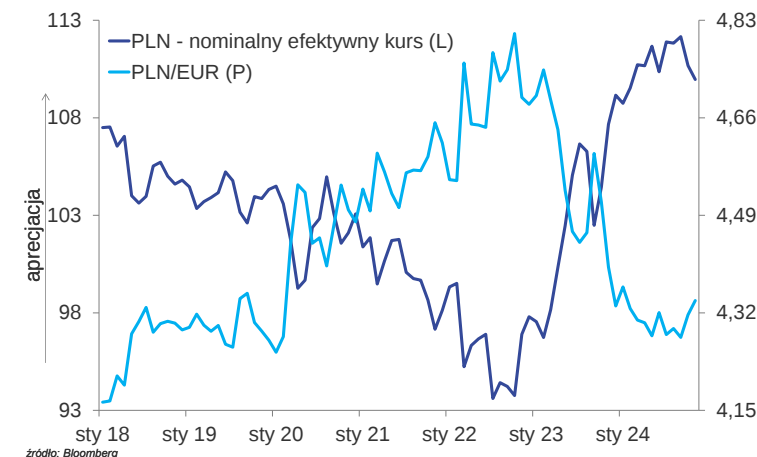




...i ograniczył potencjał aprecjacyjny złotego

- Odpływ kapitału zagranicznego z rynków wschodzących w reakcji na wynik wyborów w USA i spadek oczekiwań rynkowych dot. skali obniżek stóp Fed, wpłynął negatywnie na kurs złotego, który osłabił się wyraźniej powyżej 4,30 PLN/EUR.
- 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 nadal widzimy przestrzeń dla dalszego lekkiego osłabienia złotego w warunkach: – słabnącego w trakcie 2024 r. napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące i ryzyko dla tego napływu w 2025r., utrzymania w średnim okresie wysokiego deficytu SFP, – utrzymania dotychczasowej praktyki wymiany środków unijnych w NBP (a nie na rynku walutowym).
- Ponadto potencjalne zmiany w polityce gospodarczej USA przekładają się na utrzymującą się niepewność dot. rozwoju globalnej sytuacji gospodarczej i potencjalny wzrost globalnej premii za ryzyko. W szczególności mogą one skutkować dalszym narastaniem nierównowag regionalnych (w tym USA – Europa), które prawdopodobnie będą niekorzystne dla aktywów europejskich.
- Oczekujemy, że w trakcie 2025 r. kurs złotego osłabi się w kierunku 4,40 PLN/EUR.

Pod koniec 2024 r. wyhamowanie aprecjacji złotego...



...w warunkach ponownego odpływu kapitału zagranicznego z rynków wschodzących





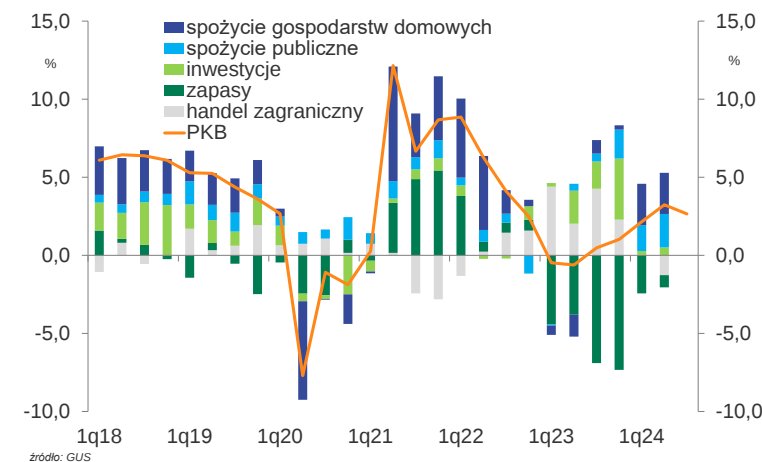
W III kw. obniżenie tempa wzrostu PKB...

- W III kw. PKB Polski wzrósł o 2,7% r/r wobec 3,2% r/r w II kw. i 2,0% r/r w I kw. W ujęciu zmian kwartalnych, oczyszczonych z wahań sezonowych PKB spadł o 0,2% kw/kw, po solidnym wzroście w II kw. o 1,5% kw/kw.
- Słabe dane dot. produkcji budowlano-montażowej oraz słabe wskaźniki nastrojów inwestycyjnych przedsiębiorstw wskazują na osłabienie dynamiki nakładów brutto na środki trwałe, a stagnacja w przemyśle oraz dane NBP dot. bilansu płatniczego świadczą o utrzymującej się słabej aktywności eksportu.
- Natomiast najprawdopodobniej główną przyczyną osłabienia dynamiki PKB w III kw. było obniżenie dynamiki konsumpcji gospodarstw domowych w III kw. Świadczy o tym silny spadek sprzedaży detalicznej w III kw.
- Generalnie wyhamowanie konsumpcji prywatnej jest spójne z osłabieniem dynamiki realnych dochodów w połowie roku oraz stopniowo słabnącą koniunkturą na krajowym rynku pracy. Oceniamy, że w III kw. dynamika konsumpcji obniżyła się do 3,3% – 3,5% r/r wobec 4,5% w I poł. roku.
- Utrzymanie w kolejnych kwartałach słabszej dynamiki konsumpcji prywatnej od dynamiki notowanej w I połowie roku jest bardzo prawdopodobne. Sądzymy jednak, że kolejne kwartały nie przyniosą dalszego wyraźnego spadku dynamiki spożycia. Wzrost realnych dochodów oraz stopa bezrobocia na tle danych historycznych utrzymują się na poziomach zapewniających solidny wzrost konsumpcji. Także analiza struktury sprzedaży detalicznej w naszej ocenie nie zapowiada tak gwałtownego osłabienia popytu konsumentów na towary, jak mogłaby na to wskazywać skala wrześniowego spadku sprzedaży. Oceniamy, że w sporym stopniu jest natomiast wynikiem kumulacji czynników okresowych: – efektu bazy odniesienia dla sprzedaży paliw, – wysokiej zmienności sprzedaży żywności, – możliwych problemów ze sprawozdawczością jednostek handlowych na obszarach dotkniętych powodzią.

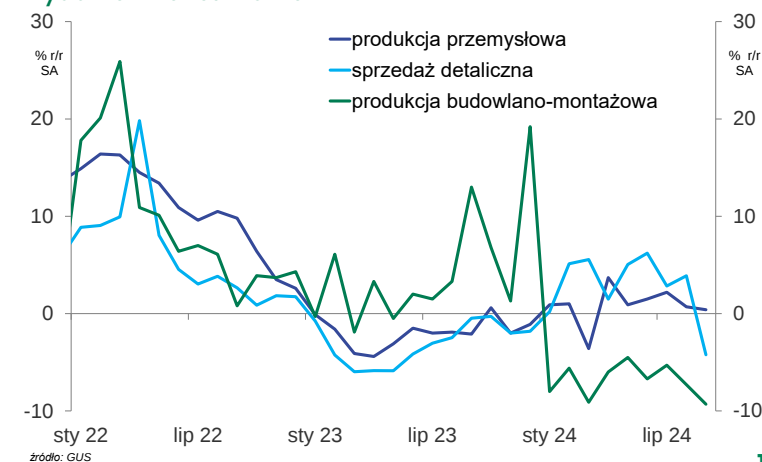
2024-11-26

Klauzula poufności: BOŚ jawne

W III kw. 2024 r. wzrost PKB obniżył się do 2,7% r/r...



...prawdopodobnie w wyniku wyraźnego osłabienia wydatków konsumentów

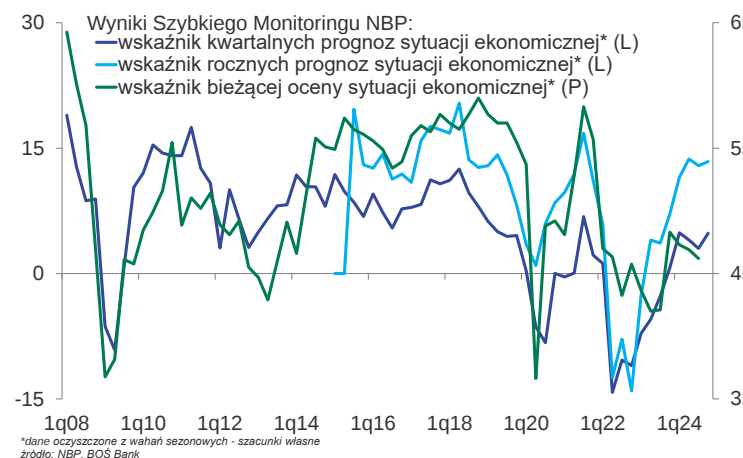




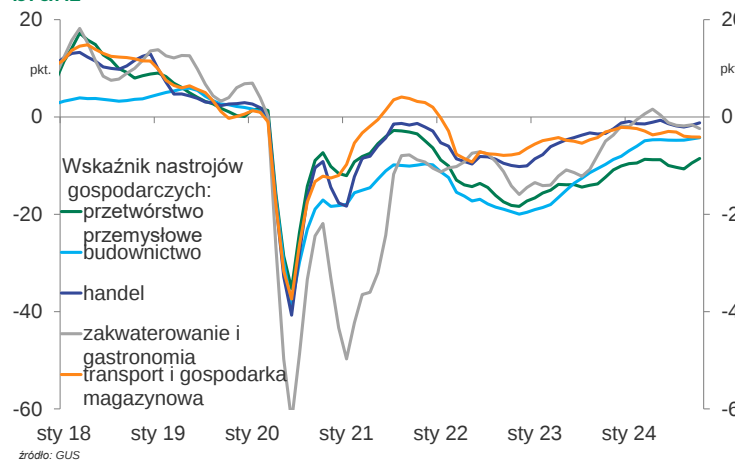
...wskaźniki koniunktury nie zapowiadają dalszego osłabienia aktywności...

- Tak jak wskaźniki wyprzedzające koniunktury gospodarczej w połowie roku poprawnie studziły optymizm dot. aktywności w III kw., tak z kolei ostatnie wyniki kwartalnego Szybkiego Monitoringu NBP nie wskazują na kontynuację spadku dynamiki PKB na przełomie 2024 / 2025.
- Wskaźniki wyprzedzające zarówno krótko- jak i długookresowe sugerują lekką poprawę sytuacji gospodarczej. Co ważniejsze wyniki Szybkiego Monitoringu NBP wskazują, że firmy oczekują wzrostu popytu zarówno w horyzoncie kwartalnym, jak i rocznym.
- Z drugiej strony w dalszym ciągu większość wskaźników pozostaje poniżej długookresowych średnich, a dane GUS wskazują na minimalne zmiany nastrojów firm w II połowie roku. Wciąż trudno zatem oczekiwać w krótkim okresie silniejszego ożywienia aktywności.
- Badania koniunktury wśród form wspierają zatem prognozę stabilizowania się wzrostu PKB w okolicach 3,0% r/r.

