Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

24 listopada 2026 r.

2027 rok: stabilizacja po szoku paliwowym?

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

- Poprawa sytuacji na rynku surowców energetycznych dzięki spadkowi ryzyka eskalacji konfliktu USA – Iran po wyborach w USA oraz zwiększonej podaży ropy wspiera oczekiwania stopniowego spadku cen ropy naftowej. Jednak sytuacja pozostaje niestabilna, a wyższe ceny utrzymują się na europejskim rynku gazu ziemnego oraz oleju napędowego, co okresowo będzie podtrzymywać podwyższoną inflację.

- Gospodarka światowa w III kw. utrzymała sporą odporność na szoki, głównie dzięki znaczącemu zwiększeniu inwestycji w sektorze technologicznym. Utrzymanie tak wysokiego jak dotychczas wzrostu inwestycji jest mało prawdopodobne, dlatego w 2027 r. zakładamy lekkie obniżenie wzrostu globalnego PKB. Źródłami ryzyka dla koniunktury gospodarczej w 2027 r. będą: - tak jak dotychczas sytuacja geopolityczna i sytuacja na rynku surowców, - sytuacja sektora technologicznego i tempo wzrostu inwestycji w nowe technologie m.in. w kontekście kształtowania się oczekiwań co do średnioterminowego wzrostu wydajności pracy, - słabszy wzrost zatrudnienia i ograniczenie realnych dochodów konsumentów, - zależność gospodarki globalnej od popytu w USA, szczególnie gospodarek azjatyckich.

- Oczekiwane ograniczenie dalszego wzrostu inflacji w warunkach stabilizującej się sytuacji na rynku surowców oraz pewne osłabienie aktywności gospodarczej będzie skutkowało utrzymaniem ostrożnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Prognozujemy, że w bieżącym cyklu Fed podwyższy stopy procentowe jeszcze o 50 pkt. baz., a EBC o 25 pkt. baz.

- Przy założeniu ograniczonej skali spowolnienia gospodarki globalnej zmiany dynamiki PKB w Polsce pozostaną pod decydującym wpływem wydatkowania środków unijnych. Oczekujemy kumulacji nakładów brutto na środki trwałe pod koniec tego roku i w efekcie silniejszego wzrostu PKB w IV kw., po czym stopniowego osłabienia w trakcie 2027 r. Prognozujemy, że w 2027 r. wzrost PKB spowolni do 3,1% r/r z 3,8% oczekiwanych w 2026 r.

- Korekta spadkowa cen ropy naftowej i benzyny na rynku światowym ograniczają ryzyko silniejszego wzrostu krajowej inflacji CPI w nachodzących miesiącach. Jednocześnie dane dot. inflacji bazowej, utrzymująca się niska dynamika kosztów pracy oraz utrzymanie dezinflacyjnego wpływu konkurencji chińskich towarów będą ograniczać skalę wzrostu inflacji bazowej w 2027 r.

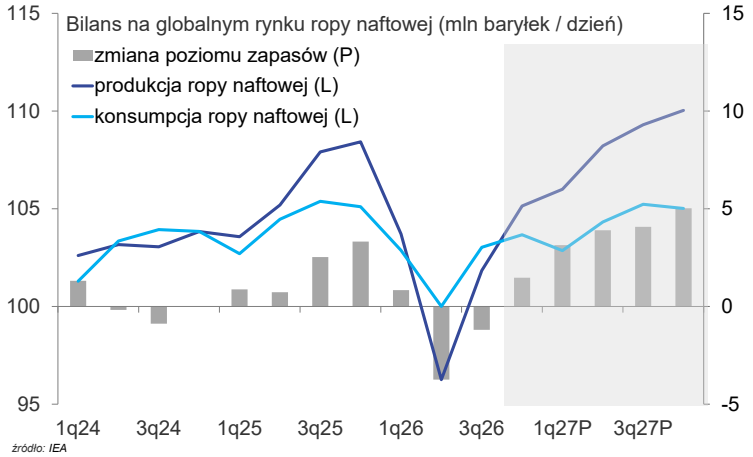
- Dla prognoz wskaźnika CPI w 2027 r. kluczowe znaczenie będą miały decyzje administracyjne, przede wszystkim działania osłonowe na rynku gazu, a w dalszej kolejności decyzje dot. rynku energii elektrycznej i programu CPN. Na podstawie dostępnych obecnie informacji, zakładamy, że działania osłonowe istotnie ograniczą wzrost cen energii w 2027 r., co pozwoli na uniknięcie wzrostu inflacji CPI powyżej 4,0% w I kw. oraz obniżenie jej poniżej 3,0% r/r pod koniec 2027 r.

- W takim scenariuszu oczekujemy stabilizacji stóp procentowych NBP przez większą część przyszłego roku, z opcją ich niewielkiego obniżenia pod koniec 2027 r. Ryzyko dla tej prognozy pozostaje wysokie, w zakresie: - zmiennej sytuacji na rynku surowców energetycznych, - zależności od decyzji administracyjnych, - a w ostatnim czasie coraz bardziej w zakresie rosnącego ryzyka silniejszej deprecjacji złotego.

Po wyborach połówkowych w USA nieco niższe ryzyko na rynku surowców...

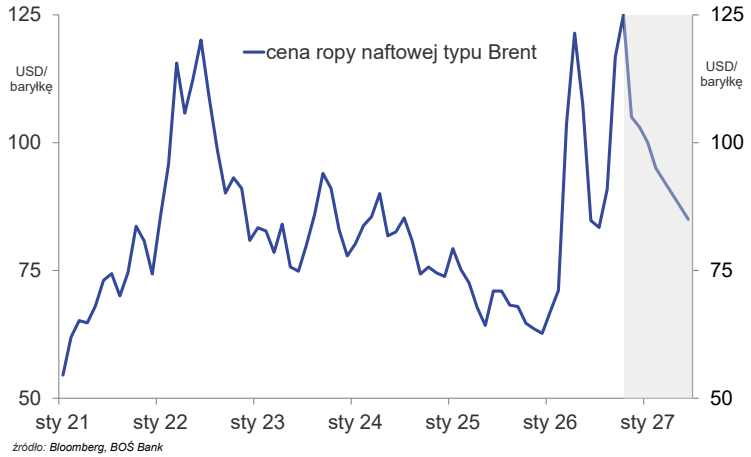
- Brak wznowienia ataków USA na Iran po wyborach połówkowych do Kongresu USA, przywrócenie przesyłu przez ropociąg Wschód-Zachód w Arabii Saudyjskiej wsparły znaczący spadek cen ropy Brent poniżej 100 USD/baryłkę (1M). Pozytywnym sygnałem jest także znaczący spadek marż rafineryjnych na rynku benzyny.
- Uwolnienie zapasów, alternatywne trasy eksportu z Zatoki Perskiej, wsparcie sił zbrojnych USA transportu przez c. Ormuz oraz zwiększenie produkcji w innych regionach (np. USA) cały czas ogranicza skalę wzrostu cen ropy.
- Utrzymuje się niepewność dot. rozwoju sytuacji w Zatoce Perskiej, niemniej prognoza spadku cen ropy naftowej w 2027 r. w kierunku 75 USD/baryłkę ropy Brent pozostaje realna.
- Utrzymują się historycznie wysokie marże rafineryjne oleju napędowego (problem alternatywnych tras transportu i niższa podaż). Ograniczenie podaży gazu z Kataru i niższe temperatury podbiły ceny gazu na rynku europejskim, wzrosły także ceny węgla.
- Rosną także ceny surowców żywnościowych choć w ograniczonej skali. Faza cyklu, wyższe koszty energii oraz oczekiwany wpływ El Nino poskutkują dalszym wzrostem cen w 2027 r.

Wykorzystanie zapasów, ograniczenie konsumpcji i alternatywne szlaki transportowe....



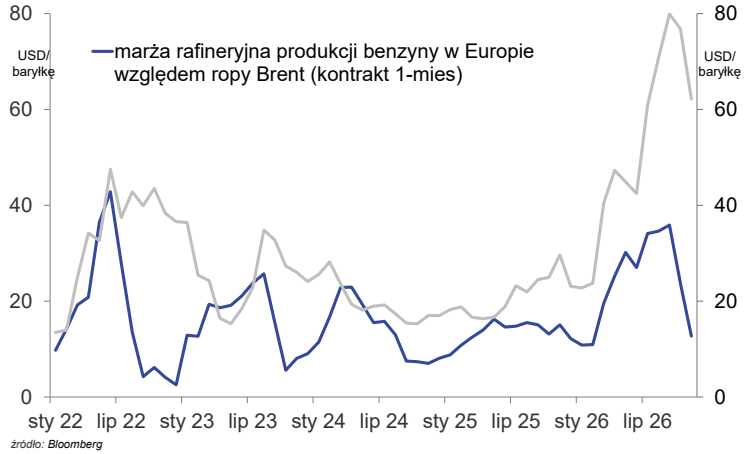
źródło: IEA

...przyczyniły się do obniżenia cen ropy naftowej po ograniczeniu działań wojennych na Bliskim Wschodzie



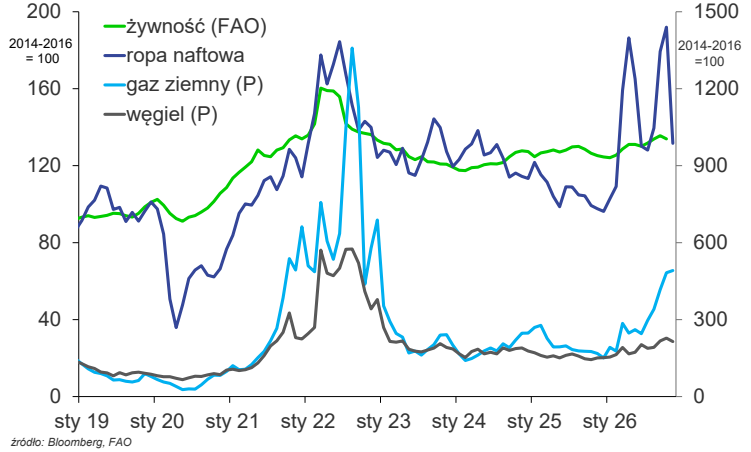
źródło: Bloomberg, BOŚ Bank

Marże rafineryjne spadły na rynku benzyny, na rynku oleju wciąż bliskie historycznych rekordów



źródło: Bloomberg

Wysokie ceny gazu, wciąż jednak sytuacja rynkowa znacznie korzystniejsza niż w kryzysie z l. 2022 -2023



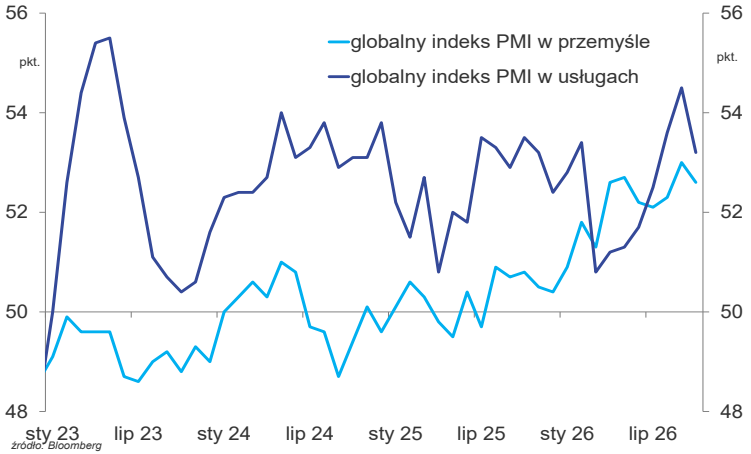
źródło: Bloomberg, FAO

2026-11-24
Klauzula poufności: BOŚ jawne

...co przy odporności gospodarki wspiera oczekiwania na stabilny wzrost gospodarczy

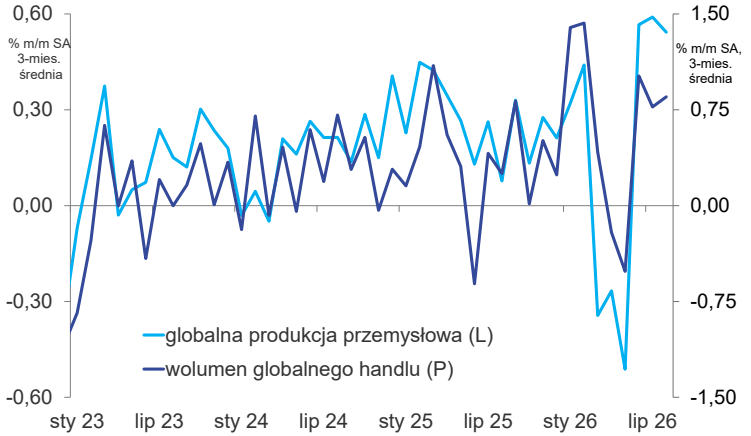
- Dane z gospodarki globalnej w II i III kw. potwierdziły jej odporność na szok surowcowy. Aktywność w handlu i produkcji wzrosła po okresowym spadku w I kw.
- Wskaźniki globalnej koniunktury PMI poprawiły się, choć początek IV kw. przyniósł lekką korektę w reakcji na silniejszy wzrost cen surowców na przełomie III i IV kw. Z drugiej strony wyprzedzające subindeksy koniunktury wskazują na nieco większą ostrożność prognoz.
- Podwyższone pozostają subindeksy cen, choć pomimo drugiej fali zwyżki cen surowców, nie przyspieszyły już tak silnie jak na wiosnę br.
- Zakładamy, że trwające dostosowania stawek celnych w USA nie będą miały istotnego wpływu gospodarkę globalną.
- W 2027 r. zakładamy lekkie osłabienie dynamiki wzrostu globalnej gospodarki przy niższym wzroście inwestycji w nowe technologie i jednocześnie wciąż ostrożnej polityce firm dot. zatrudniania oraz przy negatywnym wpływie wyższej inflacji na wydatki konsumentów.
- Wyższego wzrostu PKB oczekujemy w EMU, w tym w Niemczech, dzięki sprzyjającemu wpływowi wzrostu wydatków publicznych.

Pozytywne nastroje przedsiębiorstw w gospodarce globalnej...



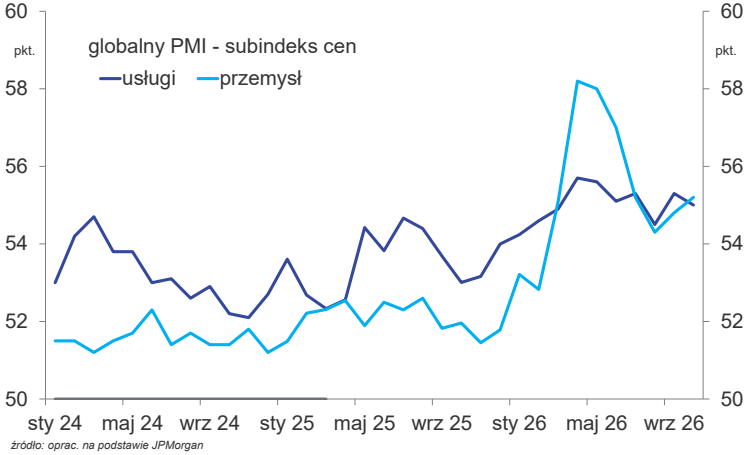
źródło: Bloomberg

...przy wyraźnym odbiciu w połowie roku globalnej produkcji i handlu zagranicznego



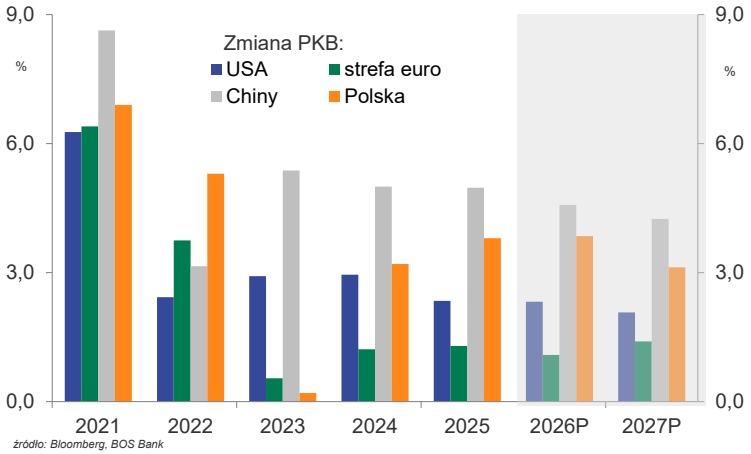
źródło: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Podwyższone wskaźniki cenowe, ale w II poł. roku już nie rosły



źródło: oprac. na podstawie JPMorgan

W bazowym scenariuszu w 2027 r. oczekujemy nieznacznego osłabienia wzrostu gospodarki globalnej

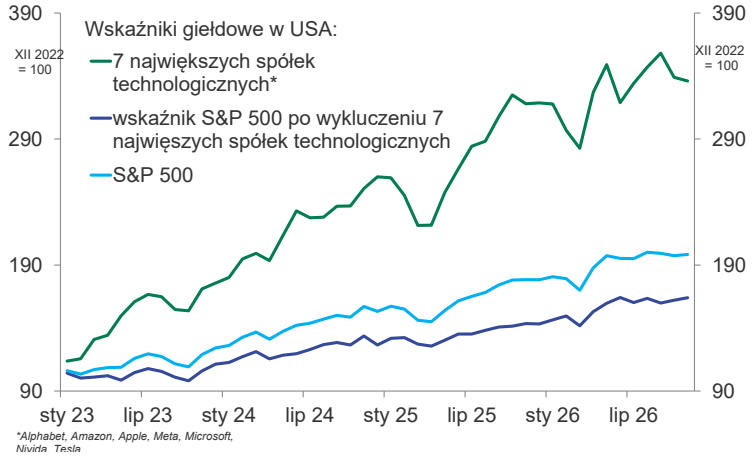


źródło: Bloomberg, BOS Bank

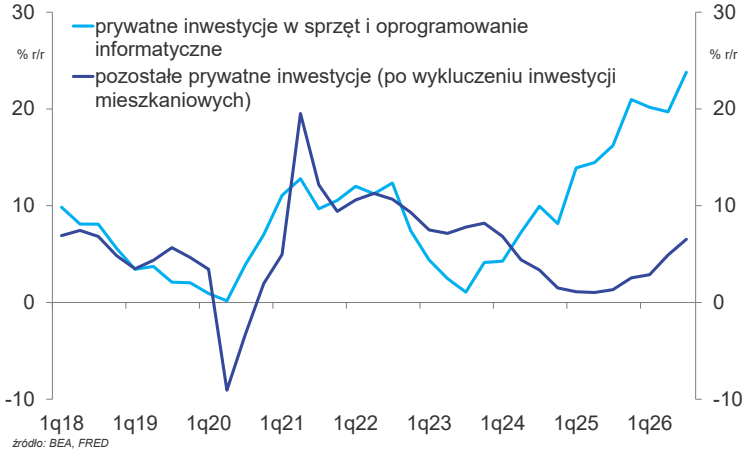
Utrzymuje się ryzyko sektora technologicznego…

- W 2027 r. powszechnie oczekiwane jest obniżenie wkładu inwestycji technologicznych we wzrost gospodarczy, po dynamicznym przyspieszeniu w l. 2025 – 2026. Kluczowe dla materializacji scenariusza łagodnego spowolnienia aktywności jest założenie jedynie stopniowego spowolnienia tego wzrostu. .
- Rosnącym czynnikiem ryzyka jest wzrost regulacji sektora (w tym po wyborach połówkowych w USA) oraz tempo inwestycji w centra przetwarzania danych.
- Sytuacja sektora technologicznego będzie wpływać na gospodarkę zarówno przez kanał realnych nakładów, jak i przez kanał rynkowy (dynamiczny wzrost cen akcji tych spółek).
- Najsilniej nakłady technologiczne wzrosły w USA, pozytywnym sygnałem jest notowany wzrost inwestycji prywatnych w pozostałe grupy nakładów. Stabilna aktywność branży technologicznej jest także kluczowa dla krajów azjatyckich (kluczowi eksporterzy globalni).
- Istotne jest także utrzymanie prognoz wzrostu średniookresowej produktywności dzięki AI. Jak na razie boom technologiczny podwyższa inflację (dynamiczny wzrost popytu na sprzęt).

