

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

22 sierpnia 2025 r.



Krajobraz po bitwie handlowej

**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

- Na przełomie lipca i sierpnia USA uzgodniły umowy handlowe z szeregiem kluczowych partnerów handlowych. W połowie sierpnia administracja USA przedłużyła na kolejne 90 dni obowiązywanie dotychczasowych tymczasowych stawek celnych dla Chin, zapowiadając kontynuację prac nad docelową umową handlową. Generalnie dotychczas uzgodnione stawki celne oznaczają istotny wzrost ciał importowych do USA w porównaniu ze stanem na koniec 2024 roku.
- Jednocześnie mniejsza skala wzrostu ciał wobec deklaracji USA z początku kwietnia, ograniczenie niepewności dot. ostatecznego kształtu polityki handlowej USA oraz lepsza od oczekiwań sytuacja gospodarcza w I poł. roku ograniczyły negatywny wpływ zaostreżenia polityki handlowej USA na rynki finansowe.
- Dopiero dane z nadchodzących miesięcy dadzą bardziej wiarygodne informacje nt. skali spowolnienia gospodarki globalnej w następstwie zmian w polityce handlowej, gdyż w I połowie roku dane makroekonomiczne były wysoce zmienne z powodu, z jednej strony rosnącej niepewności, a z drugiej – wzmocnienia aktywności w handlu międzynarodowym w wyniku działań wyprzedzających antycypowany wzrost ciał.
- Zakładamy w scenariuszu bazowym, że zmiany w polityce gospodarczej USA poskutkują w II połowie roku spowolnieniem aktywności gospodarki amerykańskiej i w konsekwencji – przez spadek popytu w USA – osłabienie gospodarki globalnej. W tych warunkach oczekujemy powrotu Fed do cyklu rozluźniania polityki pieniężnej. W przypadku EBC oczekujemy, że do końca roku stopy EBC nie ulegną zmianie.
- Choć niekorzystna sytuacja eksporterów będzie osłabiać perspektywę aktywności polskiej gospodarki, to zwiększenie skali projektów współfinansowanych ze środków UE powinno wspierać wyższy wzrost inwestycji stabilizując wzrost PKB w okolicach 3,5% r/r.
- Po skokowym spadku inflacji CPI w lipcu do 3,1% r/r oczekujemy mniejszej zmienności wskaźnika inflacji, który w II połowie roku oraz na początku 2026 r. powinien wahać się w okolicach 3,0% r/r, przy bardzo powolnym obniżeniu inflacji bazowej, stopniowym obniżeniu dynamiki cen żywności, ale z drugiej strony – lekkim wzroście rocznej dynamiki cen energii.
- Zakładając utrzymanie generalnie ostrożnej polityki RPP oraz wyhamowanie skali spadku inflacji CPI oczekujemy że w kolejnych miesiącach Rada będzie bardzo stopniowo obniżać stopy procentowe – w skali 50 pkt. baz. do końca tego roku oraz 50 pkt. baz. w I połowie 2026 r.
- W ostatnich tygodniach wzrosły nadzieje rynkowe na zakończenie wojny między Rosją a Ukrainą. Ewentualne zakończenie konfliktu mogłoby stanowić dodatkowy czynnik obniżający ceny surowców energetycznych i wspierający notowania aktywów finansowych na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej, w tym aktywa złotowe. Niemniej na obecnym etapie perspektywa pokoju jest wciąż bardzo niepewna, niejasne pozostają też są jego ewentualne warunki, które będą kluczowe dla oceny perspektyw rynkowych.

2025-08-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne



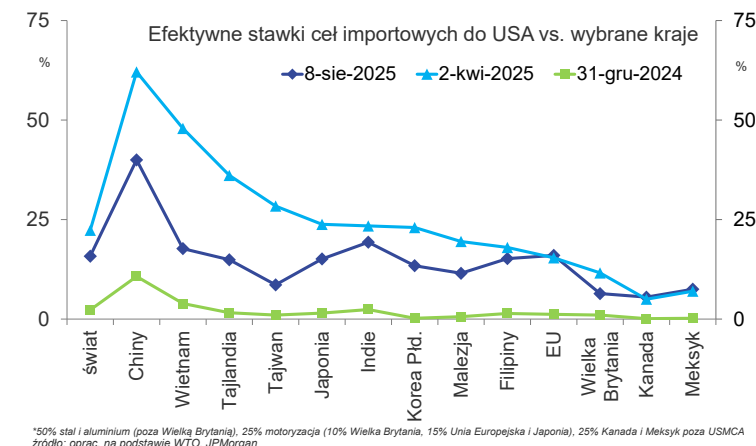
Polityka handlowa USA nabiera ostatecznego kształtu

- Pod koniec lipca ogłoszono porozumienia handlowe USA z wieloma istotnymi partnerami handlowymi USA, w tym z UE. Generalnie obowiązujące w wyniku tych umów stawki ceł importowych do USA kształtują się wyraźnie poniżej tych ogłoszonych na początku kwietnia, w szczególności w przypadku większości krajów azjatyckich, gdzie początkowe stawki były bardzo wysokie. Niemniej w wielu przypadkach, na przykład w UE, ostatecznie uzgodnione stawki celne są zbliżone do tych ogłoszonych na początku kwietnia. Jednocześnie obowiązujące obecnie stawki celne są istotnie wyższe od tych sprzed rozpoczęcia działań protekcyjnych przez USA – średnia ze stawek celnych na import do USA wynosi obecnie ok. 16% wobec nieco ponad 2% pod koniec 2024 r.
- USA zapowiadają wprowadzenie kolejnych ceł sektorowych. Obok obowiązujących już ceł na import stali i aluminium, samochodów i części, wskazywane są półprzewodniki oraz leki.
- Umowa handlowa UE-USA zawiera 15-proc. podstawową stawkę celną na towary importowane z UE do USA, z zerową stawką w kilku kategoriach (m.in. samoloty, niektóre chemikalia, niektóre leki generyczne, sprzęt półprzewodnikowy, niektóre produkty rolne, zasoby naturalne i surowce krytyczne). Według informacji Komisji Europejskiej z ceł sektorowych wyższe stawki (tak jak dla wszystkich krajów na poziomie 50%) mają obowiązują jedynie przypadku stali i aluminium. Natomiast umowa obniża cło na import w motoryzacji (z 25% obowiązujących od kwietnia br.) oraz mityguje ryzyko wprowadzenia nowych (wyższych niż 15%) ceł na inne grupy towarów m.in. leki i półprzewodniki.
- W połowie sierpnia przedłużono na 90 dni czasowe cła na import z Chin, w tym czasie będą kontynuowane negocjacje ws. umowy handlowej z Chinami. Nie zostały jeszcze zakończone negocjacje handlowe z Kanadą i Meksykiem. Te są w istotnym stopniu powiązane z polityką celną w ujęciu sektorowym.
- Zawarte porozumienia handlowe co do zasady nie poskutkowały nałożeniem ceł odwetowych na produkty importowane z USA lub ich skala była ograniczona.

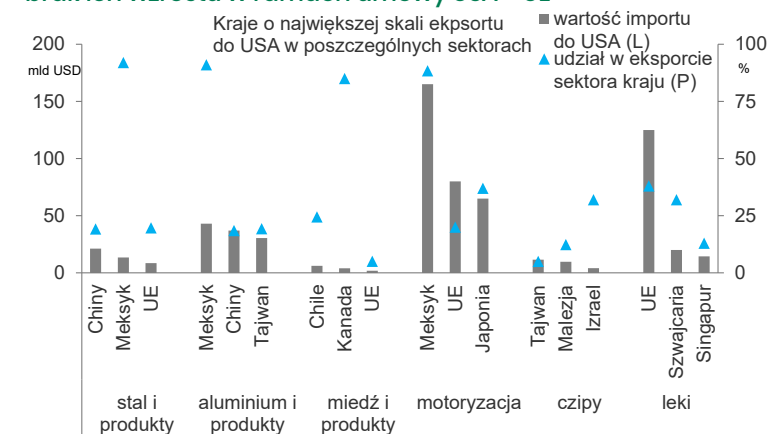
2025-08-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

W części krajów ostateczne stawki ceł zbliżone do tych ogłoszonych w kwietniu...



...cła sektorowe kluczowe dla Kanady i Meksyku zakładając brak ich wzrostu w ramach umowy USA - UE





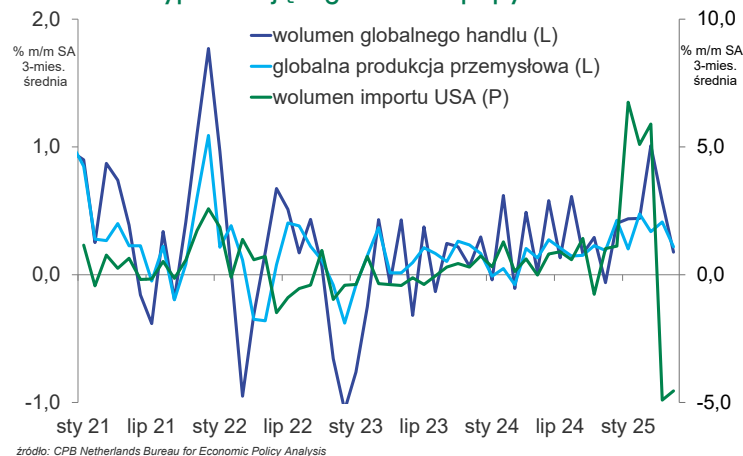
Po okresie niepewności w I poł. 2025 r...

- W I połowie roku niepewność w światowym handlu znacząco wzrosła w warunkach przedłużających się negocjacji.
- W tym okresie koniunktura w globalnym przemyśle była niezła, co jednak zapewne było rezultatem kumulacji popytu uprzedzającego oczekiwany w przyszłości wzrost cen, a nie cyklicznej poprawy aktywności. Taką tezę potwierdzają dane i struktura geograficzna danych globalnego handlu.
- Z kolei dane z końca II kw. wskazują na wyraźne wyhamowanie aktywności w przemyśle, w tym powszechne osłabienie wzrostu produkcji przemysłowej, spadek subindeksu zamówień eksportowych w gospodarce globalnej czy też niskie poziomy subindeksów PMI przyszłej produkcji.
- Dlatego, choć niepewność w globalnym handlu w III kw. wyraźnie obniżyła się, skutki polityki handlowej USA dla aktywności gospodarczej mogą być silniej odczuwalne dopiero w nadchodzących miesiącach.

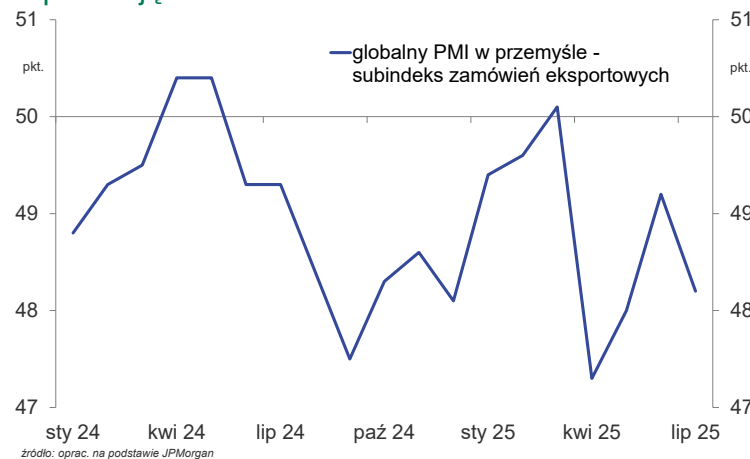
2025-08-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

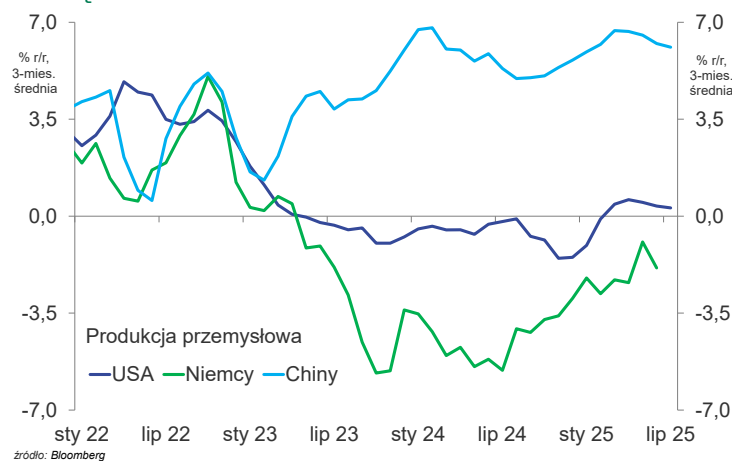
Wzrost aktywności w globalnym przemyśle i handlu efektem wyprzedzającego wzrostu popytu z USA...



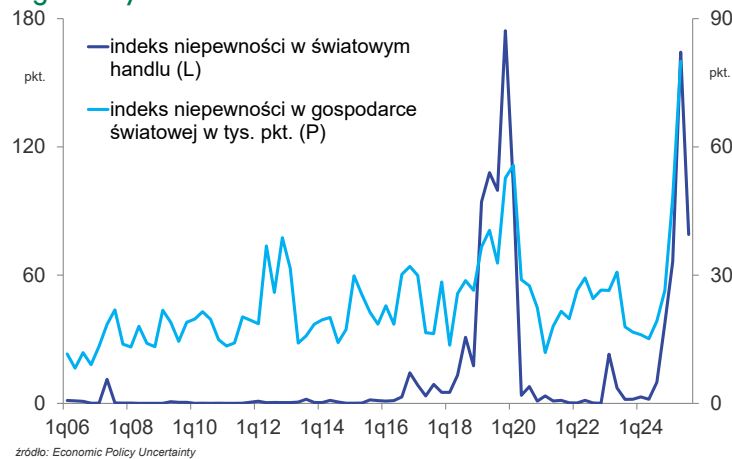
...a zamówienia eksportowe w globalnym przemyśle pozostają bardzo słabe...



...pod koniec II kw. produkcja przemysłowa przestała rosnąć...



...w konsekwencji wcześniejszego wzrostu niepewności w globalnym handlu





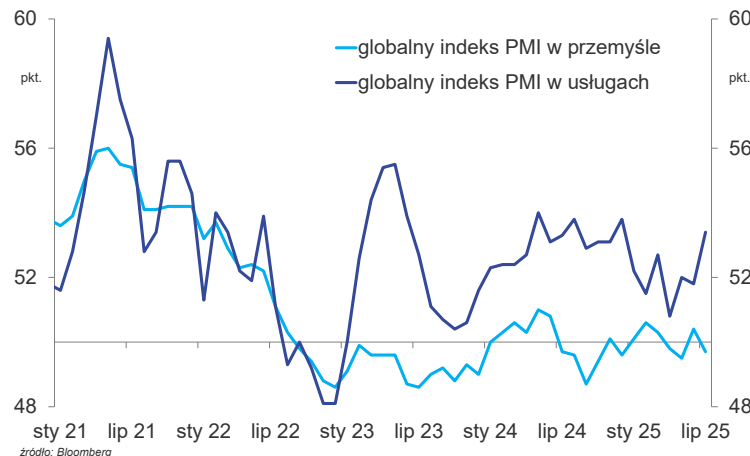
...najpewniej nie uda się uniknąć spowolnienia gospodarki światowej w II połowie roku

- Choć lipcowy globalny indeks PMI lekko wzrósł, to w istotnym stopniu wynikało to z poprawy nastrojów w usługach USA, co biorąc pod uwagę zmienność danych oraz słabsze odczyty indeksu ISM wskazuje na ostrożność w ich interpretacji.
- Zakładamy, że wygasanie kumulacji popytu z I poł. roku skutkuje w II połowie spowolnieniem aktywności w gospodarce globalnej. Taki scenariusz potwierdzają pogarszające się wskaźniki przyszłych inwestycji firm (po odbiciu w I poł. roku), słabsze dane z rynku pracy USA oraz rozczarowujące lipcowe dane z Chin.
- Z drugiej strony ograniczenie niepewności w globalnym handlu, dotychczasowe lepsze wyniki gospodarcze, wciąż bardzo korzystne warunki finansowania, niskie bezrobocie w krajach rozwiniętych stabilizujące wydatki konsumentów nie zapowiadają silnego spowolnienia i wskazują na niskie ryzyko recesji w USA. Pomimo ostatecznie wyższych od wcześniej oczekiwanych cen USA, w ostatnich miesiącach prognozy gospodarcze zmieniły się nieznacznie.

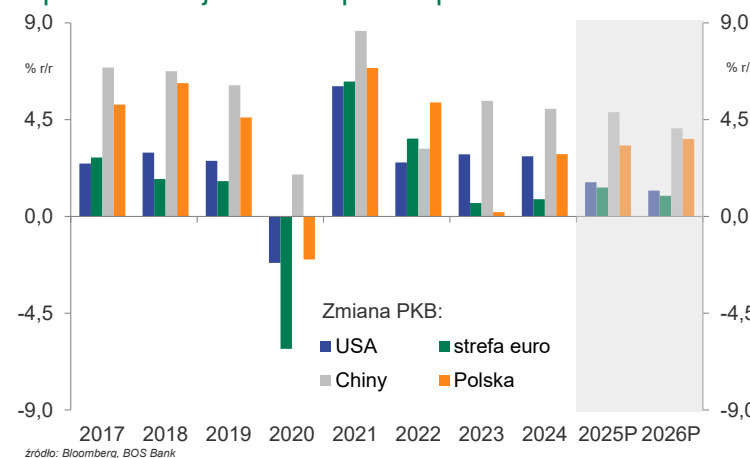
2025-08-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

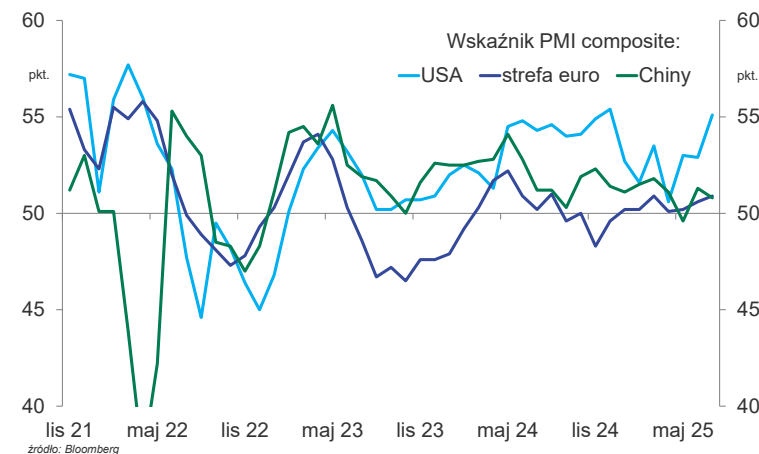
Wyhamowanie spadków koniunktury dzięki lepszym nastrojom w usługach może być okresowe...



...a spowolnienie aktywności gospodarki globalnej w II połowie roku jest bardzo prawdopodobne...



...w szczególności przy zmienności indeksu koniunktury w usługach w USA...