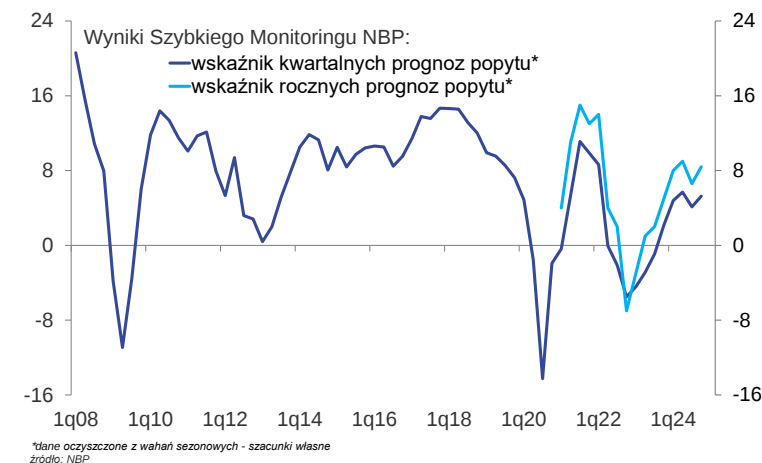
W IV kw. lekki wzrost optymizmu przedsiębiorstw...



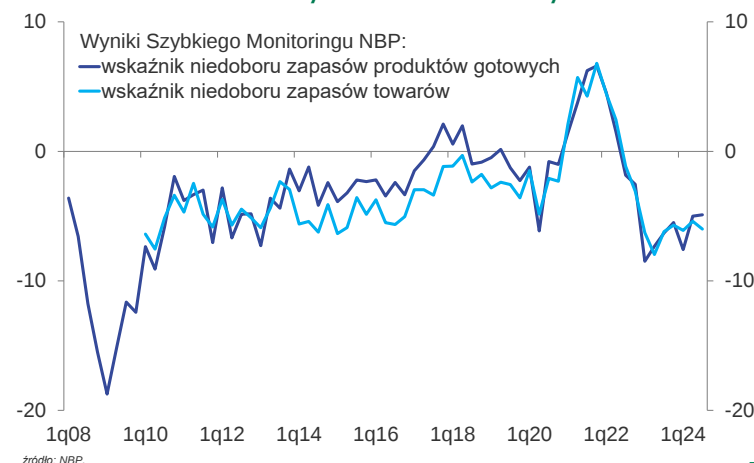
Lekka poprawa lub stabilizacja nastrojów w większości branż



...co szczególnie istotne, także w zakresie popytu



Stabilizacja oceny stanu zapasów wskazuje na zakończenie strukturalnych dostosowań w tym obszarze

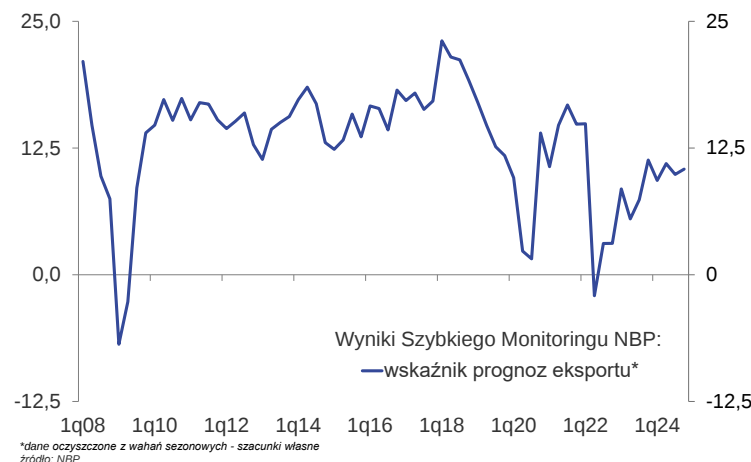




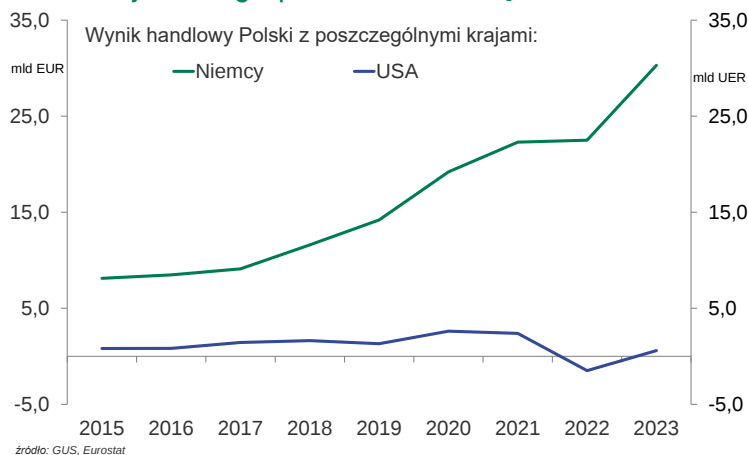
...wzrost niepewności co do rozwoju sytuacji w globalnym handlu kolejnym czynnikiem ryzyka dla perspektyw eksportu...

- Pomimo uspokajających wyników badania koniunktury NBP, wzrosło ryzyko dla eksportu i tym samym dla koniunktury w krajowym sektorze przemysłowym.
- W naszej ocenie mało prawdopodobne jest nałożenie wyższych stawek celnych przez USA na import z Polski. Polska ma praktycznie zrównoważone saldo handlowe w relacjach z USA, m.in. W wyniku znaczącego importu amerykańskiego uzbrojenia, a relacja do PKB polskiego eksportu do USA jest niska (ok. 2%).
- Korekta w dół prognozy PKB w strefie euro, niepewność dot. polityki handlowej USA wobec UE oraz wpływu na gospodarkę Niemiec polityki USA wobec Chin były jednak przesłankami do lekkiego obniżenia prognozy eksportu w 2025 r.,
- Niepewność dot. przyszłej polityki handlowej USA może także ograniczać poprawę inwestycji firm prywatnych, dodatkowo hamując wzrost ożywienia gospodarczego.

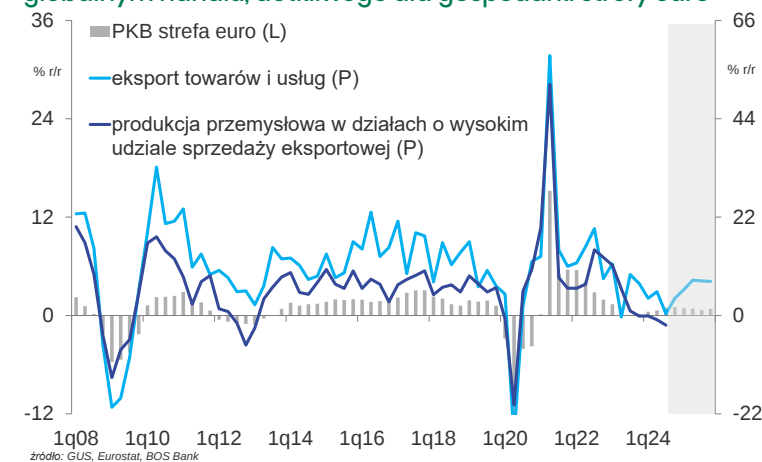
Poprawa prognoz popytu eksportowego firm...



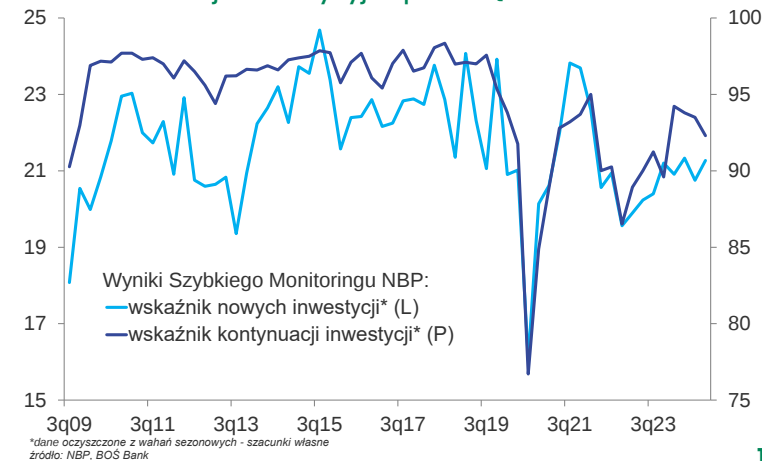
Dla gospodarki krajowej szczególnie istotny wpływ polityki handlowej USA na gospodarkę niemiecką



...nie uwzględniła ryzyka eskalacji protekcjonizmu w globalnym handlu, dotkliwego dla gospodarki strefy euro



Niepewność rozwoju sytuacji w globalnym handlu może osłabiać nastroje inwestycyjne przedsiębiorstw

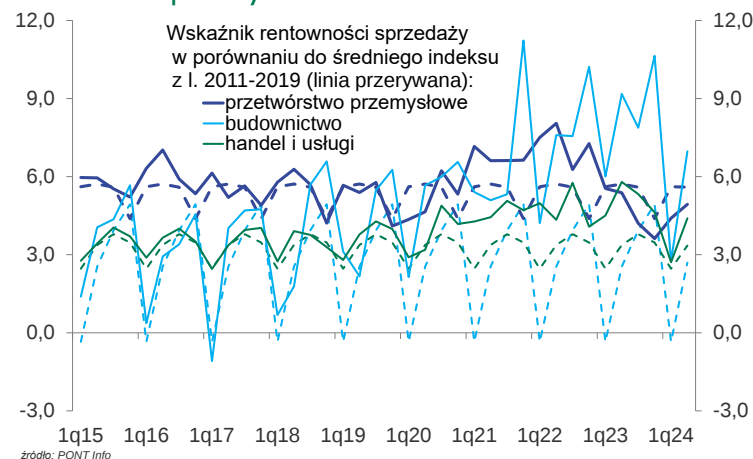




...i kondycji sektora przemysłowego

- Rozwój sytuacji w globalnej wymianie handlowej będą szczególnie istotne dla krajowego sektora przemysłowego, który w okresie potencjalnych perturbacji wchodzi już osłabiony.
- W II kw. utrzymała się słabsza sytuacja finansowa firm przemysłowych (porównując do średniej historycznej), przy wciąż tylko umiarkowanie rosnącej sprzedaży krajowej i utrzymującym się spadku sprzedaży zagranicznej.
- Wyniki produkcji przemysłu w III kw. oraz wskaźniki koniunktury wskazują na utrzymującą się stagnację aktywności.
- Gdyby skala negatywnego wpływu polityki handlowej USA na przemysł strefy euro (szczególnie Niemiec) okazała się ostatecznie silniejsza, oznaczałoby to prawdopodobną recesję także w przemyśle polskim.

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



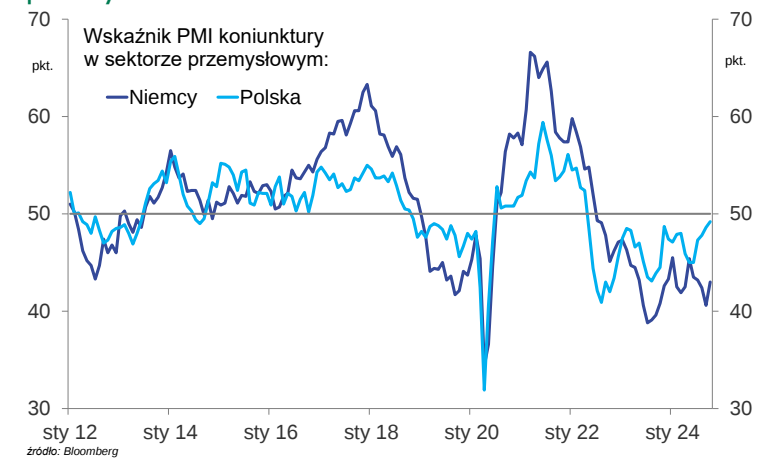
W 2024 r. aktywność przetwórstwa przemysłowego wyraźnie poniżej trendu...