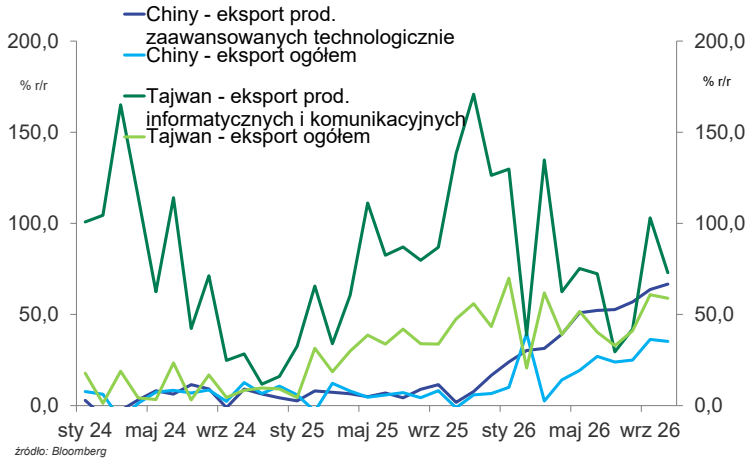
Narastający w ostatnich kwartałach wpływ spółek technologicznych na sytuację na rynkach finansowych



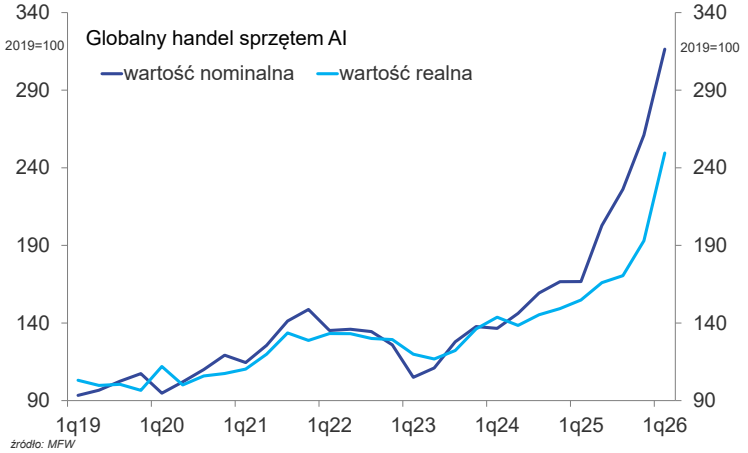
Boom technologiczny silnie wspiera inwestycje w USA, ale w 2026 r. widoczne także ożywienie w innych sektorach



Utrzymuje się silna zależność koniunktury w Azji od popytu w sektorze technologicznym



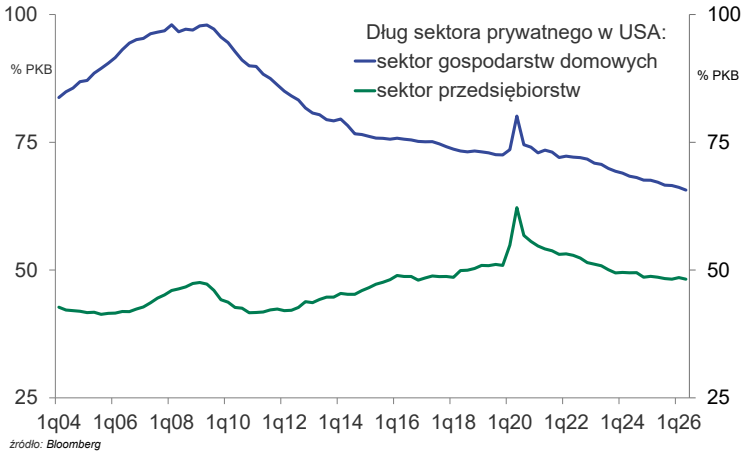
Jak na razie boom technologiczny przekłada się na wzrost inflacji poprzez wzrost cen sprzętu komputerowego



...przy narastającym ryzyku zadłużenia sektora publicznego

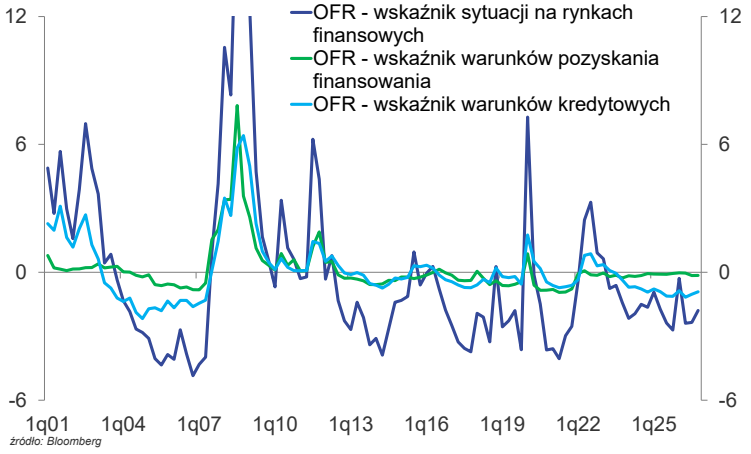
- Stabilna sytuacja rynkowa jest kluczowa dla uniknięcia negatywnych szoków majątkowych i dla stabilności sektora przedsiębiorstw.
- Inwestycje w nowe technologie przyniosły silny wzrost popytu na finansowanie, w tym głównie na finansowanie rynkowe, niemniej jak na razie, pomimo zaostrzenia polityki monetarnej zacieśnienie globalnych warunków finansowania pozostaje ograniczone.
- Ryzyko gwałtownego wzrostu presji rynkowej ogranicza wciąż relatywnie niski poziom zadłużenia sektora prywatnego.
- Wydaje się, że istotniejszym rynkowym czynnikiem ryzyka jest globalnie rosnący dług sektora publicznego pomimo korzystnego cyklu koniunkturalnego. W USA zmiany w Kongresie ograniczają ryzyko silnej ekspansji fiskalnej w krótkim okresie, w przypadku Europy niepokoje społeczne podwyższają ryzyko rynkowe. Najważniejszym wyzwaniem pozostaje ograniczony potencjał dla poluzowania polityki fiskalnej w sytuacji spowolnienia aktywności.
- Wysoka podaż obligacji i zacieśnienie polityki monetarnej podwyższają rynkowe długoterminowe stopy procentowe, dodatkowo zwiększając presję na finanse publiczne.

Ryzyko rynkowe ogranicza umiarkowany poziom długu sektora prywatnego



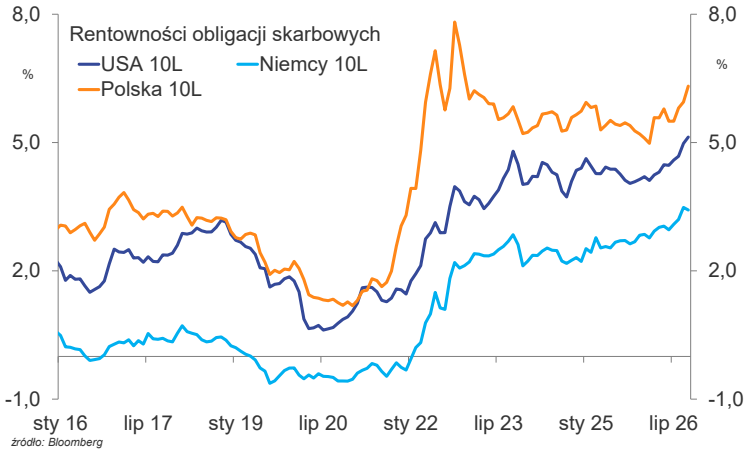
źródło: Bloomberg

Jak na razie nie widać silniejszego wzrostu ryzyka pozyskania finansowania



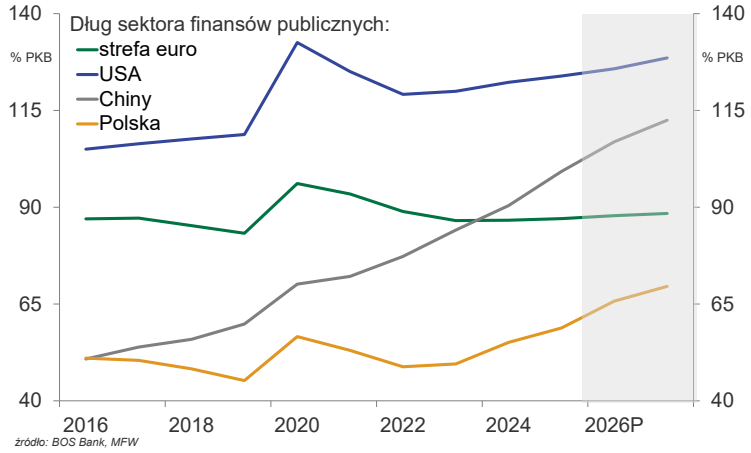
źródło: Bloomberg

Wysokie rentowności długoterminowych obligacji skarbowych...



źródło: Bloomberg

...dodatkowo zwiększają ryzyko fiskalne w sytuacji wysokiego długu sektora publicznego



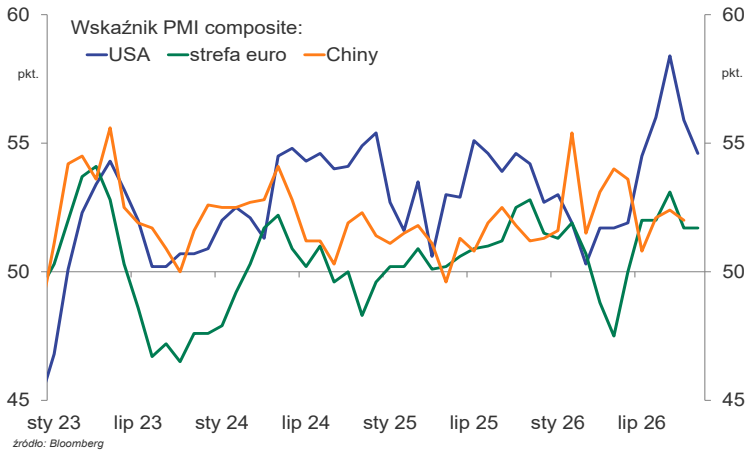
źródło: BOS Bank, MFW

2026-11-24
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dla utrzymania stabilnej koniunktury w gospodarce globalnej kluczowy wzrost zatrudnienia i ograniczenie zależności od popytu krajowego w USA

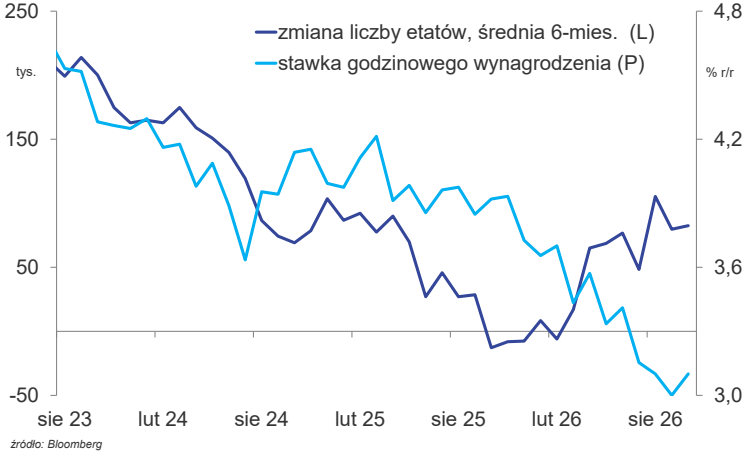
- Dla utrzymania solidnego wzrostu gospodarki globalnej istotna jest poprawa sytuacji konsumentów (bieżące silniejsze pogorszenie nastrojów w warunkach obniżenia wzrostu realnych dochodów do dyspozycji) oraz ograniczenie zależności gospodarki globalnej od silnego popytu krajowego USA.
- Spadek oszczędności gospodarstw domowych w gospdarkach rozwiniętych stanowi istotny czynnik ryzyka dla perspektyw konsumpcji. Dotychczas wyraźnie lepszej koniunkturze gospodarczej w l. 2024 – 2026 nie towarzyszył wzrost zatrudnienia, co osłabiło wzrost dochodów konsumentów, który (szczególnie w USA) coraz mocniej bazował na pozytywnych efektach majątkowych (vs. dochody z pracy).
- Szansą na poprawę są dane z rynku pracy w USA za III kw., natomiast przy dużej zmienności tych danych w ostatnich miesiącach ryzyko utrzymuje się. Spadek dynamiki zatrudnienia i realnych dochodów jest bardzo wyraźny w strefie euro i dodatkowo podwyższa zależność koniunktury w strefie euro od popytu globalnego oraz wydatków publicznych w Niemczech.

Na tle globalnym wyraźnie mocniejsza pozycja USA – efekt boomu technologicznego i odporności konsumpcji



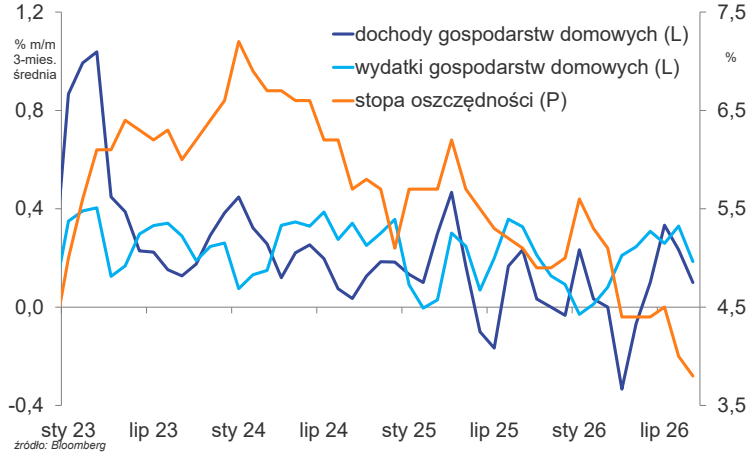
źródło: Bloomberg

Stopniowa poprawa zatrudnienia w USA, utrzymanie niskiego wzrostu wynagrodzeń...



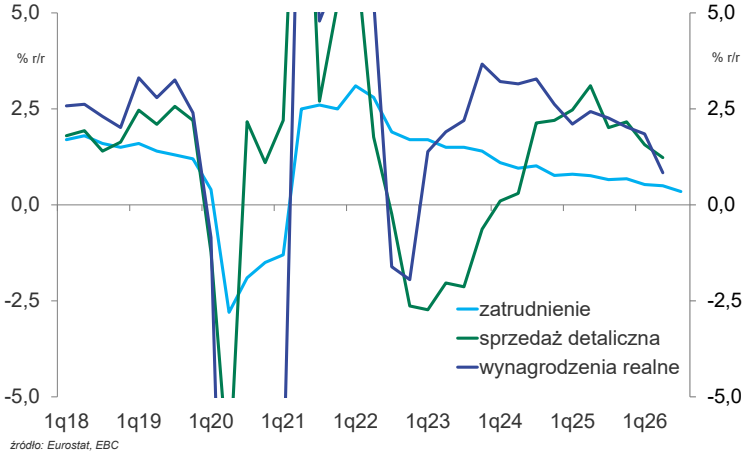
źródło: Bloomberg

...a dotychczasowy wzrost konsumpcji w USA w dużym stopniu finansowany z majątku i oszczędności



źródło: Bloomberg

W strefie euro utrzymuje się spadek dynamiki zatrudnienia i realnych dochodów gospodarstw domowych

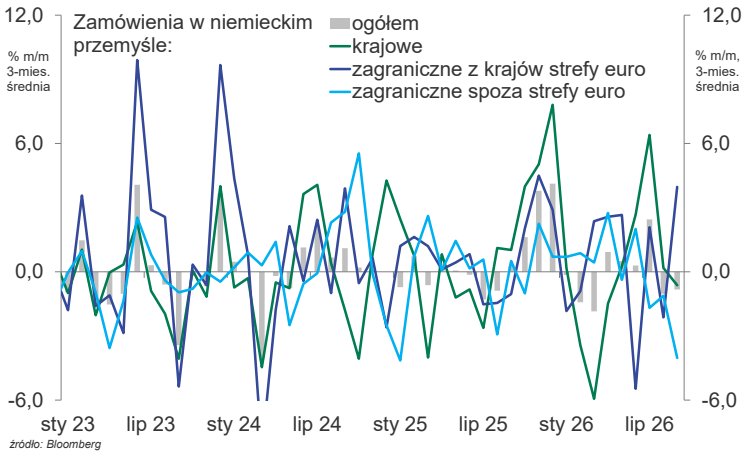


źródło: Eurostat, EBC

Koniunktura w Niemczech zależna od wydatków publicznych, w Chinach – od popytu zagranicznego

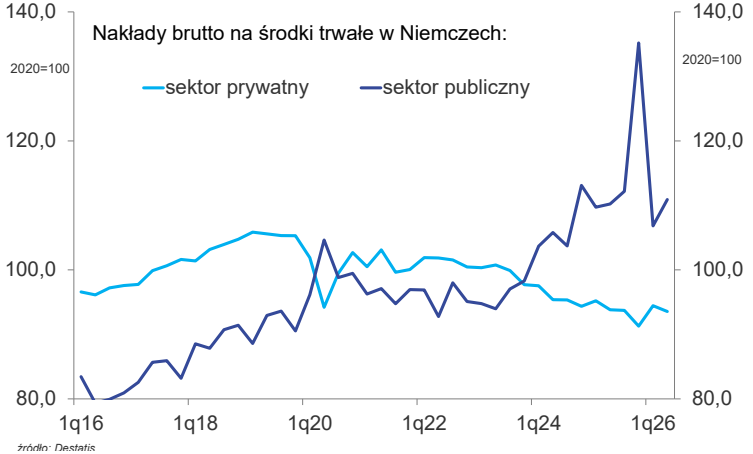
- W 2027 r. powinno utrzymać się wyższe tempo wzrostu gospodarczego w Niemczech dzięki poluzowaniu polityki fiskalnej i wzrostowi wydatków infrastrukturalnych i zbrojeniowych.
- Dane dot. zamówień w przemyśle oraz budownictwie wskazują na umiarkowane tempo ożywienia, przy utrzymujących się wyzwaniach przedsiębiorstw w postaci wyższych kosztów energii oraz konkurencji chińskich towarów przemysłowych. Nadal bardzo słabe pozostają inwestycje sektora prywatnego.
- Wzrost PKB w Chinach spowalnia z kolei bardzo stopniowo przy lepszych wynikach eksportu - m.in. efekt boomu technologicznego, czy silnej konkurencji cenowej produktów chińskich na rynkach europejskich, ale przy dalszym osłabieniu popytu krajowego - przede wszystkim w wyniku wciąż trudnej sytuacji konsumentów.
- Utrzymuje się głęboka dekoniunktura na rynku nieruchomości w Chinach. W kolejnych kwartałach można oczekiwać zwiększenia skali inwestycji publicznych, bez których w 2027 r. gospodarka chińska spowolniłaby zdecydowanie mocniej.

Umiarkowana poprawa w niemieckim przemyśle w br. przy wyzwaniach eksporterów....



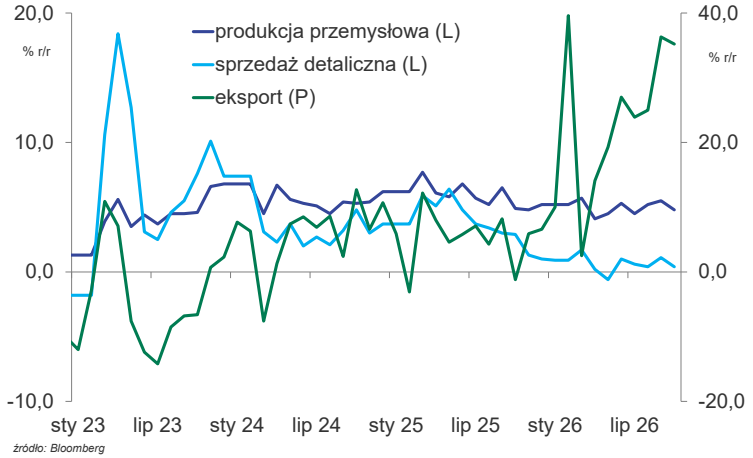
źródło: Bloomberg

...i wciąż słabym prywatnym popycie inwestycyjnym



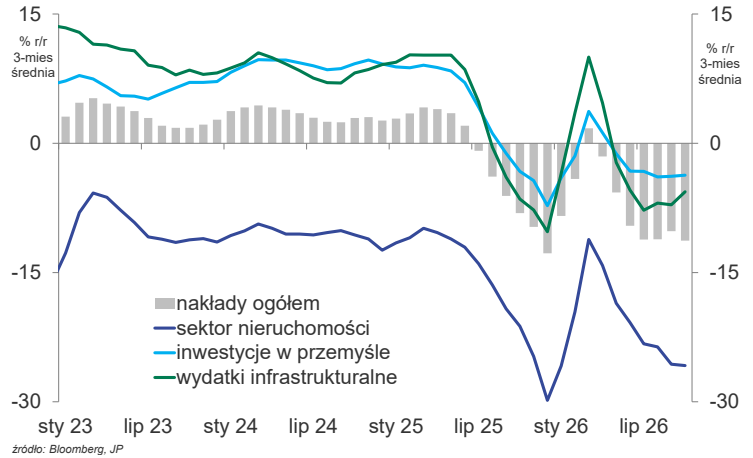
źródło: Destatis

Gospodarka chińska w ogromnym stopniu zależna od popytu zagranicznego....