...niskie koszty finansowania jednym z argumentów za scenariuszem ograniczonego spowolnienia

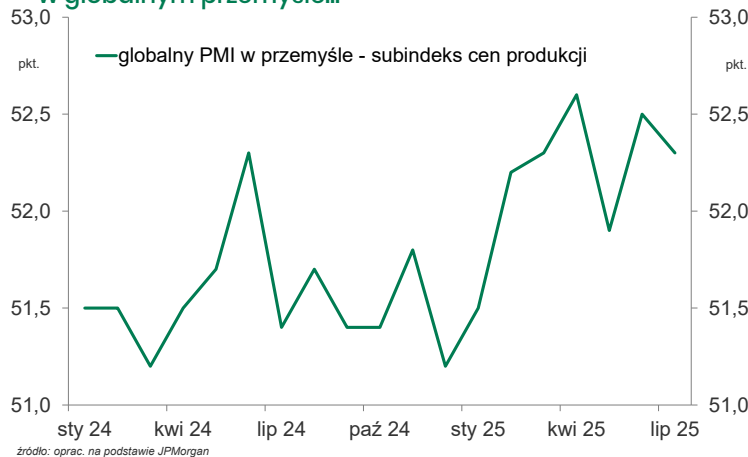




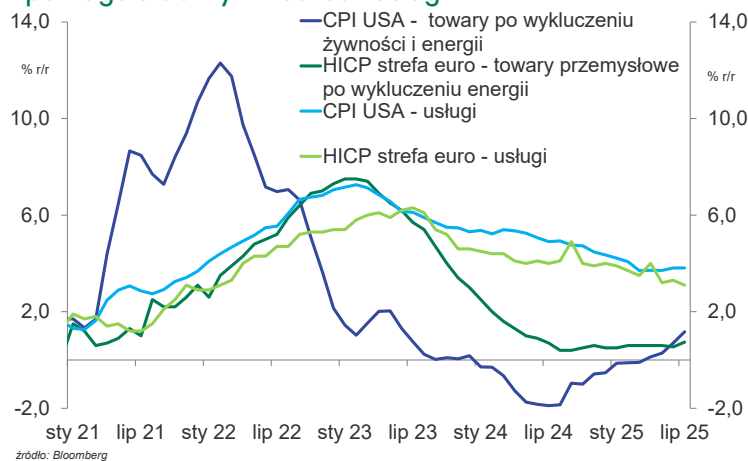
Widoczny, choć nadal ograniczony wpływ wyższych ceł na inflację

- Wzrost ceł przełożył się na wzrost subindeksów cen produkcji w przemyśle. Jednocześnie wpływ wyższych ceł na ceny detaliczne w USA pozostają dotychczas ograniczone.
- Oczekiwania inflacyjne w USA pozostają podwyższone, niemniej obniżyły się po gwałtownym wzroście w II kw.
- Podtrzymujemy założenie o ograniczonym wpływie wyższych cen importu na ceny detaliczne (główny wpływ w USA) biorąc pod uwagę trwającą dezinflację w usługach (wspieraną wolniejszym wzrostem wynagrodzeń), oczekiwane osłabienie popytu oraz wyraźny spadek cen surowców energetycznych.
- Choć jest obecnie zbyt wcześnie, aby oceniać szanse na zakończenie wojny między Rosją a Ukrainą i jej skutki gospodarcze, niemniej ewentualny pokój i ograniczenie sankcji na Rosję poskutkowałoby głębszym spadkiem cen ropy naftowej i gazu ziemnego.

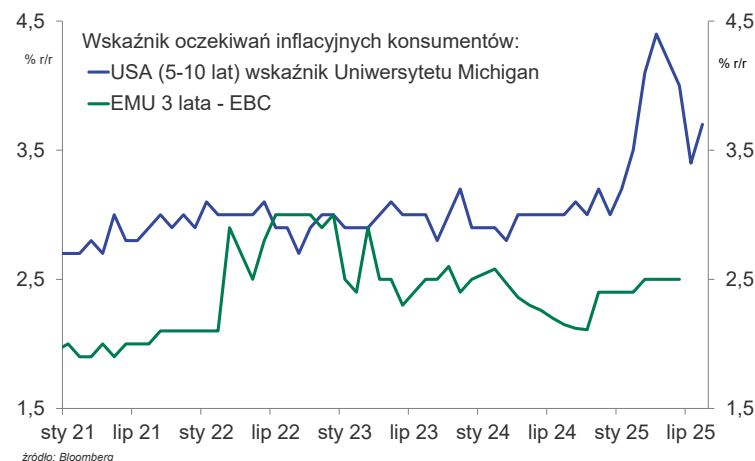
Zmiany w polityce handlowej zwiększają presję cenową w globalnym przemyśle...



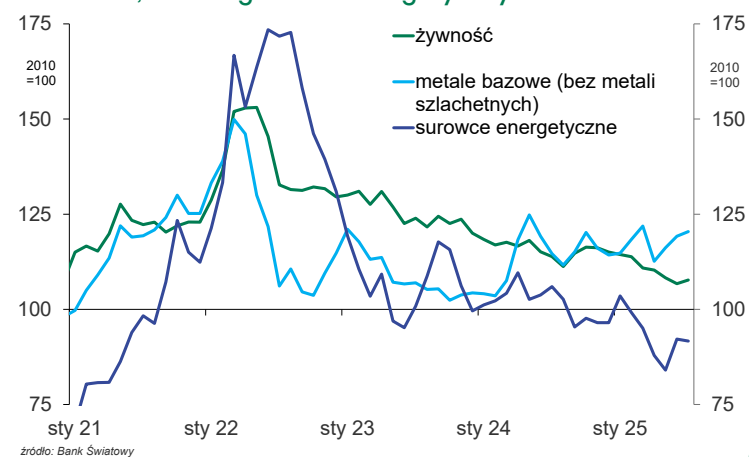
...wyższa inflacja cen detalicznych towarów w USA, pomaga stabilny wzrost cen usług...



...obawy konsumentów dot. wzrostu cen kumulują się w USA...



...ryzyko wzrostu inflacji ogranicza także spadek cen surowców, w szczególności energetycznych

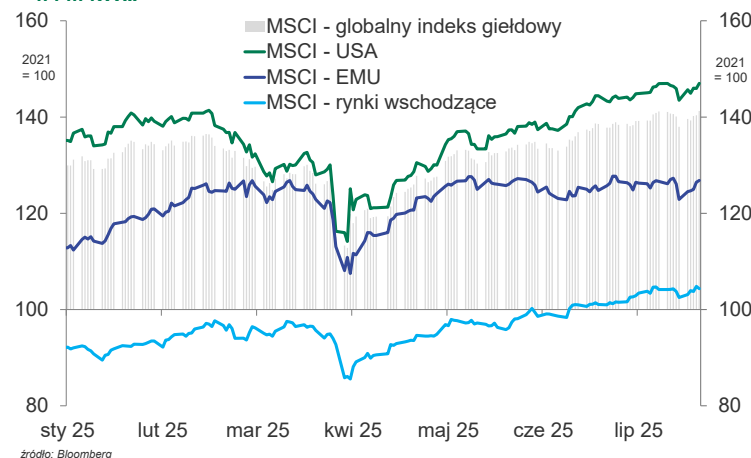




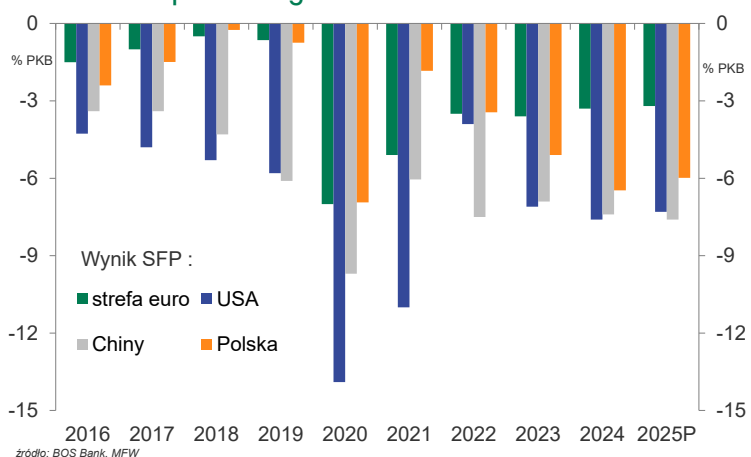
Na przełomie II i III kw. obniżenie zmienności na globalnym rynku finansowym

- Po kwietniowym załamaniu, nastroje rynkowe zaczęły stopniowo poprawiać się. Choć dla wielu krajów ostateczny poziom ceł pozostał zbliżony do ogłoszonego na początku kwietnia, to rozłożenie w czasie podwyżek ceł, brak skrajnych stawek (Chiny), lepsza sytuacja gospodarcza w I poł. br. wsparły poprawę nastrojów..
- Presja na rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych utrzymywała się przy utrzymującym się ryzyku wysokiego zadłużenia publicznego.
- Silnie na rynek finansowy wpłynęła publikacja danych z rynku pracy USA na początku sierpnia podbijając obawy dot. kondycji gospodarki USA oraz oczekiwania na obniżki stóp procentowych Fed.
- Jeśli chodzi o ewentualne zakończenie konfliktu Rosja – Ukraina (prawdopodobieństwo trudne do oszacowania) poza rynkiem surowców, mogłoby ono pozytywnie wpłynąć na europejskie aktywa, przy ograniczonym wpływie na gospodarkę realną.

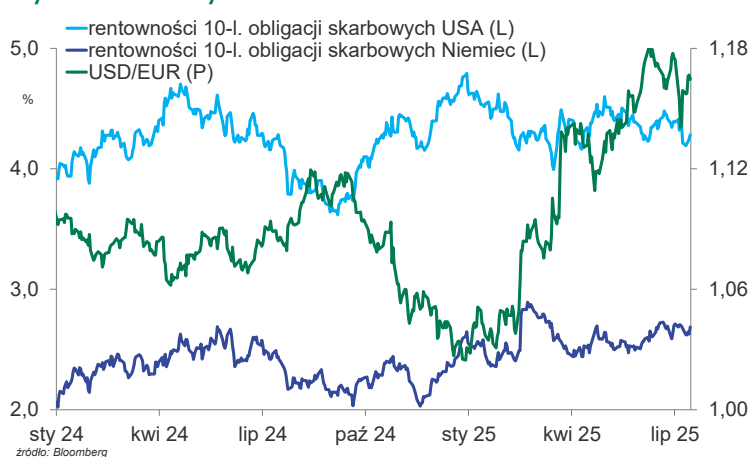
Stopniowa poprawa nastrojów rynkowych na przełomie II i III kw...



...przy wciąż kluczowym czynniku ryzyka poziomu zadłużenia publicznego



...przy utrzymującej się presji na rentowności SPW na rynkach bazowych...



Wyraźny wzrost oczekiwań na obniżki stóp Fed po publikacji słabych danych o zatrudnieniu w USA





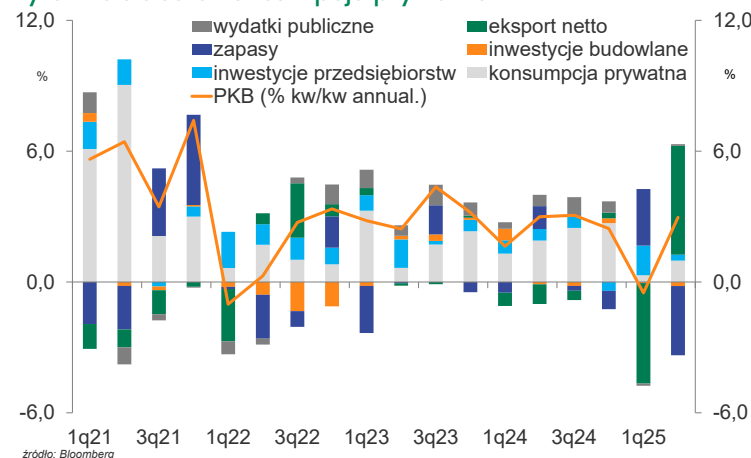
Silny spadek zatrudnienia w USA w połowie roku, większość danych wskazuje na umiarkowane spowolnienie...

- Niepewność polityki handlowej USA podwyższyła zmienność danych dot. wzrostu PKB w I poł. roku. Uśredniając wyniki można jednak wskazać na wyraźnie niższe tempo wzrostu gospodarczego, w tym wolniejszy wzrost konsumpcji prywatnej.
- Słabsza koniunktura poskutkowała wyraźnym osłabieniem zatrudnienia w II kw. i na początku III kw. Choć skala spadku dynamiki zatrudnienia jest niepokojąca, to szersze wskaźniki rynku pracy nie wskazują na gwałtowne jej pogorszenie, przy stabilnej stopie bezrobocia, bardzo niskim wskaźniku zwolnień oraz stabilnej dynamice płac. Przy prawdopodobnym spadku popytu na pracę, spadki zatrudnienia mogą pogłębiać zmiany po stronie podaży (polityka migracyjna), które zaburzą obraz cyklicznej koniunktury na rynku pracy.
- Zakładamy, że dynamika PKB obniży się do ok. 1,0% r/r na przełomie 2025 i 2026 r. wobec 2,0% w I poł. br. oraz 2,8% w ub.r. Skalę spowolnienia ograniczać będzie luźniejsza polityka fiskalna, niższe koszty finansowania i stabilna sytuacja strukturalna sektora prywatnego.

2025-08-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

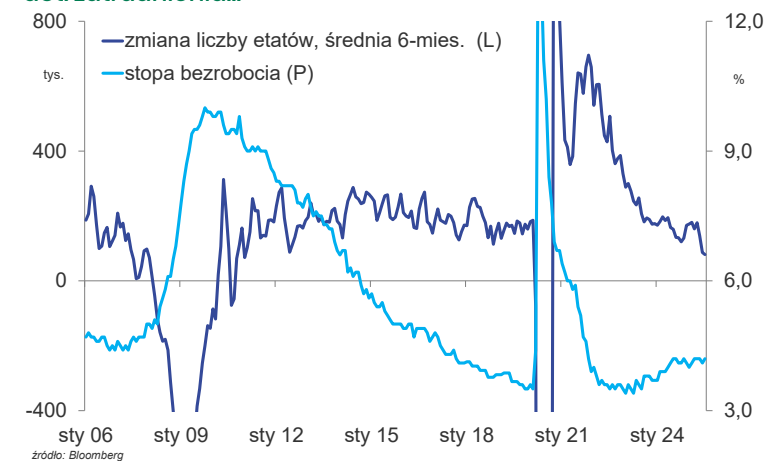
W I poł. poł. br. zmienny wynik w handlu zagranicznym, wyraźnie słabsza konsumpcja prywatna..



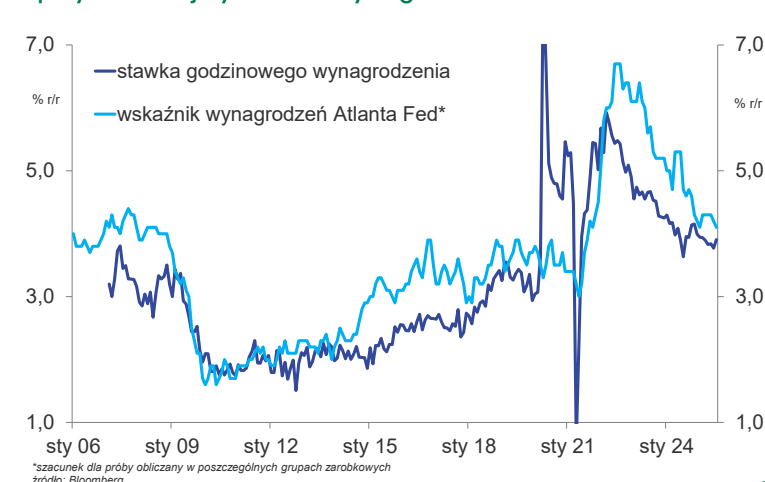
...jak na razie mniejsza skala wzrostu miejsc pracy, ale umiarkowane wzrosty zwolnień i bezrobocia...



...a na przełomie II i III kw. zdecydowanie słabsze dane dot. zatrudnienia...



...przy stabilnej dynamice wynagrodzeń

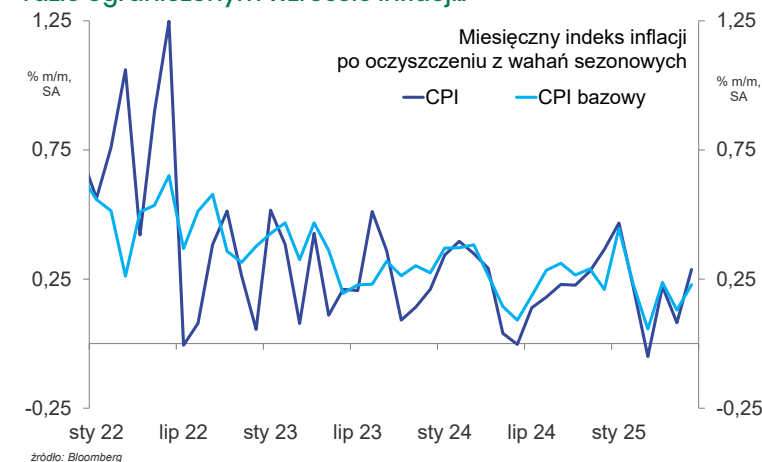




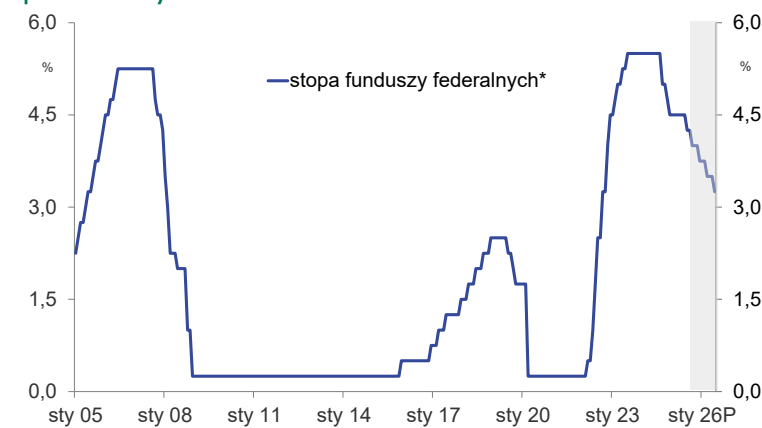
...bilans ryzyka skłoni FOMC do obniżek stóp procentowych

- Na przełomie II i III kw. FOMC utrzymywał stabilne stopy procentowe wskazując na konieczność analizy bilansu ryzyka dla gospodarki z tytułu zmian w polityce handlowej, tj. ryzyka wzrostu inflacji vs ryzyka wzrostu bezrobocia.
- Podczas konferencji prasowej po lipcowym posiedzeniu prezes Powell dopuścił opcję obniżki stóp na posiedzeniu we wrześniu, niemniej nie powiedział nic, co wskazywałoby, że takiemu scenariuszowi przypisuje prawdopodobieństwo wyższe niż 50%. Przekaz Fed zmienił się po publikacji lipcowych danych z rynku pracy oraz przy tej okazji korekcie danych za II kw. W sierpniu pojawiło się już sporo wypowiedzi członków FOMC opowiadających się za złagodzeniem polityki pieniężnej. Wysokie prawdopodobieństwo obniżki stóp we wrześniu najprawdopodobniej potwierdzi prezes Fed podczas sympozjum w Jackson Hole.
- Biorąc pod uwagę zmianę bilansu ryzyka (wcześniej umiarkowane dane z rynku pracy oraz jedynie umiarkowany wzrost inflacji) oczekujemy, że we wrześniu FOMC obniży stopę funduszy federalnych o 25 pkt. baz. Zakładamy, że ogólny mniej pesymistyczny obraz rynku pracy (gł. ograniczony wzrost stopy bezrobocia) oraz fakt, że bieżący poziom inflacji silniej odbiega od celu Fed wobec poziomu bezrobocia ograniczają ryzyko głębszego cięcia, pomimo bardzo słabych danych dot. zatrudnienia.
- Jednocześnie biorąc pod uwagę nasze założenia, tj. utrzymania słabszej koniunktury w sferze realnej na przełomie roku, w tym na rynku pracy i jednocześnie zakładając jedynie umiarkowany wzrost inflacji z tytułu wzrostu cen, oczekujemy dalszych obniżek stóp łącznie o 50 pkt. baz. do końca br. oraz o kolejne 50 pkt. baz. w I poł. 2026 r. Silniejsze dostosowania albo po stronie danych z rynku pracy albo inflacji mogą przyspieszyć bądź wydłużyć cykl luzowania polityki monetarnej.