...w warunkach powolnego odbicia sprzedaży krajowej ale utrzymującego się spadku sprzedaży zagranicznej



...dla jej poprawy ważna trwała poprawa koniunktury w przemyśle niemieckim

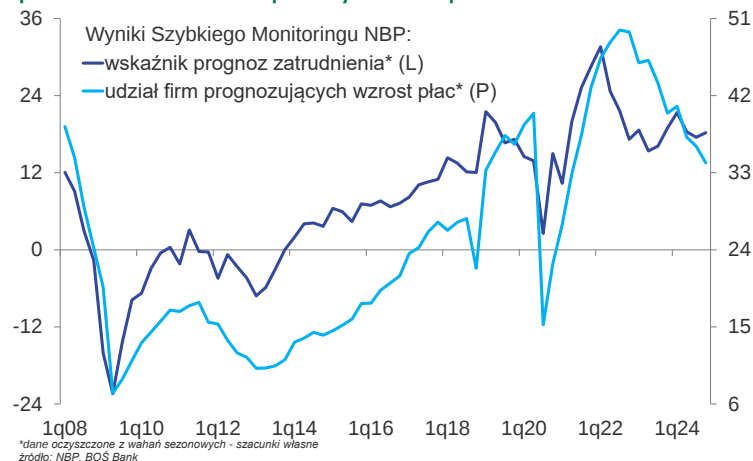




Stabilna koniunktura gospodarcza kluczowa dla uniknięcia silnego osłabienia rynku pracy...

- W ostatnim okresie poprawiły się lekko wskaźniki rynku pracy, w tym lekko wzrósł wskaźnik prognoz zatrudnienia firm wg Szybkiego Monitoringu NBP oraz wyhamował wzrost liczby bezrobotnych. Dotychczasowe ochłodzenie popytu na pracę sprzyjało z kolei dalszemu ograniczeniu planów podwyżek płac w firmach.
- Aby w kolejnych kwartałach sytuacja na rynku pracy pozostała stabilna, kluczowa jest materializacja scenariusza ograniczonej skali wpływu protekcjonizmu w globalnym handlu na eksport i krajowe inwestycje.
- W bazowym scenariuszu oczekujemy wyhamowania w 2025 r. spadku zatrudnienia i minimalnego wzrostu stopy bezrobocia. Wzrost stopy bezrobocia będzie nadal ograniczać niska dostępność pracowników.
- Wciąż relatywnie słabsza koniunktura na rynku pracy, wygaśnięcie kumulacji podwyżek płac w wybranych sektorach oraz niższa podwyżka płacy minimalnej skutkują wyraźnym spadkiem dynamiki wynagrodzeń w przyszłym roku do 8,5% r/r.

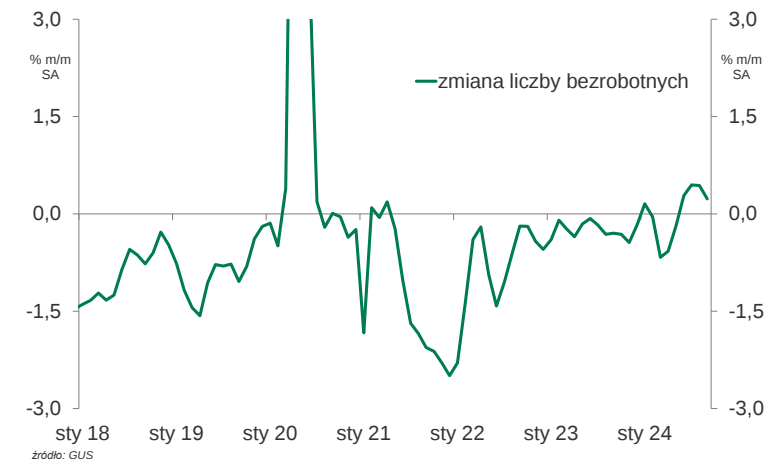
Firmy sygnalizują lekki wzrost popytu na pracę, ale dalszy spadek skłonności do podwyższania płac



W scenariuszu bazowym oczekujemy stabilizacji koniunktury na rynku pracy na słabszym poziomie, ...



W II poł. roku niewielki wzrost liczby bezrobotnych



...i wyraźnego obniżenia dynamiki wynagrodzeń

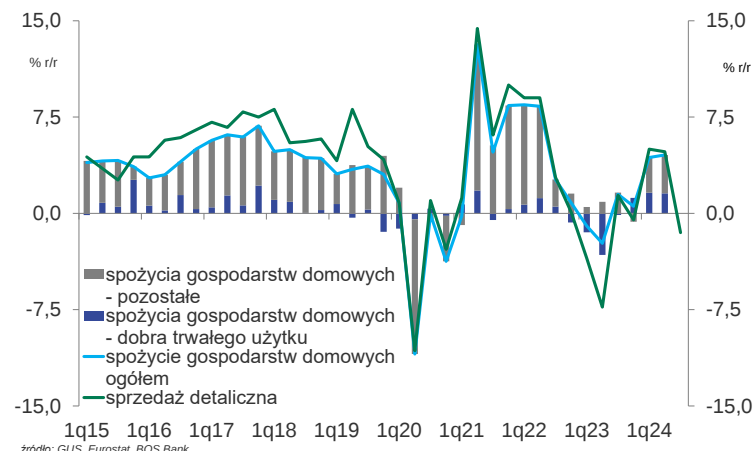




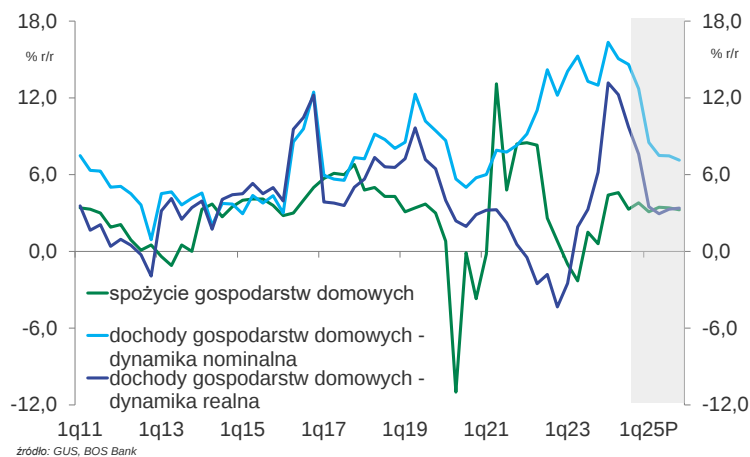
...i wydatków gospodarstw domowych

- Oczekujemy, że w III kw. obniżyła się dynamika konsumpcji prywatnej. Przy stabilnym wzroście dochodów oraz odreagowaniu w I poł. roku, w II poł. roku prawdopodobnie wygaśnie efekt odbudowy popytu na dobra trwałego użytku.
- Biorąc pod uwagę wzrost inflacji od II poł. br. i zakładane wyhamowanie nominalnej dynamiki wzrostu dochodów w trakcie 2025 r. (gł. tempo wzrostu płac i świadczeń) w kolejnych kwartałach oczekujemy wyraźnie niższej dynamiki realnych dochodów gospodarstw domowych. W konsekwencji prognozujemy obniżenie wzrostu konsumpcji prywatnej do ok. 3,0%, wobec ok. 4,0% w br.
- Choć obniżenie dynamiki dochodów będzie znaczące, to następuje z bardzo wysokiego poziomu, co w połączeniu z odnotowaną w trakcie 2024 r. odbudową oszczędności gospodarstw domowych powinno ograniczać skalę obniżenia dynamiki konsumpcji.

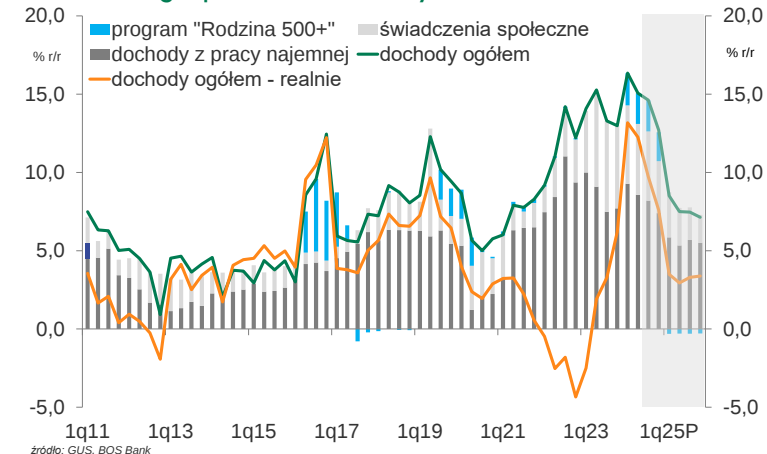
W III kw. koniec „mini-boomu” konsumpcyjnego



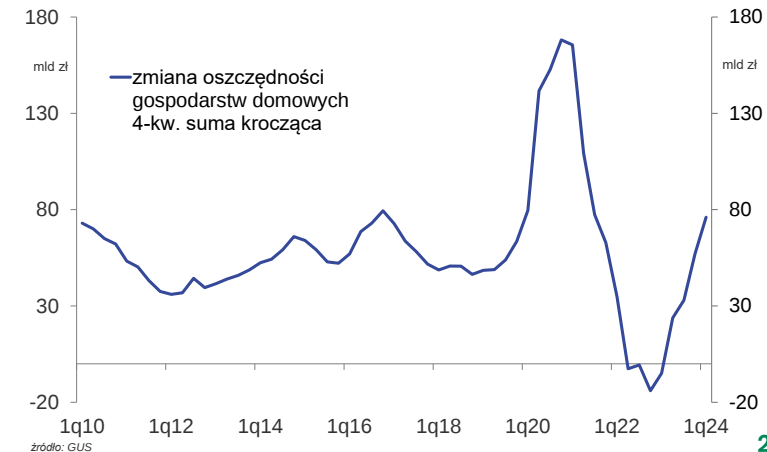
...i konsumpcji prywatnej



W trakcie 2025 r. oczekiwane obniżenie dynamiki dochodów gospodarstw domowych...



Odbudowa oszczędności powinna ograniczać skalę dostosowań





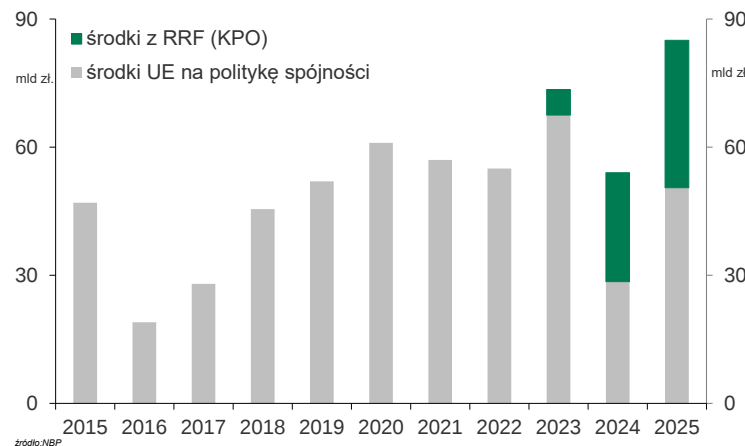
W trakcie 2025 r. szansa na ożywienie inwestycji, jeżeli wzrośnie skala projektów współfinansowanych ze środków UE

- Luka w finansowaniu z UE oraz cykliczne osłabienie nastrojów inwestycyjnych firm są powodami tegorocznej stagnacji w nakładach brutto na środki trwałe.
- Pod warunkiem realizacji scenariusza bazowego w gospodarce światowej, w 2025 r. oczekujemy stopniowego przyspieszenia inwestycji w głównej mierze zakładając zwiększenie skali projektów współfinansowanych ze środków UE, w tym inwestycji związanych z transformacją energetyczną. Założenia projektu KPEiK implikują bardzo wysokie potrzeby inwestycyjne w tym obszarze w najbliższych latach.
- Przede wszystkim oczekujemy w 2025 r. poprawy inwestycji publicznych oraz nakładów największych spółek Skarbu Państwa.
- Jednocześnie oczekując ograniczonego cyklicznego ożywienia inwestycji oczekujemy, że do połowy 2025 r. dynamika inwestycji utrzyma się w okolicach 0% r/r, po czym w II poł. roku wzrośnie do ok. 5,0%.