źródło: Bloomberg

...przy wciąż słabnącym popycie krajowym, w tym inwestycyjnym

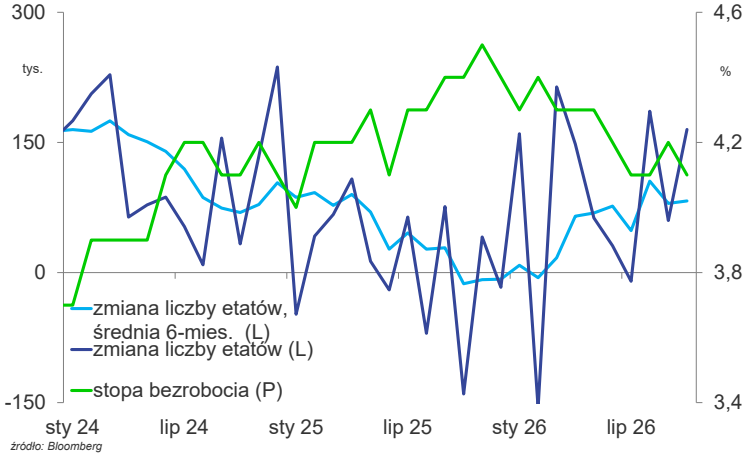


źródło: Bloomberg, JP

Oczekiwane kolejne podwyżki stóp procentowych Fed...

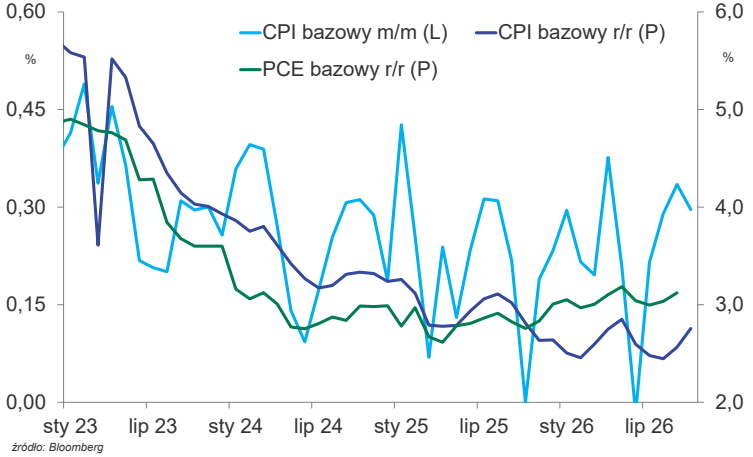
- Dane z rynku pracy w USA od początku roku charakteryzują się podwyższoną zmiennością. Dane uśrednione wskazują na poprawę zatrudnienia, choć pozostaje ona ograniczona. Spadek bezrobocia wyhamował, ale stopa bezrobocia utrzymuje się na bardzo niskim poziomie.
- Ponowne przyspieszenie inflacji na przełomie III i IV kw., przy aktualnie mniejszym ryzyku dla rynku pracy, poskutkuje dalszym zaostrzeniem polityki pieniężnej Fed.
- Jak na razie niska dynamika wynagrodzeń, umiarkowany wzrost długoterminowych oczekiwań inflacyjnych oraz większa niepewność dot. sytuacji rynkowej (okresowe nasilanie się globalnej awersji do ryzyka) ograniczają ryzyko większej skali podwyżek stóp.
- Prognozujemy, że FOMC podwyższy stopy procentowe Fed jeszcze łącznie o 50 pkt. baz., w dwóch krokach - w grudniu br. oraz marcu 2027 r. Jednocześnie gdyby pogorszyła się koniunktura na rynku pracy a inflacja nie wzrosłaby mocniej, możliwe byłoby zatrzymanie cyklu podwyżek z końcem 2026 r.

W I połowie roku zmienność danych nt. zatrudnienia w USA, ale sytuacja lepsza niż przed rokiem...



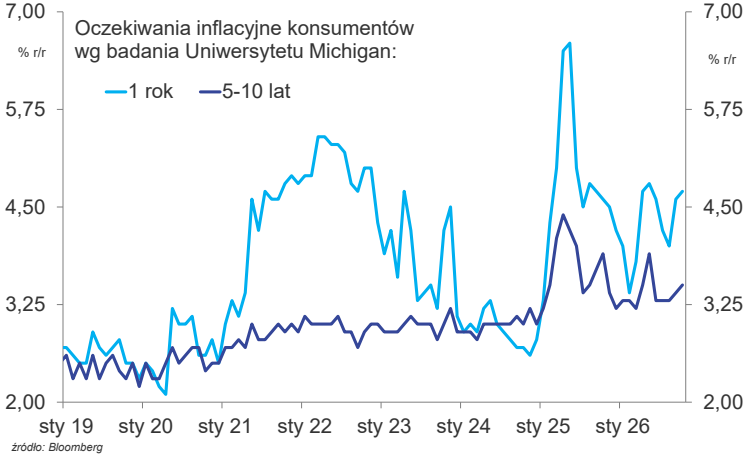
źródło: Bloomberg

...co przy ponownym przyspieszeniu inflacji bazowej na przełomie III i IV kw...



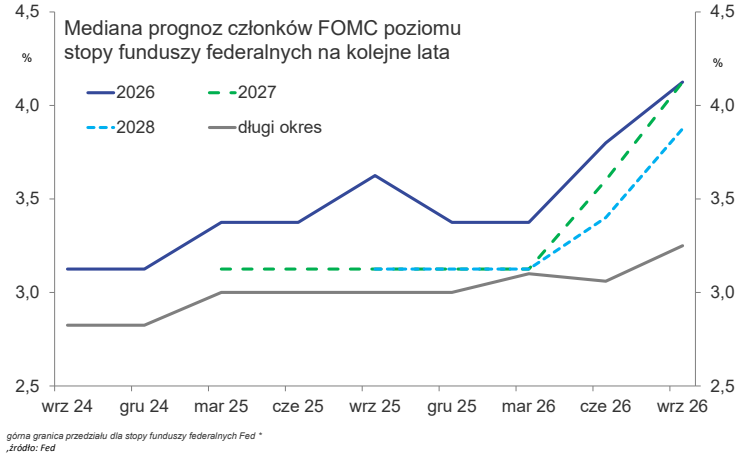
źródło: Bloomberg

...oraz podwyższonych oczekiwaniach inflacyjnych...



źródło: Bloomberg

...skutkuje prognozą dalszych podwyżek stóp Fed na przełomie 2026 i 2027 r.

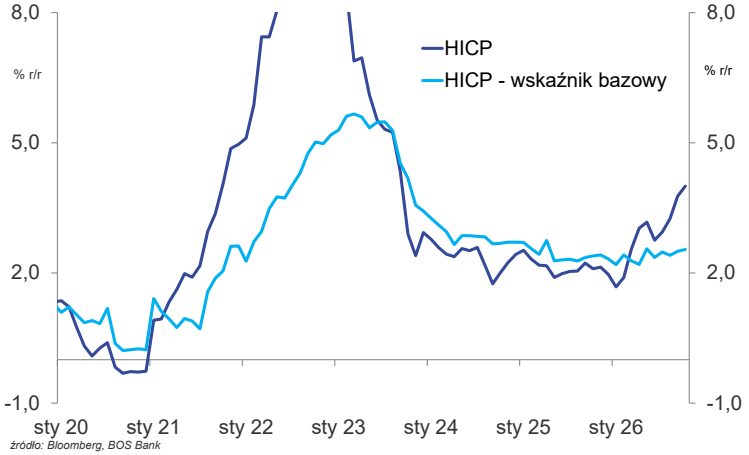


górna granica przedziału dla stopy funduszy federalnych Fed *
,źródło: Fed

...EBC ostrożniejszy ze względu na sytuację rynkową

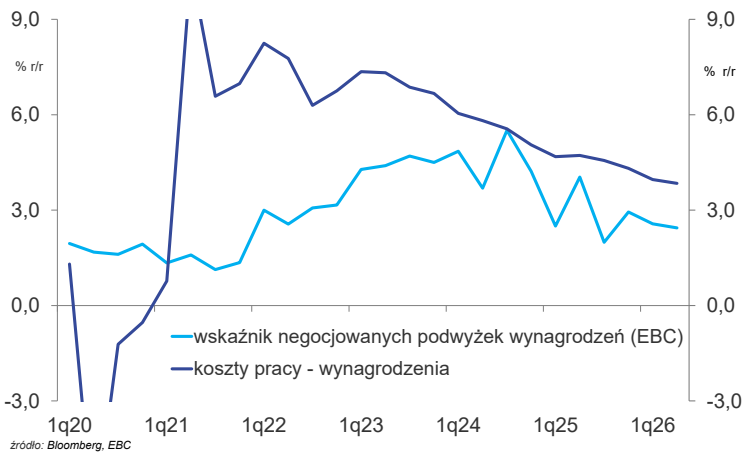
- Wyższe ceny surowców pogarszają średnioterminowe prognozy inflacji w strefie euro. Z kolei czynnikiem hamującym potrzebę silniejszego zaostrzenia polityki monetarnej jest niskie tempo wzrostu kosztów pracy oraz umiarkowany wzrost długookresowych oczekiwań inflacyjnych.
- Jednocześnie dla decyzji EBC wzrosło znaczenie sytuacji rynkowej w postaci silnego wzrostu rentowności obligacji (m.in. we Francji). Wg EBC ten czynnik wraz z zaostrzeniem warunków kredytowania w bankach istotnie zwiększa restrykcyjność polityki pieniężnej.
- Biorąc pod uwagę ograniczenie wzrostu cen surowców, wciąż słabe dane z rynku pracy oraz niepewność rynkową zakładamy, że po podwyżce stóp w grudniu 2026 r. EBC utrzyma stopy na stabilnym poziomie w 2027 r.
- Jak na razie prawdopodobieństwo interwencji EBC na rynku długu (dedykowany program) pozostaje ograniczone, gdyż dotychczasowe zmiany rynkowe nie mają znamion kryzysu systemowego.
- Sądzimy, że zmiana na stanowisku prezesa EBC w lutym 2027 r. po ustąpieniu Ch. Lagarde nie zmieni perspektyw polityki pieniężnej EBC.

W 2026 r. wyższa dynamika cen konsumpcyjnych oraz odsuwająca się w czasie perspektywa spadku inflacji...



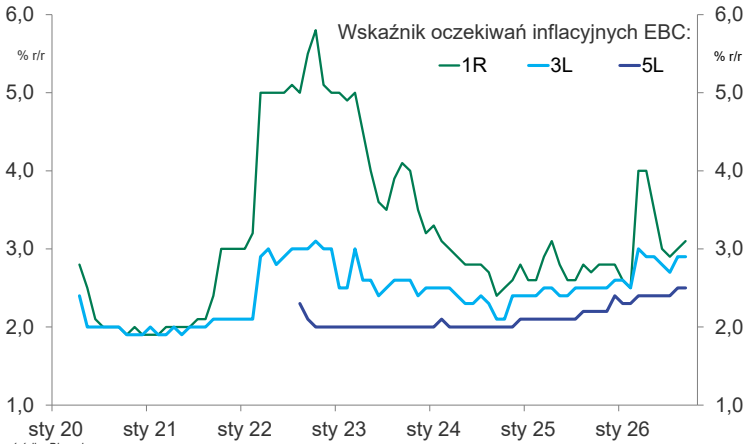
źródło: Bloomberg, BOS Bank

...choć koszty pracy rosną coraz wolniej



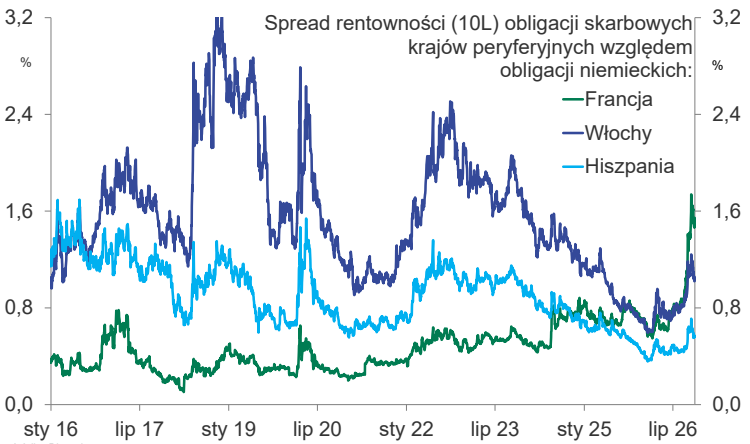
źródło: Bloomberg, EBC

Oczekiwania inflacyjne pozostają podwyższone, ale nie rosną znacząco



źródło: Bloomberg

Silny wzrost rentowności obligacji skarbowych w niektórych krajach EMU zacieśnia warunki monetarne



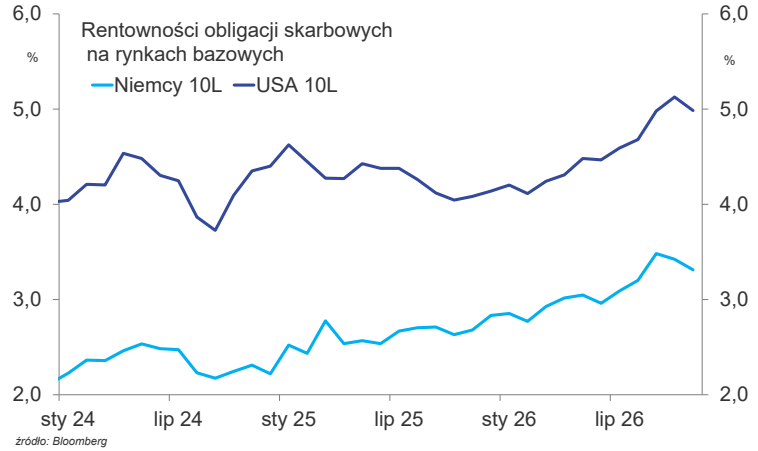
źródło: Bloomberg

2026-11-24
Klauzula poufności: BOŚ jawne

W bazowym scenariuszu potencjał do lekkiego spadku rentowności obligacji skarbowych...

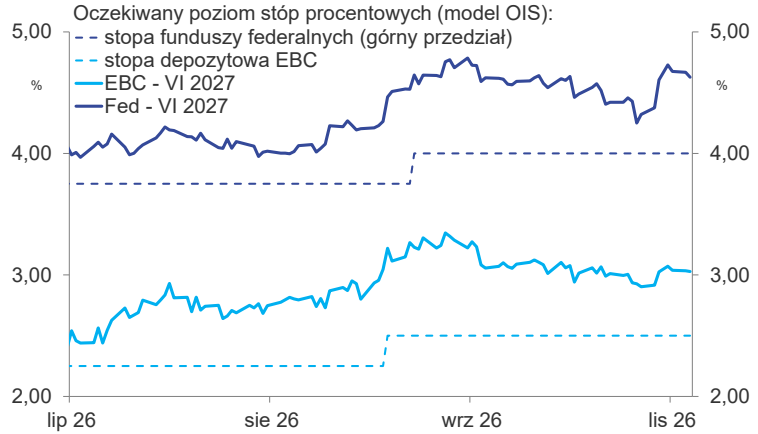
- Ponowny wzrost cen surowców na jesieni poskutkował wzrostem rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych do nowych lokalnych maksimów. Z kolei silniejszy spadek cen ropy naftowej w listopadzie oraz okresowe wzrosty globalnej premii za ryzyko obniżały rentowności.
- W przypadku papierów niemieckich spadkowi rentowności pomagała presja rynkowa na notowania obligacji niektórych państw strefy euro (głównie gwałtowny wzrost rentowności obligacji francuskich) zarówno w kontekście wzrostu premii za ryzyko jak również ograniczenia oczekiwań na zacieśnienie polityki monetarnej EBC.
- Po wyborach połówkowych w USA spadek rentowności był okresowo sporo głębszy w wyniku ograniczenia obaw rynkowych dot. niezależności Fed (konieczna akceptacja członków zarządu Fed przez Senat) oraz ryzyka silniejszego poluzowania polityki fiskalnej (potrzebny konsensus między administracją prezydenta i Kongresem, w którym większość uzyskała Partia Demokratyczna). W kolejnych tygodniach skala spadku rentowności osłabła ze względu na publikacje lepszych danych ze sfery realnej (w tym z rynku pracy) oraz wyższej inflacji w USA.
- Oczekując nieco mniejszej wobec prognoz rynkowych skali zacieśnienia polityki pieniężnej zarówno Fed jak i EBC w warunkach zakładanego stabilizowania się sytuacji na rynku surowców energetycznych i ograniczenia wzrostu inflacji, oczekujemy obniżenia rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych w trakcie 2027 r.
- Jednocześnie trudna sytuacja fiskalna oraz wysoka podaż papierów skarbowych pozostaną istotnym czynnikiem ograniczającym potencjał spadkowy rentowności obligacji.
- Niepewne perspektywy inflacji i ryzyko większej skali podwyżek stóp przekładają się na ryzyko wyższych rentowności wobec prognozy bazowej. Z drugiej strony silniejszy wzrost awersji do ryzyka może wzmacniać ceny obligacji na rynkach bazowych. W ostatnich tygodniach - inaczej niż w I poł. roku - okresy wzrostu globalnej premii za ryzyko ponownie wspierały aktywa uznawane za bezpieczne, w tym obligacje USA i Niemiec.

Na jesieni znaczący wzrost rentowności obligacji, jak na razie w listopadzie lekkie odreagowanie...



źródło: Bloomberg

...przy wciąż podwyższonych oczekiwaniach co do skali przyszłych podwyżek stóp procentowych Fed i EBC

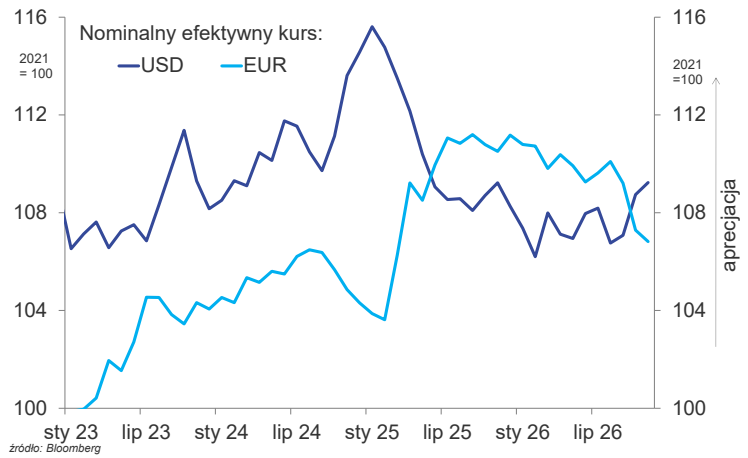


źródło: Bloomberg

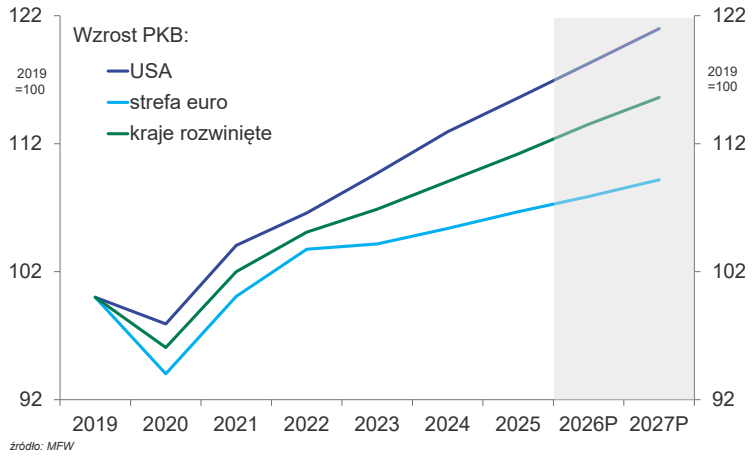
...i ograniczenia aprecjacji dolara

- Od III kw. dolar wyraźnie wzmocnił się względem euro w kierunku 1,10 dolara za euro w wyniku aprecjacji dolara jak i deprecjacji euro (w relacji do koszyka walut).
- Pozytywnie na notowania dolara wpłynęły lepsze dane ze sfery realnej gospodarki USA i wzrost oczekiwań na podwyżki stóp Fed, jak również ograniczenie ryzyka ekspansji fiskalnej i niezależności Fed po wyborach połówkowych w USA. Z kolei notowaniom euro szkodziło przede wszystkim silne pogorszenie sytuacji na europejskim rynku długu skarbowego - silna wyprzedaż francuskich obligacji po nasileniu protestów społecznych przeciwko zacieśnieniu polityki fiskalnej.
- Wzrost niepewności rynkowej (perspektywy sektora technologicznego, wciąż niestabilna sytuacja geopolityczna, sytuacja polityczna w Europie), jak również ograniczenie czynników ryzyka dla dolara (polityka pieniężna i fiskalna) mogą w krótkim okresie sprzyjać utrzymaniu mocniejszego kursu dolara. Niezmiennie czynnikiem nadal wspierającym notowania amerykańskiej waluty są zdecydowanie korzystniejsze czynniki fundamentalne (wyższe tempo wzrostu gospodarczego, większa elastyczność w sytuacji konieczności zaostrzenia polityki fiskalnej).
- Z drugiej strony zakładając stabilizowanie się sytuacji geopolitycznej oraz na rynku surowców, jak również zakładając ograniczoną skalę spowolnienia wydatków technologicznych globalnie można oczekiwać w dłuższym okresie ograniczenia globalnej premii za ryzyko i lekkiego osłabienia notowań amerykańskiej waluty.
- Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach kurs euro wobec dolara lekko wzrośnie kształtując się w przedziale 1,10 – 1,15 USD/EUR, nieco poniżej dotychczas prognozowanego poziomu 1,15 USD/EUR.