Przy wyraźnie słabszych danych z rynku pracy i jak na razie ograniczonym wzroście inflacji..



...FOMC powróci we wrześniu do cyklu obniżek stóp procentowych





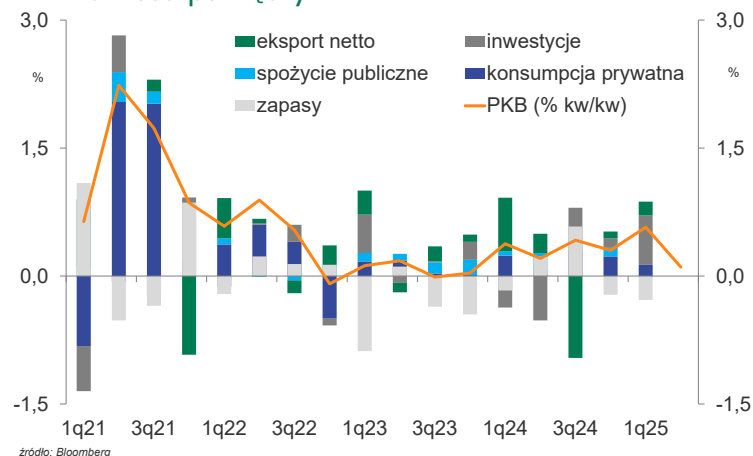
Pomimo niezłych danych z I poł. roku, scenariusz spowolnienia aktywności w strefie euro pozostaje aktualny...

- Dane dot. PKB w II kw. potwierdziły, że silna aktywność w I kw. była efektem okresowej kumulacji zamówień eksportowych przed oczekiwanym wzrostem ceł importowych do USA. Z takim założeniem koresponduje także wyraźne osłabienie aktywności w przemyśle europejskim pod koniec II kw.
- Choć kształt umowy handlowej USA-UE ogranicza ryzyko gwałtownego spowolnienia aktywności, niemniej wzrost ceł importowych do USA na towary importowane z UE oraz spowolnienie w USA i Chinach osłabi eksport z Europy.
- Zakładamy, że w kolejnych kwartałach dynamika PKB obniży się do 0,5% – 1,0% r/r, wobec 1,5% r/r w I połowie roku.
- Przy założeniu, że gospodarka USA uniknie recesji i nie dojdzie do dalszych podwyżek ceł oczekujemy pozytywnego wpływu na aktywności stabilizujących się perspektyw popytu krajowego przy rosnącym popycie na kredyt (obniżki stóp EBC) i utrzymania stabilnej sytuacji na rynku pracy.

2025-08-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

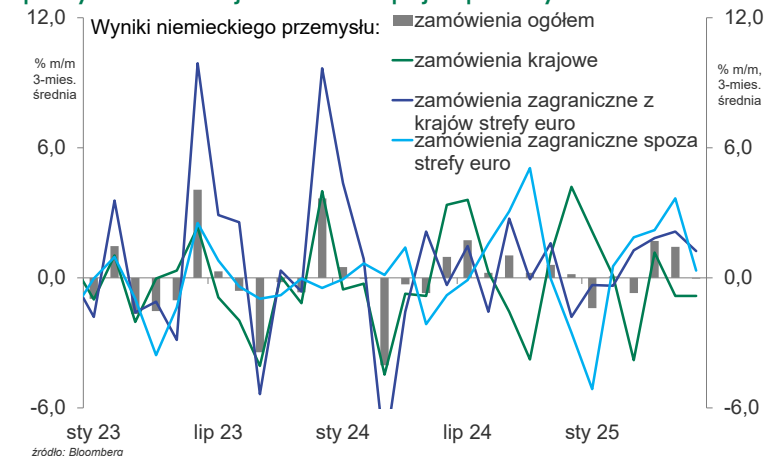
W I połowie roku niezłe wyniki aktywności, przy dużej zmienności pomiędzy I i II kw...



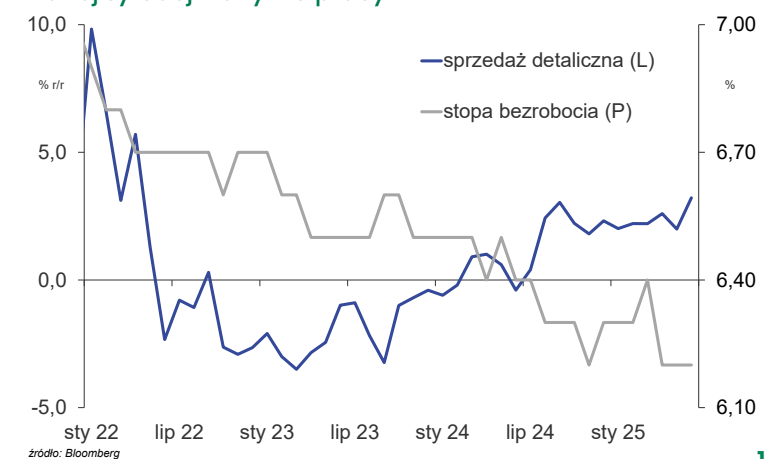
Jeżeli skala spowolnienia eksportu będzie ograniczona, wyniki PKB będzie wspierać luzowanie polityki pieniężnej...



...ale pod koniec II kw. sygnały negatywnego wpływu polityki handlowej USA na europejski przemysł



...oraz stabilizująca się konsumpcja prywatna przy wciąż niezłej sytuacji na rynku pracy





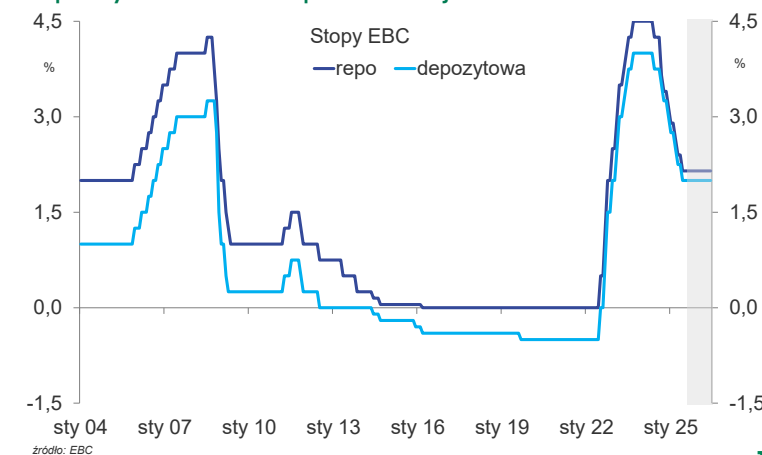
...ale przy ograniczonej skali spowolnienia EBC nie będzie dalej obniżać stóp

- Od początku 2025 r. EBC obniżył stopy procentowe łącznie o 100 pkt baz do poziomu 2,00% dla stopy depozytowej.
- Główną przesłanką dla obniżek stóp, pomimo nienajgorszej koniunktury gospodarczej były obawy dot. wpływu niepewności związanej z polityką handlową USA na wzrost gospodarczy w strefie euro w średnim okresie. Te decyzje wspierały także poprawiające się perspektywy inflacji przy spadku cen surowców, aprecjacji euro, ale przede wszystkim potwierdzających się sygnałach obniżenia dynamiki płac.
- Jednocześnie podczas konferencji prasowej w czerwcu i lipcu EBC zaostrożył nieco przekaz wskazując na ograniczoną przestrzeń dla dalszych obniżek stóp. EBC zostawił sobie furtkę dla kolejnej obniżki, niemniej wydźwięk komunikacji EBC wskazuje, że obecnie bazowym scenariuszem rady jest utrzymanie stabilnych stóp procentowych.
- Przekaz EBC jest spójny z naszą dotychczasową prognozą bazową. Zakładamy, że przy ograniczonej skali oraz przejściowym spowolnieniu aktywności EBC nie zdecyduje się na kolejne redukcje stóp. Sądzymy, że po gwałtownym wzroście inflacji w I. 2021 – 2023 obecnie rada będzie bardziej ostrożna w łagodzeniu polityki pieniężnej i będzie gotowa akceptować okresowy niewielki spadek inflacji poniżej celu banku centralnego.
- Z drugiej strony przyznajemy, że przy kumulacji czynników ryzyka w aspekcie koniunktury gospodarczej (skala spowolnienia gospodarki globalnej i strefy euro), wyraźnym spowolnieniu dynamiki płac na początku br. oraz silnej aprecjacji euro ryzyko dalszego poluzowania polityki monetarnej (do 1,50% – 1,75% dla stopy depozytowej) jest wysokie.

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



...o ile gospodarka nie spowolni silniej EBC pozostanie jednak odporny na okresowe spadki inflacji





W I poł. roku gospodarka chińska dobrze poradziła sobie z perturbacjami w polityce handlowej USA, ale dane lipcowe wskazują na spowolnienie...

- Aktywność gospodarcza w Chinach w I poł. br. zaskoczyła *in plus*. Pomimo wyraźnego spadku eksportu do USA, osłabienie dynamiki eksportu ogółem było ograniczone. Z drugiej strony dopiero dane za kolejne miesiące pokażą, na ile to przekierowanie popytu miało charakter trwały, a na ile wynikało z okresowych zmian przepływów kapitałowych w okresie kumulacji aktywności w globalnym handlu jako efekt obaw przed wzrostem ceł.

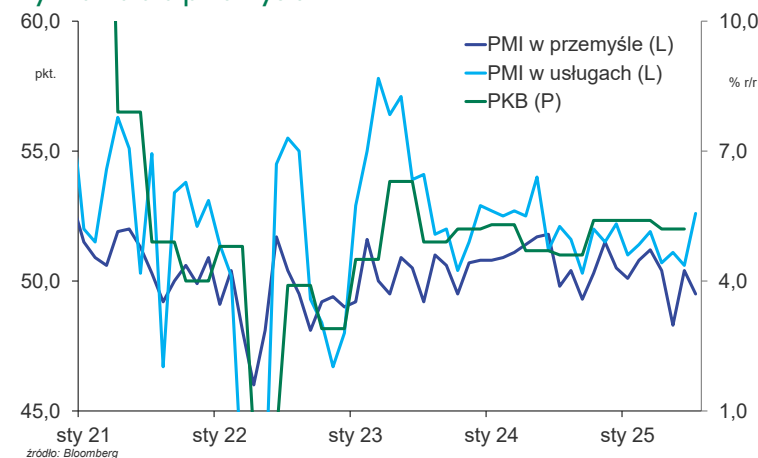
- Wciąż nie jest znany ostateczny kształt umowy handlowej USA-Chiny, wydaje się jednak, że ryzyko ponownego gwałtownego wzrostu stawek (jak miało to miejsce okresowo w II kw.) jest ograniczone.

- Dane lipcowe ze sfery realnej potwierdzają natomiast, że nawet bez dalszych podwyżek ceł, dynamika PKB w II poł. br. spowolni poniżej 5,0% r/r. Poza popytem zagranicznym, kluczowym ryzykiem pozostaje słabość popytu krajowego. Choć polityka gospodarcza (wsparcie konsumentów, wydatki inwestycyjne) będzie wspierać popyt krajowy, to nie zatrzyma spowolnienia.

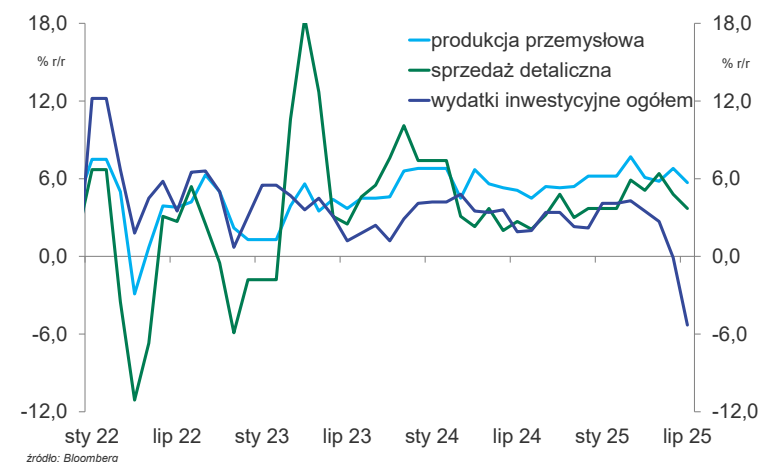
2025-08-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

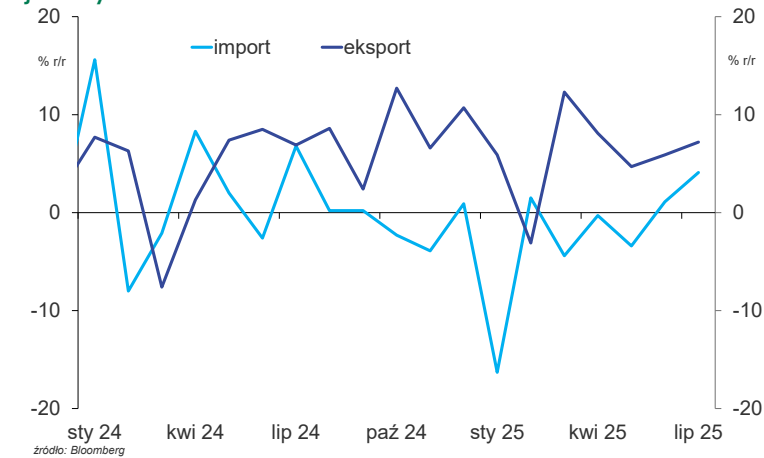
W I poł. br. stabilny wzrost PKB, utrzymujące się wyzwania dla przemysłu...



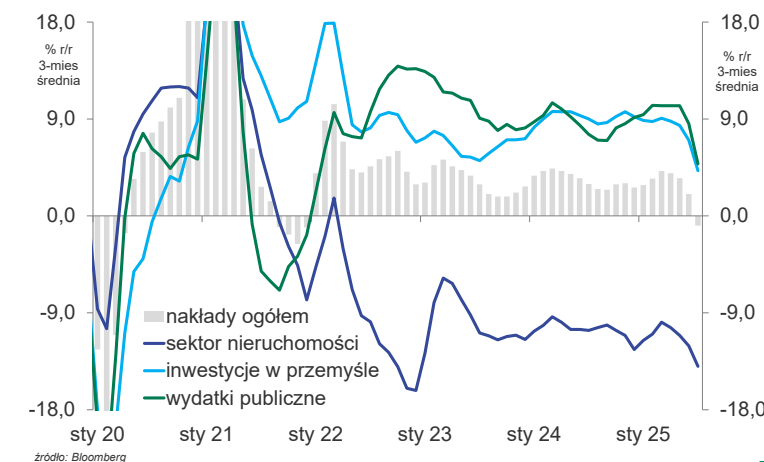
...wciąż ograniczone ożywienie popytu krajowego....



...wskazują, że ryzyko dalszego spowolnienia eksportu jest wysokie...



...mocno zależnego od wydatków publicznych





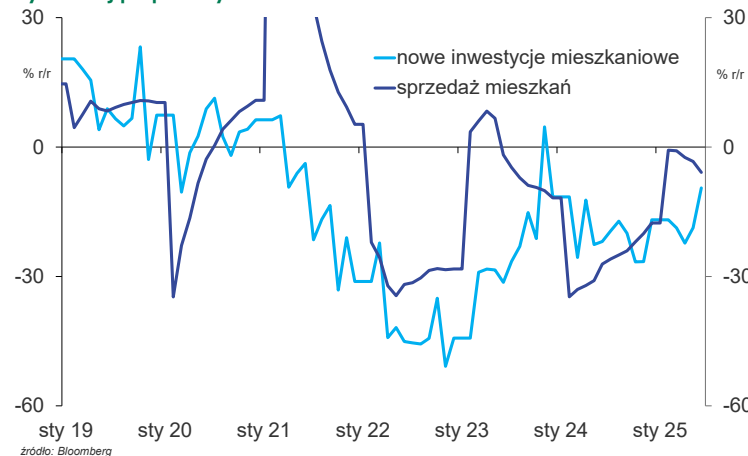
...a polityka gospodarcza pomiędzy wyzwaniami cyklicznymi i strukturalnymi

- Poza wątkiem handlu zagranicznego, istotnym wyzwaniem dla gospodarki chińskiej pozostaje rynek nieruchomości oraz niska skala wydatków gospodarstw domowych. W przypadku rynku nieruchomości wciąż trudno wskazywać na trwalszą poprawę sytuacji.
- Ogłoszone w I kw. br. plany wsparcia polityki gospodarczej, jeszcze mocniej nakierowane są na sytuację konsumentów i będą kluczowe dla ograniczenia skali spowolnienia w 2025 r. Po silnym osłabieniu wydatków inwestycyjnych oczekujemy ich silniejszego wzrostu w II poł. roku.
- Po majowej obniżce stopy rezerw obowiązkowych w dalszym ciągu widzimy potencjał dla luzowania polityki monetarnej przy niskich wskaźnikach inflacji i agregatów monetarnych.
- Z drugiej strony władze Chin *de facto* zapowiedziały ograniczenie dalszych programów stymulacji gospodarczej wskazując na wyzwania strukturalne ograniczonego wzrostu produktywności i nadpodaży, co obecnie staje się kluczowym wyzwaniem chińskiej gospodarki.