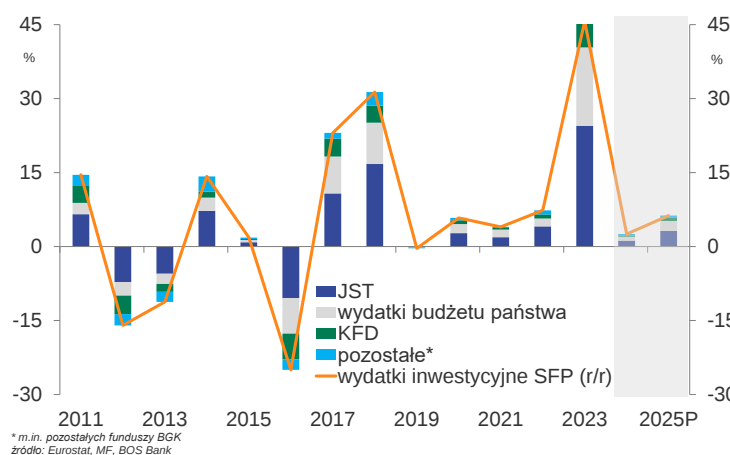
2024-11-26

Klauzula poufności: BOŚ jawne

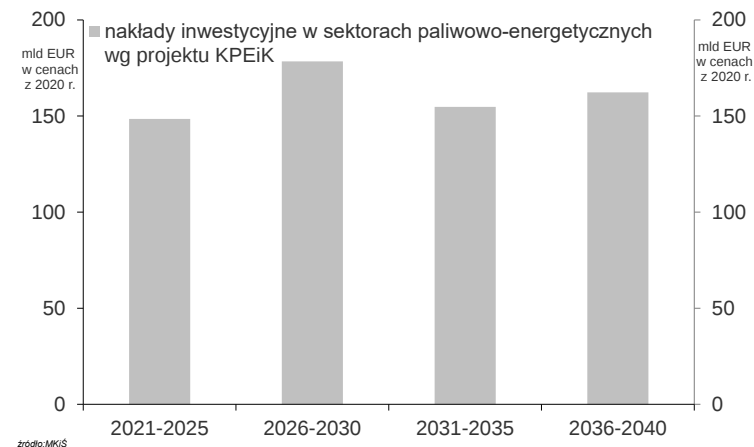
W trakcie 2025 r. potencjał do zwiększenia skali projektów współfinansowanych ze środków UE...



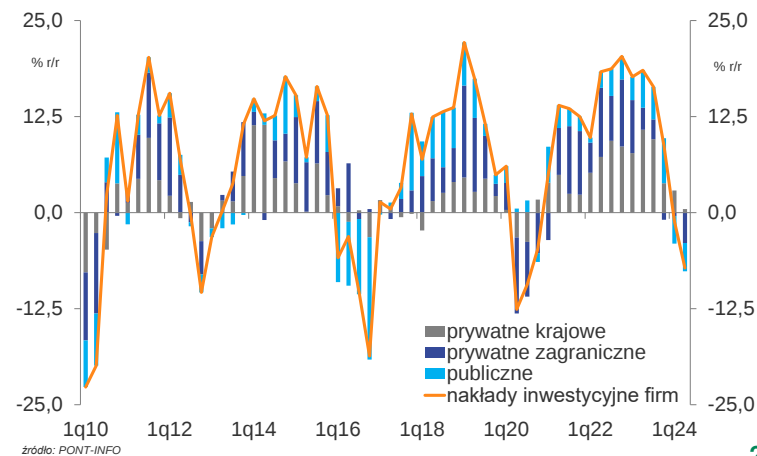
...co powinno stymulować wzrost inwestycji publicznych...



...w tym projektów inwestycyjnych związanych z transformacją energetyczną...



...oraz inwestycji największych spółek Skarbu Państwa

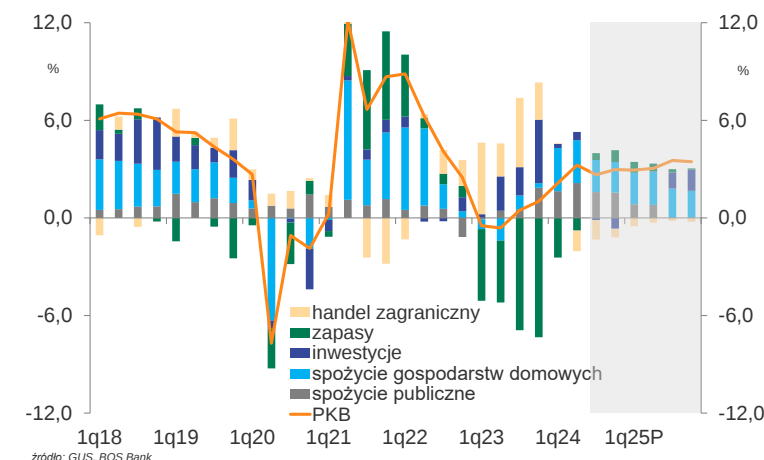




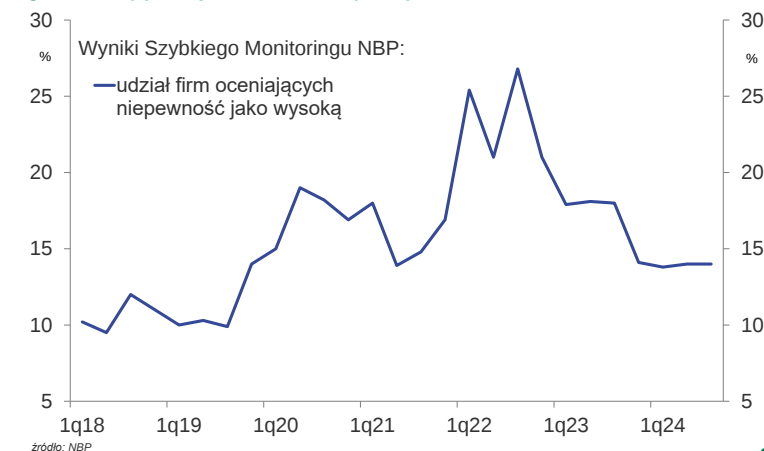
W 2025 r. prognozujemy wzrost PKB o 3,3% r/r, wobec 2,8% w 2024 r.

- Podtrzymujemy dotychczasową prognozę wzrostu PKB w całym 2024 r. o 2,8%, przy prognozie wzrostu PKB w IV kw. o 3,0% r/r. W 2025 r. oczekujemy przyspieszenia wzrostu gospodarczego do 3,3% r/r.
- Prognoza wzrostu dynamiki PKB w 2025 r. bazuje na prognozie wzrostu dynamiki inwestycji, dla którego kluczowym jest przyspieszenie wzrostu inwestycji SFP oraz największych spółek publicznych. Analiza historycznych danych wskazuje na stosunkowo wysoką zmienność tych danych (tj. nagłe przyspieszenie i spowolnienie), stąd dokładny termin i skala ich ożywienia będzie istotnie wpływać na całoroczny wynik PKB w 2025 r.
- W 2025 r. oczekujemy bowiem obniżenia dynamiki spożycia, zarówno spożycia publicznego (po kumulacji wydatków w 2024 r.) oraz konsumpcji gospodarstw domowych w warunkach niższego wzrostu realnych dochodów.
- Choć bieżące dane z gospodarki globalnej oraz badanie NBP dot. koniunktury w przedsiębiorstwach wskazywałoby na szanse na silniejsze ożywienie wobec prognozy bazowej, to niepewność dot. rozwoju globalnej polityki handlowej tonuje optymizm i jednocześnie utrzymuje wysokie ryzyko dla prognoz. Prawdopodobnie kolejna edycja Szybkiego Monitoringu NBP uwzględniająca wynik wyborów w USA wskaże na wzrost niepewności, po dwóch latach jej wyraźnego spadku.

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



Prawdopodobny wzrost niepewności firm z tytułu globalnej polityki handlowej na początku 2025 r.

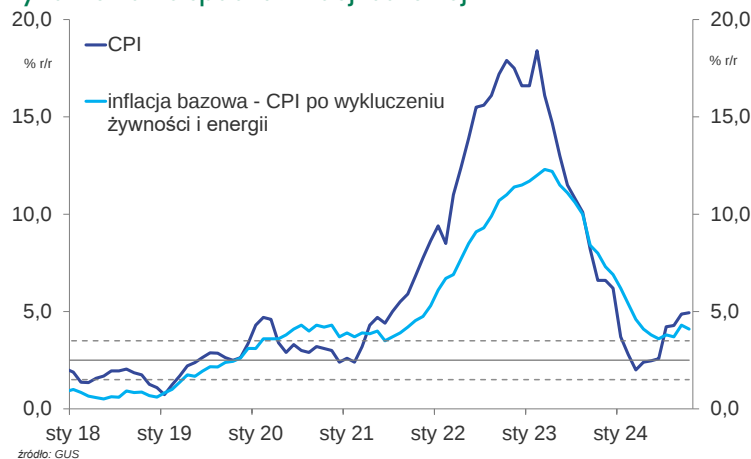




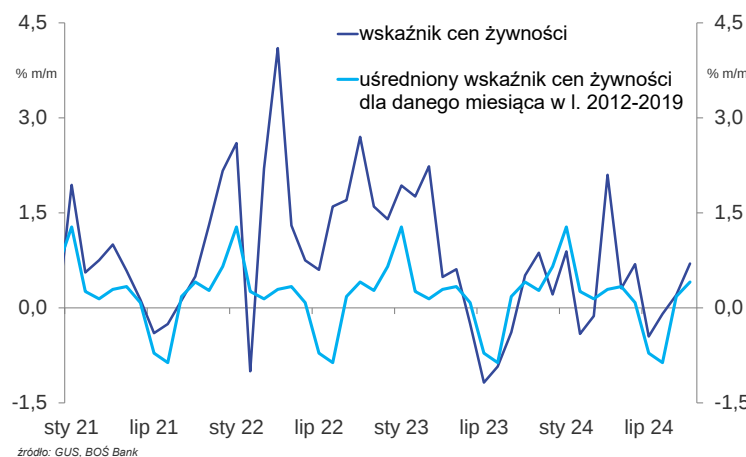
Inflacja powróciła do 5,0% r/r

- Po lipcowym skokowym wzroście inflacji z powodu podwyżki cen energii elektrycznej i gazu, w kolejnych miesiącach wskaźnik CPI kontynuował wzrost osiągając w październiku poziom 5,0% r/r.
- Na zmiany rocznego indeksu cen na jesieni bardzo istotny wpływ mają efekty bazy, w tym zmienność cen paliw, obniżka cen energii elektrycznej i leków w 2023 r. oraz inny przebieg zmian cen łącznie.
- Z czynników bieżących w kierunku wyższej inflacji oddziałuje silniejszy wzrost cen żywności (zarówno przetworzonej jak i warzyw i owoców) oraz silniejszy wzrost cen usług związanych z mieszkaniem (zaopatrywanie w wodę, opłaty za kanalizację i wywóz śmieci).
- Efekt wysokiej statystycznej bazy w przypadku cen paliw skutkuje w listopadzie okresowym obniżeniem inflacji CPI, jednak w grudniu powinna ona powrócić do poziomu 5,0% r/r, zgodnie z naszą dotychczasową prognozą.