W IV kw. wyraźne wzmocnienie dolara i osłabienie euro



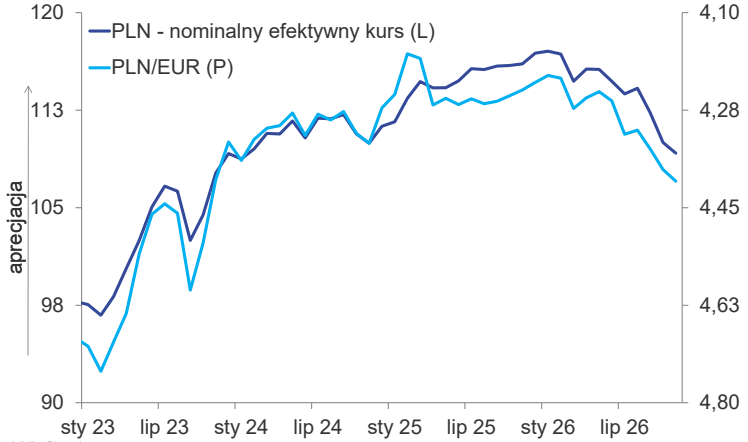
Czynniki strukturalne wciąż pozytywne dla dolara



Większa zmienność kursu złotego w II połowie tego roku

- W I poł. roku kurs złotego charakteryzował się sporą odpornością na negatywne informacje - zarówno globalne jak i krajowe. Jednak w II poł. roku złoty już silniej stracił na wartości - na przełomie października i listopada w relacji do euro kurs wzrósł do 4,45 PLN/EUR.
- Od rozpoczęcia konfliktu na Bliskim Wschodzie utrzymuje się ograniczony napływ kapitału na rynki wschodzące, choć też w ostatnich miesiącach nie notowano jego odpływu.
- Czynnikami negatywnie wpływającymi na notowania złotego były czynniki zewnętrzne (wzrost globalnej premii za ryzyko, sytuacja na rynku długu we Francji), ale także coraz mocniej ciążyły złotemu czynniki krajowe. Najważniejszym czynnikiem jest wyraźnie słabsza sytuacja fiskalna oraz zagrożenie ze strony Rosji dla regionu Europy Środkowo Wschodniej. Ponadto ciąży złotemu wzrost ryzyka instytucjonalnego (m.in. spór wokół Trybunału Konstytucyjnego, czy niepewność dot. rozwoju sytuacji w kontekście planowanego głosowania w Sejmie nad wnioskiem o postawienie prezesa Glapińskiego przed Trybunałem Stanu).
- Wydaje się jednak że bieżące osłabienie złotego w większym stopniu jest korektą po wcześniejszej odporności, niż zwiastunem utrwalenia trendu deprecjacyjnego, pod warunkiem materializacji scenariusza umiarkowanego spowolnienia gospodarki globalnej.
- W rezultacie w bazowym scenariuszu oczekujemy lekkiego wzmocnienia kursu złotego w kierunku 4,35 PLN/EUR w 2027 r.
- W tym scenariuszu wciąż pozostałe czynniki fundamentalne (tj. stabilne tempo wzrostu gospodarczego, niski deficyt na rachunku obrotów bieżących) wciąż powinny wspierać notowania złotego. Z drugiej strony wolniejsze tempo konsolidacji finansów publicznych, wzrost długu publicznego, ewentualny wzrost niepewności politycznej przed krajowymi wyborami parlamentarnymi w 2027 r. oraz mniej stabilna sytuacja geopolityczna regionu będą ciążyć walucie.
- Bilans ryzyka dla prognozy bazowej wskazuje na wyższe ryzyko słabszego kursu złotego.

Po odporności złotego w I poł. roku, jego wyraźne osłabienie w II poł. roku...



źródło: Bloomberg

...przy ograniczonych zmianach w przepływach kapitałowych w grupie rynków wschodzących

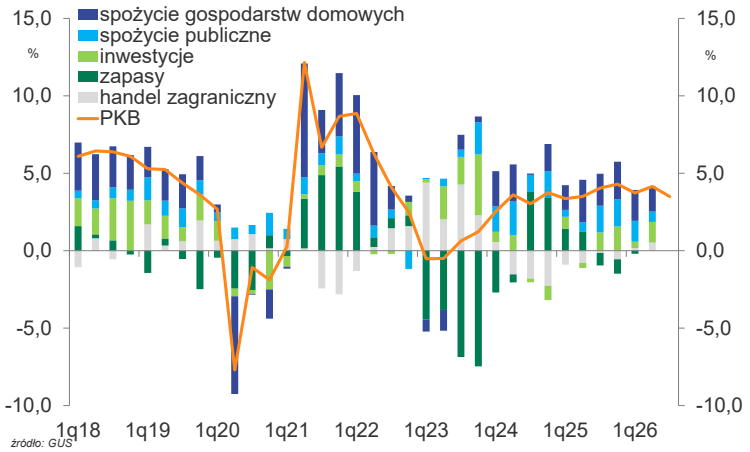


źródło: oprac. na podstawie JPMorgan

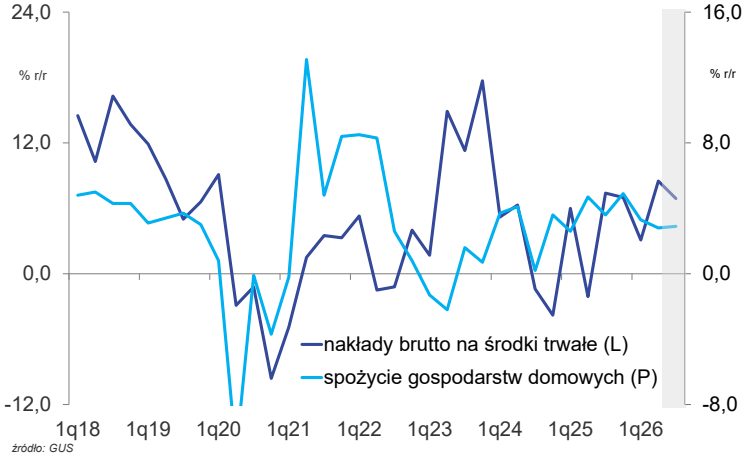
W III kw. wyraźnie niższa dynamika PKB z powodu słabszych danych z budownictwa...

- W III kw. PKB Polski wg szacunku *flash* wzrósł o 3,5% r/r poniżej 4,1% r/r w II kw.
- Przy utrzymaniu niższej dynamiki dochodów realnych gospodarstw domowych zakładamy, że w III kw. nie zmieniła się istotnie dynamika konsumpcji prywatnej.
- Sądzimy, że przyczyną osłabienia wzrostu PKB była niższa dynamika inwestycji, na co wskazuje wyraźne osłabienie produkcji budowlano-montażowej w III kw.
- Spadek produkcji budowlanej w III kw. jest dużym zaskoczeniem z uwagi na trwający boom w obszarze wydatków współfinansowanych ze środków UE. Dane GUS dot. koniunktury w firmach wskazują, że poprawa nastrojów w budownictwie utrzymuje się. Przy okazji publikacji danych dot. produkcji budowlanej GUS informował o nieregularności zleceń i rozliczeń co może wskazywać na międzyokresowe przesunięcia fakturowania.
- Biorąc pod uwagę powyższe zakładamy, że ten spadek aktywności w budownictwie miał charakter okresowy i w IV kw. inwestycje przyspieszą.

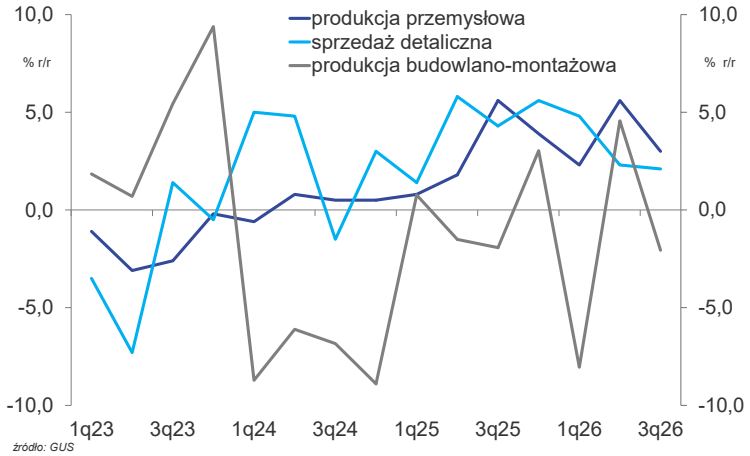
W III kw. słabsze tempo wzrostu PKB...



...najprawdopodobniej z powodu słabszych inwestycji, przy stabilnej konsumpcji



W III kw. nieoczekiwane osłabienie produkcji budowlano-montażowej....



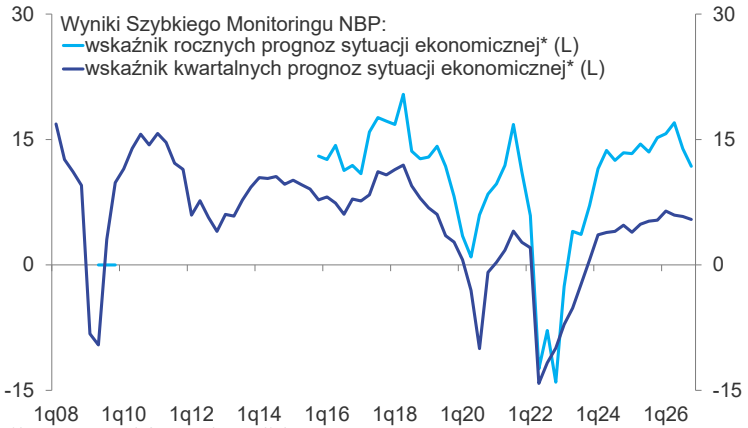
...poprawiająca się koniunktura w budownictwie nie zwiastuje kontynuacji tych spadków



...w IV kw. oczekiwane korekcyjne odbicie aktywności

- Prognozy przedsiębiorstw dot. ich sytuacji własnej wg Szybkiego Monitoringu NBP wskazują na stabilną sytuację gospodarczą w perspektywie najbliższego kwartału oraz dalsze jej pogorszenie w perspektywie roku. Wskaźniki prognoz popytu zmieniły się minimalnie wobec poprzedniego badania.
- Zmiany wskaźników pozostają ograniczone, a ich poziom utrzymuje się już od kilku kwartałów blisko długookresowych średnich, co wskazuje na niskie ryzyko głębszego spowolnienia, jak i na ograniczony potencjał silniejszego odbicia aktywności.
- Długookresowe prognozy popytu potwierdzają także wciąż korzystne perspektywy budownictwa, jednocześnie widoczne także wyzwania dla branż przemysłu najsilniej dotkniętych przez konkurencję tańszego importu z Chin (motoryzacja, przemysł meblarski), przy wciąż umiarkowanym popycie konsumpcyjnym (głównie dobra konsumpcyjne trwałego użytku)
- Ocena stanu zapasów firm wskazuje na wygaśnięcie wcześniejszego efektu ich redukcji, ale także nie sygnalizuje potencjału do ich zwiększania.

Pomimo niekorzystnej sytuacji na rynku surowców, ograniczona skala pogorszenia nastrojów firm...



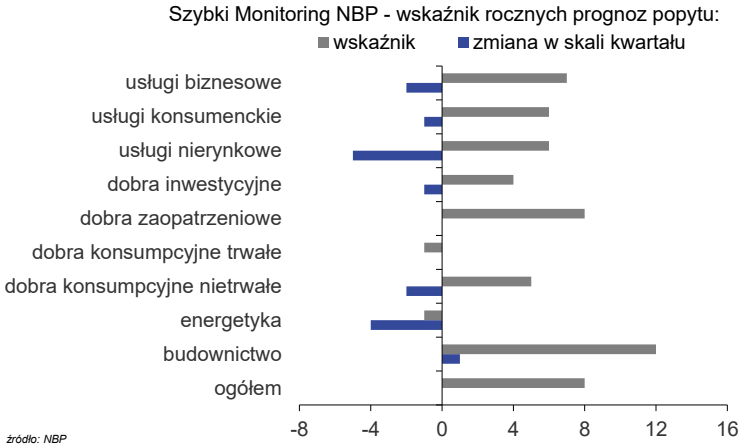
*dane oczyszczone z wahań sezonowych - szacunki własne
źródło: NBP, BOŚ Bank

...przy generalnie stabilnych prognozach popytu



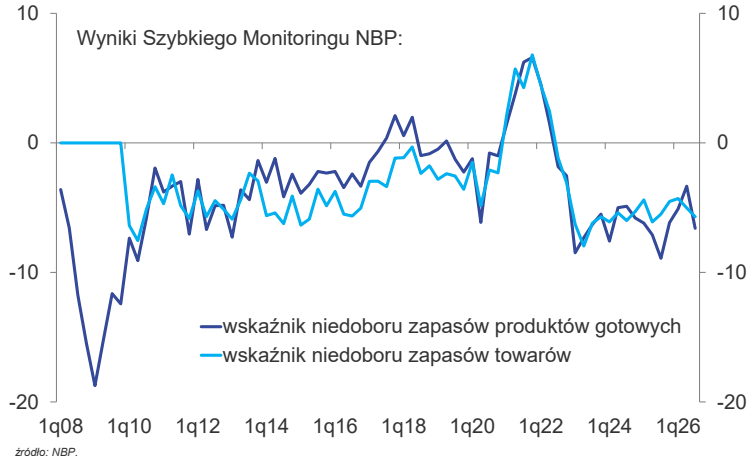
*dane oczyszczone z wahań sezonowych - szacunki własne
źródło: NBP

Optymistyczne prognozy popytu w budownictwie, słabsze w energetyce i producentów trwałych dóbr konsum.



źródło: NBP

Stabilne oceny stanu zapasów przedsiębiorstw



źródło: NBP.

W 2027 r. w scenariuszu bazowym utrzymanie umiarkowanego wzrostu eksportu

- Po poprawie wyników eksportu w I poł. roku, w III kw. najprawdopodobniej dynamika eksportu lekko osłabła, na co wskazują słabsze prognozy eksporterów i niższy wzrost produkcji przemysłowej w działach o wysokim udziale sprzedaży zagranicznej.
- Czynnikami wspierającymi popyt zagraniczny jest generalnie solidna koniunktura globalna, w tym pozytywny także dla przemysłu krajowego boom technologiczny. W trakcie 2026 r. produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych wyraźnie wzrosła. Zgodnie z informacjami NBP ta grupa towarów istotnie podwyższa wartość polskiego eksportu.
- Z drugiej strony, negatywnie na krajowy eksport wpływa cały czas silna konkurencja towarów importowanych z Chin na unijnym rynku. W tej grupie szczególnie wyraźne pogorszenie notuje branża motoryzacyjna i meblarska.
- Przy z jednej strony prognozach stabilnej koniunktury globalnej, w tym strefie euro, z drugiej przy utrzymującej się konkurencji towarów chińskich oczekujemy w 2027 r. lekkiego spowolnienia dynamiki eksportu do 6,5% z 7,5% r/r szacowanych w br.

Po lekkiej poprawie, pod koniec br. ponowne osłabienie prognoz eksporterów



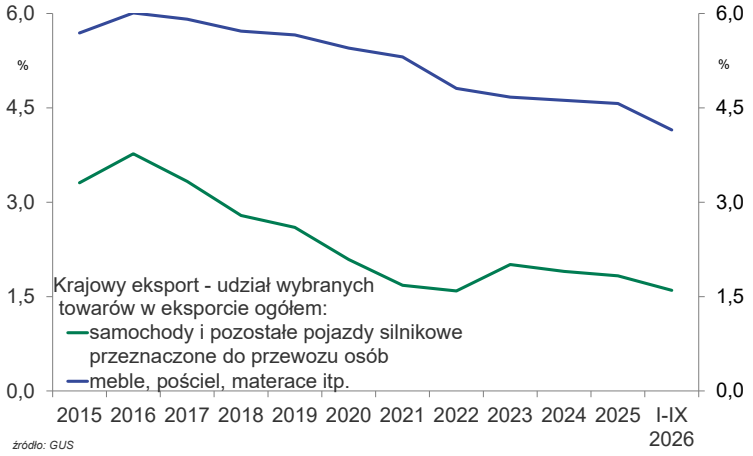
*dane oczyszczone z wahań sezonowych - szacunki własne
źródło: NBP

Część eksporterów korzysta na boomie technologicznym...



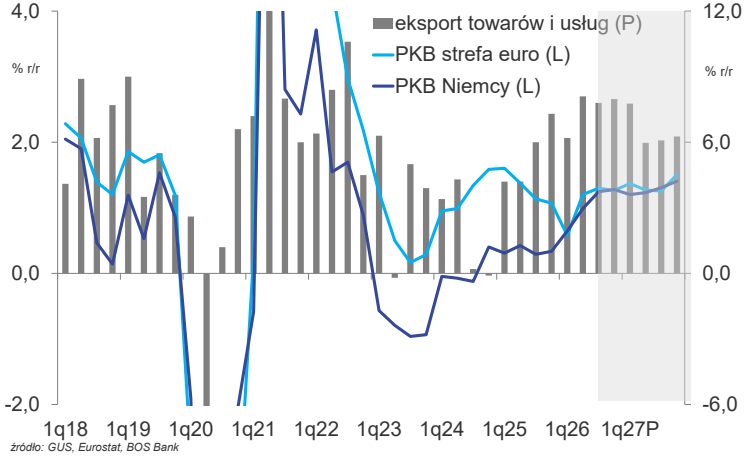
źródło: GUS, BOS Bank

...ale część sektorów gospodarki pod silnym negatywnym wpływem konkurencji z Chin na rynku UE



źródło: GUS

Stabilne wyniki gospodarki globalnej powinny wspierać wzrost polskiego eksportu w 2027 r.