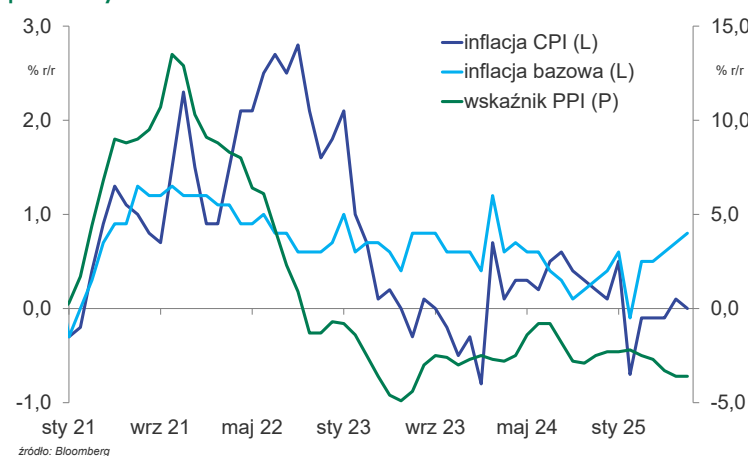
2025-08-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

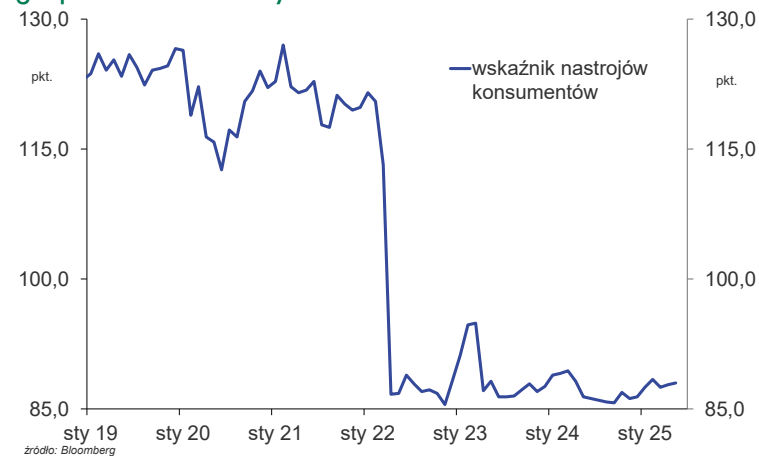
Na rynku nieruchomości jak na razie bez sygnałów wyraźnej poprawy



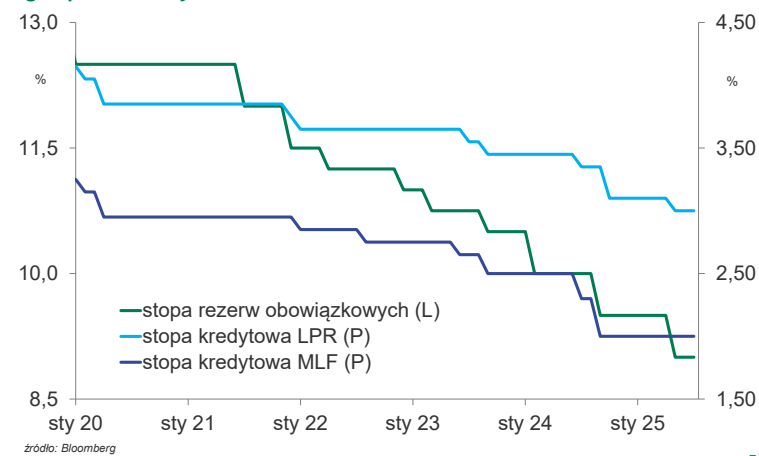
...choć coraz wyraźniejsze problemy nadpodaży i niskiej produktywności...



Wzmocnienie popytu krajowego wymaga wsparcia gospodarstw domowych....



...będą ograniczać skalę dalszego luzowania polityki gospodarczej

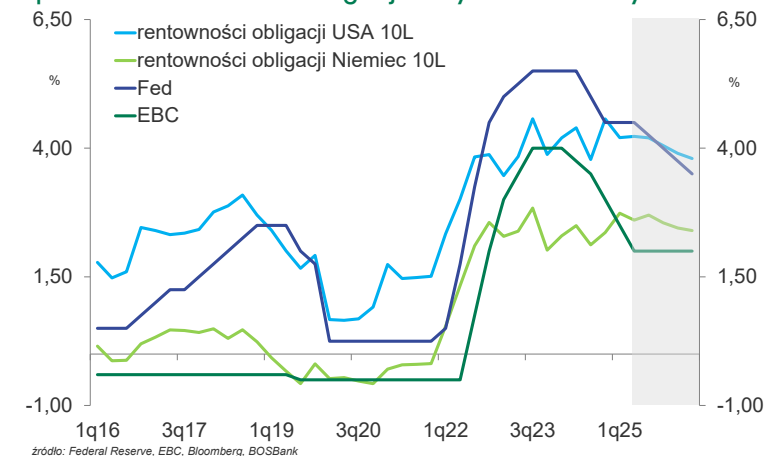




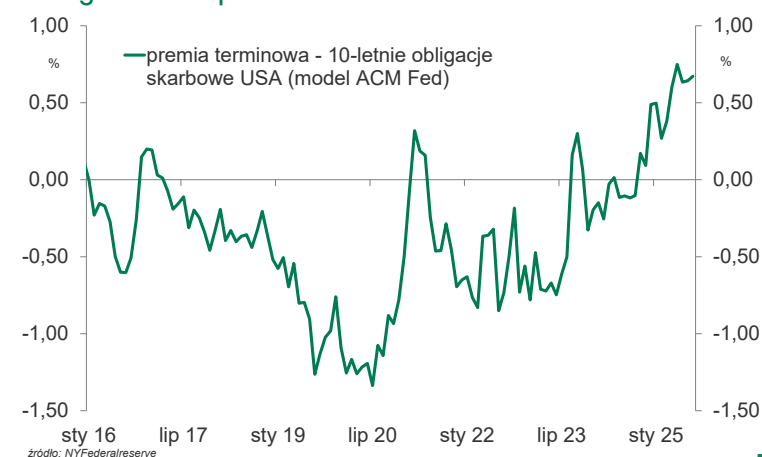
Oczekujemy osłabienia presji na obligacje skarbowe na rynkach bazowych...

- Od jesieni 2024 r. utrzymuje się podwyższona zmienność rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, w szczególności na rynku amerykańskim, będąca wypadkową: zmienności oczekiwań dot. rozwoju scenariusza w sferze realnej (ocena ryzyka recesji w USA), niepewności dot. prognoz inflacji (polityka handlowa, migracyjna), zmienności oczekiwań dot. polityki Fed oraz wzrostu obaw o utrzymanie niezależności Fed, napływających informacji dot. polityki fiskalnej oraz wahań zaufania inwestorów do aktywów dolarowych.
- Wskazane czynniki niepewności przełożyły się także na wystromienie krzywych dochodowości i wzrost premii terminowej. W szczególności ten efekt dominuje na rynku amerykańskim, niemniej oczekiwania istotnego luzowania polityki fiskalnej w Niemczech i krajach UE poskutkowały także istotnym wzrostem rentowności obligacji niemieckich na dłuższym końcu krzywej.
- Biorąc pod uwagę oczekiwane przez nas obniżki stóp Fed oraz zakładany scenariusz makroekonomiczny, oczekujemy obniżenia rentowności obligacji amerykańskich, w tym na dłuższym końcu krzywej. Widzimy także w dłuższym horyzoncie potencjał do ograniczenia niepewności dot. sytuacji politycznej (polityka handlowa) oraz polityki pieniężnej (pewne ograniczenie presji na Fed w warunkach luzowania polityki monetarnej). Trudno jednak zakładać całkowite wyeliminowanie tych czynników, w szczególności w dalszym ciągu presję na rentowności na dłuższym końcu krzywej będzie wywierać utrzymująca się relatywnie luźna polityka fiskalna.
- Przy zakładanej w bazowym scenariuszu stabilizacji stóp EBC i wyraźnym wzroście podaży obligacji skarbowych na rynku europejskim zakładamy mniejszą skalę spadku rentowności niemieckich obligacji (spadek głównie jako efekt niższych benchmarkowych stóp rynkowych, czyli rentowności obligacji w USA?).

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



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





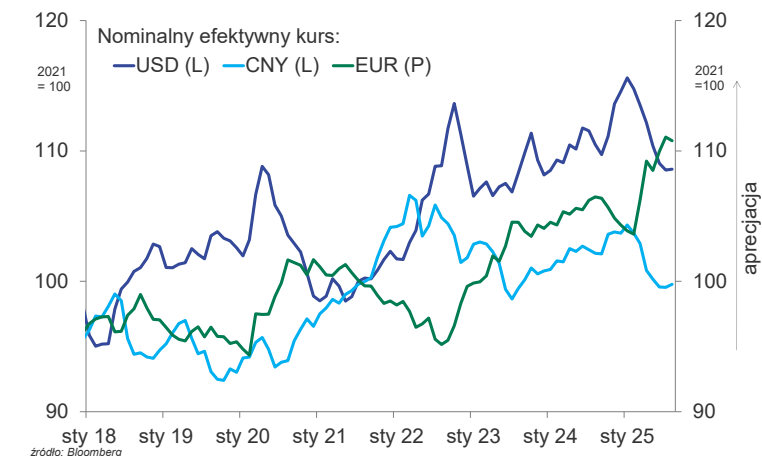
...oraz presji na osłabienie dolara

- W II kw. kontynuowana była deprecjacja dolara, cały czas jako efekt : – obaw przed recesją USA, osłabienia efektu „wyjątkowości” gospodarki USA na tle pozostałych gospodarek, – wzrostu oczekiwań rynkowych na obniżki stóp Fed, – obaw rynkowych przed ograniczeniem niezależności Fed, – obaw przed poluzowaniem fiskalnym / słabą sytuacją fiskalną, – ograniczenia zaufania do aktywów USA, w warunkach nieprzewidywalności polityki gospodarczej i preferencji administracji prezydenckiej dla słabszego dolara.
- Z drugiej strony te czynniki w ostatnich miesiącach już nie nasiliły się istotnie, co też ograniczyło skalę deprecjacji dolara na przełomie II i III kw. (do poziomu 1,17 USD/EUR).
- W bazowym scenariuszu zakładamy, że wraz ze stabilizowaniem się sytuacji w globalnym handlu (formułowanie ostatecznych bilateralnych umów handlowych), sytuacji politycznej w USA, braku dalszego poluzowania polityki fiskalnej, pewnego ograniczenia presji na Fed wraz z procesem obniżek stóp , wpływ tych czynników będzie stopniowo słabł. Jak już wskazywaliśmy niejednokrotnie, pomimo pogorszenia prognoz gospodarczych dla USA, w dalszym ciągu na tle rynków rozwiniętych wyniki gospodarki amerykańskiej pozostają korzystniejsze.
- Szätzimy, że oczekiwane obniżki stóp procentowych nie osłabią istotnie i trwale dolara. W przeciągu ostatnich miesięcy czynnik dysparytetu stóp procentowych w ograniczonym stopniu wpływał na rynek walutowy.
- Oczekujemy, że w średnim okresie kurs dolara wobec euro będzie bardzo stopniowo obniżał się w kierunku 1,10 USD/EUR.
- Na obecnym etapie nie można ocenić potencjalnego wpływu na notowania euro ewentualnego zakończenia konfliktu między Rosją a Ukrainą. Dla kształtowania się notowań aktywów europejskich w kontekście sytuacji geopolitycznej w Europie kluczowe będą bowiem precyzyjne i wiarygodne informacje dot. warunków pokoju.

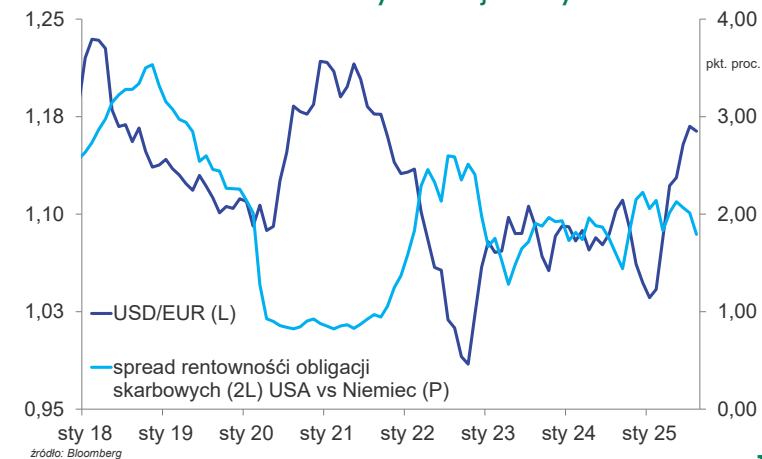
2025-08-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Na przełomie II i III kw. wyhamowanie presji na osłabienie dolara



Szätzimy, że zakładane obniżki stóp Fed nie wpłyną na silne i trwałe osłabienie amerykańskiej waluty

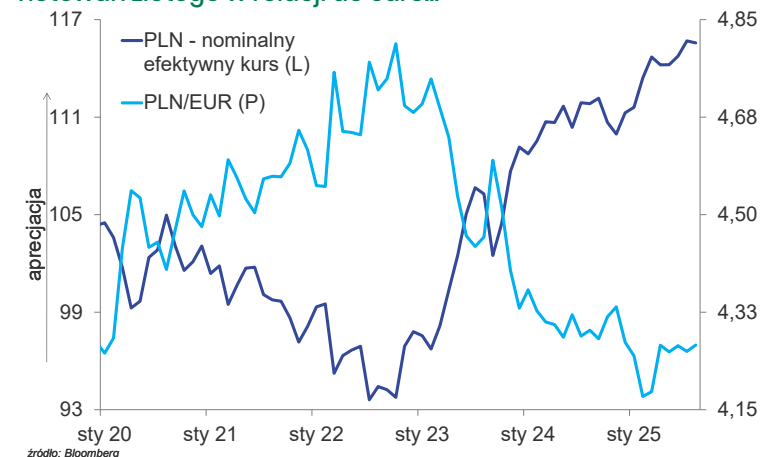




Kurs złotego pozostanie stabilny w relacji do euro

- Od kwietnia trend aprecyjny kursu złotego osłabł, w głównej mierze złoty w II kw. wzmacniał się wobec osłabiającego się dolara, przy notowaniach wobec euro rzadko przekraczających przedział 4,25 – 4,30 PLN/EUR.
- W ostatnich miesiącach złoty pozostawał relatywnie odporny na zmieniający się poziom globalnej premii za ryzyko, ale także na zmiany przekazu RPP – reakcje złotego na decyzje i przekaz RPP były jedynie okresowe.
- W bazowym scenariuszu oczekujemy, że wypadkowi: – słabszego wzrostu globalnej gospodarki i trwalszych słabszych nastrojów (w porównaniu do sytuacji z końca 2024 r.), – ale z drugiej strony mniej negatywnego scenariusza wobec tego z początku kwietnia, – potencjału do lekkiego wzmocnienia dolara na rynku globalnym, – ale średniookresowo relatywnie pozytywnej oceny planów fiskalnych w Europie, – stopniowego tempa obniżek stóp procentowych NBP, – stabilnych wyników krajowej gospodarki i ograniczonego potencjału dla wzrostu deficytu na rachunku obrotów bieżących, przemawia za stabilizowaniem się kursu złotego w okolicach poziomu 4,30 PLN/EUR w kolejnych miesiącach.
- Pewne obniżenie niepewności z tytułu polityki handlowej i obniżenie ryzyka recesji USA i silnego spowolnienia gospodarki globalnej ogranicza ryzyko silniejszego osłabienia kursu złotego.
- Ewentualne zakończenie konfliktu Rosja – Ukraina mogłoby wspierać mocniejszy kurs złotego, niemniej wobec braku precyzyjnych i wiarygodnych informacji dot. warunków ewentualnego pokoju, stabilności Ukrainy i sytuacji geopolitycznej w Europie, nie jest możliwa ocena wpływu tego czynnika na kurs złotego.

W ostatnich miesiącach wyraźnie niższa zmienność notowań złotego w relacji do euro...



...pomimo sporej zmienności napływu kapitału na rynki wschodzące

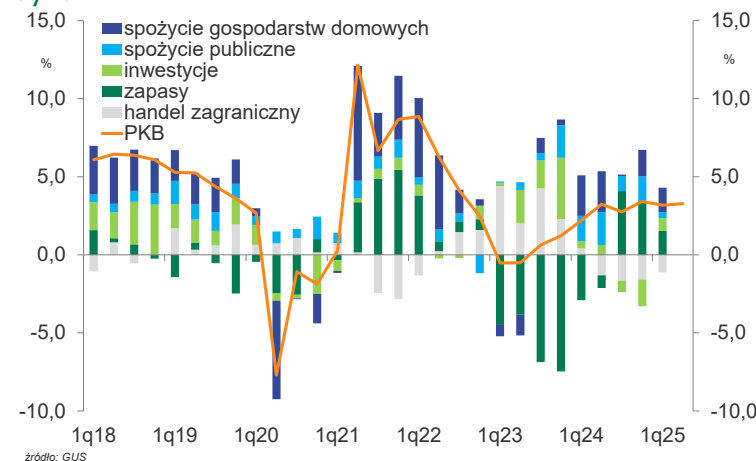




Stabilny wzrost PKB w Polsce w I połowie roku

- W II kw. PKB Polski wg szacunku *flash* wzrósł o 3,4% r/r wobec 3,2% r/r w I kw. i 3,4% w IV kw. 2024 r. W ujęciu zmian kwartalnych, dynamika PKB wyniosła 0,8% i utrzymała się blisko poziomu z I kw. i średniej z II poł. 2024 r.
- Szacujemy, że dzięki stopniowej poprawie dynamiki realnych dochodów oraz wyraźnego odbicia sprzedaży detalicznej, w I kw. dynamika spożycia gospodarstw domowych wzrosła w okolice 3,5% r/r.
- Szätzimy, że w II kw. okresowo obniżyła się dynamika inwestycji, a skokowy wzrost w I kw. był w dominującym stopniu efektem statystycznym – korektą po silnym ich spadku w IV kw. Na osłabienie dynamiki inwestycji wskazują także słabsza aktywność w budownictwie.
- Wzrost produkcji przemysłowej oraz dane NBP dot. bilansu płatniczego wskazują na lekką poprawę eksportu w II kw., co jest spójne z tendencjami w globalnym przemyśle.

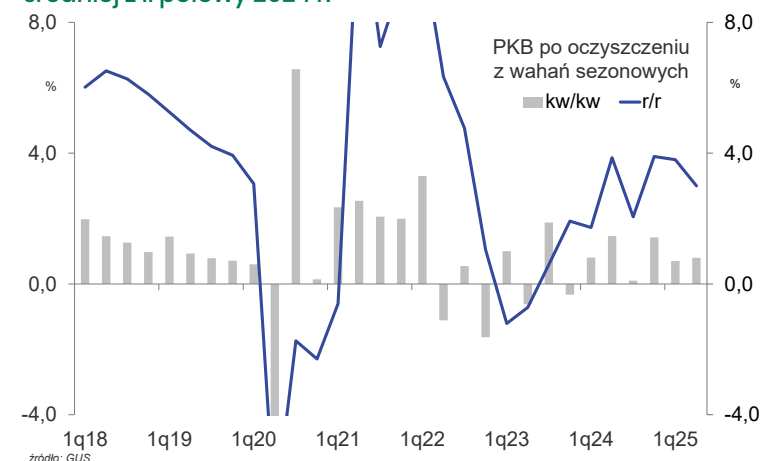
W II kw. wzrost PKB przyspieszył wobec I kw. powracając do dynamiki z IV kw. 2024 r..