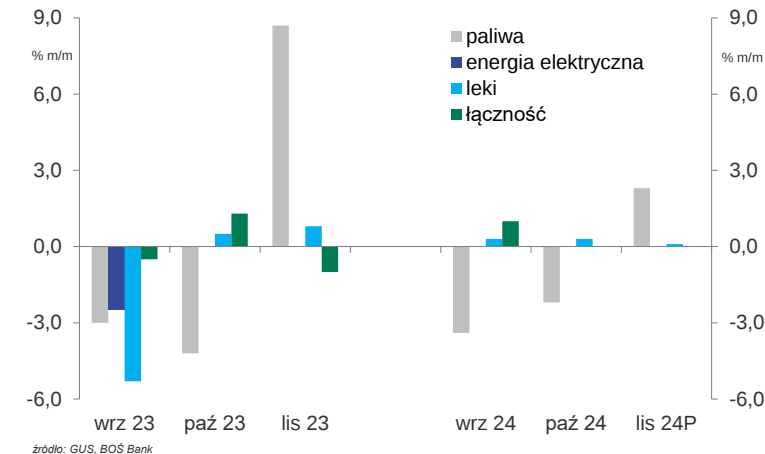
Na przełomie III i IV kw. dalszy wzrost inflacji CPI oraz wyhamowanie spadku inflacji bazowej...



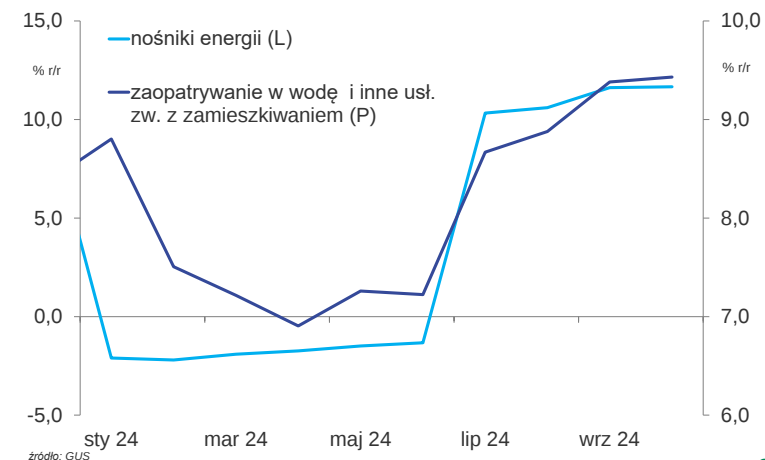
Z bieżących zmian – wzrost dynamiki cen żywności...



...przy istotnym wpływie na roczny indeks CPI kumulacji efektów bazy



...oraz kosztów związanych z mieszkaniem

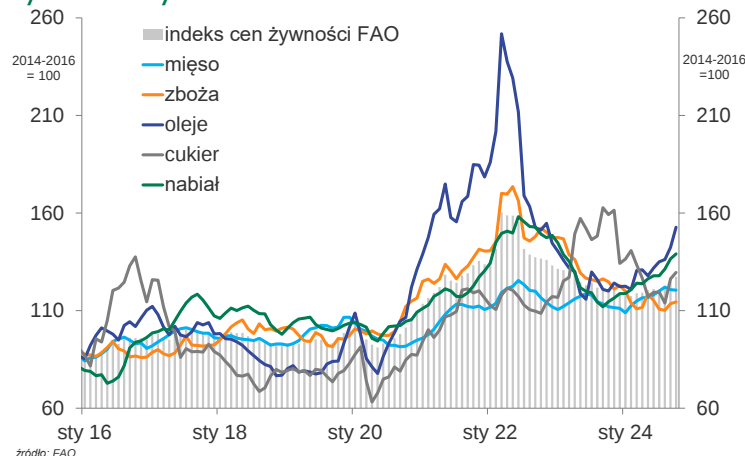




Silniejszy wzrost surowców żywnościowych poskutkował wyższą prognozą cen żywności w 2025 r.

- W bazowym scenariuszu zakładamy, że zmiany w polityce handlowej USA nie wpłyną trwale i istotnie na światowe ceny surowców żywnościowych.
- Biorąc jednak pod uwagę silniejsze wzrosty tych cen pod koniec br. (gł. oleje, tłuszcze i nabiał), jak również utrzymującą się podwyższoną dynamikę cen żywności przetworzonej (z powodu dotychczasowego wzrostu kosztów pracy i energii) podwyższyliśmy prognozę dynamikę cen żywności przetworzonej na koniec 2024 i w I połowie 2025 r..
- Oczekujemy w kwartałach kolejnych obniżenia tempa wzrostu cen warzyw biorąc pod uwagę, że silniejszy wzrost cen warzyw w III kw. w większym stopniu dotyczył produktów sezonowych, a w mniejszym dotyczył warzyw bulwiastych.
- Przy powyższych założeniach oczekujemy wzrostu cen żywności w kierunku 5,5% r/r w I połowie 2025 r. a następnie 4,5% w II poł. roku, wobec 3,3% w 2024 r.

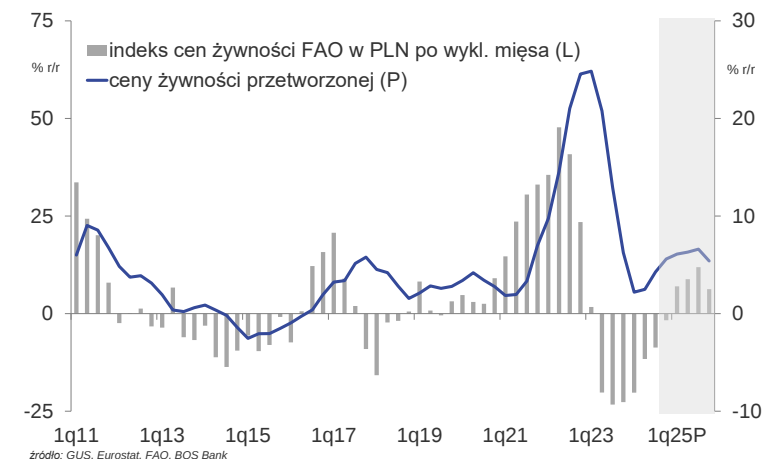
Na jesieni silniejsze wzrosty światowych cen surowców żywnościowych...



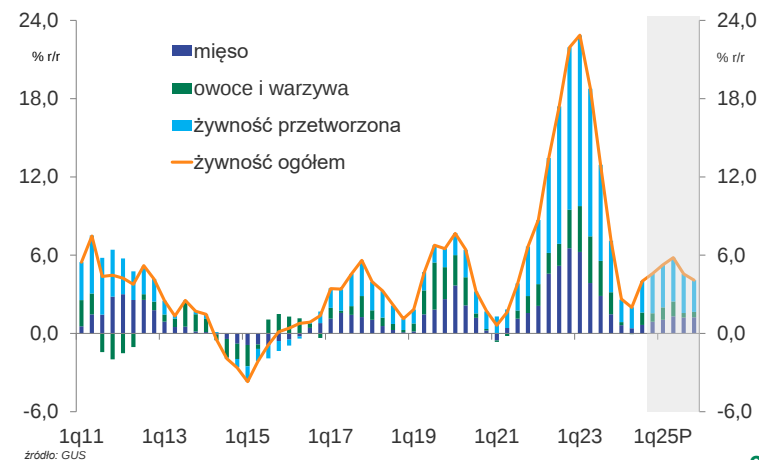
Oczekujemy, że silny wzrost cen warzyw w III kw. nie będzie kontynuowany na przełomie 2024 i 2025 r.



...podwyższą ścieżkę cen żywności przetworzonej



Prognozujemy lekki wzrost dynamiki cen żywności w 2025 r.



W 2024 r. obserwowany stopniowy spadek inflacji bazowej...

- W trakcie 2024 r. wzrosty inflacji bazowej w ujęciu m/m były zdecydowanie niższe w porównaniu do szokowego okresu I. 2022 – 2023, co poskutkowało obniżeniem rocznego indeksu inflacji bazowej w okolice 4,0% r/r. Wciąż jednak miesięczny wzrost inflacji bazowej pozostaje powyżej średniej z I. 2012–19 (sprzed pandemii i ostatniego szoku surowcowego).
- W przypadku towarów w trakcie bieżącego roku tempo dezinflacji było równie silne co w 2023 r., a w II poł. br. wystąpiła deflacja cen, przy niższych cenach surowców oraz aprecjacji złotego.
- W bieżącym roku w minimalnym stopniu obniżyła się natomiast inflacja cen usług, co wynika z utrzymujących się wysokich kosztów pracy (wyższy udział tych kosztów w branżach usługowych) oraz bardziej stabilnego popytu konsumpcyjnego na usługi.
- Koszty pracy pozostają głównym powodem podwyższania cen przez przedsiębiorstwa, choć ich wpływ w trakcie roku nieco obniżył się.

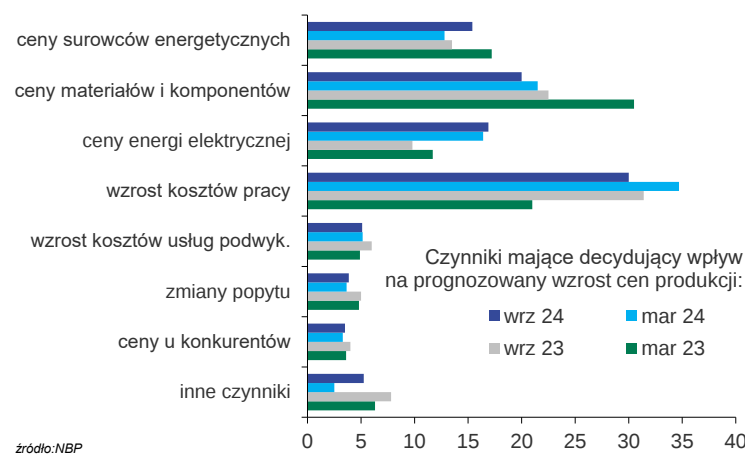
2024-11-26

Klauzula poufności: BOŚ jawne

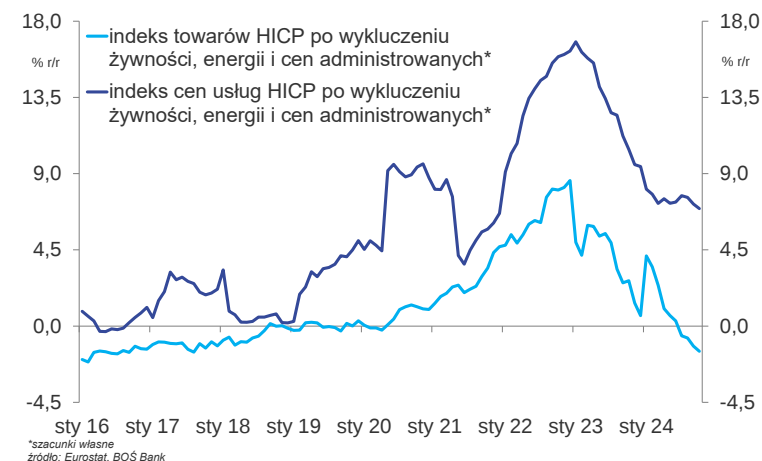
Wzrosty inflacji bazowej zdecydowanie niższe niż w I. 2022 – 2023, ale wciąż powyżej tych sprzed pandemii...