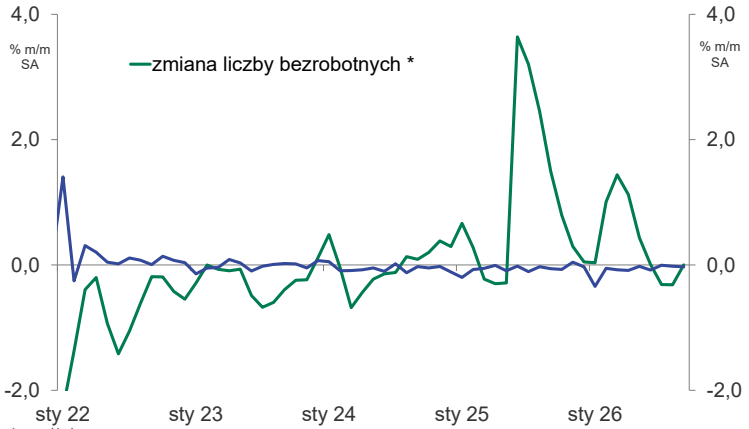


źródło: GUS, Eurostat, BOS Bank

Lekki spadek niepewności co do koniunktury na rynku pracy....

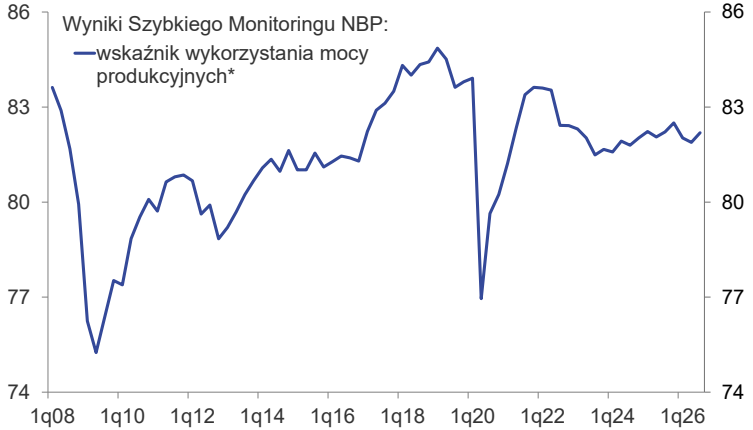
- Stabilny cykl gospodarczy powinien sprzyjać stabilizacji koniunktury na rynku pracy.
- W III kw. utrzymała się stagnacja zatrudnienia, jednocześnie wygasł wcześniejszy lekki wzrost liczby bezrobotnych. Dane dot. zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, gospodarce narodowej oraz przepływy „z" i „do" bezrobocia pozostają spójne z obrazem z jednej strony ograniczonego ryzyka utraty pracy, ale także niskiego popytu na nowych pracowników.
- Stabilne wskaźniki wykorzystania mocy wytwórczych nie zapowiadają istotnych zmian.
- Pozytywnym sygnałem jest pewne wyhamowanie spadku prognoz popytu na pracę w sektorze przedsiębiorstw (Szybki Monitoring NBP).
- Ograniczony popyt na pracę cały czas osłabia presję placową w przedsiębiorstwach i planowane przez pracodawców podwyżki wynagrodzeń.

Od połowy roku stagnacja zatrudnienie i korekcyjny spadek liczby bezrobotnych



*szacunki własne
źródło: GUS, BOS Bank

Stabilne wskaźniki wykorzystania mocy wytwórczych nie zapowiadają wzrostu popytu na pracę....



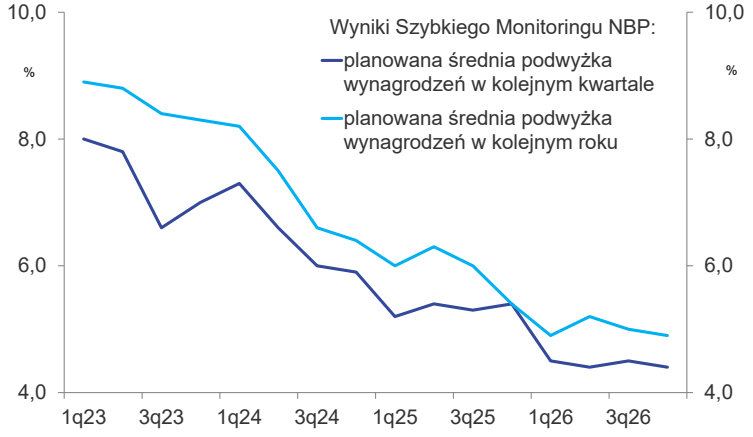
*dane oczyszczone z wahań sezonowych - szacunki własne
źródło: NBP

...pozytywnym sygnałem ograniczenie spadków prognoz zatrudnienia...



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

...wciąż jednak koniunktura rynku pracy zbyt słaba na przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń

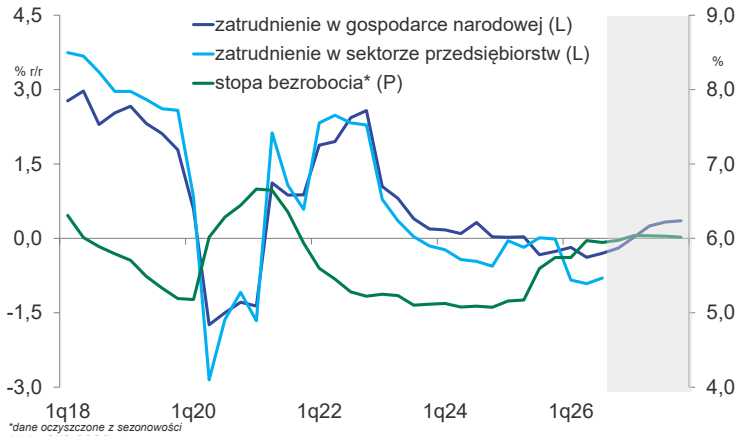


źródło: NBP, BOŚ Bank

...ale niższy wzrost dochodów ciąży konsumpcji prywatnej

- Przy ostrożniejszych założeniach dot. popytu na pracę, niższej dynamice płacy minimalnej oczekujemy utrzymania niższej dynamiki wynagrodzeń w 2027 r. Z drugiej strony przy założeniu uniknięcia silniejszego pogorszenia koniunktury na rynku pracy oczekujemy, że ta dynamika nie będzie się już istotnie obniżać.
- W warunkach niższego wzrostu funduszu płac oraz świadczeń społecznych (niższa waloryzacja) oraz wyższej inflacji oczekujemy utrzymania obniżonej dynamiki realnych dochodów gospodarstw domowych w I poł. 2027 r. oraz jej stopniowego wzrostu w II poł. przyszłego roku.
- W efekcie oczekujemy minimalnego wzrostu dynamiki konsumpcji prywatnej do 3,2% r/r z 3,0% szacowanych na br.
- Przy ograniczonej skali wzrostu bezrobocia ważnym czynnikiem stabilizującym wydatki konsumentów, pomimo słabszego wzrostu realnych dochodów, będzie stosunkowo wysoki poziom oszczędności gospodarstw domowych.

W 2026 r. minimalny spadek, w 2027 minimalny wzrost zatrudnienia....



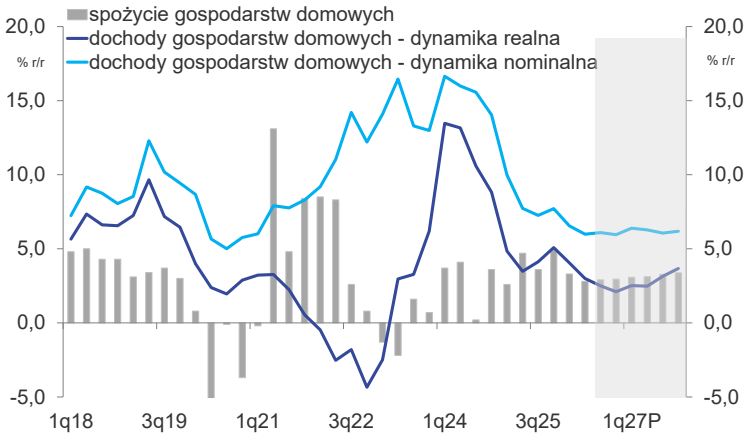
*dane oczyszczone z sezonowości
źródło: GUS, BOS Bank

...co przy wciąż niskim wzroście płacy minimalnej utrzyma dynamikę wynagrodzeń na niższym poziomie...



źródło: GUS, BOS Bank

...przy wysokiej inflacji CPI do połowy 2027 r. będzie osłabiać realne dochody konsumentów



źródło: GUS, BOS Bank

Ryzyko silnego spowolnienia konsumpcji ograniczone dzięki wyższym oszczędnościom gospodarstw domowych

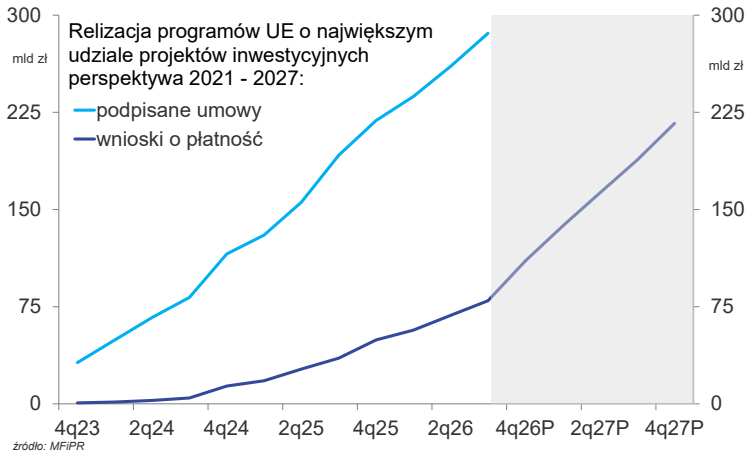


źródło: GUS

Projekty współfinansowane ze środków UE będą wciąż determinowały ścieżkę nakładów brutto na środki trwałe...

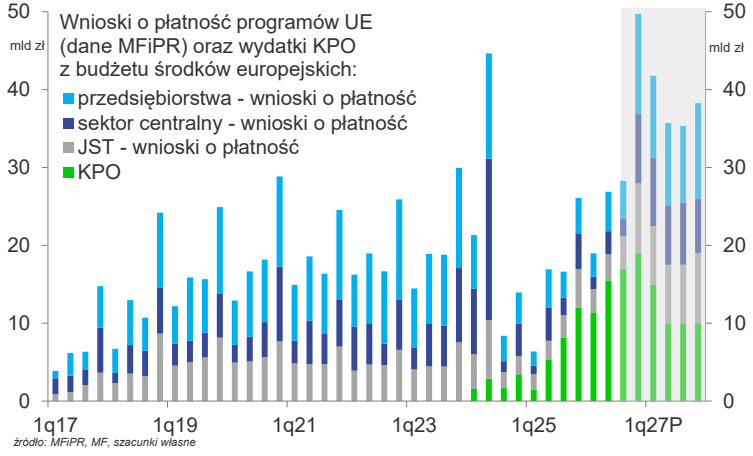
- Na podstawie dostępnych danych dot. podpisanych umów dot. środków UE (wyprzedzające względem materializacji inwestycji) oraz biorąc pod uwagę konieczność rozliczenia wydatków w ramach KPO do końca br. podtrzymujemy ocenę, że kumulacja tych inwestycji nastąpi na przełomie 2026 i 2027 r.
- W efekcie oczekujemy odbicia inwestycji w IV kw. br., po czym stopniowego obniżenia dynamiki w 2027 r.
- Choć w trakcie 2027 r. tempo wzrostu tych projektów będzie wolniejsze, to wciąż pozostanie podwyższone biorąc pod uwagę pozostającą sporą wartość projektów do realizacji, w tym z puli pożyczkowej KPO, w ramach której projekty mają różne terminy zakończenia (po 2026 r.). Dotychczasowe ograniczenie wydatkowania środków własnych w zakresie finansowania inwestycji JST także daje przesłanki do wzrostu tych wydatków w okresie malejącej skali wydatkowania środków z UE. Ograniczać spadek dynamiki inwestycji SFP będą także wciąż wysokie wydatki zbrojeniowe, w tym w ramach SAFE.
- Prognozujemy, że w 2026 r. inwestycje wzrosną o 8,0%, a w 2027 r. o 4,6%.

Coraz silniejszy wzrost wartości realizowanych projektów współfinansowanych ze środków UE...



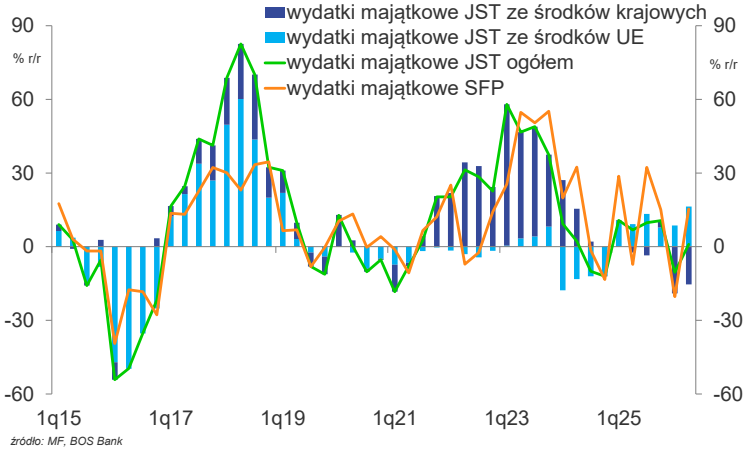
źródło: MFiPR

....łącznie z inwestycjami KPO poskutkuje kumulacją wydatków na przełomie 2026 i 2027 r.



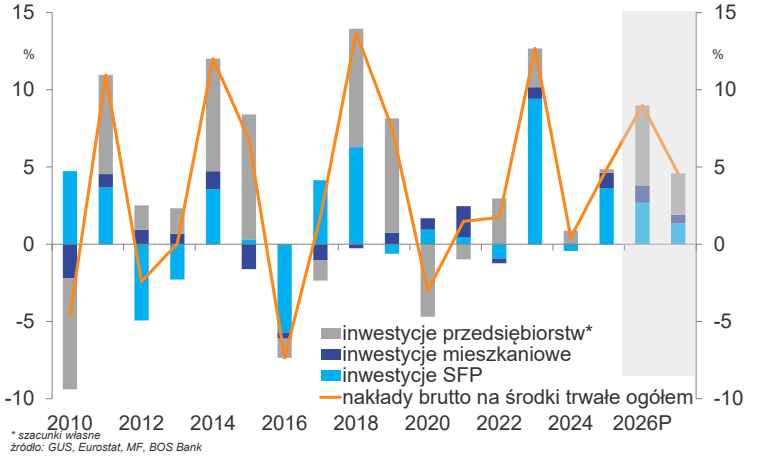
źródło: MFiPR, MF, szacunki własne

W ostatnich kwartałach inwestycje JST bardzo mocno oparte o finansowanie unijne



źródło: MF, BOS Bank

W 2027 r. wolniejszy wzrost nakładów brutto na środki trwałe po oczekiwanym przyspieszeniu w br.

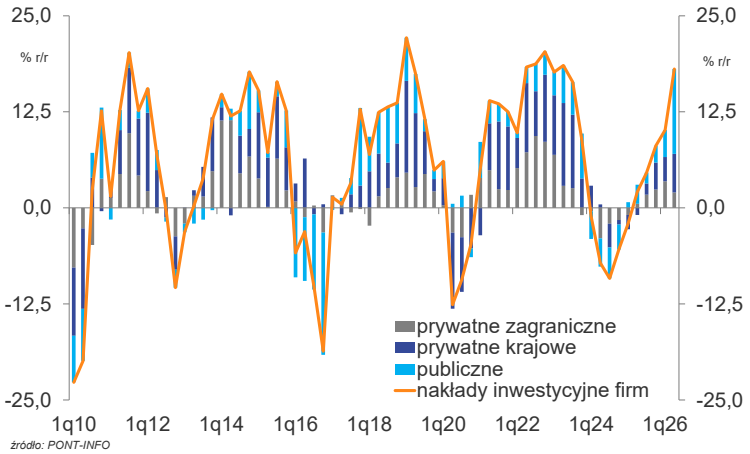


* szacunki własne
źródło: GUS, Eurostat, MF, BOS Bank

...przy wciąż bardzo ostrożnych cyklicznych nastrojach inwestycyjnych firm

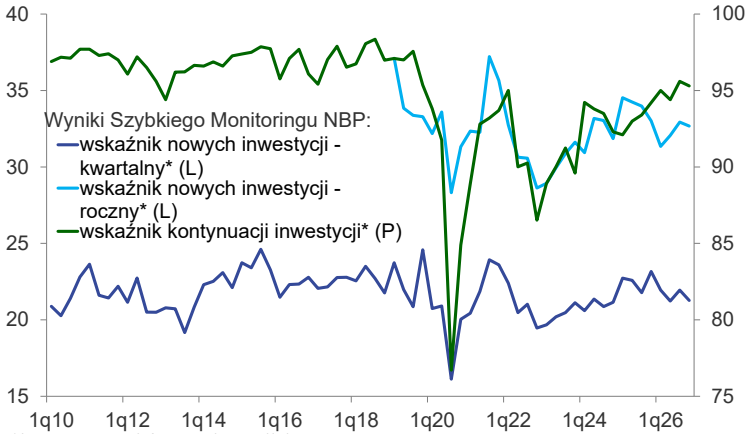
- Nastroje inwestycyjne firm pozostają bardzo optymistyczne co do kontynuacji inwestycji (po wysokim wzroście nowo rozpoczynanych projektów pod koniec 2025 r.). Z kolei wskaźniki koniunktury dot. rozpoczynania nowych inwestycji wskazują na pewne schłodzenie koniunktury, przy utrzymaniu wysokiego optymizmu wśród firm publicznych (głównych beneficjentów finansowania unijnego).
- Oczekujemy, że cykliczny popyt na inwestycje (firm prywatnych) pozostanie ostrożny. W ramach projektów współfinansowanych ze środków UE oczekujemy natomiast utrzymania podwyższonych nakładów przedsiębiorstw, choć w II poł. roku dynamika wzrostu tych inwestycji będzie już obniżać się.
- Choć dane dot. produkcji budowlano-montażowej w 2026 r. rozczarowują, to dane nt. struktury inwestycji za I połowę roku wskazują na dużo mniej pesymistyczny obraz inwestycji budowlanych. Na pozytywny scenariusz w najbliższych kwartałach wskazują także wciąż optymistyczne nastroje firm budowlanych.

W I poł. br. wyraźny wzrost inwestycji przedsiębiorstw – głównie firm publicznych....



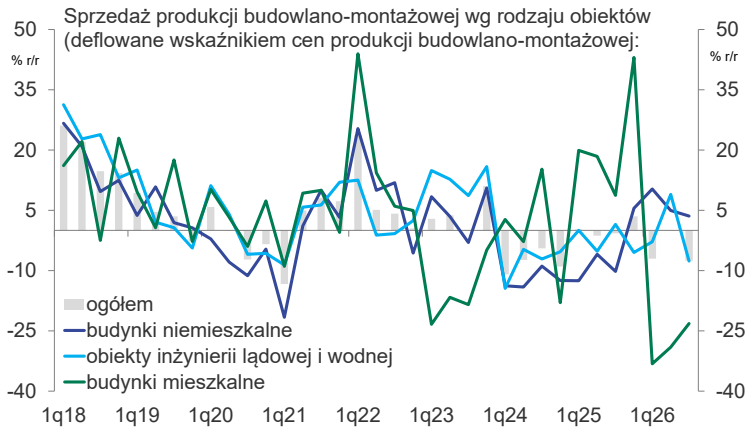
źródło: PONT-INFO

...przy ostrożnych cyklicznych nastrojach



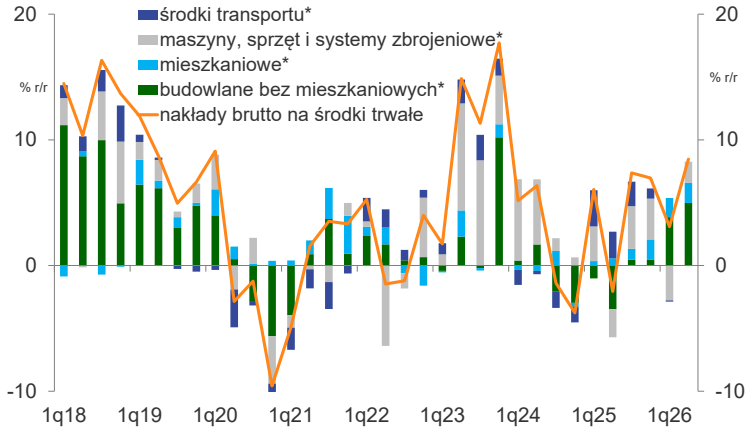
*dane oczyszczone z wahań sezonowych - szacunki własne
źródło: NBP, BOŚ Bank

W 2026 r. wzrost produkcji budowlano-montażowej słabszy od oczekiwań...