Szätzimy, że w II kw. odbiła dynamika konsumpcji i korekcyjnie obniżyła się dynamika inwestycji...



...przy kwartalnym wzroście zbliżonym do wyników I kw. i średniej z II połowy 2024 r.



...co potwierdzają mocniejsze wyniki sprzedaży detalicznej i słabsze - produkcji budowlano-montażowej





Oczekiwana stabilizacja aktywności gospodarczej w nadchodzących kwartałach

- Stabilne tempo wzrost PKB utrzymujące się od połowy 2024 r. potwierdziło wcześniejsze sygnały ze wskaźników koniunktury. Bieżące wskaźniki wyprzedzające koniunktury zarówno krótko- jak i długookresowe także wskazują raczej na stabilizację wzrostu PKB niż wyraźne jego przyspieszenie. Oczekiwania sytuacji własnej firm jak i prognozy popytu, zarówno w perspektywie kwartalnej, jak i rocznej (wg badania Szybki Monitoring NBP) zmieniają się od połowy 2024 r. w niewielkim stopniu.

- Większość wskaźników koniunktury NBP utrzymuje się poniżej długookresowych średnich, a wskaźniki GUS sygnalizują niewielkie zmiany nastrojów firm (w tym wyhamowanie poprawy w zakwaterowaniu i gastronomii). Trudno zatem oczekiwać w krótkim okresie silniejszego ożywienia aktywności, szczególnie przy utrzymujących się wyzwaniach dla gospodarki globalnej.

- Pomimo okresowej poprawy wyników produkcji przemysłowej na przełomie I i II kw. koniunktura w przemyśle pozostaje słaba, analogicznie do sytuacji w globalnym przemyśle.

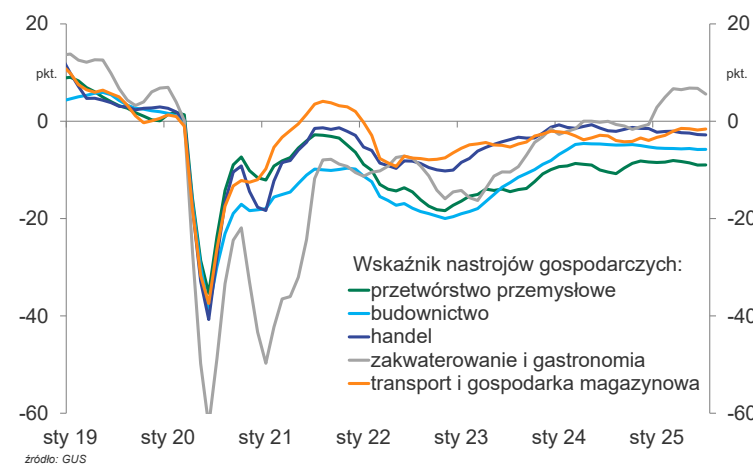
2025-08-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

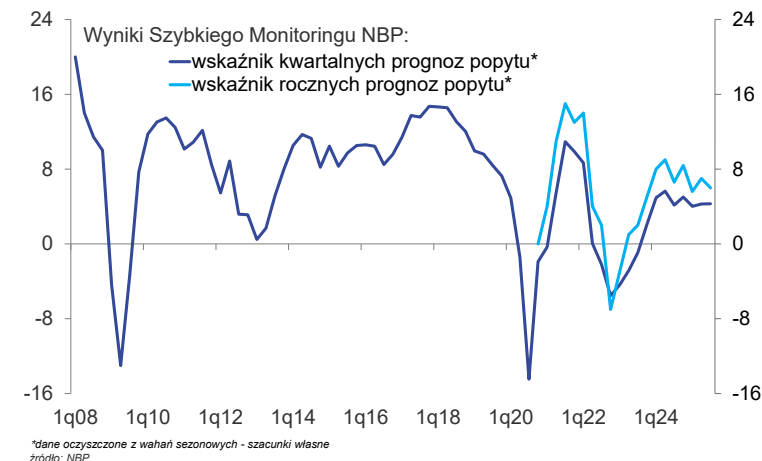
Nastroje firm pozostają umiarkowane ...



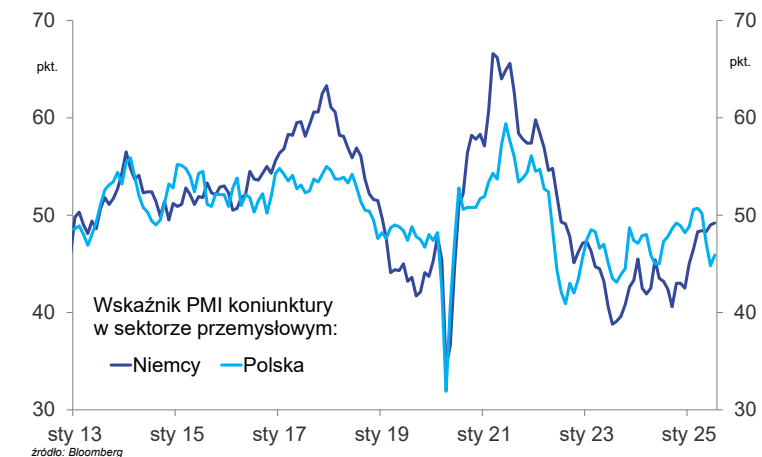
W większości sektorów niewielkie zmiany nastrojów....



...przy niewielkich zmianach prognoz popytu



...przy wciąż najniższej koniunkturze w przemyśle

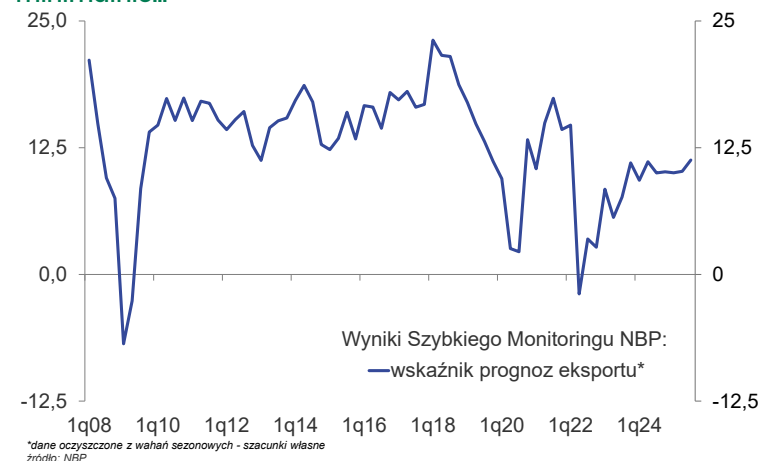




Utrzymują się wyzwania dla eksporterów

- W I połowie roku prognozy popytu eksporterów poprawiły się minimalnie. Dane z I kw. nt. sprzedaży eksportowej oraz dane dot. produkcji w przetwórstwie przemysłowym na przełomie I i II kw. wskazują na lekką poprawę eksportu.
- Jednocześnie niewielka skala tej poprawy oraz utrzymujące się słabe nastroje wśród eksporterów mogą sugerować, że ta poprawa była związana z okresową kumulacją aktywności w globalnym przemyśle i handlu – działań uprzedzających podwyżki ceł.
- Biorąc pod uwagę prognozy dla gospodarki globalnej w II poł. roku oczekujemy wciąż słabych wyników eksportu. Trwalszego, choć bardzo stopniowego przyspieszenia oczekujemy w 2026 r. zakładając stopniową poprawę koniunktury globalnej i w strefie euro.
- Choć rozluźnienie polityki fiskalnej w Niemczech może wpłynąć pozytywnie także na polski eksport, to zakładamy, że ten czynnik zacznie silniej wpływać na koniunkturę najwcześniej w 2026 r.

Prognozy popytu wśród eksporterów wzrosły w I poł. roku minimalnie...



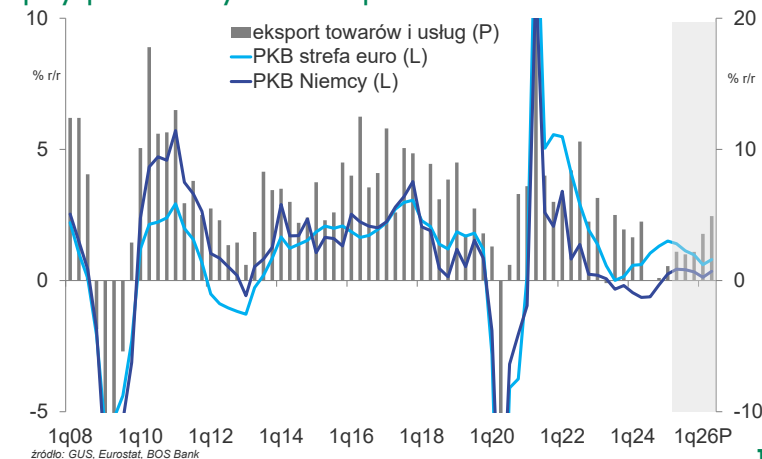
...wyniki produkcji przemysłu wskazują na okresowe ożywienie produkcji na eksport na przełomie I i II kw.



...w I kw. ograniczenie spadku sprzedaży na eksport w przetwórstwie przemysłowym...



Wolniejsze tempo wzrostu PKB w Niemczech ograniczy przyspieszenie dynamiki eksportu





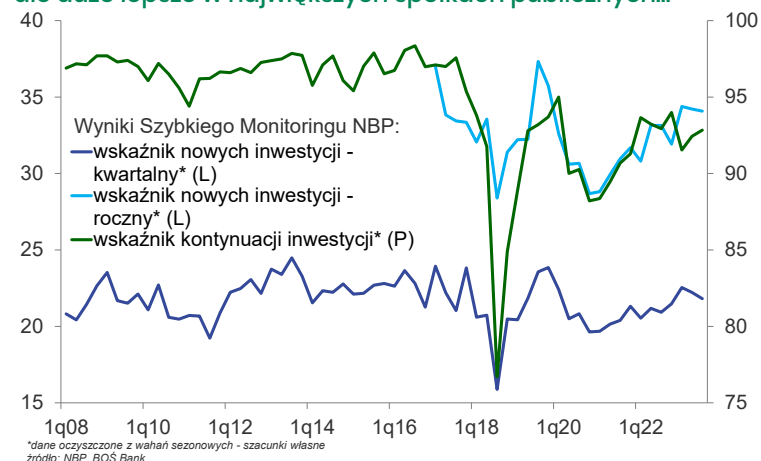
Koniunkturę stabilizować będą inwestycje współfinansowane ze środków UE

- Choć wskaźniki prognoz nowych inwestycji (Szybki Monitoring NBP), szczególnie w perspektywie kwartału) pozostają umiarkowane, to silniej rosną wskaźniki w największych firmach, szczególnie publicznych, które są głównym beneficjentem środków UE.
- Dane dot. nakładów inwestycyjnych w I kw. wskazały na lekką poprawę wyników inwestycji w tej grupie przedsiębiorstw. W firmach prywatnych, szczególnie z kapitałem zagranicznym te nastroje pozostają słabe, dotknięte niepewnością w globalnym handlu.
- Dane dot. realizacji programów unijnych wskazują na perspektywę stopniowego przyspieszenia wzrostu wydatkowania środków w II poł. br. i w I poł. 2026 r. Będą one podwyższały wartość inwestycji firm publicznych oraz inwestycji jednostek SFP i ograniczać negatywne efekty cyklicznej słabości inwestycji.
- W nadchodzących kwartałach oczekujemy wzrostu dynamiki nakładów brutto na środki trwałe do 7-8% r/r.

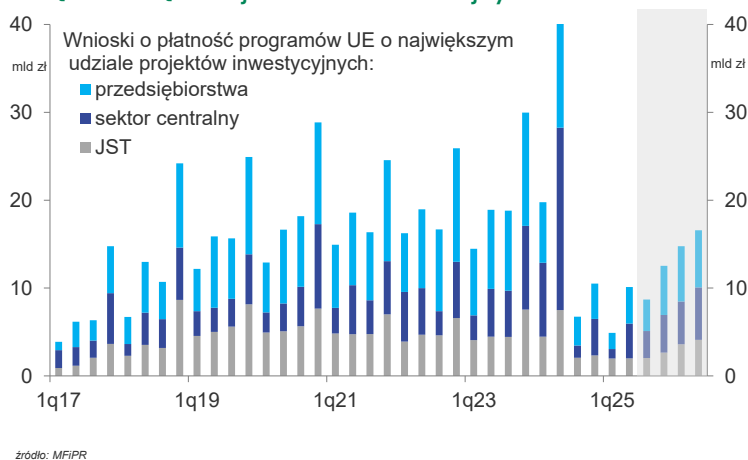
2025-08-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

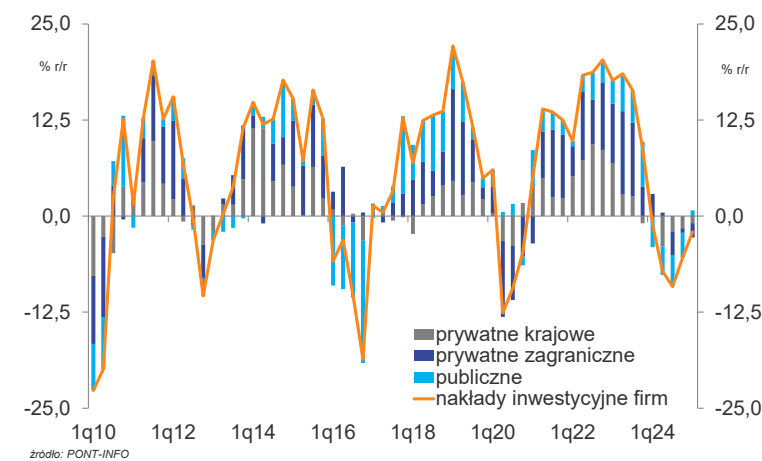
Umiarkowane nastroje inwestycyjne w przedsiębiorstwach, ale dużo lepsze w największych spółkach publicznych...



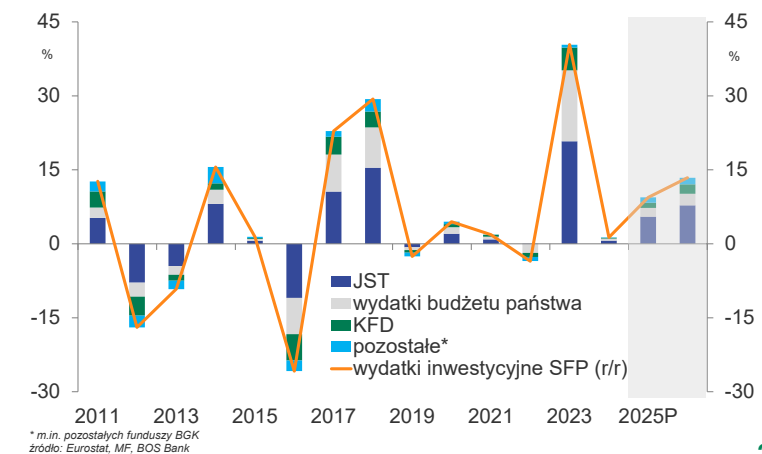
...i przy rosnącym znaczeniu finansowania UE będą zwiększać się silniej w kwartałach kolejnych...



...które w I kw. już minimalnie zwiększyły skalę nakładów...



...tak jak nakłady sektora finansów publicznych





Stabilna sytuacja na rynku pracy, a wzrost bezrobocia prawdopodobnie skutkiem czynników regulacyjnych...

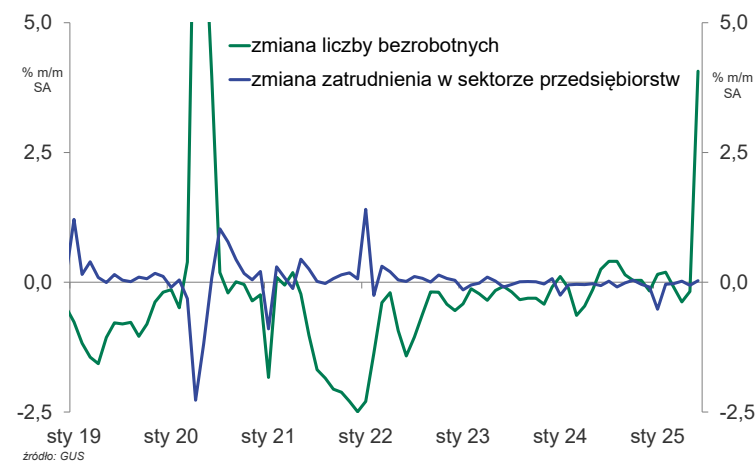
- W czerwcu i w lipcu (wg danych resortu pracy) liczba bezrobotnych wyraźnie wzrosła. Struktura czerwcowych danych wskazuje, że jest to skutkiem silniejszego spadku liczby osób wyrejestrowanych z bezrobocia (przy wciąż obniżającym się napływie do bezrobocia). Jednocześnie zwraca uwagę silny spadek wyrejestrowanych z powodu niepotwierdzenia gotowości do pracy. Prawdopodobnie jest to skutkiem zmiany ustawy dot. miejsca zgłaszania gotowości do pracy (od czerwca także miejsce zamieszkania, a nie tylko zameldowania). Tym samym te dane nie świadczą o cyklicznym pogorszeniu koniunktury na rynku pracy, a bardziej na wpływ efektów regulacyjnych na statystyki bezrobocia.

- Na niewielkie ryzyko dla rynku pracy wskazują także lepsze prognozy firm (Szybki Monitoring) dot. popytu na pracę. Biorąc pod uwagę te dane oczekujemy lekkiego wzrostu zatrudnienia na początku 2026 r.
- Jednocześnie dotychczasowe schłodzenie koniunktury na rynku pracy oraz niższe tempo wzrostu płacy minimalnej osłabia presję płacową w firmach.

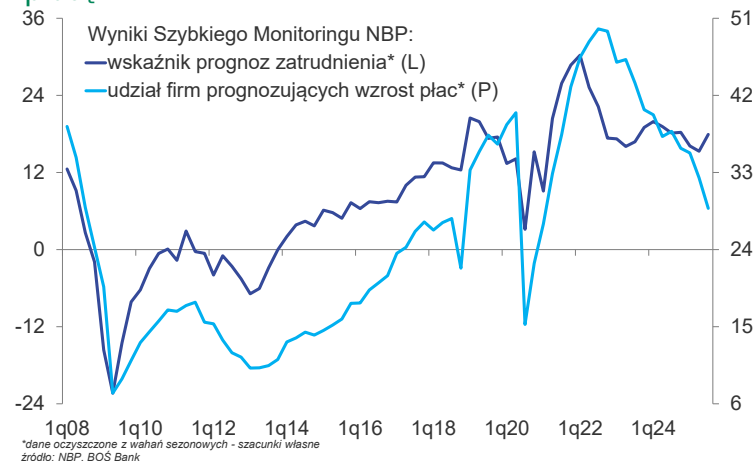
2025-08-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

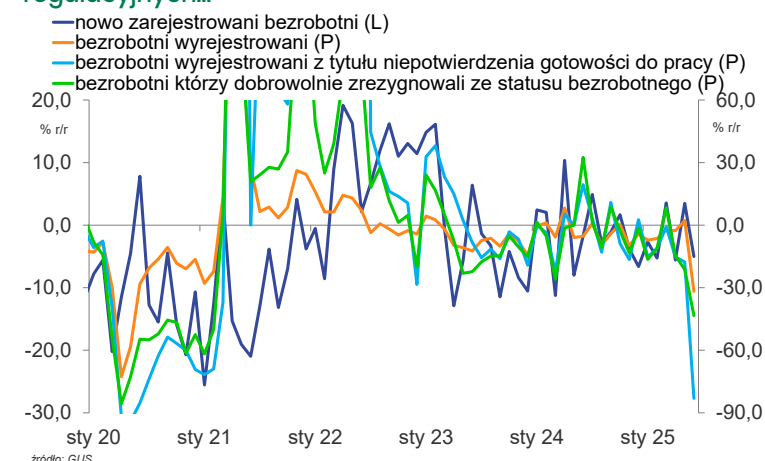
W czerwcu wyraźny wzrost liczby bezrobotnych...