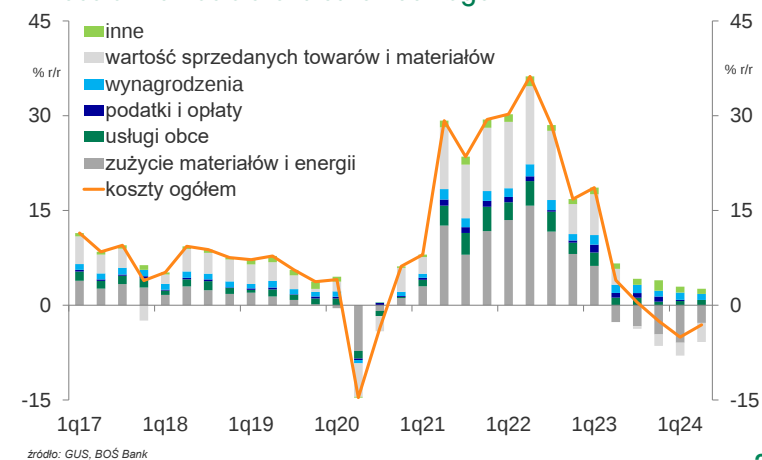
...gdyż podwyższony wzrost płac...



...w szczególności w zakresie cen usług



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





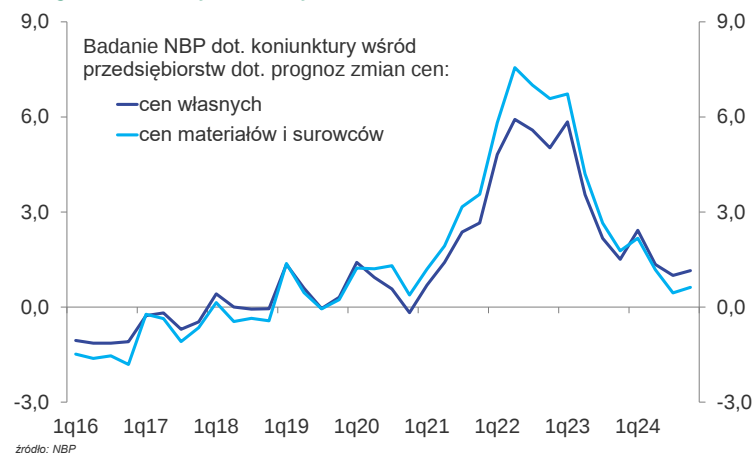
...utrzyma się w 2025 r.

- W warunkach oczekiwanego spadku dynamiki kosztów pracy oraz umiarkowanego popytu konsumpcyjnego, oczekujemy dalszego obniżenia naszej miary inflacji bazowej – tj. CPI po wykluczeniu żywności, energii, a także cen administrowanych.
- Z drugiej strony wygasanie dezinflacyjnego efektu niższych cen surowców i energii, zmiany strukturalne (deglobalizacja) będą ograniczać skalę spadku inflacji bazowej w porównaniu do okresu sprzed pandemii.
- Zakładamy ponadto, że w kolejnych kwartałach wciąż silniej będą rosły ceny usług publicznych, które w okresie kryzysu energetycznego rosły w ograniczonym stopniu. Informacje dot. podwyżek cen transportu publicznego, czy opłat związanych z mieszkaniem potwierdzają ten scenariusz.
- Oczekujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniesie pod koniec 2025 r. 3,5% r/r, wobec 4,3% r/r na koniec br.

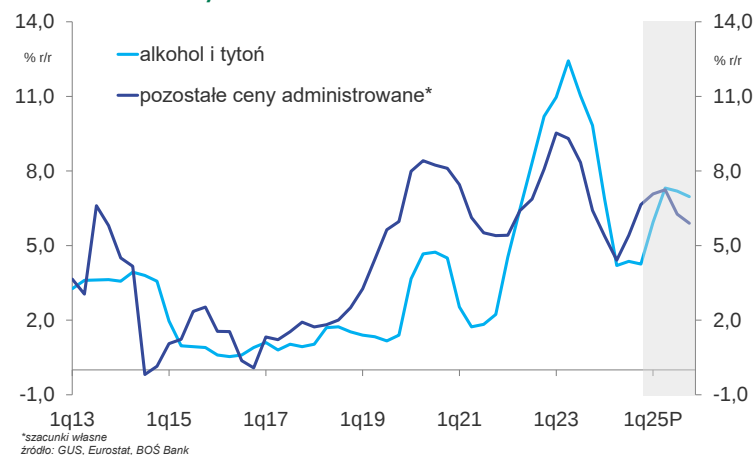
2024-11-26

Klauzula poufności: BOŚ jawne

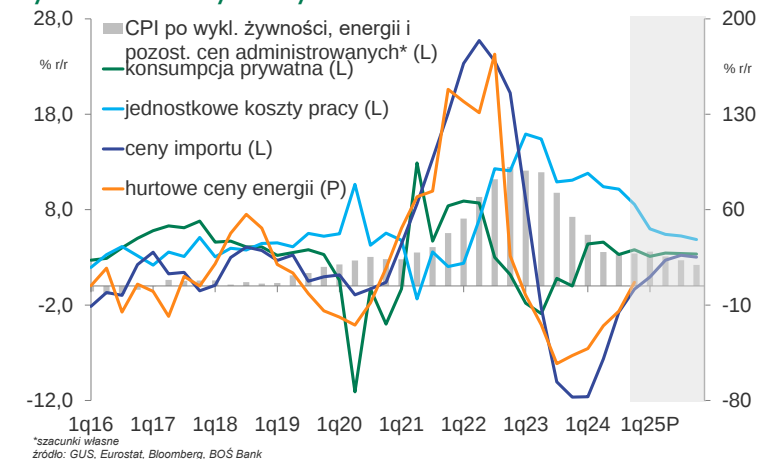
Prognozy zmian cen firm, choć sporo niższe, wciąż powyżej długookresowej średniej...



...dodatkowo dezinflację będą spowalniać podwyżki cen administrowanych



...wspierają prognozę tylko powolnego spadku inflacji z tytułu efektów cyklicznych...



...a wskaźnik inflacji bazowej utrzyma się powyżej 3,0% r/r

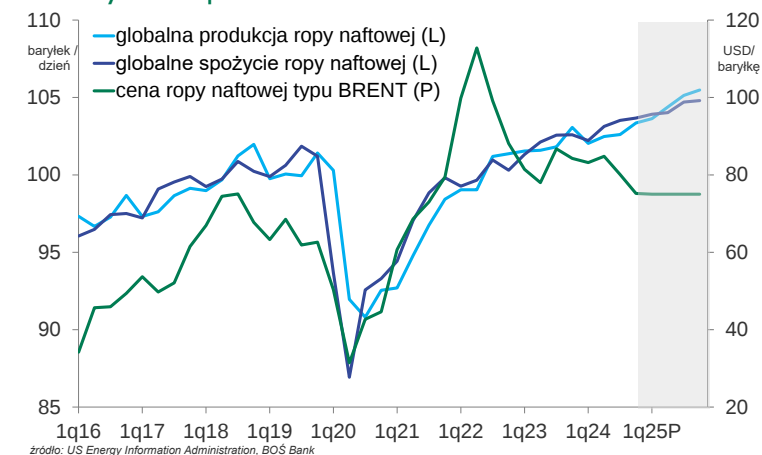




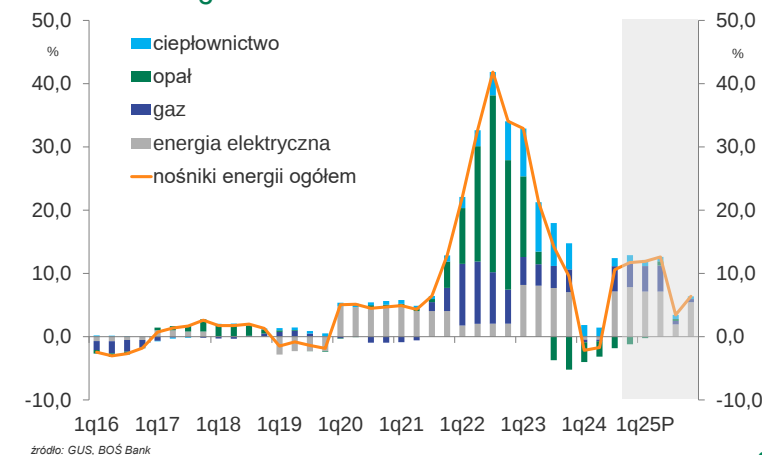
W II poł. 2025 r. spadek rocznej dynamiki cen nośników energii

- Biorąc pod uwagę potencjalny wzrost wydobycia paliw kopalnych w USA oczekujemy stabilizacji cen ropy naftowej, nawet przy założeniu ewentualnych restrykcji nałożonych na Iran. Presję na wzrost cen ropy naftowej będzie także ograniczać zakładane niższe tempo wzrostu popytu (globalny wzrost aktywności).
- Przy założeniu stabilizowaniu się cen ropy naftowej w okolicach bieżących poziomów (70 – 75 USD/baryłkę ropy BRENT) oczekujemy utrzymania lekkiej deflacji cen paliw w I poł. 2025 r. oraz niewielkiego wzrostu cen w II poł. 2025 r.
- Podobnie jak w 2024 r., istotnym czynnikiem kształtującym wskaźnik CPI będą decyzje administracyjne dot. opłat za nośniki energii. Najbardziej aktualne informacje wskazują na wydłużenie do czerwca 2025 r. zwolnienia odbiorców detalicznych z opłaty mocowej oraz zamrożenie do września ceny za energię elektryczną.
- Zakładamy, że opłata mocowa zostanie przywrócona w lipcu 2025 r. (dotychczas styczeń 2025 r.), a stawki cen sprzedaży energii zmienią się od października. Biorąc pod uwagę konieczność dalszego dostosowania cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych, ale z drugiej strony notowane w ostatnich miesiącach niższe ceny energii na rynku hurtowym, zakładamy, że od października ceny taryfowe energii elektrycznej ukształtują się powyżej obecnej ceny „zamrożonej” ustawą ceny za energię dla gospodarstw domowych (500 zł/MWh) i poniżej ustalonej przez URE bieżącej taryfy dla przedsiębiorstw energetycznych (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 5,0% r/r.