źródło: GUS, BOŚ Bank

...choć struktura inwestycji wskazuje na istotną kontrybucję nakładów budowlanych

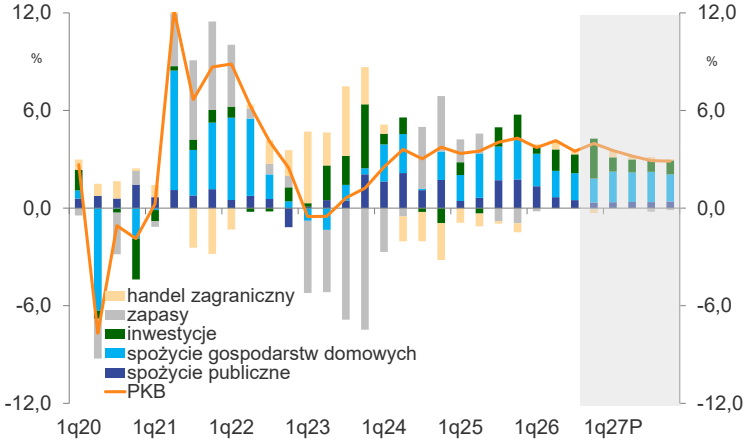


*wartości przyliżone
źródło: Eurostat

W 2026 r. PKB wzrośnie o 3,8%, a w 2027 r. spowolni do 3,1%

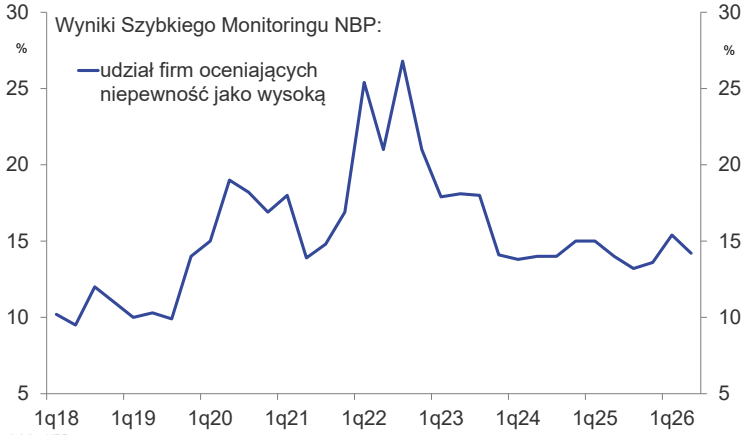
- Prognozujemy, że w 2026 r. wzrost PKB wyniesie 3,8%, a w 2027 r. spowolni do 3,1%.
- Czynnikami wspierającymi solidny wzrost gospodarczy w Polsce będą: - zakładane utrzymanie korzystnej koniunktury globalnej, w tym w Niemczech oraz stabilnego wzrostu sprzedaży eksportowej, - nadal ograniczone osłabienie popytu na pracę i stabilizacja bezrobocia hamujące dalsze spowolnienie dynamiki wydatków konsumentów.
- Z kolei czynnikiem wpływającym na prognozowane zmiany dynamiki PKB będzie zmienność dynamiki nakładów brutto na środki trwałe. W IV kw. br. oczekujemy jeszcze korekcyjnego odbicia inwestycji wobec prawdopodobnego jego spowolnienia w III kw. Zgodnie z naszymi analizami kumulacja wydatków w ramach projektów współfinansowanych z UE przypada na przełom 2026 i 2027 r., co przy dodatkowym efekcie „końca roku" powinno wspierać dwucyfrowy wzrost inwestycji w IV i wzrost dynamiki PKB do ok. 4,0% r/r.
- Choć skala wydatków w ramach projektów unijnych pozostanie wysoka, to już wyższe bazy odniesienia z 2026 r. wpłyną na stopniowy spadek dynamiki inwestycji, i w konsekwencji dynamiki PKB, w trakcie 2027 r. Szacujemy, że w II poł. 2027 r. dynamika PKB osłabi się poniżej 3,0% r/r.
- Istotnym czynnikiem ryzyka dla prognozy pozostaje sytuacja zewnętrzna tj. koniunktura gospodarki globalnej, w tym sytuacji geopolitycznej. Bieżąca korekta cen ropy naftowej i benzyny ogranicza to ryzyko, niemniej dotychczasowa zmienność sugeruje ostrożność, ponadto wzrosty cen gazu pozostaną czynnikiem ryzyka dla prognoz gospodarki realnej w UE.
- Dotychczasowe sygnały z rynku pracy (dane dot. zatrudnienia i bezrobocia, prognozy firm popytu na pracę) wskazują na pewne ograniczenie ryzyka koniunktury na rynku pracy na perspektywy konsumpcji.

Inwestycje czynnikiem stymulującym zmienność dynamiki PKB...



źródło: GUS, BOS Bank

...utrzymanie ograniczonej niepewności powinno sprzyjać stabilnej koniunkturze

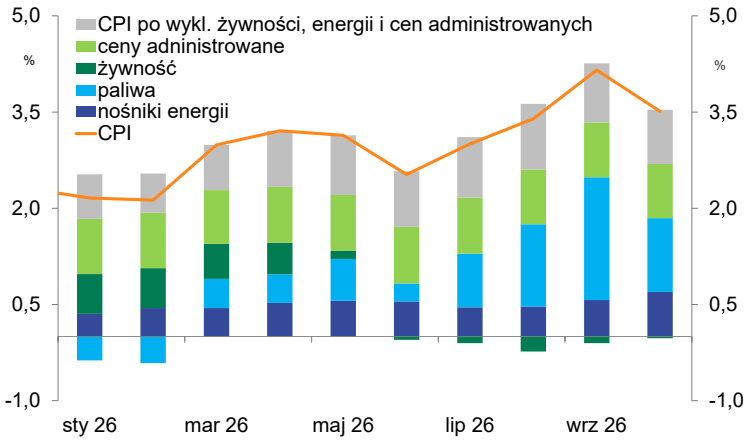


źródło: NBP

Wzrost i podwyższona zmienność inflacji w trakcie 2026 r. głównie pod wpływem cen paliw

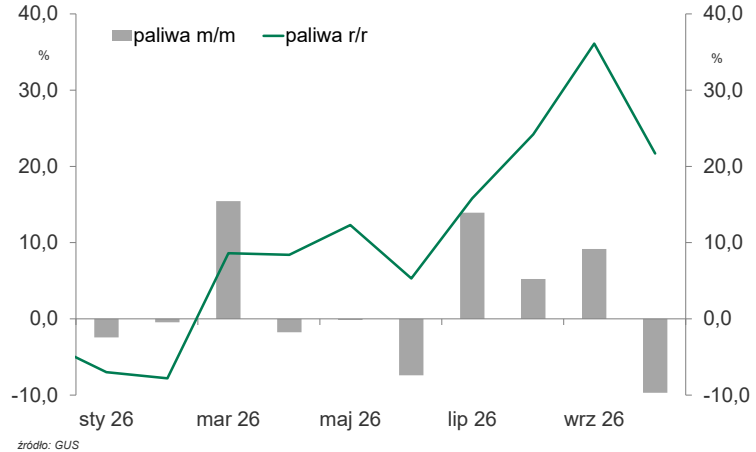
- Na przełomie III i IV kw. utrzymała się podwyższona zmienność wskaźnika inflacji CPI w wyniku wysokiej zmienności cen paliw, zarówno z powodu wahań cen ropy naftowej jak i zmian w programie CPN obniżającym VAT i akcyzę na paliwa (wprowadzenie w kwietniu, wygaszenie w lipcu i ponowne wprowadzenie w październiku).
- Jednocześnie na przełomie III i IV kw. poszerzający się efekt wzrostu cen surowców energetycznych poskutkował silniejszym wzrostem cen opału.
- Choć ceny żywności wciąż obniżały się w skali roku, to od III kw. dezinflacyjny wpływ tej kategorii na wskaźnik CPI zaczął słabnąć.
- W efekcie na koniec III kw. inflacja CPI przekroczyła poziom 4,0% r/r i gdyby w październiku nie wprowadzono kolejnej edycji programu CPN na tym poziomie utrzymałaby się także na początku IV kw. Natomiast przywrócenie CPN obniżyło CPI w październiku do 3,5% r/r.
- Po lekkim wzroście na przełomie II i III kw., w kolejnych miesiącach ustabilizowała się natomiast kontrybucja inflacji bazowej we wzrost CPI.

Wzrost wskaźnika CPI oraz jego zmienności w 2026...



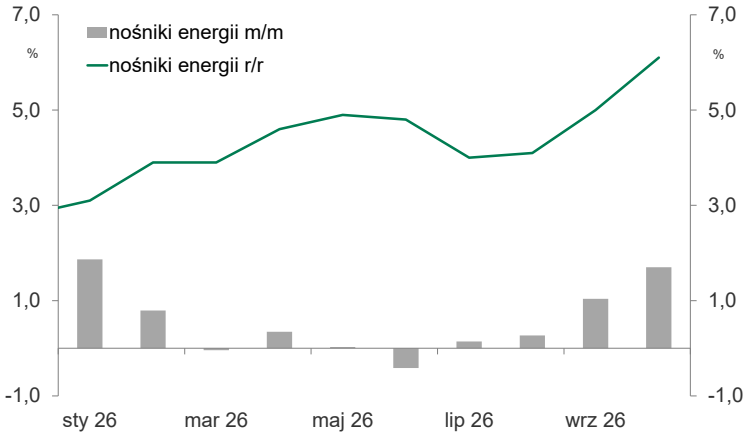
źródło:GUS, BOŚ Bank

...głównie pod wpływem skokowych zmian cen paliw



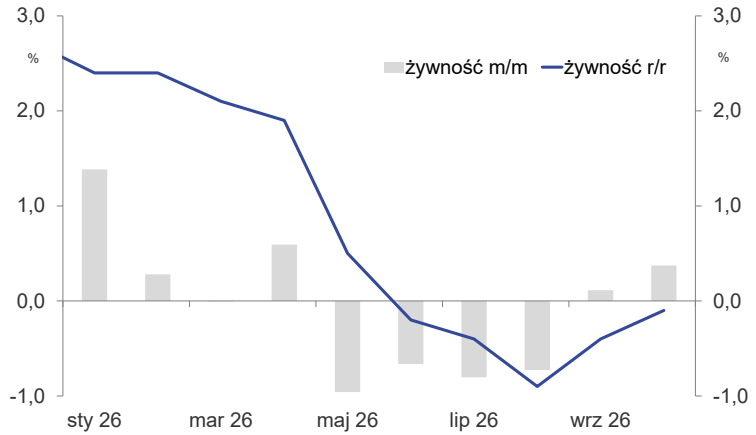
źródło: GUS

Rozszerzający się wzrost cen surowców podwyższył na jesieni ceny opału...



źródło: GUS

...oraz osłabł dezinflacyjny wpływ cen żywności

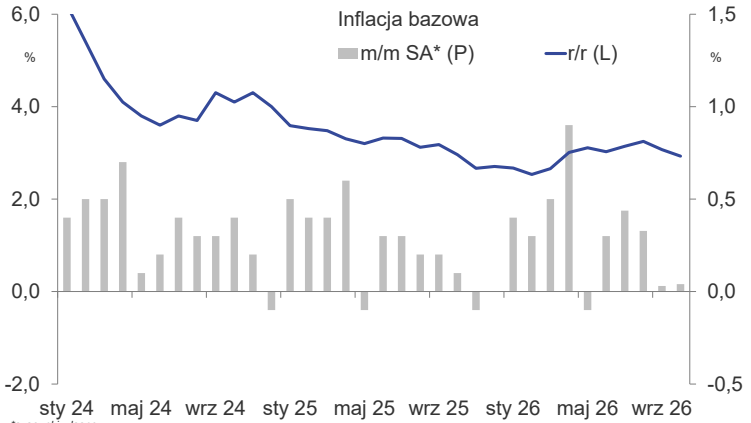


źródło: GUS, BOŚ Bank

Nieoczekiwane jesienne obniżenie inflacji bazowej...

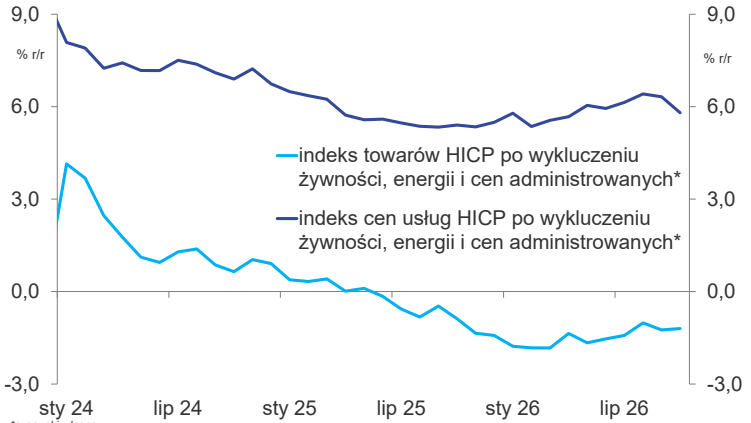
- Po pewnym przyspieszeniu wzrostu inflacji bazowej w połowie roku (gł. w efekcie wzrostu cen usług transportowych z powodu wzrostu cen paliw), od września inflacja obniżyła się pomimo niskich baz odniesienia.
- Nasze szacunki zmian miesięcznych inflacji bazowej po wykluczeniu efektów sezonowych wskazują na wyraźnie niższe tempo wzrostu cen. Ten trend zauważalny jest zarówno w grupie towarów jak i usług.
- Choć wyższe ceny energii powinny skutkować wzrostem cen towarów, to struktura danych wskazuje raczej na dominujący dotychczas efekt wzrostu cen z tytułu boomu technologicznego. Czynnikiem hamującym wzrost cen towarów pozostaje konkurencja importu z Chin skutkująca m.in. spadkiem cen samochodów czy mebli.
- Przy utrzymaniu wyższego wzrostu cen usług transportowych, stabilizacji wskaźnika cen usług związanych z mieszkaniem (gł. usługi nierynkowe), na jesieni mocniej obniżył się wskaźnik cen usług rekreacji i kultury oraz tranposrtu, co potwierdza dezinflacyjny wpływ niższych kosztów pracy i korektę wcześniejszych wzrostów cen z tytułu kosztów paliw.

Jak dotąd bardzo ograniczony wpływ wyższych cen surowców energetycznych na inflację bazową...



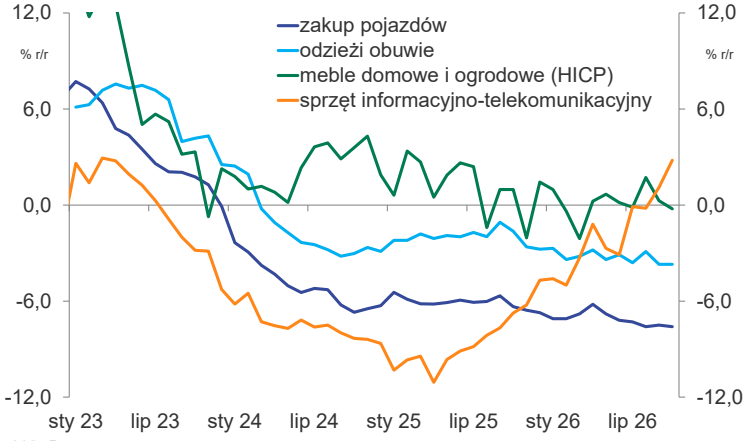
*szacunki własne
źródło: NBP, BOŚ Bank

...w głównej mierze podwyższający ceny usług transportowych



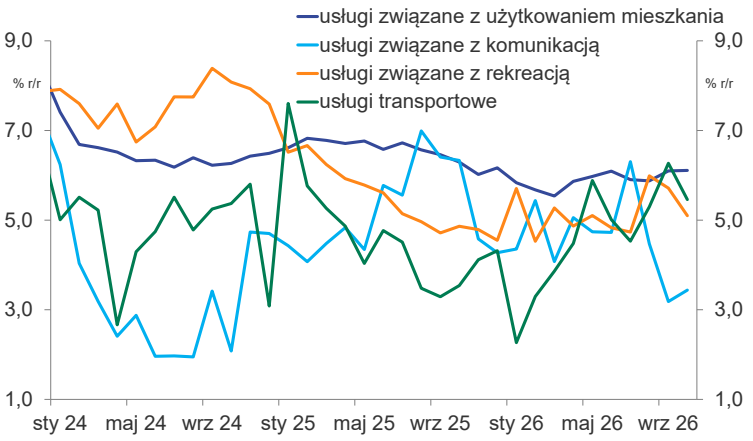
*szacunki własne
źródło: Eurostat, BOŚ Bank

Dynamika cen w grupie towarów pod wpływem boomu technologicznego i tańszej konkurencji z Chin



źródło: Eurostat

Wolniejszy wzrost cen usług rynkowych dzięki słabnącej dynamice kosztów pracy

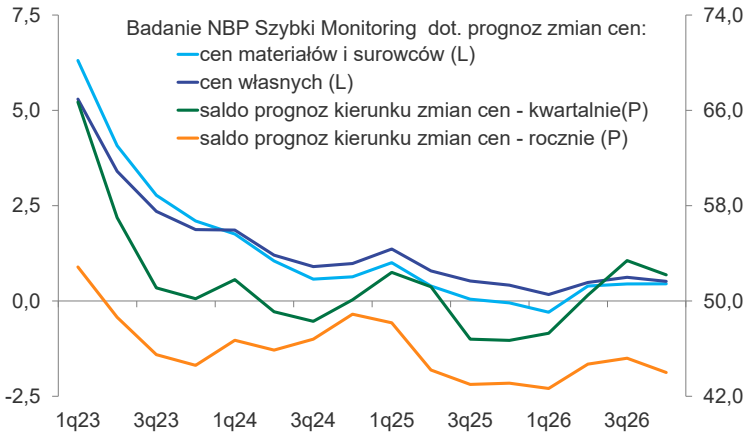


źródło: Eurostat

...wspiera scenariusz ograniczonego wzrostu inflacji bazowej w kolejnych kwartałach

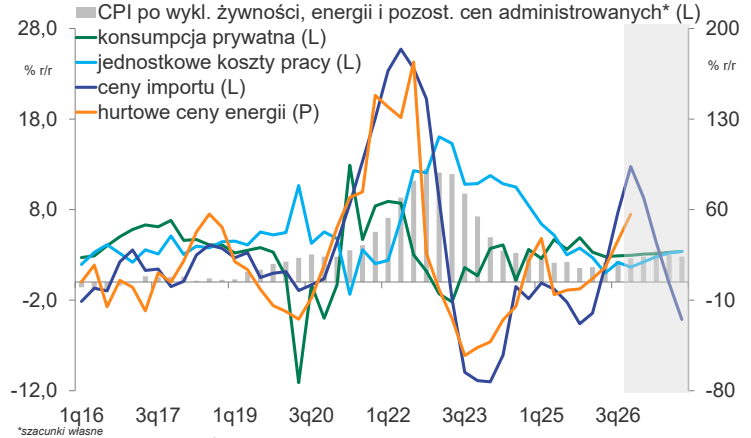
- Oczekujemy w 2027 r. wzrostu inflacji bazowej z powodu silnego wzrostu kosztów surowców energetycznych i paliw (zgodnie z prognozami przedsiębiorstw). Jednocześnie jednak podtrzymujemy dotychczasowe założenia, że skala tego wzrostu pozostanie ograniczona, głównie ze względu utrzymanie niższego wzrostu kosztów pracy oraz umiarkowany popyt konsumpcyjny.
- Choć podwyższone w stosunku do poziomów historycznych oczekiwania inflacyjne stanowią czynnik ryzyka dla prognozy, to jak na razie nie wskazują one na silne przyspieszenie. W większym stopniu większa powszechność indeksowania umów o wskaźnik CPI (po silnym wzroście inflacji w l. 2021 – 2022) może utrwalać efekt wzrostu cen surowców na pozostałe towary i usługi, natomiast wpływ tego czynnika powinien być ograniczony.
- Wzrost inflacji bazowej w 2027 r. będzie ograniczony także zakładaną nieco niższą skalą wzrostu cen administrowanych w roku wyborczym.
- Prognozujemy, że w ujęciu średniorocznym inflacja bazowa wzrośnie w 2027 r. do 3,5% r/r wobec 3,0% szacowanych w 2026 r.