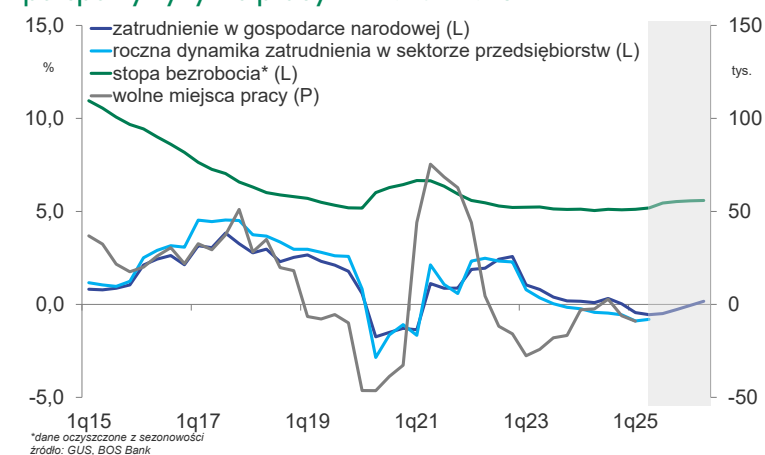
...ale firmy w połowie roku wskazały na wzrost popytu na pracę



...wynikający najprawdopodobniej z czynników regulacyjnych...



W bazowym scenariuszu generalnie stabilne perspektywy rynku pracy w I. 2025 - 2026





...co będzie sprzyjać stabilizacji wzrostu wydatków konsumentów

- Lekkie ograniczenie popytu na pracę i niższa dynamika wzrostu płacy minimalnej wyraźnie obniżyły dynamikę wynagrodzeń w I połowie roku. Czynnikiem ograniczającym ten spadek pozostają zmiany strukturalne i ograniczenia podaży pracy. Przy dalszym obniżeniu dynamiki płacy minimalnej oczekujemy stopniowego spadku dynamiki wynagrodzeń w gospodarce narodowej na przełomie 2025 i 2026 r.
- Skalę sobniżenia dynamiki realnych dochodów na przełomie roku będzie ograniczać natomiast wyhamowanie spadku zatrudnienia, a przede wszystkim spadek inflacji CPI zwiększający siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych.
- Powrót dynamiki dochodów realnych w okolice średniej wieloletniej oznacza perspektywę stabilizacji dynamiki konsumpcji na poziomie w okolicach 3,0% w całym 2025 r.
- Umiarkowane perspektywy wydatków gospodarstw domowych potwierdzają także wskaźniki nastrojów konsumentów oraz dotychczasowa odbudowa oszczędności gospodarstw domowych.

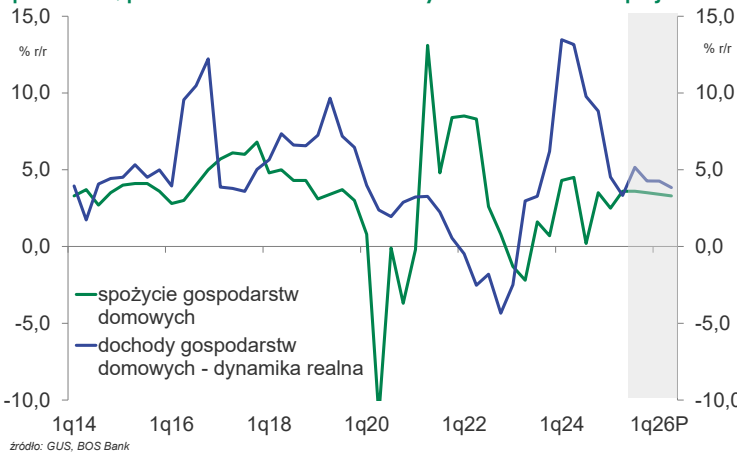
2025-08-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

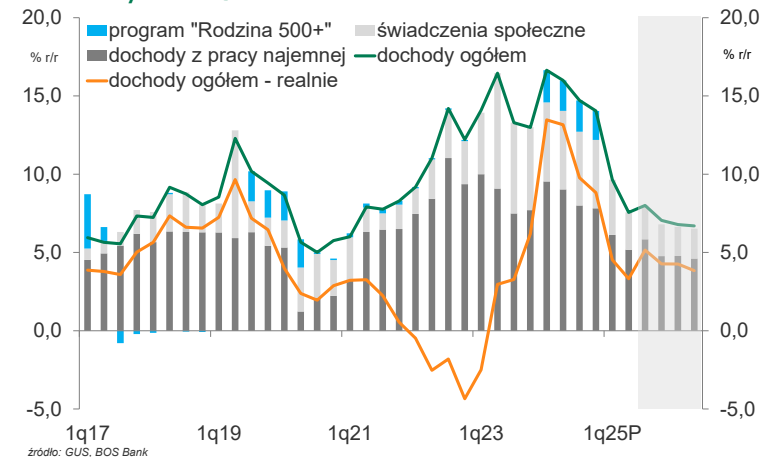
Stabszy popyt na pracę i niższy wzrost płacy minimalnej obniżają dynamikę wynagrodzeń....



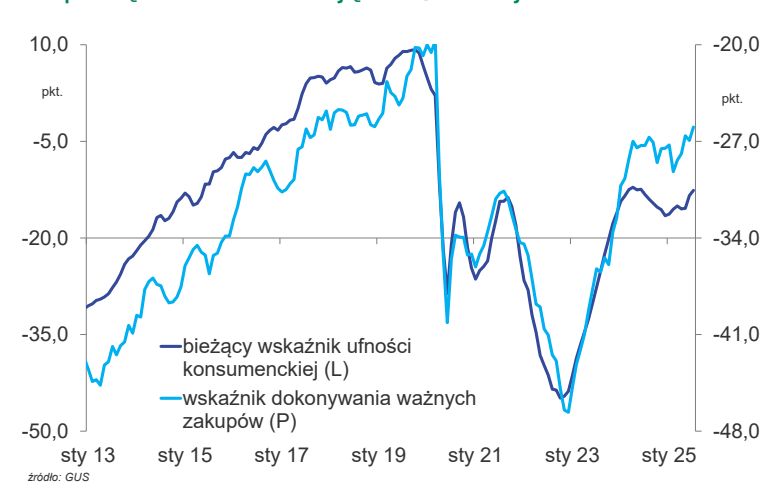
Tempo wzrostu dochodów powróciło do „przeciętnego” poziomu, pozwala na umiarkowany wzrost konsumpcji



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



Od początku roku stabilizujące się nastroje konsumentów

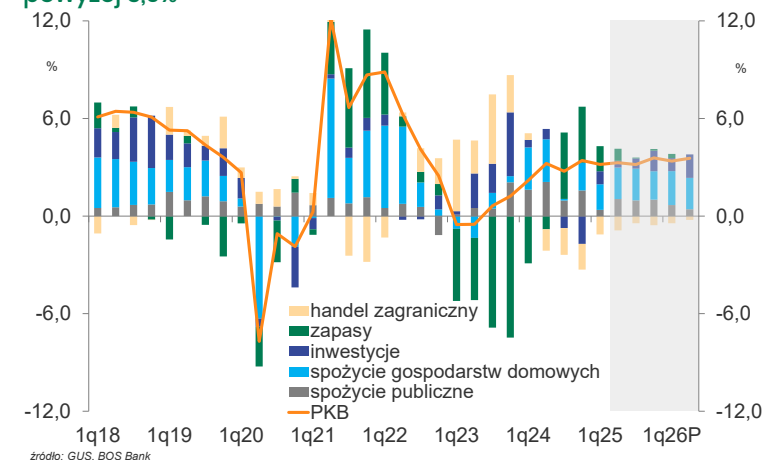




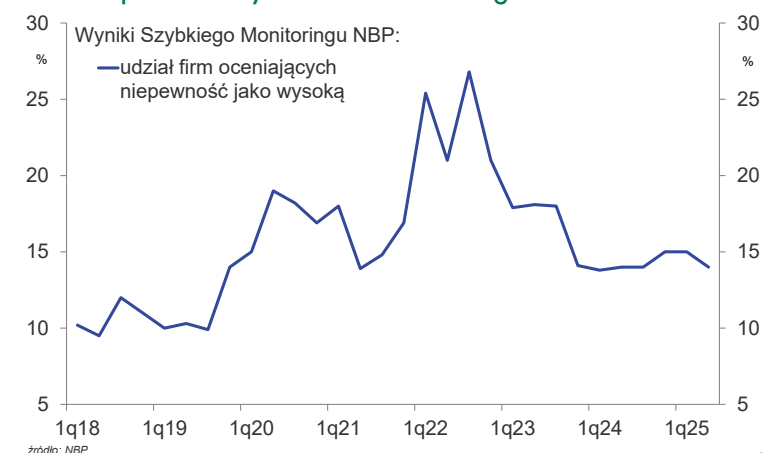
Na przełomie 2025 i 2026 r. wzrost PKB w okolicach 3,5% r/r

- W I połowie 2025 r. dynamika PKB wyniosła 3,3% r/r, blisko poziomu 3,4% odnotowanego w IV kw. 2024 r. Prognozujemy, że na przełomie 2025 r. i 2026 r. dynamika PKB lekko przyspieszy w kierunku 3,5% r/r, wyższym wzroście nakładów brutto na środki trwałe dzięki rosnącej skali projektów współfinansowanych ze środków UE.
- W kolejnych kwartałach oczekujemy stabilnego wzrostu spożycia gospodarstw domowych w tempie lekko powyżej 3,0% r/r.
- W 2025 r. oczekujemy wyraźnie niższej kontrybucji spożycia publicznego, po jej silnym wzroście w 2024 r. oraz dalszego stopniowego spadku kontrybucji zapasów, przy wzroście bazy odniesienia i normalizacji potrzeb firm dot. utrzymywanych zapasów.
- Kluczowym założeniem tego scenariusza pozostaje sytuacja gospodarki światowej i perspektywy eksportu oraz sytuacji w przemyśle. Po lekkiej poprawie w I połowie roku, prawdopodobnie ten trend zatrzyma się w II połowie roku, jako opóźniona reakcja na wzrost ciał importowych USA w tym z krajów UE (w I poł. roku kumulacja popytu przed wprowadzeniem wyższych ciał). Jednocześnie przy założeniu scenariusza bazowego ograniczonej skali spowolnienia gospodarki światowej oraz gospodarki strefy euro, oczekujemy stopniowej poprawy dynamiki eksportu w trakcie 2026 r.
- Jako pozytywny sygnał oceniamy utrzymujące się stabilne wskaźniki oceny niepewności działalności przedsiębiorstw (zgodnie z wynikami ostatniego raportu NBP Szybki Monitoring), pomimo notowanego gwałtownego wzrostu niepewności w światowym handlu. Z drugiej strony, wskaźnik niepewności wśród polskich przedsiębiorstw pozostaje podwyższony, co uzasadnia ostrożność w prognozach dot. rozwoju polskiej gospodarki.

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



Wciąż podwyższona niepewność krajowych firm, choć nie wzrosła pomimo wyzwań dla światowego handlu





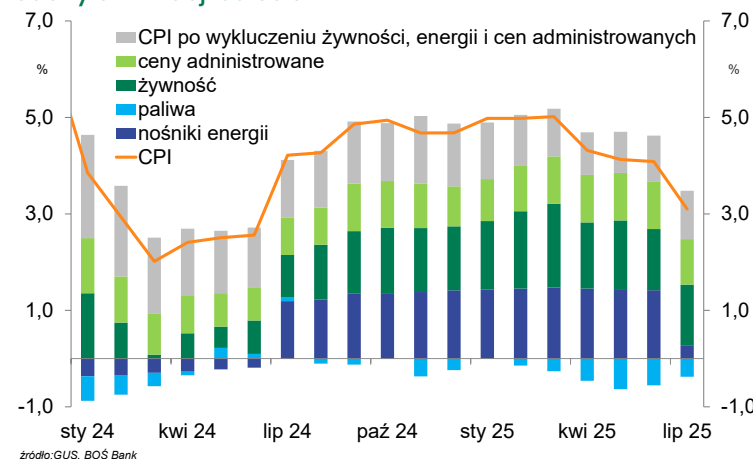
W lipcu skokowy spadek inflacji CPI do 3,1% r/r – efekt obniżki cen gazu i wysokiej bazy odniesienia dla cen energii elektrycznej

- W lipcu inflacja CPI skokowo obniżyta się do 3,1% r/r z 4,1% w czerwcu, powracając do przedziału dopuszczalnych odchyłeń inflacji od celu NBP (1,5% – 3,5%).
- Na spadek indeksu CPI wpłynęło silne obniżenie dynamiki cen nośników energii – lipcowa obniżka taryf za gaz i wysoka baza odniesienia dla cen energii elektrycznej.
- W II kw. pogłębiła się także deflacja cen paliw, dzięki wyraźnym spadkom cen złotych ropy naftowej. Lipcowy wzrost cen paliw miał charakter okresowy, dzięki powrotowi cen ropy do niższych poziomów po krótkotrwałym wzroście cen w reakcji na konflikt Izrael – Iran.
- W okresie kwiecień – lipiec inflacja bazowa zmieniała się minimalnie (3,3% – 3,4%) obniżając się też tylko nieznacznie z 3,6% r/r w I kw.
- Wciąż bowiem inflacja bazowa w ujęciu zmian miesięcznych rośnie nieco szybciej niż przed pandemią, co utrzymuje podwyższoną roczną dynamikę. Inflację bazową podwyższają ceny usług, w tym usług administrowanych.

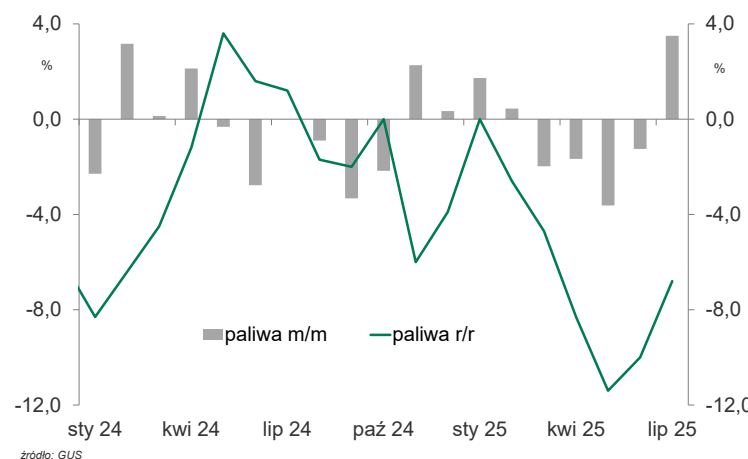
2025-08-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

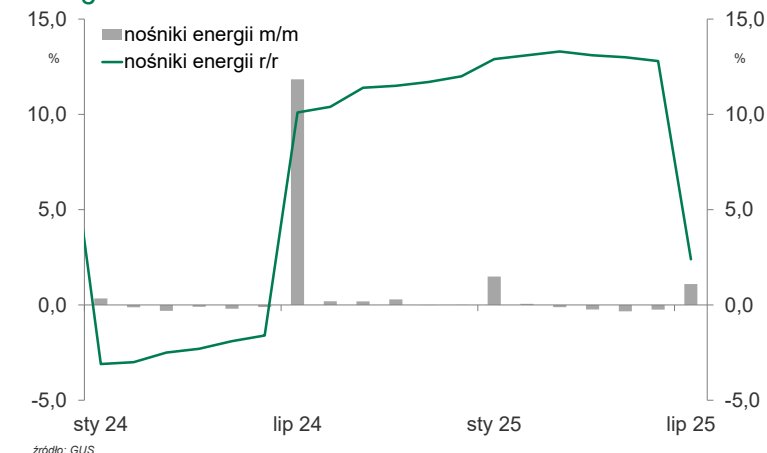
W lipcu skokowy spadek inflacji poniżej górnej granicy odchyłeń inflacji od celu RPP...



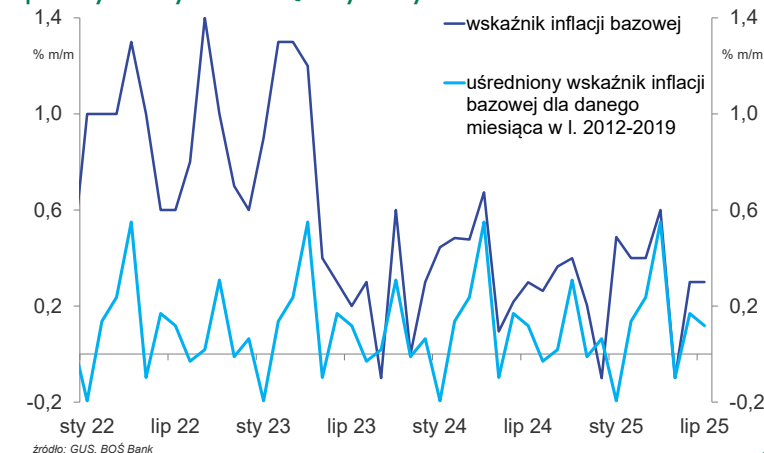
...ceny paliw wspierają dezinflację od początku br...



...z powodu silnego spadku rocznej dynamiki cen nośników energii...