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



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

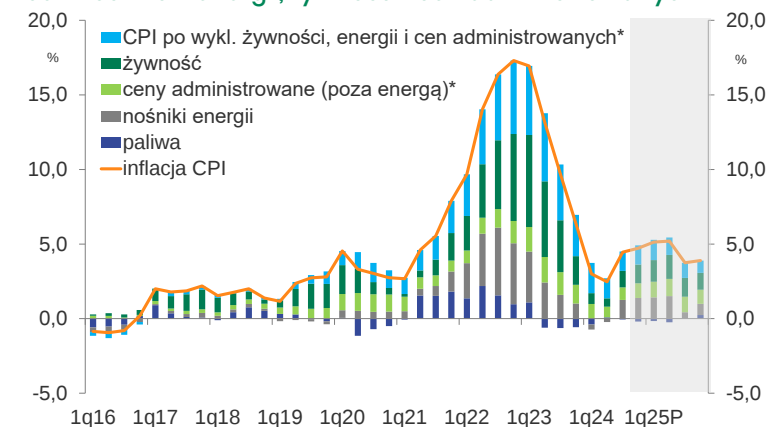




Po lekkim wzroście w I połowie przyszłego roku, następnie oczekujemy stopniowego obniżania się CPI

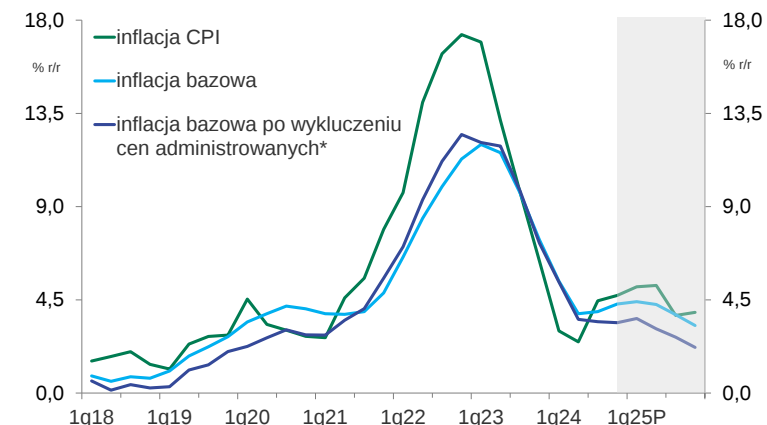
- Oczekujemy, że średnioroczny wskaźnik inflacji CPI w 2025 r. wyniesie 4,5% r/r, wobec 3,6% r/r w 2024 r. Na koniec roku 2024 r. prognozujemy, że wskaźnik CPI ukształtuje się na poziomie 5,0% r/r, po czym lekko wzrośnie w I połowie roku do 5,2% r/r.
- Szacujemy, że w I połowie roku wzrost rocznych indeksów cen w grupach: żywność, nośniki energii oraz pozostałe ceny administrowane przeważą nad spadkiem rocznych indeksów cen paliw oraz inflacji bazowej po wykluczeniu cen administrowanych.
- W II połowie roku oczekujemy obniżenia inflacji CPI do 3,8% r/r w efekcie wyraźnego spadku dynamiki cen nośników energii (skala podwyżki cen energii elektrycznej w II poł. 2025 r. wyraźnie mniejsza niż w II poł. 2024 r.), dalszego spadku inflacji bazowej oraz ograniczenia dynamiki cen żywności.
- Przesunięcie podwyżek cen energii elektrycznej na II połowę 2025 r., wobec wcześniejszych założeń podwyżek od stycznia 2025 r. lekko wyłuszcza ścieżkę inflacji CPI, ograniczając jej wzrost w I połowie 2025 r., ale też lekko ogranicza jej spadek w II połowie 2025 r. oraz na początku 2026 r.
- Oceniamy, że bilans ryzyka dla prognoz inflacji na 2025 r. ciąży w kierunku niższego wskaźnika CPI. Ryzyko spowolnienia aktywności gospodarczej oraz niższych cen surowców energetycznych wskazuje na potencjał do niższej inflacji, z kolei ryzyko silniejszego osłabienia złotego (w szczególności do dolara), podwyżek cen żywności oraz tempa deglobalizacji oddziałuje w kierunku wyższej inflacji.

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



*szacunki własne
źródło: GUS, Eurostat, BOŚ Bank

...przy stopniowym obniżaniu się inflacji bazowej



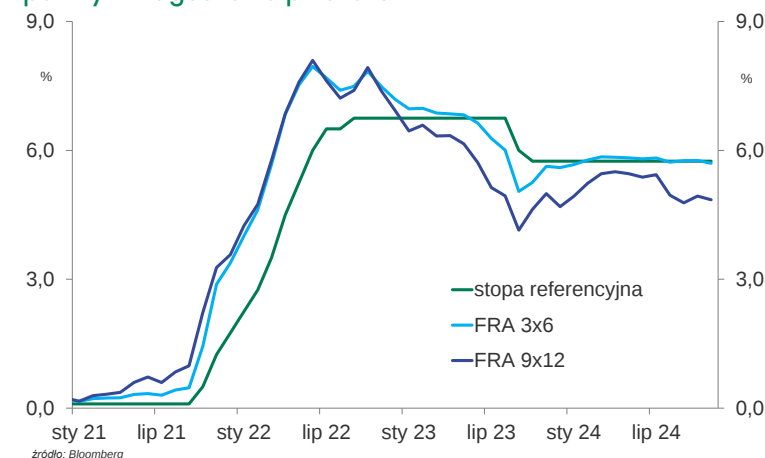
*szacunki własne
źródło: GUS, BOŚ Bank



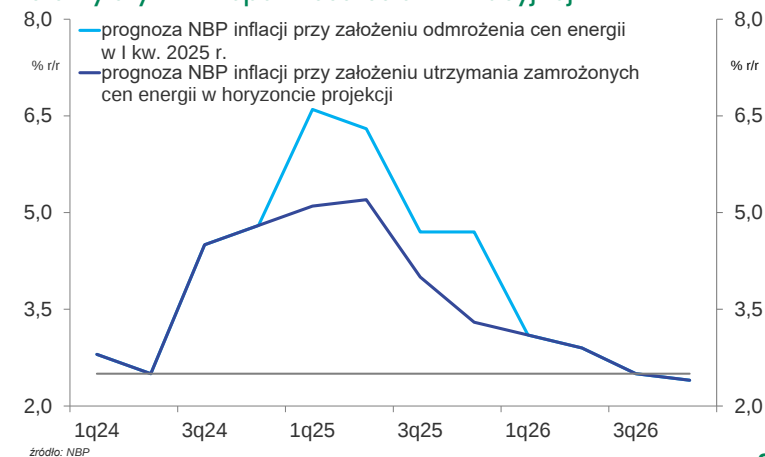
Obniżka stóp w połowie 2025 r. wciąż najbardziej prawdopodobnym scenariuszem

- RPP na posiedzeniach od września do listopada utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 5,75%.
- Jednocześnie w tym okresie Rada złagodziła przekaz wyraźniej akcentując scenariusz rozluźniania polityki pieniężnej w trakcie 2025 r. Prezes NBP oraz większość Rady wskazuje na marcowe posiedzenie jako pierwszy moment dyskusji nt. obniżki stóp procentowych. Na tym posiedzeniu Rada zapozna się z projekcją NBP i jednocześnie będą już znane ostateczne rozwiązania regulacyjne dot. cen energii elektrycznej na początku 2025 r.
- W wypowiedziach członków Rady nie pojawiały się natomiast konkretniejsze terminy najbliższej obniżki stóp. Prezes NBP kilkakrotnie wskazał, że warunkiem jest wyhamowanie wzrostu bieżącej inflacji oraz prognoza jej wyraźnego spadku w kolejnych kwartalach.
- Biorąc pod uwagę nasz scenariusz bazowy lekkiego wzrostu inflacji CPI powyżej 5,0% r/r, silniejszy jej spadek dopiero w III kw., jak również stabilne wyniki gospodarki na przełomie roku, zakładamy, że RPP obniży stopy w lipcu 2025 r. i łącznie w przyszłym roku obniży stopy o 75 pkt. baz. do poziomu 5,00% dla stopy referencyjnej NBP.
- Powyższą prognozę formułujemy przy założeniu utrzymania konserwatywnego nastawienia RPP. Sądzymy także, że jeżeli potwierdzi się, że zamrożenie cen energii w 2025 r. będzie czasowe, nie będzie miało wpływu na decyzje RPP. Choć w tej sytuacji wzrost inflacji w I poł. 2025 r. będzie niższy wobec założeń bazowych projekcji inflacyjnej NBP, to z drugiej strony Rada może wskazywać na wydłużającą się niepewność co do przyszłych tendencji inflacyjnych (skala i termin zmian cen energii). Wydaje się bowiem mało prawdopodobne by już z początkiem 2025 r. URE określił stawki taryf obowiązujących od października 2025 r.
- Tak jak wskazywaliśmy wcześniej, ryzyko wcześniejszych obniżek stóp w naszej ocenie wiąże się w głównej mierze z ryzykiem spowolnienia gospodarki krajowej w ślad za rozwojem sytuacji zewnętrznej.

Wzmocnienie oczekiwań rynkowych na obniżki stóp po pewnym złagodzeniu przekazu RPP



Rada cały czas wskazuje na ceny energii elektrycznej jako istotny czynnik niepewności ścieżki inflacyjnej

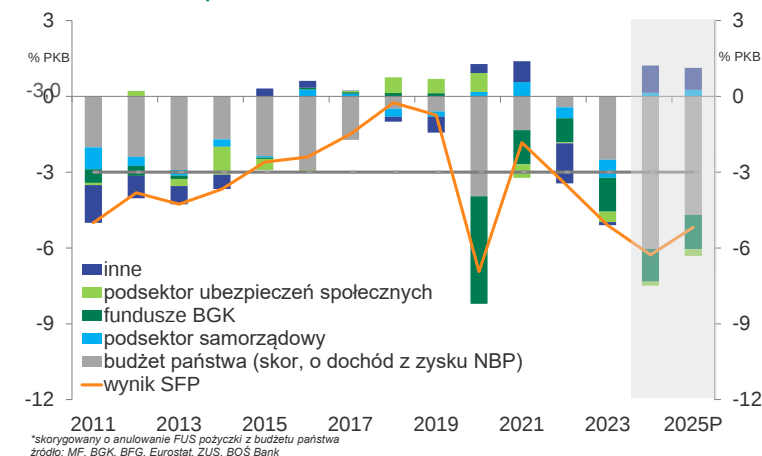




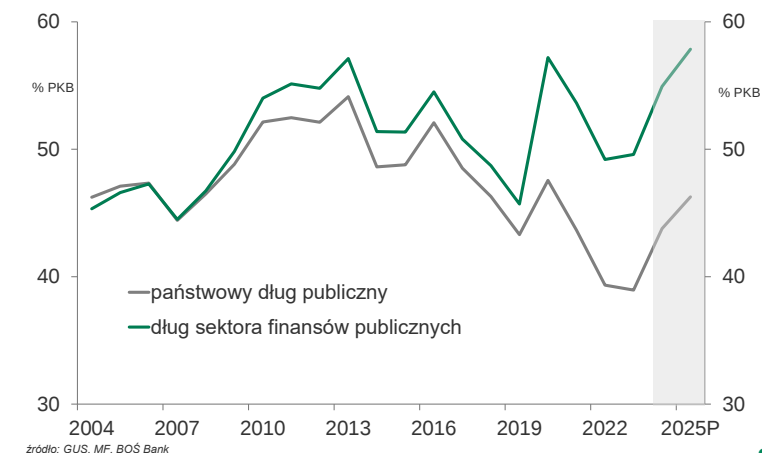
Podwyższony deficyt SFP w I. 2024 – 2025