Prognozy przedsiębiorstw potwierdzają jedynie umiarkowany wzrost cen własnych....



źródło: NBP

...spadek dynamiki kosztów pracy istotnie ograniczy skalę wzrostu inflacji bazowej...



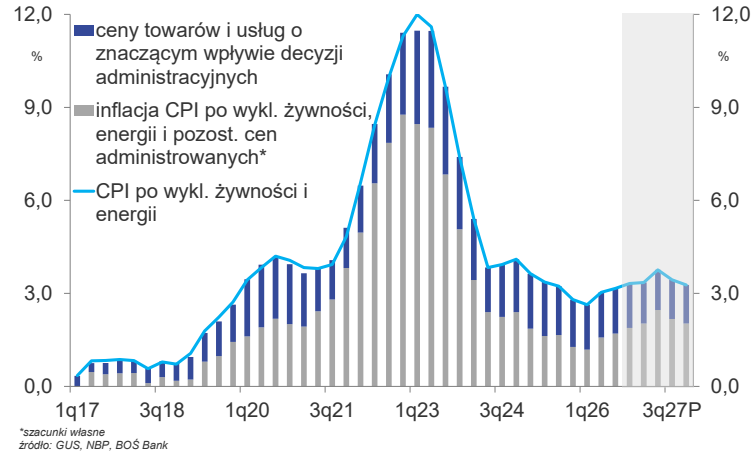
*szacunki własne
źródło: GUS, Eurostat, Bloomberg, BOŚ Bank

...choć wyzwaniem są wciąż relatywnie wysokie oczekiwania inflacyjne konsumentów



źródło: Komisja Europejska

W trakcie 2027 r. oczekiwany ograniczony okresowy wzrost inflacji bazowej

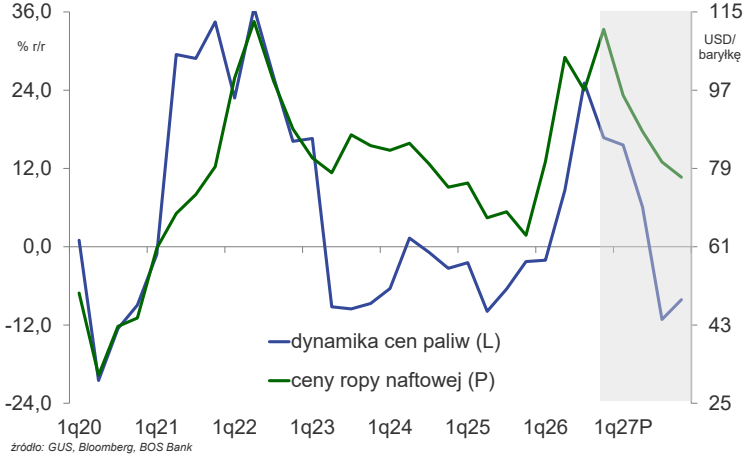


*szacunki własne
źródło: GUS, NBP, BOŚ Bank

Ceny energii zależne od decyzji administracyjnych

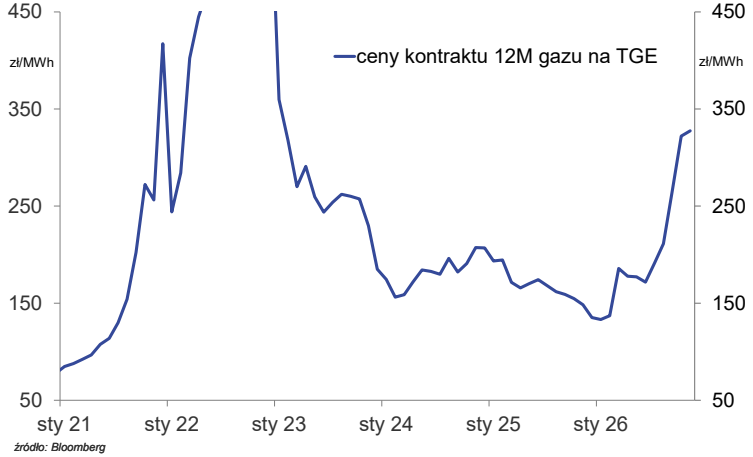
- Przy założeniu stopniowego spadku cen ropy naftowej oczekujemy wyraźnego obniżenia rocznej dynamiki cen paliw w trakcie 2027 r.
- Na przełomie roku istotny wpływ na ścieżkę cen paliw będzie miała rynkowa zmienność cen ropy i benzyny oraz decyzje dot. CPN. W scenariuszu bazowym zakładamy, że decyzja o kontynuacji programu będzie zależna od cen rynkowych i celem będzie uniknięcie silnego wzrostu cen (powyżej 7,0 zł. za litr (Pb 95)).
- Notowany w ostatnich miesiącach silny wzrost cen gazu mógłby silnie podwyższyć od stycznia 2027 r. dynamikę wzrostu cen nośników energii. Zakładamy natomiast, że zgodnie z rządowym projektem ustawy dot. mrożenia cen gazu, będzie on minimalny.
- Na ten moment nie ma informacji dot. potencjalnych działań osłonowych na rynku energii elektrycznej, niemniej warunki rynkowe na tym rynku nie stanowią tak dużego ryzyka dla prognoz inflacji.
- Na przełomie roku wzrost dynamiki cen nośników energii cały czas będzie stymulowany wyższymi cenami opału, przy ograniczonych zmianach cen regulowanych.

Oczekiwany stopniowy spadek cen ropy naftowej poskutkuje ujemną dynamiką cen paliw w II poł. 2027 r.



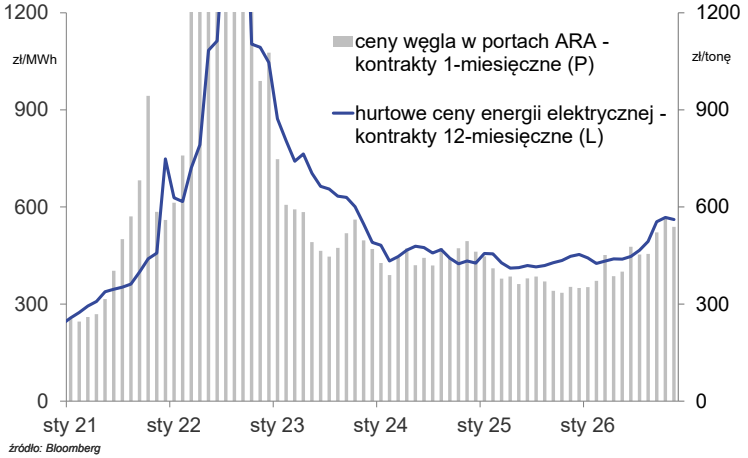
źródło: GUS, Bloomberg, BOS Bank

Przyspieszenie wzrostu cen gazu na jesieni implikowałyby kilkudziesięcioprocentowy wzrost rachunku za gaz....



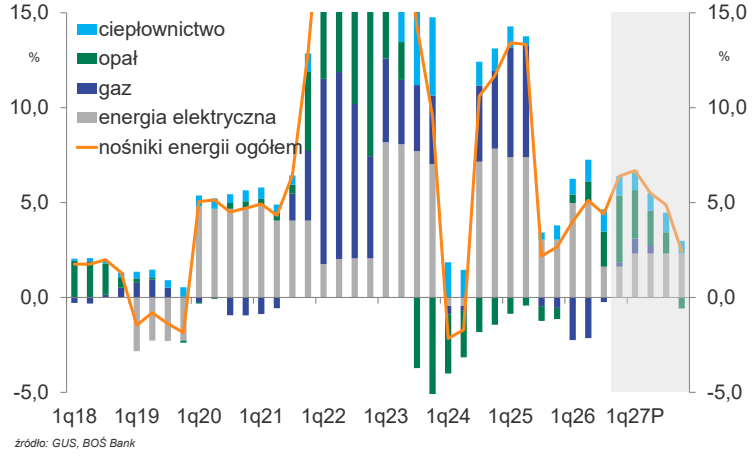
źródło: Bloomberg

...w dużo mniejszej skali wzrost rachunków za energię elektryczną...



źródło: Bloomberg

...działania administracyjne powinny jednak ograniczyć skalę wzrostu cen nośników energii z początkiem 2027 r.

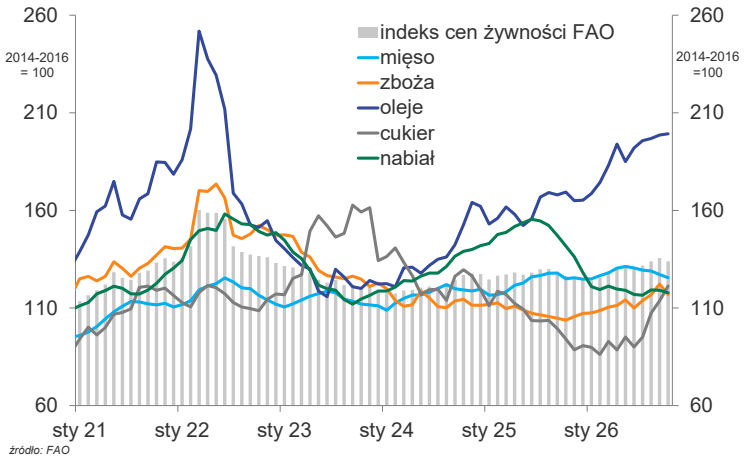


źródło: GUS, BOŚ Bank

W 2027 r. oczekiwany wyraźny wzrost dynamiki cen żywności

- W ostatnich miesiącach indeks cen surowców żywnościowych rósł w ograniczonej skali. W kolejnych kwartałach wg zewnętrznych ośrodków analitycznych oczekiwany jest dalszy wzrost cen surowców żywnościowych (słabsze światowe zbiory, problemy transportowe w rejonie Morza Czarnego, negatywne scenariusze dot. ElNinjo).
- W trakcie 2027 r. oczekujemy wzrostu dynamiki cen żywności przetworzonej z obecnych bardzo niskich poziomów.
- Czynnikiem potencjalnie osłabiającym skalę wzrostu cen mięsa może być w kolejnych miesiącach nadwyżka podaży na rynku UE, (m.in. w kontekście ograniczenia importu przez Chiny).
- Przy założeniu przeciętnych warunków pogodowych, ograniczonej zmienności cen owoców importowanych (prognozy MFW) oraz biorąc pod uwagę wskazywany problem suszy dla warzyw korzeniowych oczekujemy lekkiego wzrostu dynamiki cen warzyw i owoców, przy bardzo niskich bazach odniesienia.
- Oczekujemy wzrostu dynamiki cen żywności pod koniec 2027 r. do ponad 4,0% r/r wobec lekkiego spadku cen w III kw. br.

Umiarkowany wzrost cen surowców żywnościowych...



źródło: FAO

...poskutkuje wzrostem dynamiki cen żywności przetworzonej z lokalnego minimum w III kw. 2026 r.



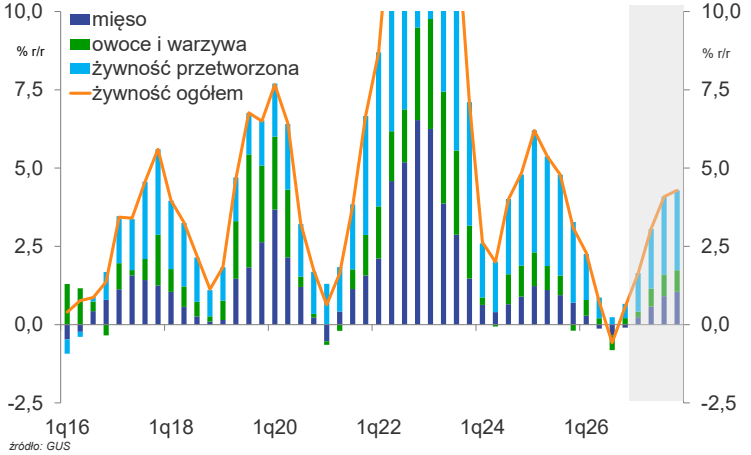
źródło: GUS, Eurostat, FAO, BOS Bank

W 2027 r. prawdopodobny także nieco wyższy wzrost cen owoców i warzyw



źródło:GUS, BOŚ Bank

Oczekiwany wyraźny wzrost dynamiki cen żywności

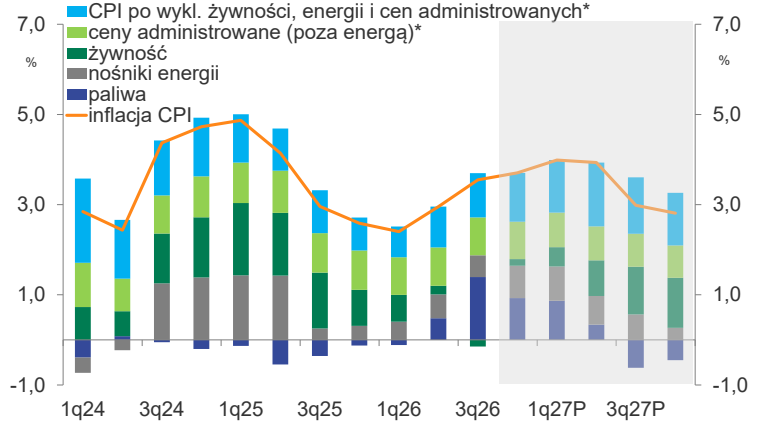


źródło: GUS

Dla scenariusza powrotu inflacji CPI poniżej 3,5% kluczowe decyzje administracyjne...

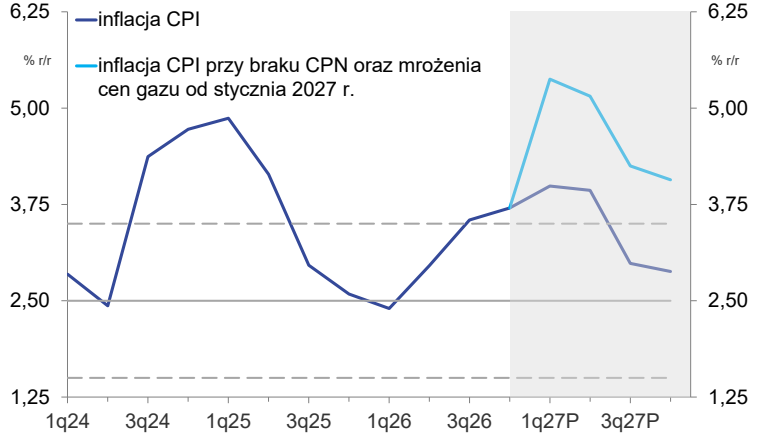
- Prognozujemy, że średnioroczny wskaźnik inflacji CPI w 2027 r. wyniesie 3,3% wobec 3,1% r/r szacowanych na 2026 r. Ta prognoza zakłada dalszy lekki spadek cen ropy naftowej w trakcie przyszłego roku, ograniczony wzrost inflacji bazowej oraz nośników energii, a z drugiej strony wyraźny wzrost cen żywności.
- W I kw. 2027 r. inflacja CPI będzie oscylować blisko poziomu 4,0% r/r, po czym od II kw. przy wyraźnym wzroście bazy odniesienia dla cen paliw będzie obniżać się do ok. 2,8% r/r na koniec roku.
- Kształtowanie się cen surowców energetycznych pozostaje istotnym czynnikiem ryzyka. Notowana w trakcie 2026 r. zmienność tych cen wskazuje na wciąż podwyższone ryzyko dla prognozy stopniowej stabilizacji sytuacji.
- Poza kształtowaniem się cen surowców na rynku globalnym oraz założeniami dot. skali wpływu wzrostu cen surowców na inflację bazową, dużo ważniejszą kwestią wpływającą na ścieżkę inflacji będą jednak decyzje administracyjne.
- Szczególnie istotne, przy obecnych rynkowych cenach gazu, jest ostateczne przyjęcie ustawy dot. mrożenia cen gazu zgodnie z projektem rządowym. W naszej prognozie założyliśmy także, że z początkiem roku skala wzrostu cen paliw będzie ograniczona. Zakładamy, że ewentualne zakończenie lub ograniczenie programu CPN nastąpi jedynie w sytuacji utrzymania korzystnych tendencji rynkowych na rynku paliw.

Po wzroście na początku roku, oczekiwany stopniowy spadek inflacji od II kw. 2027 r.



*szacunki własne
źródło: GUS, Eurostat, BOŚ Bank

Dla kształtowania się inflacji w 2027 r. kluczowe decyzje administracyjne



źródło: GUS, BOS Bank

...które będą także miały istotny wpływ decyzje RPP

- Choć spore zaskoczenie niższym wskaźnikiem CPI w październiku oraz silny spadek cen paliw w listopadzie lekko ograniczyły skalę oczekiwań rynkowych (kontrakty FRA) dot. zaostrzenia polityki pieniężnej przez RPP, to oczekiwania na podwyżki stóp utrzymują się. Te prognozy wspiera: - zmiana przekazu członków RPP (w tym prezesa NBP) i dopuszczenie opcji podwyższenia stóp , - zacieśnienie polityki pieniężnej przez Fed i EBC, - prognozy wzrostu inflacji w 2027 r., także w listopadowej projekcji NBP.

- Opublikowana w listopadzie projekcja NBP zakłada wyraźny wzrost inflacji CPI w 2027 r. (do 4,2% r/r w ujęciu średniorocznym), co poskutkowało wskazaniem przez wielu członków Rady opcji podwyżki stóp na początku roku. Taką decyzję większość z nich uzależnia jednak od kształtowania się cen energii w 2027 r. w dużej mierze zależnych od decyzji administracyjnych.

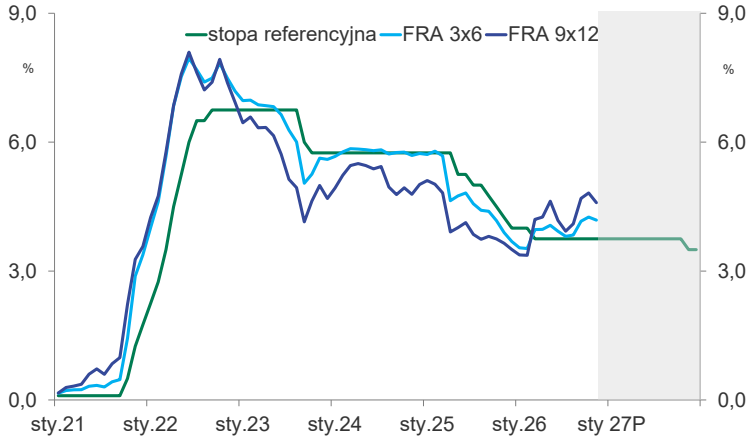
- Przyjmując nasze bazowe założenia dot. działań osłonowych obniżających ścieżkę cen energii, oczekujemy wyraźnie niższej ścieżki inflacji CPI w 2027 r. wobec bazowej prognozy NBP. Tym samym w warunkach: - utrzymania inflacji CPI poniżej 4,0% r/r w I kw. 2027 r., - prognozy spadku inflacji od II kw., - utrzymania niższej dynamiki płac, - ograniczonej skali wzrostu inflacji bazowej, oczekujemy stabilnych stóp procentowych przez większą część 2027 r.

- Ponadto potencjał spadku inflacji w kierunku celu inflacyjnego NBP na przełomie 2027 i 2028 r. oraz obniżenie wzrostu PKB w II poł. 2027 r. mogą skłonić Radę do lekkiego poluzowania polityki monetarnej w ostatnich miesiącach przyszłego roku.

- Bilans ryzyka dla bazowego scenariusza wskazuje na wyższe prawdopodobieństwo wyższych stóp NBP (o 25 – 50 pkt. baz.) z uwagi na: - brak ostatecznych rozwiązań administracyjnych na rynku energii, - zmienność cen surowców, - osłabienie złotego, - w przeszłości częste zmiany funkcji reakcji RPP.

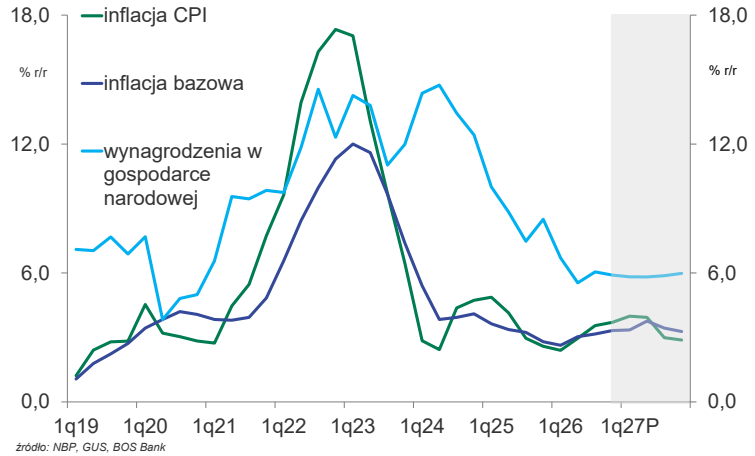
- Pod koniec 2027 r. dla perspektyw polityki monetarnej istotnym czynnikiem będzie to czy zgodnie z obecnym planem od początku 2028 r. wejdzie w życie system ETS2 i jaki będzie miał ostateczny wpływ na średnioterminowe prognozy inflacji. NBP oszacował w najnowszej projekcji, że w 2028 r. z tego tytułu inflacja CPI może być wyższa o ok. 1,5-2,0 pkt. proc.

W bazowym scenariuszu nie oczekujemy podwyżek stóp procentowych NBP...



źródło: Bloomberg

...zakładając ograniczony wzrost inflacji CPI na początku roku

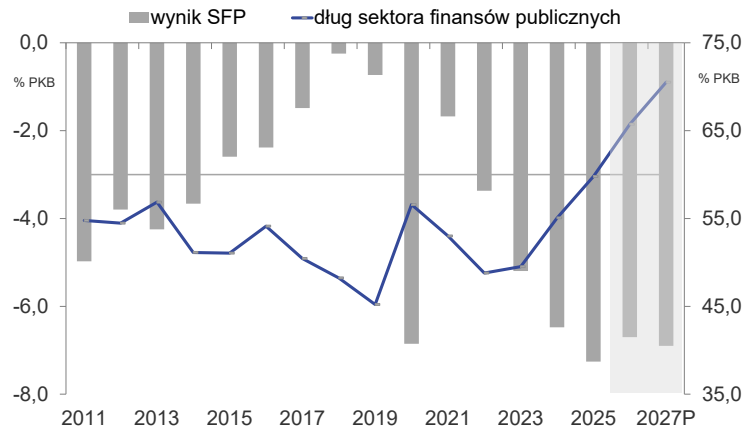


źródło: NBP, GUS, BOS Bank

Utrzymanie wysokiego deficytu i wzrost długu SFP...

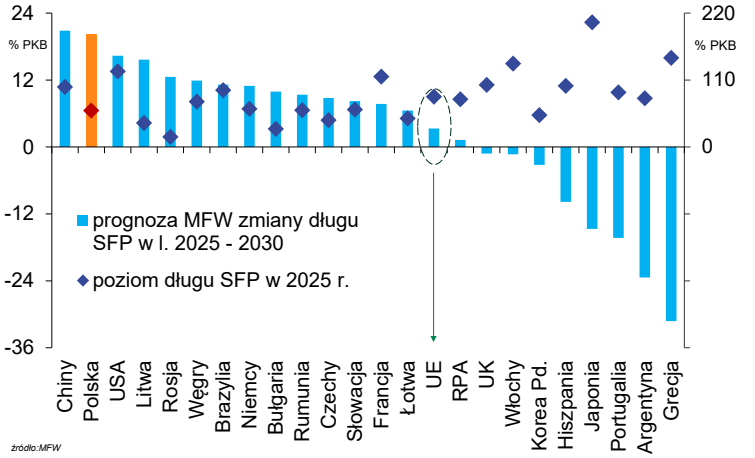
- Dane nt. budżetu państwa za III kw. potwierdzają, że choć wykonanie dochodów z podatków pośrednich będzie niższe względem założeń ustawy budżetowej, to dzięki niższym wydatkom nie jest zagrożone wykonanie budżetu z deficytem przyjętym w ustawie budżetowej.
- Ponadto lepsze wyniki finansowe funduszy BGK (gł. FWSZ) dają szansę na nieco niższy poziom deficytu SFP wobec dotychczasowych prognoz. Szacujemy, że deficyt w 2026 r. wyniesie ok. 6,8% PKB i utrzyma się w okolicach 7,0% PKB w 2027 r. Przy tych założeniach oczekujemy wzrostu długu sektora publicznego odpowiednio do 65,7% i 70,5% PKB.
- Jako niskie oceniamy prawdopodobieństwa scenariusza przekroczenia poziomów ustawowych i konstytucyjnych dot. poziomu długu publicznego. Te wskaźniki dotyczą węższej kategorii państwowego długu publicznego (PDP), którego wzrost może być stosunkowo łatwo ograniczany przez przesunięcie wydatków do innych kategorii sektora finansów publicznych (np. funduszy BGK), które nie są uwzględniane w statystykach PDP.
- Choć poziom długu publicznego na tle międzynarodowym pozostaje umiarkowany to wyzwaniem pozostaje jego silny wzrost w nadchodzących latach. Według prognoz MFW Polska znajduje się w grupie 10 państw o największym prognozowanym wzroście długu SFP w perspektywie 2030 roku. Tempo nominalnego wzrostu PKB pozostaje wyższe od nominalnego kosztu obsługi długu, niemniej ta różnica w ostatnim okresie zmalała, co świadczy o rosnących wyzwaniach z tytułu rosnącego długu publicznego.
- Przy założeniu braku dalszej ekspansji wydatków publicznych (w tym w nadchodzącym roku wyborczym), braku waloryzacji wydatków kwotowych (np. świadczenia rodzicielskie) oraz przy założeniu, że tempo wzrostu PKB w nadchodzących latach pozostanie umiarkowane (ok. 3,0%), możliwe jest bardzo łagodne ograniczenie deficytu sektora SFP, które jednak nie zatrzyma wzrostu długu publicznego w relacji do PKB, a jedynie spowolni jego tempo wzrostu. Sytuacja finansów publicznych pogorszyłaby się jednak znacząco w warunkach ewentualnego silniejszego spowolnienia gospodarczego.

W l. 2026 – 2027 deficyt SFP blisko poziomu 7,0% PKB...



źródło: MF, GUS, BOŚ Bank

...będzie skutkował silnym wzrostem długu sektora SFP

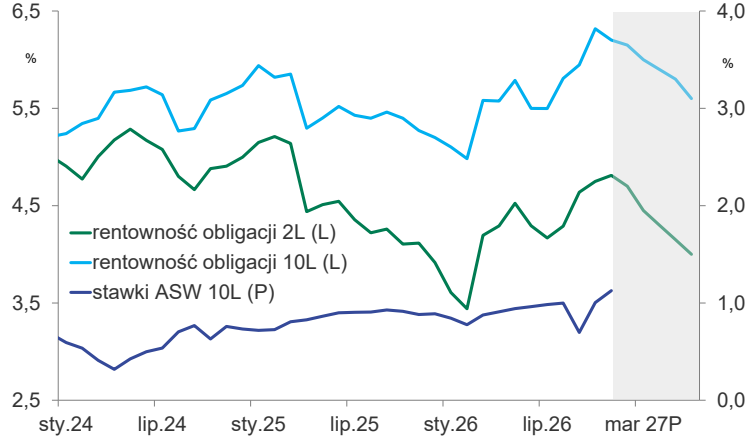


źródło:MFW

...będzie nadal ciążyć notowaniom obligacji skarbowych

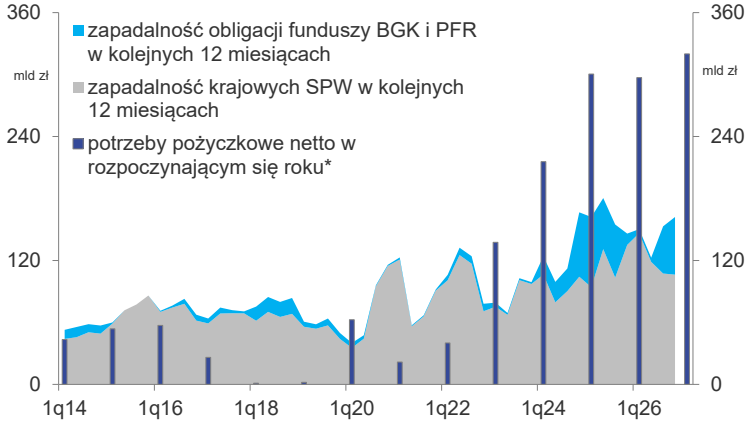
- Nasza prognoza stóp NBP oraz lekkiego obniżenia rentowności obligacji na rynkach bazowych daje podstawy do oczekiwania obniżenia rentowności krajowych obligacji skarbowych. Jednocześnie biorąc pod uwagę większy potencjał do spadku rentowności na krótszym końcu krzywej, w trakcie 2027 r. krzywa ponownie lekko się wystromić.
- Cały czas kluczowym czynnikiem hamującym skalę spadku rentowności pozostanie sytuacja fiskalna i utrzymujące się bardzo wysokie podaże papierów przy pogorszeniu oceny fiskalnej Polski na rynku międzynarodowym (w 2026 r. rewizje w dół oceny / perspektywy ratingu Polski).
- Ponadto wciąż utrzymujące się ryzyko zarówno w aspekcie sytuacji geopolitycznej i na rynku surowców jak również koniunktury gospodarczej na świecie, a przede wszystkim obaw dot. stabilności fiskalnej globalnie stanowią istotny czynnik ryzyka dla prognoz cen krajowych obligacji. .
- Ryzyko wzrostu podaży papierów skarbowych szczególnie mocno wzrosłoby w scenariuszu negatywnym rozwoju sytuacji gospodarczej, mocno pogarszając sytuację fiskalną (spowolnienie aktywności i słabsze dochody, potencjalnie wyższe wydatki z tytułu działań osłonowych wobec wzrostu kosztów energii, wzrost kosztów obsługi długu w sytuacji wyższych stóp NBP i wzrostu globalnej awersji do ryzyka).
- O ile bowiem bieżący wzrost długu publicznego nie ma w naszej ocenie znamion kryzysowych i możliwa jest bardzo stopniowa redukcja deficytu SFP, to praktycznie wyczerpała się przestrzeń do stabilnej absorpcji poprzez poluzowanie polityki fiskalnej potencjalnych kolejnych szoków makroekonomicznych.

Widzimy potencjał do lekkiego obniżenia rentowności obligacji skarbowych z bieżących wysokich poziomów...



źródło: Bloomberg

...którego skalę ograniczy gorsza sytuacja fiskalna i wysokie podaże papierów skarbowych



**po wykluczeniu środków na wykup obligacji BGK i PFR oraz finansowania KPO*
źródło: MF, BOS Bank

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Produkt Krajowy Brutto	*% r/r*	**-2,0**	**6,9**	**5,3**	**0,2**	**3,2**	**3,8**	**3,8**	**3,1**
Popyt krajowy	*% r/r*	-2,8	8,6	4,8	-3,0	4,8	4,6	3,8	3,0
Spożycie indywidualne	*% r/r*	-3,4	6,2	5,0	-0,3	2,9	4,0	3,0	3,2
Nakłady brutto na środki trwałe	*% r/r*	-3,0	1,5	1,7	12,7	0,4	4,9	8,0	4,6
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	*% PKB*	0,8	-1,7	0,5	3,2	-1,6	-0,8	0,0	0,1
Saldo rachunku obrotów bieżących	*% PKB*	2,4	-1,3	-2,2	1,6	0,3	-1,0	-1,4	-0,6
	mld EUR	12,6	-7,8	-14,9	11,6	2,8	-9,1	-14,0	-6,6
Transfery z Unii Europejskiej*	*mld EUR*	18,2	15,9	16,2	16,7	12,6	15,8	17,5	19,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	*%, śr.*	**6,0**	**6,4**	**5,4**	**5,2**	**5,1**	**5,4**	**5,9**	**6,0**
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	*% r/r*	-1,0	0,4	2,2	0,6	0,2	-0,1	-0,3	0,2
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	*% r/r*	5,3	8,8	12,1	12,7	13,7	8,7	6,0	5,9
	% r/r, real.	1,9	3,6	-2,0	1,2	9,8	4,9	2,9	2,5
Inflacja CPI	*% r/r, śr.*	**3,4**	**5,1**	**14,4**	**11,4**	**3,6**	**3,6**	**3,1**	**3,3**
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	*% r/r, śr.*	3,9	4,1	9,1	10,2	4,3	3,3	3,0	3,5
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	*% PKB*	**-6,9**	**-1,7**	**-3,4**	**-5,2**	**-6,4**	**-7,3**	**-6,8**	**-7,0**
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	*% PKB*	56,6	53,0	48,8	49,5	54,8	59,6	65,7	70,5
Stopa referencyjna NBP	*%, k.o.*	**0,10**	**1,75**	**6,75**	**5,75**	**5,75**	**4,00**	**3,75**	**3,50**
Stopa kredytu lombardowego NBP	*%, k.o.*	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25	4,50	4,25	4,00
Stopa depozytowa NBP	*%, k.o.*	0,00	1,25	6,25	5,25	5,25	3,50	3,25	3,00
WIBOR 3M	*%, k.o.*	0,21	2,54	7,02	5,88	5,84	3,99	3,85	3,75
Obligacje skarbowe 2L	*%, k.o.*	0,01	3,33	6,63	4,95	5,08	3,80	4,70	4,00
Obligacje skarbowe 5L	*%, k.o.*	0,41	3,93	6,83	5,00	5,48	4,55	5,60	5,10
Obligacje skarbowe 10L	*%, k.o.*	**1,22**	**3,62**	**6,83**	**5,18**	**5,87**	**5,15**	**6,15**	**5,60**
PLN/EUR	*PLN, k.o.*	**4,61**	**4,60**	**4,69**	**4,35**	**4,27**	**4,23**	**4,40**	**4,35**
PLN/USD	*PLN, k.o.*	3,76	4,06	4,40	3,94	4,10	3,60	3,96	3,82
PLN/CHF	*PLN, k.o.*	4,26	4,45	4,77	4,68	4,54	4,54	4,76	4,68

założenia zewnętrzne		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
PKB - USA	*% r/r*	-2,1	6,3	2,4	2,9	3,0	2,3	2,3	2,1
PKB - strefa euro	*% r/r*	-6,1	6,4	3,7	0,5	1,2	1,3	1,1	1,4
PKB - Chiny	*% r/r*	2,0	8,6	3,2	5,4	5,0	5,0	4,6	4,3
Inflacja CPI - USA	*% r/r, śr.*	1,2	4,7	8,0	4,1	3,0	2,7	3,5	2,6
Inflacja HICP - strefa euro	*% r/r, śr.*	0,3	2,6	8,4	5,5	2,4	2,1	3,0	2,6
Stopa funduszy federalnych Fed**	*%, k.o.*	**0,25**	**0,25**	**4,50**	**5,50**	**4,50**	**3,75**	**4,25**	**4,50**
SOFR ON	*%, k.o.*	-	-	-	5,38	4,49	3,71	4,15	4,40
Obligacje USA 10L	*%, k.o.*	0,91	1,51	3,88	3,88	4,57	4,17	4,95	4,45
Stopa depozytowa EBC	*%, k.o.*	**-0,50**	**-0,50**	**2,00**	**4,00**	**3,00**	**2,00**	**2,75**	**2,75**
EURIBOR 3M	*%, k.o.*	-	-	-	-	-	-	2,80	2,80
Obligacje GER 10L	*%, k.o.*	-0,58	-0,19	2,56	2,02	2,36	2,85	3,25	2,95
Stopa SNB	*%, k.o.*	-0,75	-0,75	1,00	1,75	0,50	0,00	0,00	0,00
SARON	*%, k.o.*	-	-	-0,24	1,46	1,28	0,12	-0,05	-0,05
USD/EUR	*USD, k.o.*	**1,22**	**1,14**	**1,07**	**1,10**	**1,04**	**1,17**	**1,11**	**1,14**
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	*USD, śr.*	42,3	70,4	99,8	82,6	80,7	69,0	96,8	84,8

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku
śr. - przeciętnie w okresie
k.o. - na koniec okresu
real. - po korekcie o zmiany cen
* środki rejestrowane po stronie rachunku bieżącego (gł. WPR) oraz rachunku kapitałowego (fundusze strukturalne)
** górna granica przedziału celu Fed (szerokość przedziału 25 pkt. baz.)

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

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27
Produkt Krajowy Brutto	*% r/r*	**3,7**	**4,1**	**3,5**	**4,0**	**3,5**	**3,2**	**2,9**	**2,9**
Popyt krajowy	*% r/r*	3,7	3,7	3,4	4,3	3,3	3,1	2,8	2,9
Spożycie indywidualne	*% r/r*	3,3	2,8	2,9	3,0	3,1	3,1	3,3	3,4
Nakłady brutto na środki trwałe	*% r/r*	3,1	8,5	6,9	10,8	6,7	4,9	4,3	3,6
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	*% PKB*	0,0	0,4	0,1	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,0
Saldo rachunku obrotów bieżących	*% PKB*	-0,8	-1,3	-1,4	-1,4	-1,3	-1,0	-0,8	-0,6
	mld EUR	0,7	-6,2	-6,8	-1,7	2,0	-3,2	-5,0	-0,4
Stopa bezrobocia rejestrowanego	*%, k.o.*	**6,1**	**5,8**	**5,8**	**6,0**	**6,3**	**5,8**	**5,9**	**5,9**
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	*% r/r*	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	0,0	0,3	0,3	0,4
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	*% r/r*	6,7	5,5	6,1	5,9	5,8	5,8	5,9	6,0
	% r/r, real.	4,2	2,5	2,5	2,3	1,9	2,0	2,9	3,1
Inflacja CPI	*% r/r, śr.*	**2,4**	**2,9**	**3,5**	**3,5**	**3,8**	**3,7**	**2,8**	**2,8**
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	*% r/r, śr.*	2,6	3,0	3,2	3,3	3,5	3,8	3,4	3,3
Stopa referencyjna NBP	*%, k.o.*	**3,75**	**3,75**	**3,75**	**3,75**	**3,75**	**3,75**	**3,75**	**3,50**
Stopa kredytu lombardowego NBP	*%, k.o.*	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00
Stopa depozytowa NBP	*%, k.o.*	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,00
WIBOR 3M	*%, k.o.*	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,80	3,75
Obligacje skarbowe 2L	*%, k.o.*	4,50	4,03	4,84	4,70	4,45	4,30	4,15	4,00
Obligacje skarbowe 5L	*%, k.o.*	5,25	4,69	5,91	5,60	5,45	5,35	5,20	5,10
Obligacje skarbowe 10L	*%, k.o.*	**5,86**	**5,25**	**6,31**	**6,15**	**6,00**	**5,90**	**5,80**	**5,60**
PLN/EUR	*PLN, k.o.*	**4,29**	**4,30**	**4,37**	**4,40**	**4,40**	**4,38**	**4,37**	**4,35**
PLN/USD	*PLN, k.o.*	3,74	3,77	3,84	3,96	3,95	3,90	3,86	3,82
PLN/CHF	*PLN, k.o.*	4,68	4,66	4,62	4,76	4,76	4,72	4,70	4,68

założenia zewnętrzne		1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27
PKB - USA	*% r/r*	2,6	2,2	2,1	2,4	2,3	2,2	1,9	2,0
PKB - strefa euro	*% r/r*	0,6	1,2	1,3	1,3	1,6	1,3	1,3	1,5
PKB - Chiny	*% r/r*	5,0	4,3	4,5	4,5	4,4	4,3	4,2	4,1
Stopa funduszy federalnych Fed*	*%, k.o.*	**3,75**	**3,75**	**4,00**	**4,25**	**4,50**	**4,50**	**4,50**	**4,50**
SOFR ON	*%, k.o.*	3,68	3,68	3,90	4,15	4,40	4,40	4,40	4,40
Obligacje USA 10L	*%, k.o.*	4,32	4,47	5,29	4,95	4,90	4,75	4,60	4,45
Stopa depozytowa EBC	*%, k.o.*	**2,00**	**2,25**	**2,50**	**2,75**	**2,75**	**2,75**	**2,75**	**2,75**
EURIBOR 3M	*%, k.o.*	-	-	-	2,80	2,80	2,80	2,80	2,80
Obligacje GER 10L	*%, k.o.*	3,00	2,86	3,58	3,25	3,20	3,15	3,05	2,95
Stopa SNB	*%, k.o.*	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
SARON	*%, k.o.*	-0,05	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05
USD/EUR	*USD, k.o.*	**1,16**	**1,14**	**1,13**	**1,11**	**1,12**	**1,12**	**1,13**	**1,14**
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	*USD, śr.*	80,6	104,6	97,0	105,0	94,2	87,5	80,5	77,0

% 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 jakiejkolwiek 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.