...a inflacja bazowa obniża się bardzo powoli, przy wciąż podwyższonych miesięcznych dynamikach cen

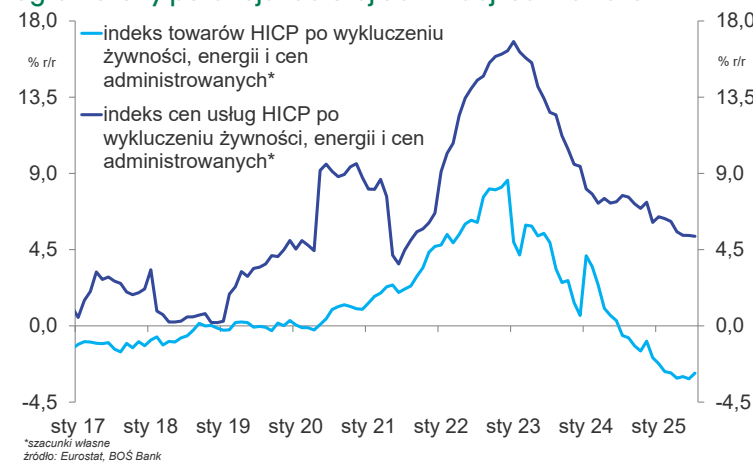




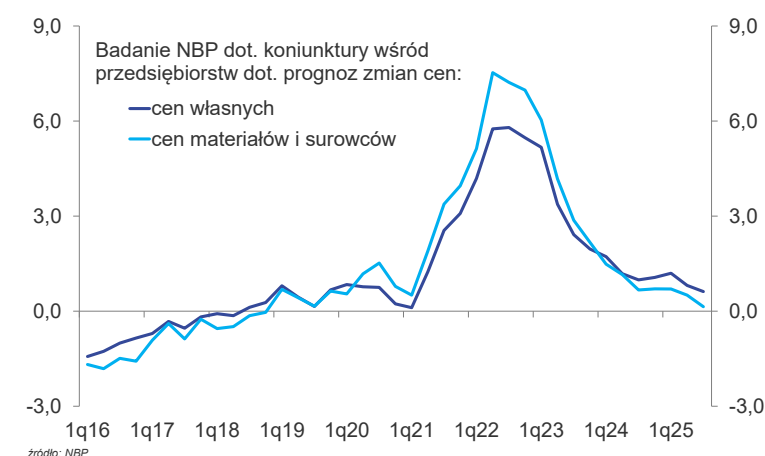
W kolejnych kwartałach bardzo stopniowe obniżenie inflacji bazowej...

- Silna aprecjacja złotego wobec dolara pomogła w II kw. w utrzymaniu dezinflacji cen towarów, z kolei powolna pozostała dezinflacja cen usług. Struktura danych wskazuje, że wciąż w kategoriach o słabszej konkurencji i wysokim znaczeniu kosztów pracy utrzymują się mocniejsze podwyżki cen, szczególnie przy stabilnym popycie.
- Przy spadku dynamiki kosztów pracy, utrzymujących się niższych cenach energii oczekujemy stopniowego obniżenia inflacji bazowej. Jednocześnie powolne tempo obniżenia dynamiki kosztów pracy, wygasający potencjał dla dezinflacji cen towarów oraz wzrosty cen administrowanych będą osłabiać tempo tego spadku.
- Prognozujemy, że wskaźnik CPI po wyłączeniu żywności i energii utrzyma się powyżej 3,0% r/r, wobec 4,0% r/r na koniec 2024 r., a wskaźnik dodatkowo wykluczający ceny administrowane utrzyma się w nadchodzących kwartałach w okolicach 2,2% wobec 3,5% w 2024 r.

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



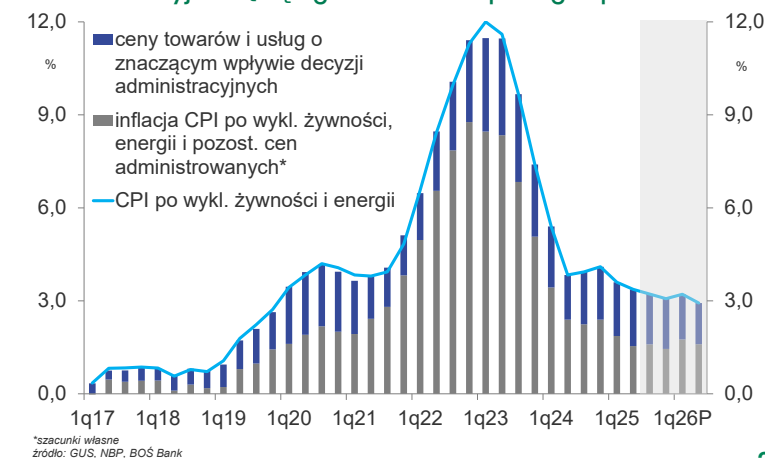
...przy wolniejszych spadkach prognoz cen materiałów i surowców



W 2025 r. oczekiwany stopniowy spadek inflacji dzięki słabnącej dynamice kosztów pracy



Efekty cykliczne pomogą obniżyć inflację bazową, decyzje administracyjne będą ograniczać tempo tego spadku

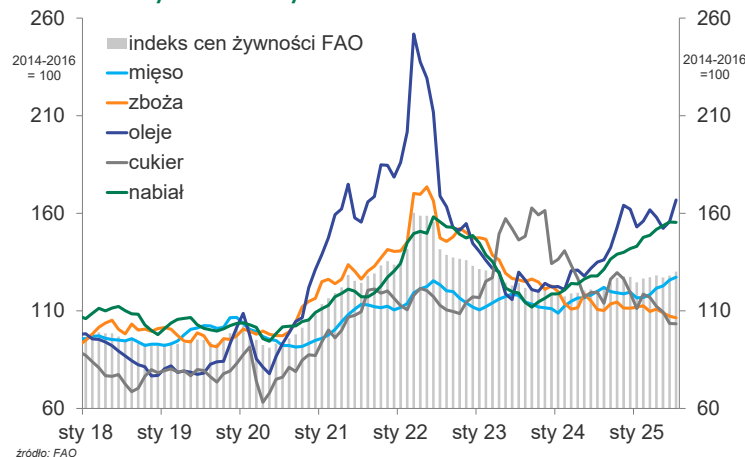




...stopniowe obniżenie dynamiki cen żywności...

- Wskaźnik cen surowców żywnościowych FAO na rynkach światowych zmienia się od początku roku w ograniczonej skali, przy znoszących się efektach wzrostu cen nabiału i mięsa oraz spadku cen zbóż i cukru.
- Lekkie spadki złotych cen surowców żywnościowych będą dodatkowo wzmacniać oddziałujące już efekty wysokiej bazy odniesienia dla cen żywności przetworzonej oraz cen mięsa (z tytułu podwyżki VAT w kwietniu 2024 r.). W tym kierunku powinny oddziaływać stabilizujące się ceny energii i niższy wzrost kosztów pracy (wpływ na koszty produkcji).
- Przy korekcie cen warzyw w I poł. br. oraz stabilizującej się sytuacji na rynku owoców, w warunkach normalizujących się warunkach pogodowych, zakładamy ograniczone zmiany dynamiki cen owoców i warzyw w kolejnych kwartałach.
- Po obniżeniu rocznej dynamiki cen żywności poniżej 5,0% r/r w II kw., oczekujemy dalszego jej obniżenia w okolicie 4% r/r pod koniec roku oraz ok. 3,0% r/r w I poł. 2026 r.

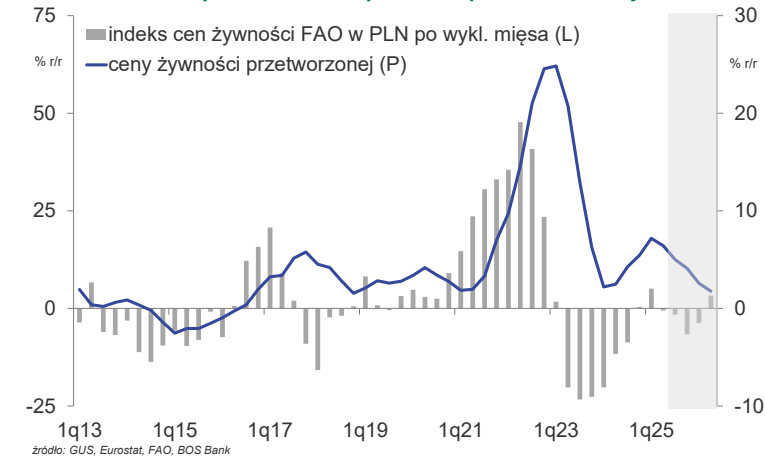
Od początku br. niewielkie zmiany wskaźnika cen surowców żywnościowych...



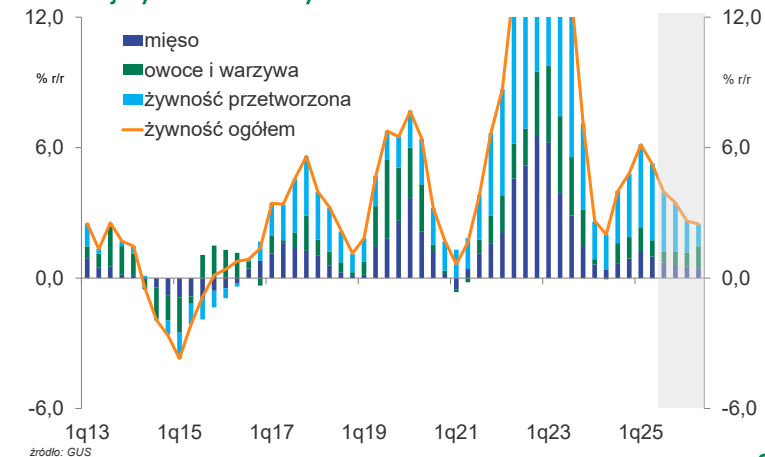
Normalizujące się indeksy cen owoców i warzyw w I poł. br.



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



Na przełomie roku kontynuacja stopniowego spadku rocznej dynamiki cen żywności

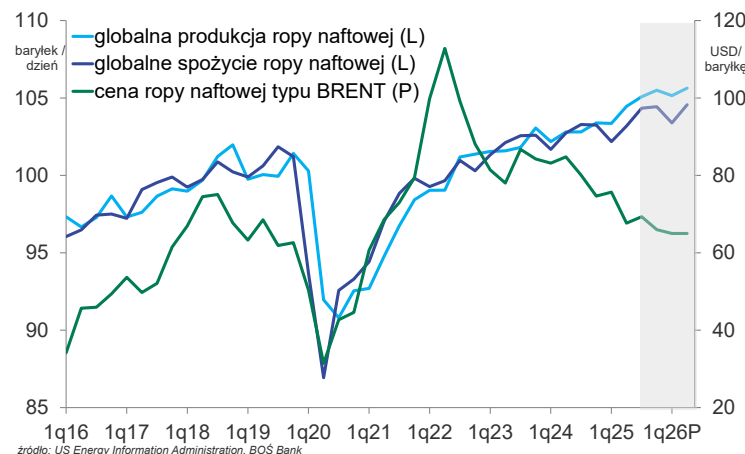




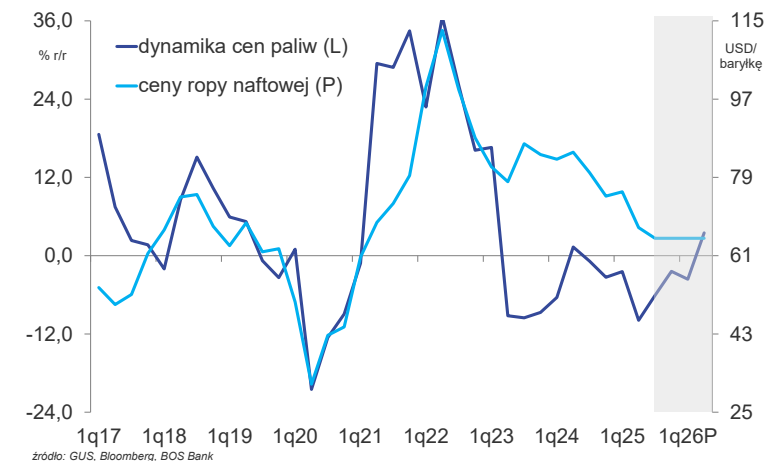
...ograniczony potencjał do dalszego obniżenia dynamiki cen energii

- Prognozy EiA wskazują na rosnącą przewagę podaży ropy naftowej nad popytem, co skutkuje obniżeniem cen surowca. Deprecjacja dolara dodatkowo pogłębiła spadki złotych cen ropy w br.
- Na przełomie roku oczekujemy lekkiego wzrostu rocznego wskaźnika cen paliw przy niższych bazach odniesienia oraz zakładając lekki wzrost cen złotych ropy naftowej (efekty kursowe).
- Po skokowym spadku rocznego indeksu cen nośników energii w lipcu (obniżka taryf za gaz, skala wzrostu cen energii elektrycznej z tytułu przywrócenia opłaty mocowej dużo mniejsza niż podwyżka cen w lipcu ub.r.), w 2026 r. oczekujemy jego lekkiego wzrostu. Zakładamy, że do końca br. ceny energii pozostaną zamrożone. Z kolei na podstawie dostępnych informacji i kształtowania się cen na rynku hurtowym oczekujemy niewielkiej podwyżki cen energii na początku 2026 r.
- Prognozujemy, że dynamika cen nośników energii w I poł. 2026 r. wzrośnie do nieco powyżej 3,0% r/r, wobec ok. 2,0% w II poł. br.

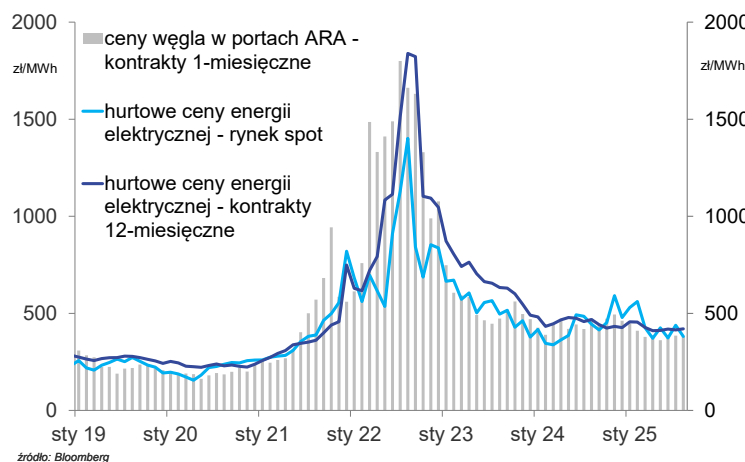
Korekty w dół prognoz popytu i cen ropy naftowej...



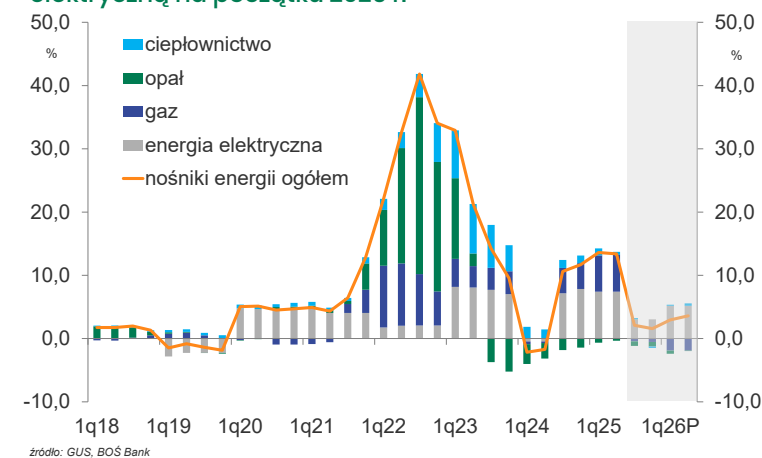
...obniżą w trakcie 2025 roku ścieżkę dynamiki cen paliw



Stabilizacja niższych cen hurtowych energii elektrycznej ...



...powinna sprzyjać ograniczonej podwyżce taryf za energię elektryczną na początku 2026 r.

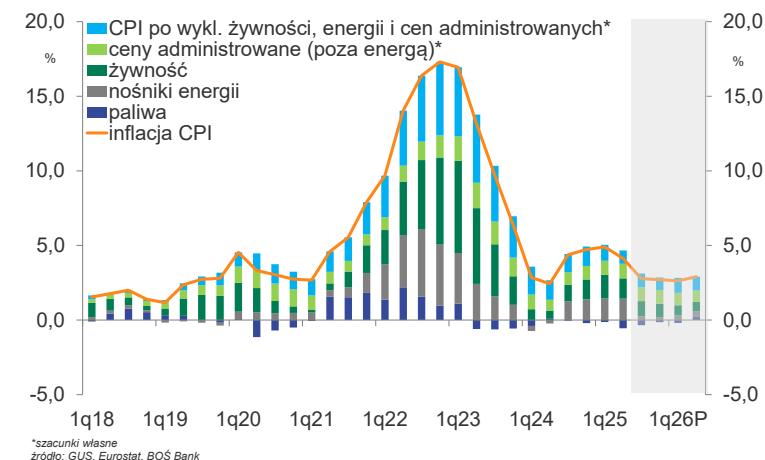




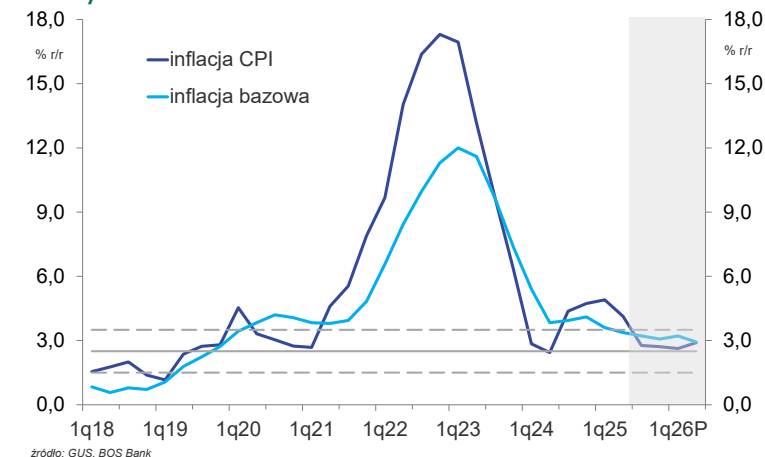
Od III kw. br. inflacja CPI poniżej górnej granicy dopuszczalnych odchyleń wskaźnika od celu inflacyjnego NBP

- Oczekujemy, że średnioroczny wskaźnik inflacji CPI w 2025 r. wyniesie 3,7% r/r lekko powyżej poziomu z 2024 r. Lekka korekta w dół prognozy inflacji jest efektem lekkiej korekty w dół dynamiki cen paliw oraz energii elektrycznej. W bazowym scenariuszu zakładamy bowiem, że do końca 2025 r. taryfy za energię elektryczną pozostaną zamrożone (dotychczas oczekiwana lekka podwyżka cen w październiku).
- Po skokowym spadku inflacji CPI w lipcu do 3,1% r/r, oczekujemy, że w kolejnych czterech kwartałach indeks inflacji będzie wahał się w okolicach 3% r/r, utrzymując się w górnym przedziale dopuszczalnych odchyleń od celu inflacyjnego RPP.
- Po skokowym dostosowaniu wskaźnika cen nośników energii, w kolejnych kwartałach oczekujemy już także zdecydowanie mniejszej zmienności indeksów w poszczególnych grupach cen. Zakładamy, że stopniowym spadkiem inflacji bazowej oraz cen żywności będzie towarzyszyć lekkich ich wzrost w grupie paliw i nośników energii.
- Przy normalizującej się sytuacji w zakresie cen surowców (żywnościowych i energetycznych), stopniowym spadku dynamiki kosztów pracy, kluczowym czynnikiem niepewności pozostaje skala podwyższenia taryf za energię elektryczną po ich odmrożeniu (którego oczekujemy na początku 2026 r.).

Od III kw. br. inflacja CPI stabilniejsza...