- W październiku rząd przyjął projekt nowelizacji ustawy budżetowej na 2023 r., z powodu realizacji słabszych dochodów budżetowych. Skala wzrostu deficytu budżetowego okazała się znacząca – do 240 mld wobec pierwotnego planu 184 mld zł.
- Biorąc pod uwagę projekt nowelizacji oraz zakładając niezmiennione plany utrzymania w wysokich deficytach funduszy BGK (FPC, FWSZ), oczekujemy, że deficyt SFP w 2024 r. zbliży się do poziomu 6,5% PKB (korekta w górę o 0,6 pkt. proc.) i jednocześnie w 2025 r. przekroczy poziom 5,0% PKB.
- Nie można także wykluczyć, że zwiększenie deficytu w 2024 r. należy postrzegać w kontekście oczekiwanego wdrażania w kolejnych latach procedury nadmiernego deficytu UE (PND) i mają na celu maksymalne zwiększenie jego poziomu w krótkim okresie, zanim konieczne będzie silniejsze ograniczenie wydatków, zgodnie z wytycznymi regulacji unijnych dot. PND.
- Według przyjętych regulacji unijnych w najbliższych miesiącach konieczne będzie uzgodnienie indywidualnego planu ograniczenia deficytu w latach kolejnych (na okres od 4 do 7 lat, przy redukcji deficytu strukturalnego minimum o 0,5% PKB rocznie). Z drugiej strony, brak jest jeszcze decyzji dot. zasad klasyfikacji wydatków zbrojeniowych w ramach oceny fiskalnej KE, co w przypadku krajowych finansów publicznych ma bardzo duże znaczenie.
- Utrzymanie wysokiego deficytu SFP skutkuje dalszym wzrostem długu publicznego. W bazowym scenariuszu oczekujemy, że dług SFP nie przekroczy 60% PKB do 2026 r. Z drugiej strony, nawet przekroczenie tego poziomu będzie miało ograniczone znaczenie z punktu widzenia regulacji unijnych, gdyż Polska znajduje się w procedurze nadmiernego deficytu z tytułu wysokiego deficytu SFP. Z kolei w zakresie krajowych regulacji (konstytucyjny próg ostrożnościowy) nie ma żadnego zagrożenia, gdyż te progi dotyczą państwowego długu publicznego, a nie długu całego sektora SFP (czyli np. nie uwzględniają długu funduszy BGK).

W 2024 r. prawdopodobny wzrost deficytu SFP powyżej 6% PKB, bardzo stopniowe obniżenie od 2025 r....



...co podwyższy wskaźniki długu publicznego

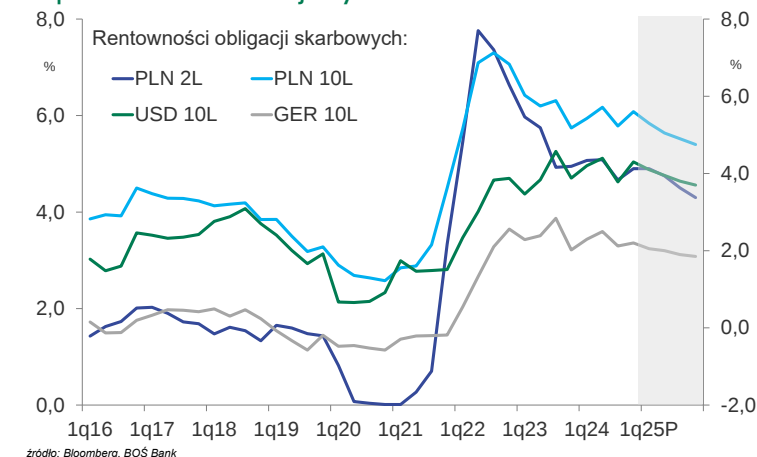




Spadek – choć wolniejszy – rentowności obligacji skarbowych w 2025 r.

- Ponownie, znaczące ruchy rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, zdeterminowały zmienność na rynku krajowym. Poprawa danych makroekonomicznych z USA i ograniczenie oczekiwań rynkowych dot. skali obniżek stóp Fed, jak również wynik wyborów w USA poskutkowały wzrostem rentowności złotych obligacji.
- Biorąc pod uwagę założenia dot. rozwoju sytuacji na rynkach bazowych oczekujemy w kolejnych kwartałach spadku rentowności krajowych obligacji. Jednocześnie ich wolniejszy spadek na rynkach bazowych, łącznie z niepewnością dot. kształtowania się globalnej premii za ryzyko i napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące, będą ograniczać skalę spadku rentowności papierów o dłuższym terminie zapadalności.
- Obligacjom 2-letnim będzie z kolei w II połowie roku sprzyjać rozpoczęcie luzowania krajowej polityki pieniężnej, a w szczególności prawdopodobne nasilenie oczekiwań na większe redukcje stóp w 2026 r., kiedy oczekujemy spadku CPI do poziomu 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), co w warunkach globalnego efektu wysokich podaży oraz niepewności makroekonomicznej (zazwyczaj niekorzystnej dla aktywów rynków wschodzących) może skutkować presją na ceny obligacji.
- 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, silnie osłabić popyt na obligacje sektora bankowego.

Oczekiwania dot. rynków bazowych oraz polityki NBP wsparciem dla cen krajowych SPW...



...choć wysoka podaż obligacji skarbowych będzie czynnikiem ograniczającym 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	2,8	3,3
Popyt krajowy	% r/r	6,6	3,5	-2,8	8,6	4,8	-3,1	3,7	3,7
Spożycie indywidualne	% r/r	4,6	3,3	-3,4	6,2	5,0	-0,3	4,0	3,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	13,7	7,5	-3,0	1,5	1,7	12,6	-0,2	3,3
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,2	1,2	0,6	-1,2	0,6	2,3	-0,7	-0,2
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	2 148	2 314	2 363	2 662	3 101	3 402	3 600	3 894
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-1,3	-0,3	2,4	-1,3	-2,2	1,8	0,9	1,3
	mld EUR	-6,5	-1,4	12,6	-7,8	-14,9	13,5	7,2	11,5
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	15,7	16,3	18,2	15,9	16,2	16,7	14,1	15,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	6,1	5,4	6,0	6,4	5,4	5,2	5,1	5,3
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,6	2,2	-1,0	0,4	2,2	0,6	-0,5	0,4
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7,2	7,2	5,3	8,8	12,1	12,7	13,7	8,5
	% r/r, real.	5,4	4,7	1,9	3,6	-2,0	1,2	9,7	3,9
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	4,4	3,9
Depozyty ogółem	% r/r	9,1	8,2	13,8	10,9	5,7	9,6	7,3	5,6
Kredyty ogółem	% r/r	7,1	5,0	0,7	5,1	1,7	0,0	3,2	3,8
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,4	-5,1	-6,3	-5,2
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	48,7	45,7	57,2	53,6	49,2	49,6	54,9	57,8
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	5,85	5,00
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,33	1,43	0,01	3,33	6,63	4,95	4,90	4,30
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,13	1,79	0,41	3,93	6,83	5,00	5,20	4,50
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	2,81	2,10	1,22	3,62	6,83	5,18	5,60	4,75
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,36	4,40
PLN/USD	PLN, k.o.	3,76	3,80	3,76	4,06	4,40	3,94	4,12	4,16
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,82	3,92	4,26	4,45	4,77	4,68	4,64	4,66
założenia zewnętrzne		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PKB – USA	% r/r	2,9	2,3	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,7	1,7
PKB – strefa euro	% r/r	1,9	1,4	-6,2	6,3	3,6	0,5	0,8	0,8
PKB – Chiny	% r/r	6,8	6,0	1,8	8,5	3,0	5,2	4,7	4,0
Inflacja CPI – USA	% r/r, śr.	2,4	1,9	1,2	4,7	8,0	4,1	2,9	2,3
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	3,50
SOFR ON	%, k.o.	–	–	–	–	4,30	5,38	4,30	3,30
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,70	1,92	0,91	1,51	3,88	3,88	4,30	3,70
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.	–	–	–	–	–	–	2,90	2,05
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,24	-0,19	-0,58	-0,19	2,56	2,02	2,20	1,85
Stopa SNB	%, k.o.	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	1,00	1,75	0,75	0,50
SARON	%, k.o.	–	–	–	–	-0,24	1,46	1,31	0,55
USD/EUR	USD, k.o.	1,15	1,12	1,22	1,14	1,07	1,10	1,06	1,06
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	71,0	64,1	42,3	70,6	100,0	82,6	80,8	75,0

% 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

2024-11-26

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	3,0	2,9	3,1	3,6	3,5
Popyt krajowy	% r/r	2,3	4,8	4,0	3,7	3,7	3,4	3,8	3,8
Spożycie indywidualne	% r/r	4,4	4,6	3,3	3,8	3,1	3,3	3,3	3,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	1,9	3,2	-0,8	-2,7	0,0	0,1	4,9	5,6
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,2	-1,6	-1,4	-0,7	-0,7	-0,4	-0,2	-0,3
Saldo rachunku obrotów bieżących									
	% PKB	1,6	1,3	0,8	0,9	0,8	1,0	1,2	1,3
	mld EUR	4,6	0,7	-1,8	3,7	4,0	2,7	0,2	4,7
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	5,3	4,9	5,0	5,2	5,5	5,1	5,2	5,4
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-0,2	-0,7	-0,6	-0,5	0,1	0,3	0,4	0,6
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	14,4	14,7	13,4	12,4	9,0	8,5	8,5	8,2
	% r/r, real.	11,2	11,9	8,6	7,3	3,7	3,2	4,6	4,1
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	2,0	2,6	4,9	4,9	5,3	5,2	3,8	3,9
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	4,6	3,6	4,3	4,3	4,4	4,3	3,9	3,6
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	5,85	5,85	5,75	5,30	5,00
Obligacje skarbowe 2L	% k.o.	5,07	5,09	4,67	4,90	4,90	4,75	4,50	4,30
Obligacje skarbowe 5L	% k.o.	5,32	5,53	4,87	5,20	4,95	4,80	4,65	4,50
Obligacje skarbowe 10L	% k.o.	5,43	5,72	5,23	5,60	5,30	5,05	4,90	4,75
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,30	4,31	4,28	4,36	4,38	4,40	4,40	4,40
PLN/USD	PLN, k.o.	3,99	4,03	3,82	4,12	4,17	4,19	4,19	4,16
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,43	4,48	4,53	4,64	4,66	4,68	4,66	4,66

założenia zewnętrzne		1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25
PKB – USA	% r/r	2,9	3,0	2,7	2,3	2,3	1,8	1,4	1,3
PKB – strefa euro	% r/r	0,5	0,6	0,9	1,0	0,9	0,8	0,7	0,8
PKB – Chiny	% r/r	5,3	4,7	4,6	4,3	4,0	4,0	4,0	4,0
Stopa funduszy federalnych Fed*	% k.o.	5,50	5,50	5,00	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50
SOFR ON	% k.o.	5,34	5,34	4,96	4,30	4,05	3,80	3,55	3,30
Obligacje USA 10L	% k.o.	4,20	4,40	3,78	4,30	4,10	3,95	3,80	3,70
Stopa depozytowa EBC	% k.o.	4,00	3,75	3,50	3,00	2,50	2,25	2,00	2,00
EURIBOR 3M	% k.o.	-	-	-	2,90	2,40	2,20	2,05	2,05
Obligacje GER 10L	% k.o.	2,30	2,49	2,12	2,20	2,05	2,00	1,90	1,85
Stopa SNB	% k.o.	1,50	1,25	1,00	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50
SARON	% k.o.	1,67	1,43	1,20	0,93	0,71	0,50	0,50	0,50
USD/EUR	USD, k.o.	1,08	1,07	1,11	1,06	1,05	1,05	1,05	1,06
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	83,2	84,8	80,1	75,2	75,0	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.