...utrzymuje się wewnątrz dopuszczalnego przedziału odchyleń od celu NBP

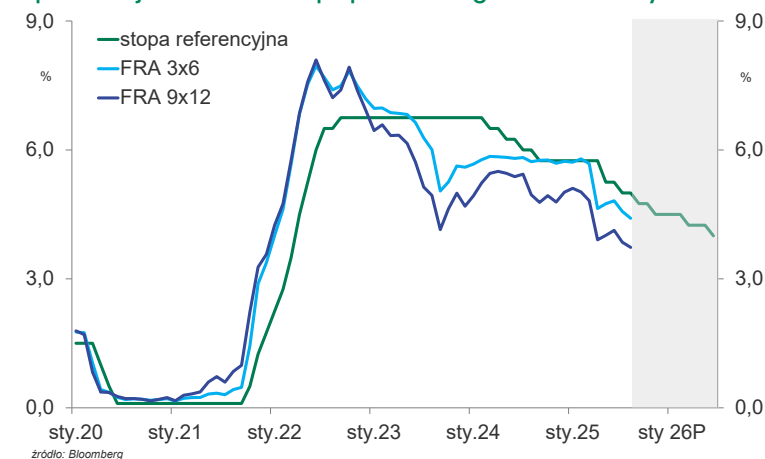




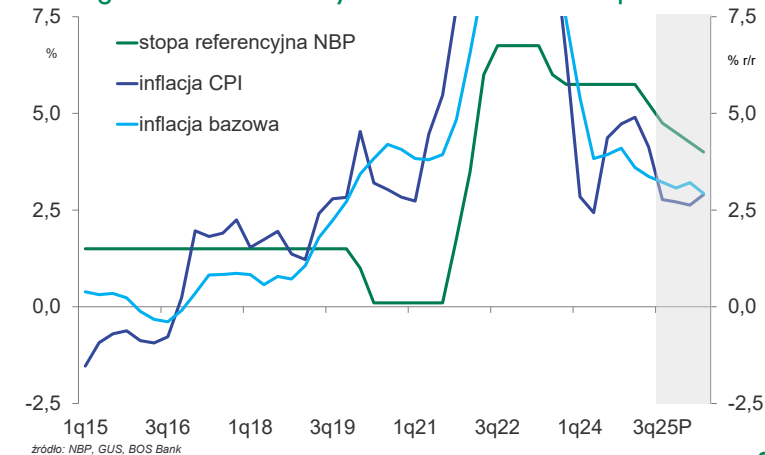
Perspektywa powrotu inflacji CPI w okolice celu inflacyjnego NBP skłoniła RPP do poluzowania polityki pieniężnej

- Po redukcji stóp w maju o 50 pkt. baz., w lipcu RPP zdecydowała się na kolejne „dostosowanie” obniżając stopy tym razem o 25 pkt. baz. do poziomu 5,0% dla stopy referencyjnej NBP. Lipcowa obniżka uprzedziła powszechnie oczekiwane skokowe obniżenie inflacji CPI od lipca poniżej 3,5% r/r.
- Podczas lipcowej konferencji prasowej prezes NBP z jednej strony zaprezentował „gołębi” przekaz wskazując na potencjał znaczącego poluzowania polityki pieniężnej, jeżeli inflacja będzie stabilizowała się blisko celu inflacyjnego RPP, z drugiej strony zaznaczył, że Rada cały czas nie jest w cyklu łagodzenia polityki monetarnej, a jedynie dostosowuje stopy procentowe. Prezes NBP wskazał na ryzyka dla scenariusza inflacji związane z luźną polityką fiskalną oraz z niepewnością dot. przyszłych cen energii (skala wzrostu cen energii elektrycznej po ich odmrożeniu).
- Prognozę stóp procentowych NBP niezmiennie utrudnia zmienna komunikacja RPP, w szczególności zmieniający się od jesieni 2024 r. przekaz dot. potencjalnych działań Rady w przyszłości.
- W bazowym scenariuszu zakładamy, że większość RPP będzie chciała utrzymać dotychczasową generalnie konserwatywną politykę. Przy tym założeniu, oczekujemy, że kolejne obniżki stóp procentowych będą stopniowe i rozłożone w czasie, a realna stopa procentowa pozostanie na wysokim dodatnim poziomie. Wśród argumentów, na które Rada może wskazywać uzasadniając stopniowe obniżki stóp można wymienić: bardzo powolny spadek inflacji bazowej, niepewność dot. kształtowania się polityki fiskalnej, w krótkim okresie także niepewność dot. skali wzrostu cen energii z początkiem 2026 r.
- Zakładamy, że w do końca roku stopy NBP zostaną obniżone o 50 pkt. baz. (po 25 pkt. baz. we wrześniu i listopadzie), a w 2026 r. o kolejne 100 pkt. baz.

Po okresowym zaostreniu przekazu w maju i czerwcu, w lipcu kolejna obniżka stóp i pewne złagodzenie retoryki...



...a wskaźnik CPI utrzymujący się w pobliżu celu inflacyjnego RPP argumentem za dalszym dostosowaniem stóp





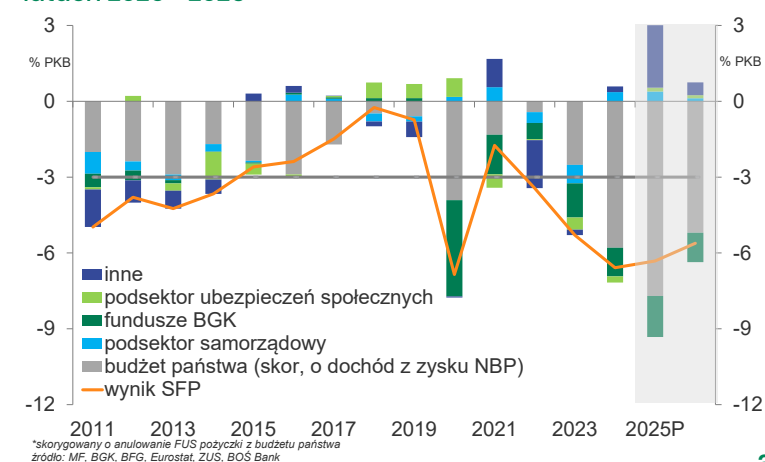
W latach 2025 – 2026 oczekiwany niewielki spadek deficytu SFP

- Dane dot. wykonania budżetu państwa za I połowę roku wskazują na relatywnie wysoki poziom wykonania deficytu budżetowego (w porównaniu do połowy roku w latach ubiegłych), przy słabych wynikach wykonania dochodów podatkowych. Wyraźnie słabsze dochody z podatków pośrednich to efekt szybszego od założeń spadku inflacji i niższego wzrostu nominalnej konsumpcji. Z drugiej strony w 2025 r. dodatkowym istotnym czynnikiem niepewności dla prognoz realizacji dochodów są wdrożone zmiany w zakresie podatku od osób fizycznych, tj. zmniejszenie dochodów budżetu państwa z tego podatku na rzecz zwiększenia dochodów samorządów. Ta zmiana utrudnia analizę wykonania dochodów budżetu państwa. Ta zmiana jest także powodem spadku (w skali roku) wykonania dochodów podatkowych budżetu.
- Jednocześnie uważamy, że skala ubytku dochodów będzie ograniczona i zrekompensowanie tego ubytku będzie możliwe poprzez niższe wykonanie wydatków zarówno z tytułu „standardowego” efektu ostrożnościowych (wyższych) planów wydatków, ewentualnie – w przypadku większej skali ubytku dochodów – poprzez przesunięcia międzysektorowe, co ogranicza ryzyko konieczności przeprowadzenia nowelizacji budżetu.
- Te założenia nie zmieniają prognoz wyniku całego sektora finansów publicznych. Na podstawie naszych prognoz sytuacji gospodarczej oraz danych i informacji dot. planów budżetowych jednostek SFP oczekujemy że w 2025 r. deficyt całego sektora finansów publicznych ukształtuje się w okolicach 6,0% PKB, a w 2026 r. obniży się do 5,5% PKB, co oznacza jedynie minimalną skalę zacieśnienia polityki fiskalnej. W tym scenariuszu zakładamy: – utrzymanie wysokich wydatków na obronność rzędu 5% PKB, – utrzymanie na dotychczasowym poziomie wydatków społecznych mających charakter kwotowy (np. świadczenia 800+), – niższego (niż w 2024 r.) wzrostu wynagrodzeń w sferze budżetowej, – obniżenie wydatków związanych z zamrożeniem cen energii, – zwiększanie dyscypliny wydatkowej SFP.

W porównaniu do lat minionych słabsze wyniki wykonania dochodów podatkowych i deficytu budżetu po czerwcu...



...co zapowiada jedynie niewielką poprawę wyniku SFP w latach 2025 – 2026

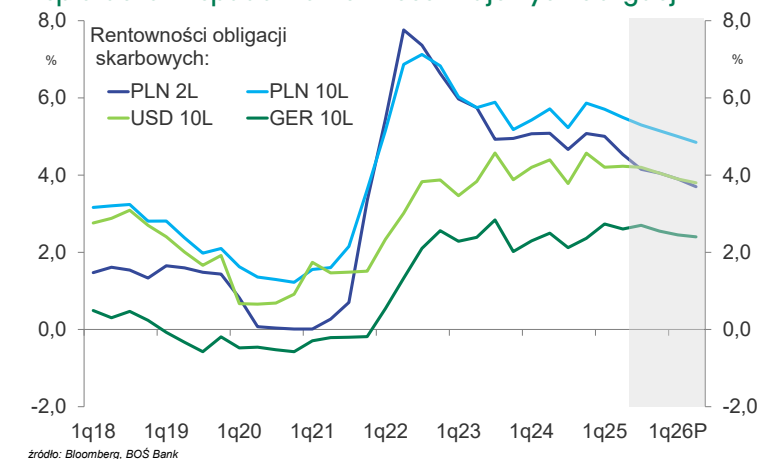




Obniżki stóp NBP i szansa na niższe rentowności obligacji na rynkach bazowych pozytywnie dla krajowych obligacji skarbowych

- Redukcje stóp NBP oraz oczekiwania rynkowe dot. dalszego poluzowania polityki pieniężnej NBP sprzyjały obniżeniu rentowności obligacji złotych na krótszym końcu krzywej dochodowości, przy wolniejszym spadku rentowności 10-letnich papierów w warunkach wciąż podwyższonych poziomów rentowności na rynkach bazowych.
- W nadchodzących miesiącach oczekujemy dalszego obniżenia rentowności obligacji na rynku amerykańskim, co w warunkach stopniowych obniżek stóp procentowych NBP powinno sprzyjać dalszemu obniżeniu rentowności złotych papierów skarbowych także na dłuższym końcu krzywej i ograniczeniu dalszego wystromienia krzywej dochodowości.
- Wydaje się jednak, że kwestia poziomu długu publicznego i wysokich podaży papierów skarbowych zarówno na rynkach bazowych, jak i na rynku krajowym będzie cały czas istotna, co także będzie podwyższało premię terminową i rentowności papierów o dłuższym terminie zapadalności. Z tego względu uważamy, że rentowności obligacji długoterminowych pozostaną relatywnie wyższe wobec okresu sprzed pandemii.
- Jednocześnie utrzymująca się niepewność dot. sytuacji globalnej, głównie związana z polityką pieniężną Fed może podtrzymywać zmienność notowań rentowności obligacji w najbliższych tygodniach. Z drugiej strony, tę wahliwość może także zwiększać spora zmienność przekazu RPP i rosnąca niepewność dot. faktycznej funkcji reakcji RPP. Gdyby RPP zmieniła dotychczasowe generalnie jastrzębie stanowisko, rentowności obligacji skarbowych mogłyby w kolejnych miesiącach obniżyć się silniej.
- Przy obecnej ograniczonej informacji dot. przyszłych zmian w obciążeniach podatkowych banków niemożliwe jest oszacowanie wpływu tego czynnika na popyt sektora bankowego na obligacje. Jest to kluczowy sektor z punktu widzenia popytu na obligacje skarbowe. Dopiero dokładne informacje nt. formuły tych obciążeń dadzą podstawy do oceny ewentualnych zmian popytu banków na obligacje skarbowe.

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



...niemniej wysoka podaż papierów skarbowych będzie ograniczała spadek rentowności w dłuższym okresie



Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	6,2	4,6	-2,0	6,9	5,3	0,2	2,9	3,3
Popyt krajowy	% r/r	6,6	3,5	-2,8	8,6	4,8	-3,0	4,2	4,4
Spożycie indywidualne	% r/r	4,6	3,3	-3,4	6,2	5,0	-0,3	3,1	3,3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	13,7	7,5	-3,0	1,5	1,7	12,7	-2,2	6,0
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,2	1,2	0,6	-1,2	0,6	2,6	-1,1	-0,6
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	2 148	2 314	2 363	2 662	3 101	3 415	3 641	3 873
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-2,0	-0,3	2,4	-1,3	-2,2	1,8	0,0	-0,9
	mld EUR	-9,9	-1,4	12,6	-7,8	-14,9	13,5	-2,1	-8,2
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	15,7	16,3	18,2	15,9	16,2	16,7	12,6	15,7
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	0,2	-0,4
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7,2	7,2	5,3	8,8	12,1	12,7	13,7	8,9
	% r/r, real.	5,4	4,8	1,9	3,6	-2,0	1,2	9,8	5,0
Inflacja CPI	% r/r, śr.	1,6	2,3	3,4	5,1	14,4	11,4	3,6	3,7
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	10,0	9,2
Kredyty ogółem	% r/r	7,1	5,0	0,7	5,1	1,7	0,0	5,3	5,6
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-0,2	-0,7	-6,9	-1,7	-3,4	-5,3	-6,6	-6,4
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	48,2	45,2	56,6	53,0	48,8	49,5	55,3	61,6
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,50
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25	5,00
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,00	1,25	6,25	5,25	5,25	4,00
WIBOR 3M	%, k.o.	1,72	1,71	0,21	2,54	7,02	5,88	5,84	4,40
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,33	1,43	0,01	3,33	6,63	4,95	5,08	4,05
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,13	1,79	0,41	3,93	6,83	5,00	5,48	4,60
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	2,81	2,10	1,22	3,62	6,83	5,18	5,87	5,15
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,27	4,30
PLN/USD	PLN, k.o.	3,76	3,80	3,76	4,06	4,40	3,94	4,10	3,81
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	1,6
PKB – strefa euro	% r/r	1,7	1,6	-6,2	6,3	3,6	0,7	0,9	1,3
PKB – Chiny	% r/r	6,8	6,1	2,0	8,6	3,2	5,4	5,0	4,9
Inflacja CPI – USA	% r/r, śr.	2,4	1,9	1,2	4,7	8,0	4,1	3,0	2,9
Inflacja HICP – strefa euro	% r/r, śr.	1,4	1,2	0,3	2,6	8,4	5,5	2,4	2,0
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	2,50	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	4,50	4,00
SOFR ON	%, k.o.	-	-	-	-	4,30	5,38	4,49	3,80
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,70	1,92	0,91	1,51	3,88	3,88	4,57	4,05
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.	-	-	-	-	-	-	-	2,05
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,24	-0,19	-0,58	-0,19	2,56	2,02	2,36	2,55
Stopa SNB	%, k.o.	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	1,00	1,75	0,50	0,00
SARON	%, k.o.	-	-	-	-	-0,24	1,46	1,28	0,14
USD/EUR	USD, k.o.	1,15	1,12	1,22	1,14	1,07	1,10	1,04	1,13
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	71,0	64,1	42,3	70,6	100,0	82,6	80,7	69,7

% 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

2025-08-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	2,8	3,4	3,2	3,4	3,2	3,6	3,4	3,5
Popyt krajowy	% r/r	4,6	5,3	4,6	4,7	3,9	4,5	4,0	3,9
Spożycie indywidualne	% r/r	0,2	3,5	2,5	3,6	3,6	3,5	3,4	3,3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-4,3	-6,9	6,3	2,3	5,3	8,6	6,1	9,0
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-1,8	-1,9	-1,4	-1,3	-0,8	-0,9	-0,6	-0,4
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	0,5	0,0	-0,7	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,9
	mld EUR	-3,9	-1,3	-1,2	-1,4	-3,3	-2,3	-0,7	-1,7
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	5,0	5,1	5,3	5,2	5,3	5,5	5,8	5,4
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,3	0,0	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3	-0,1	0,2
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	13,4	12,4	10,0	9,2	8,5	8,0	7,5	7,4
	% r/r, real.	8,6	7,3	4,9	4,9	5,4	4,8	4,4	4,1
Inflacja CPI	% r/r, śr.	4,5	4,8	4,9	4,1	2,9	3,1	3,0	3,1
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	3,9	4,1	3,6	3,4	3,2	3,3	3,4	3,2
Stopa referencyjna NBP	% k.o.	5,75	5,75	5,75	5,25	4,75	4,50	4,25	4,00
Stopa kredytu lombardowego NBP	% k.o.	6,25	6,25	6,25	5,75	5,25	5,00	4,75	4,50
Stopa depozytowa NBP	% k.o.	5,25	5,25	5,25	4,75	4,25	4,00	3,75	3,50
WIBOR 3M	% k.o.	5,85	5,84	5,84	5,23	4,70	4,40	4,30	3,95
Obligacje skarbowe 2L	% k.o.	4,67	5,08	5,00	4,53	4,15	4,05	3,90	3,70
Obligacje skarbowe 5L	% k.o.	4,87	5,48	5,33	4,92	4,75	4,60	4,45	4,30
Obligacje skarbowe 10L	% k.o.	5,23	5,87	5,71	5,49	5,30	5,15	5,00	4,85
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,28	4,27	4,18	4,24	4,27	4,30	4,30	4,30
PLN/USD	PLN, k.o.	3,82	4,10	3,86	3,62	3,70	3,81	3,85	3,91
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,53	4,54	4,39	4,53	4,59	4,60	4,59	4,56

założenia zewnętrzne		3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26
PKB – USA	% r/r	2,7	2,5	2,0	2,0	1,4	1,0	0,0	0,0
PKB – strefa euro	% r/r	1,0	1,3	1,5	1,4	1,1	1,0	0,0	0,0
PKB – Chiny	% r/r	4,6	5,4	5,4	5,2	4,5	4,3	0,0	0,0
Stopa funduszy federalnych Fed*	% k.o.	5,00	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50
SOFR ON	% k.o.	4,96	4,49	4,41	4,45	4,05	3,80	3,60	3,35
Obligacje USA 10L	% k.o.	3,78	4,57	4,21	4,23	4,20	4,05	3,90	3,80
Stopa depozytowa EBC	% k.o.	3,50	3,00	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
EURIBOR 3M	% k.o.	-	-	-	-	2,05	2,05	2,05	2,05
Obligacje GER 10L	% k.o.	2,12	2,36	2,74	2,60	2,70	2,55	2,45	2,40
Stopa SNB	% k.o.	1,00	0,50	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
SARON	% k.o.	1,20	0,85	0,41	0,17	-0,02	0,00	0,00	0,00
USD/EUR	USD, k.o.	1,11	1,04	1,08	1,18	1,16	1,13	1,12	1,10
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	80,1	74,7	75,7	67,7	69,3	66,0	65,0	65,0

% r/r – procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. – przeciętnie w okresie

k.o. – na koniec okresu

real. – po korekcie o zmiany cen

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

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

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

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

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

2025-08-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne