

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

24 sierpnia 2026 r.



Konflikt w Zatoce Perskiej trwa. Niezła kondycja światowej gospodarki. Obligacje pod presją.

**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

- Podpisane w czerwcu wstępne porozumienie USA – Iran okazało się nietrwałe. Od połowy lipca ruch transportowy przez cieśninę Ormuz ponownie wyraźnie osłabł i powróciła presja na wyższe ceny surowców energetycznych.
- Choć twarda retoryka obu stron konfliktu może niepokoić, niemniej dotychczasowy przebieg konfliktu, potencjalne negatywne konsekwencje gospodarcze przedłużającego się konfliktu oraz uwarunkowania polityczne (zbliżające się listopadowe wybory połówkowe w USA) nadal przemawiają za scenariuszem ostatecznego osiągnięcia porozumienia oraz stabilizacji cen surowców w kolejnych miesiącach. Takie założenie nadal przyjmujemy w scenariuszu bazowym.
- Przy tym założeniu generalnie podtrzymaliśmy prognozy wzrostu gospodarczego oraz inflacji na II poł. 2026 r. i w I poł. 2027 r. pomimo wydłużającego się konfliktu na Bliskim Wschodzie, gdyż dotychczas pozytywnie zaskoczyły: niższa ścieżka cen ropy naftowej w II kw., niższa dynamika cen żywności oraz większa odporność gospodarki globalnej i krajowej na niestabilną sytuację geopolityczną i surowcową.
- Prognozujemy, że PKB w Polsce wzrośnie w 2026 r. o 3,8%. Mocny wzrost PKB powinien utrzymać się dzięki kumulacji w tym roku inwestycji finansowanych ze środków UE, przy stabilnych danych z gospodarki globalnej i utrzymaniu mocniejszego wzrostu eksportu. Czynnikiem ograniczającym dynamikę PKB będzie słabsza konsumpcja prywatna w następstwie wolniejszego wzrostu dochodów gospodarstw domowych.
- Prognozujemy, że wskaźnik inflacji CPI wzrośnie w nadchodzących miesiącach w okolice 3,5% r/r w konsekwencji wyższej ścieżki cen paliw, przy założeniu bardzo stopniowego stabilizowania się cen produktów rafinacji ropy naftowej w Europie oraz ostatecznego wygaszenia z końcem sierpnia programu CPN. W 2027 r. oczekujemy obniżenia inflacji CPI dzięki wysokim bazom odniesienia dla cen paliw.
- W tym scenariuszu inflacyjnym oczekujemy utrzymania stabilnych stóp procentowych NBP do połowy 2027 r. Oceniamy, że pomimo dominującego na świecie zaostrzenia polityki pieniężnej RPP nie zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych, uznając wzrost inflacji za zjawisko przejściowe. Jednocześnie podwyższona inflacja nie da przestrzeni dla obniżki stóp do końca bieżącego roku i na początku 2027 r.
- Sytuacja na Bliskim Wschodzie pozostaje głównym czynnikiem ryzyka. Ewentualne wydłużanie konfliktu poskutkowałoby mocniejszym wzrostem cen surowców i inflacji oraz spowolnieniem aktywności gospodarczej, silniej negatywnie wpływając na globalny rynek obligacji skarbowych i wyostrając globalny problem wysokiego długu publicznego i wysokich podaży na rynku długu.



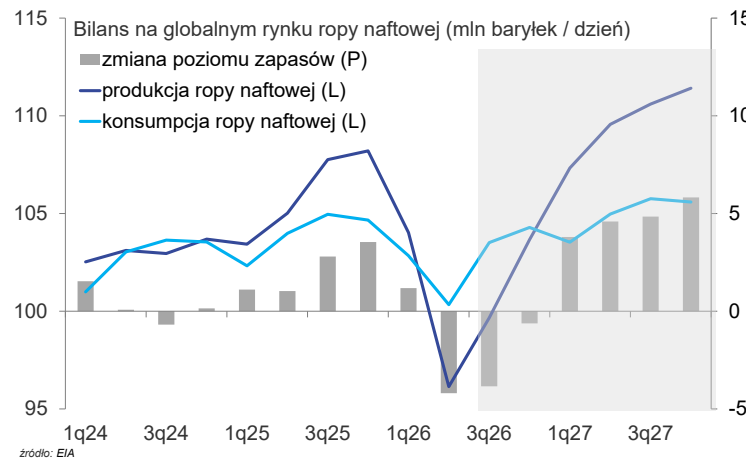
Po krótkiej poprawie sytuacja na Bliskim Wschodzie ponownie niestabilna

- Podpisane w czerwcu wstępne porozumienie USA–Iran okazało się nietrwałe i od połowy lipca transport przez cieśninę Ormuz ponownie osłabł. Jednocześnie oczekiwania na porozumienie, alternatywne szlaki transportu, zwiększenie produkcji spoza Zatoki Perskiej, wykorzystanie zapasów i niższa konsumpcja ograniczały skalę wzrostu cen ropy.
- Wyższe ceny utrzymują się na europejskim rynku gazu (mniejsze zapasy, gorsza sytuacja Kataru w zakresie alternatywnego transportu względem np. Arabii Saudyjskiej). Dotychczas w ograniczonym stopniu wzrosły ceny żywności.
- Szczególnie trudna sytuacja utrzymuje się na rynku produktów rafinacji ropy naftowej, (gł. w Europie), z powodu większych trudności w alternatywnym transporcie z Zatoki Perskiej tych produktów i ograniczenia podaży w Rosji (ukraińskie ataki dronowe na rafinerie).
- Podtrzymujemy założenie stabilizowania się sytuacji na Bliskim Wschodzie w najbliższych miesiącach i obniżenia cen ropy do 80 USD/baryłkę na koniec br. Bieżąca retoryka obu stron niepokoi, jednak podobne sytuacje miały już miejsce, a argumenty za zakończeniem konfliktu narastają (wybory połowkowe w USA, wysokie rentowności obligacji).

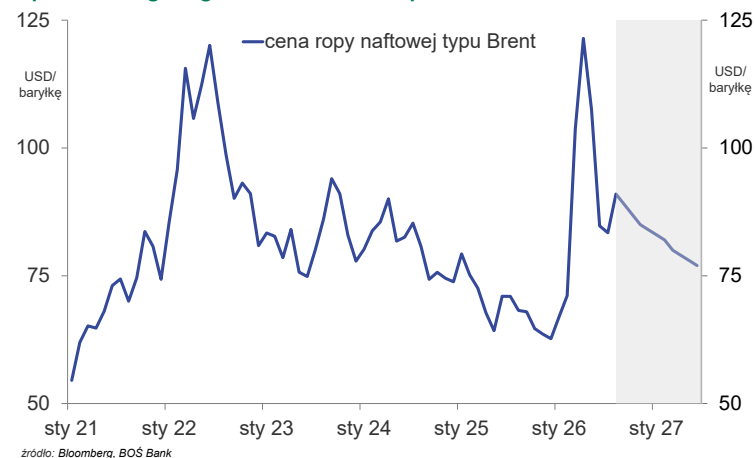
2026-08-24

Klauzula poufności: BOŚ jawne

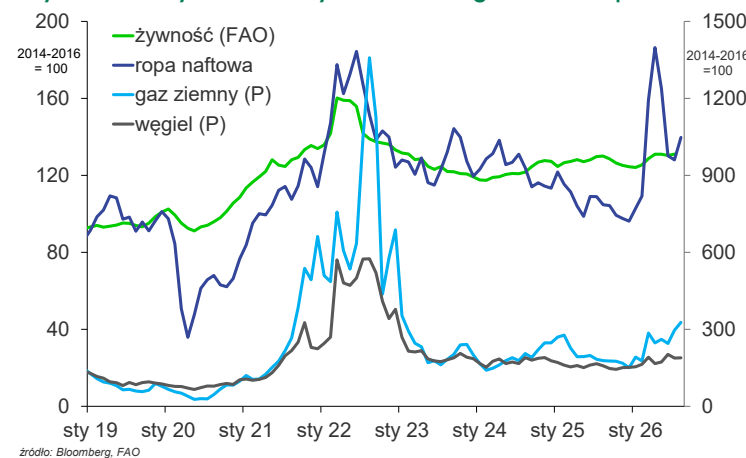
Wykorzystanie zapasów, ograniczenie konsumpcji i oczekiwania na porozumienie na Bliskim Wschodzie...



...ograniczyły skalę ostatniego wzrostu cen ropy pomimo ponownego ograniczenia transportu w cieśninie Ormuz



Dotychczas ograniczony wzrost cen surowców żywnościowych, trwalszy wzrost cen gazu w Europie...



...a w szczególności produktów rafinacji ropy naftowej w Europie

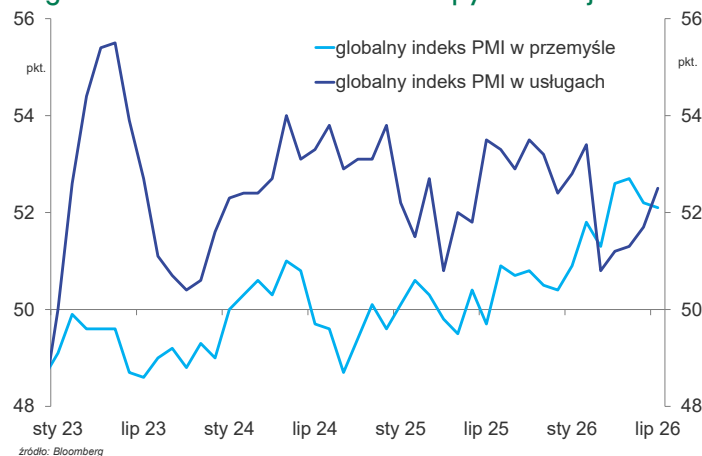




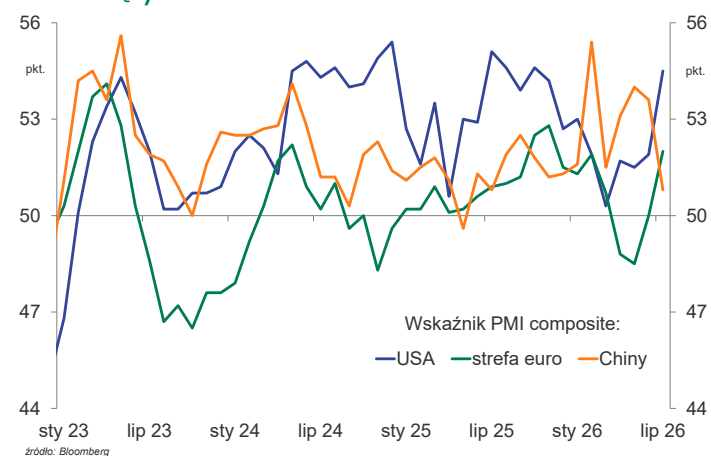
Ograniczone dotychczasowe skutki szoku surowcowego dla globalnej gospodarki...

- Wzrost cen paliw jedynie w ograniczonym stopniu przyniósł pogorszenie globalnej koniunktury gospodarczej. W szczególności gospodarki rozwinięte okazały się odporne na bieżący szok.
- Osłabły nastroje konsumentów i firm usługowych, jednak konsumpcja spowolniła w niewielkim stopniu dzięki buforowi oszczędności.
- Po silnym osłabieniu globalnej produkcji i wymiany handlowej w marcu, w II kw. miała miejsce lekka poprawa, a wskaźniki koniunktury w przemyśle pozytywnie zaskakują, czemu może sprzyjać potencjał dla wzrostu inwestycji oraz odbudowy zapasów.
- W kolejnych kwartałach istotne będzie kształtowanie się popytu inwestycyjnego w sektorze technologicznym. Choć według dominujących ocen popyt pozostanie mocny, to tempo wzrostu zaczyna spowalniać, co wpłynie szczególnie na rynki azjatyckie, silnie korzystające na dotychczasowym boomie.
- Kluczowe dla utrzymania stabilnej koniunktury jest umiarkowane tempo zmian w sektorze nowych technologii, zarówno w zakresie aktywności, jak i stabilności rynkowej (wyceny akcji spółek technologicznych).

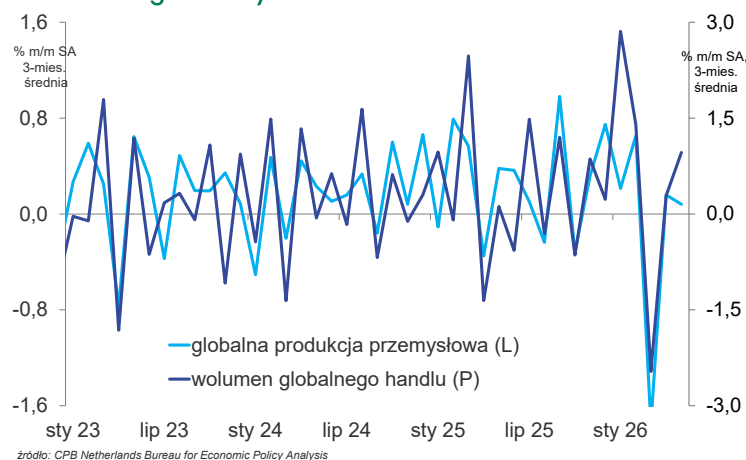
Wyraźna poprawa nastrojów przedsiębiorstw wraz z ograniczeniem skali wzrostu cen ropy naftowej...



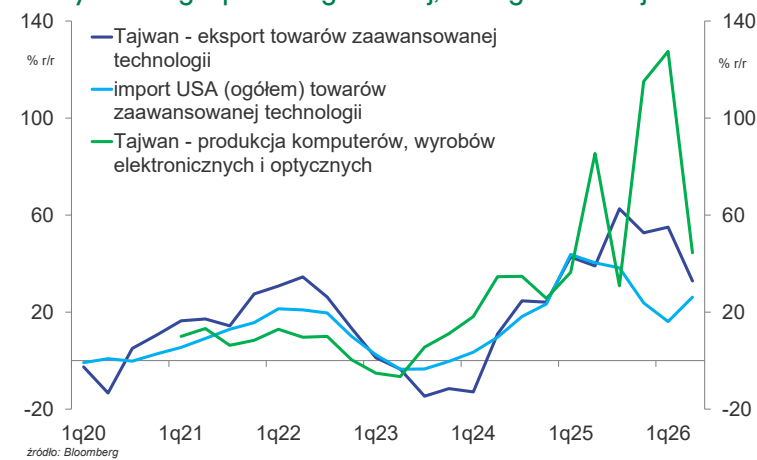
...przy wyraźnie lepszych nastrojach w gospodarkach rozwiniętych



Umiarkowany wzrost globalnej produkcji i obrotów w handlu zagranicznym w II kw.



Koniunktura w sektorze technologicznym istotna dla aktywności gospodarki globalnej, szczególnie w Azji

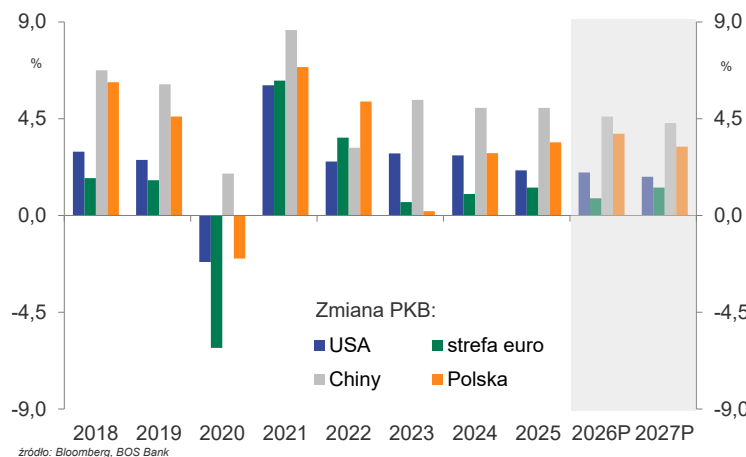




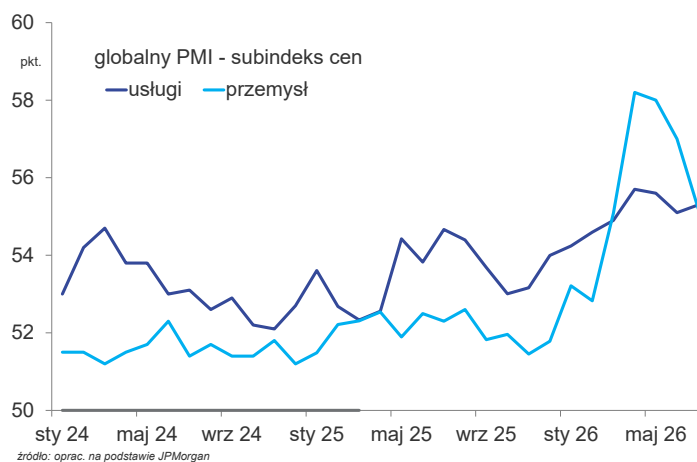
...ale ryzyko dla prognoz pozostaje wysokie

- W scenariuszu bazowym stabilizowania się sytuacji na Bliskim Wschodzie oczekujemy lekkiego spowolnienia aktywności w USA i w Chinach oraz poprawy w strefie euro – gł. w efekcie luzowania polityki fiskalnej w Niemczech.
- Subindeksy cenowe wskaźników koniunktury wskazują na wolniejszy proces dezinflacji i utrzymanie podwyższonego ryzyka.
- W bazowym scenariuszu zakładamy ostrożną politykę głównych banków centralnych. Wysokie ryzyko szoku podażowego płynące z szoku surowcowego skutkuje wysoką niepewnością prognoz polityki pieniężnej.
- Sytuacja geopolityczna i ceny surowców pozostają kluczowe dla prognoz. Gdyby konflikt utrzymywał się lub i eskalował w innych regionach (Morze Czerwone), ceny surowców wzrosłyby silniej, co mocniej negatywnie wpłynęłoby na sytuację gospodarczą (silniejsze ograniczenie inwestycji, cyklu odbudowy zapasów, dalsze osłabienie rynku pracy).
- Bardzo istotnym czynnikiem ryzyka, dodatkowo zwiększanym przez surowcowy kryzys podaży pozostaje wysokie zadłużenie sektora publicznego skutkujące ograniczoną przestrzenią fiskalną do absorpcji szoków.

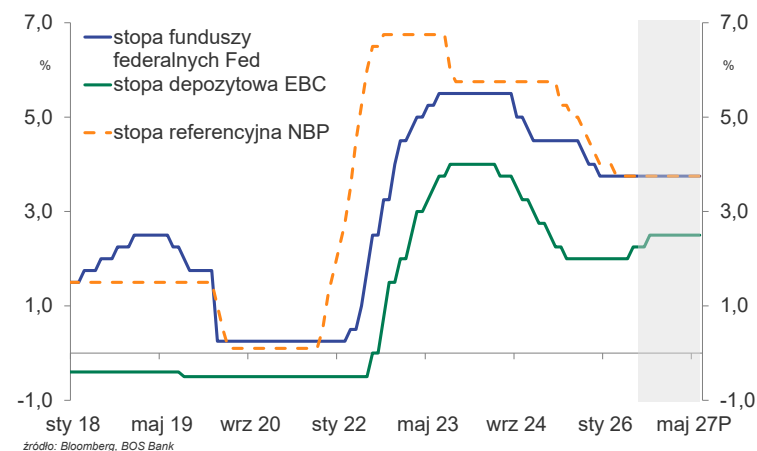
W scenariuszu bazowym umiarkowanie korzystne prognozy dla gospodarki globalnej w I. 2026 – 2027...



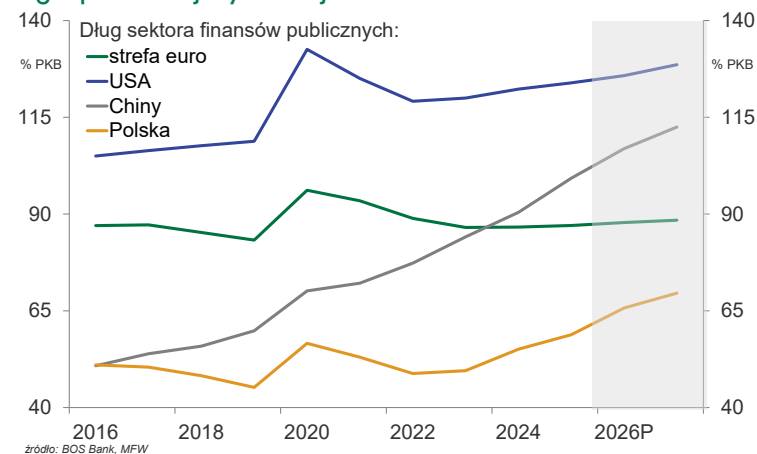
...przy utrzymującym się ryzyku inflacyjnym



...i założenie ostrożnej polityki pieniężnej...

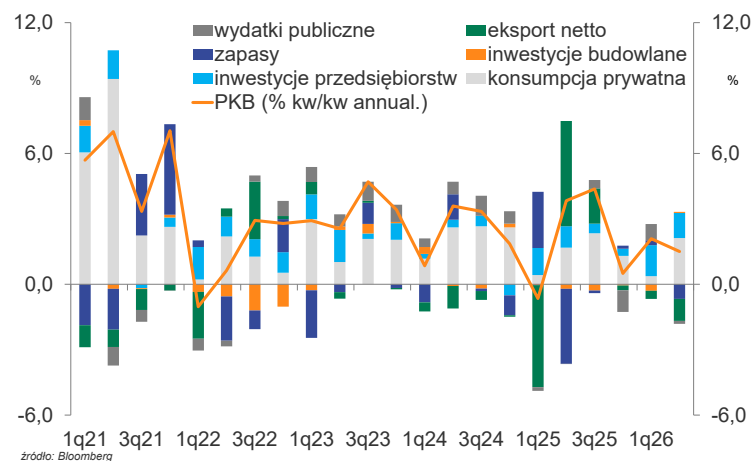


Sytuacja fiskalna istotnym czynnikiem ryzyka dla sytuacji gospodarczej i rynkowej

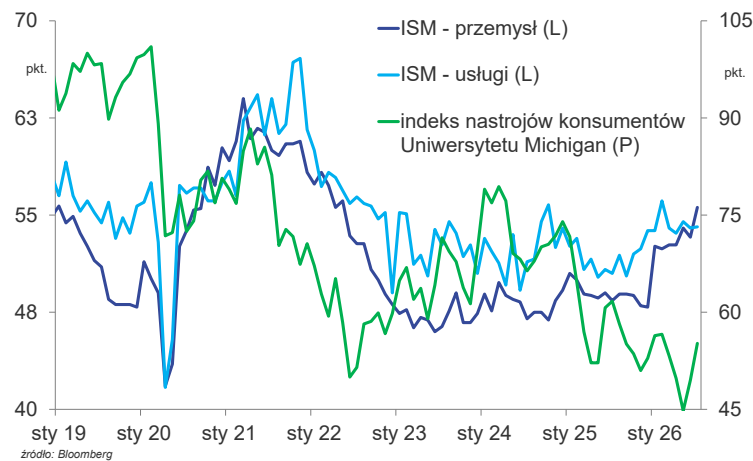




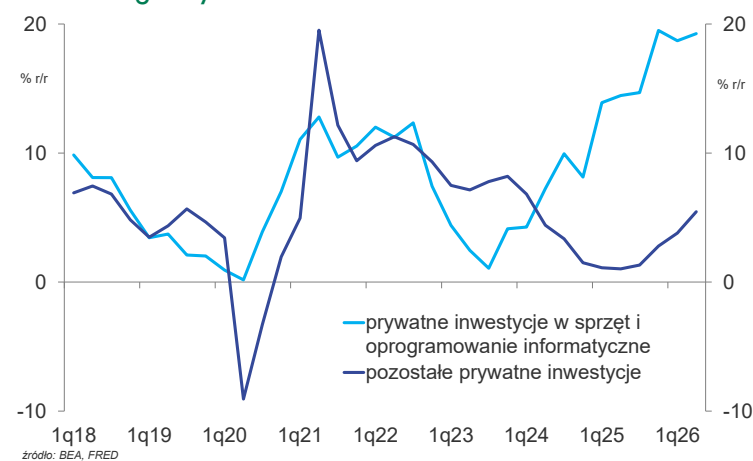
- ## W I poł. roku stabilny wzrost gospodarczy w USA...



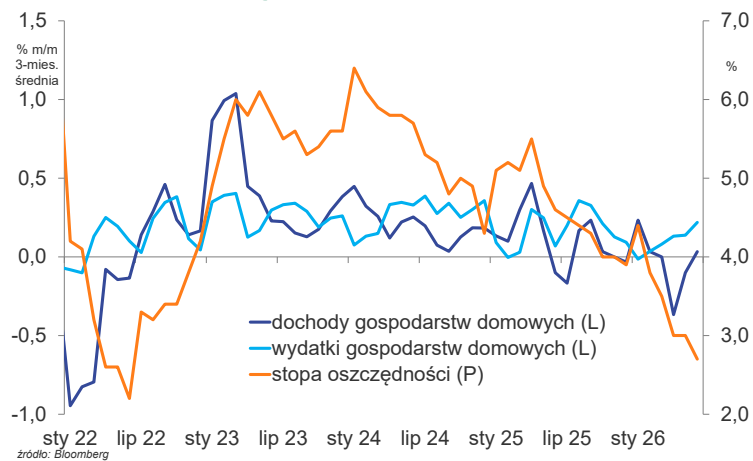
Pozytywne nastroje przedsiębiorców, bardziej ostrożne – konsumentów...



...przy mocniejszych inwestycjach, już nie tylko w sektorze technologicznym



...którzy wydatki konsumpcyjne w istotnym stopniu finansowali z oszczędności

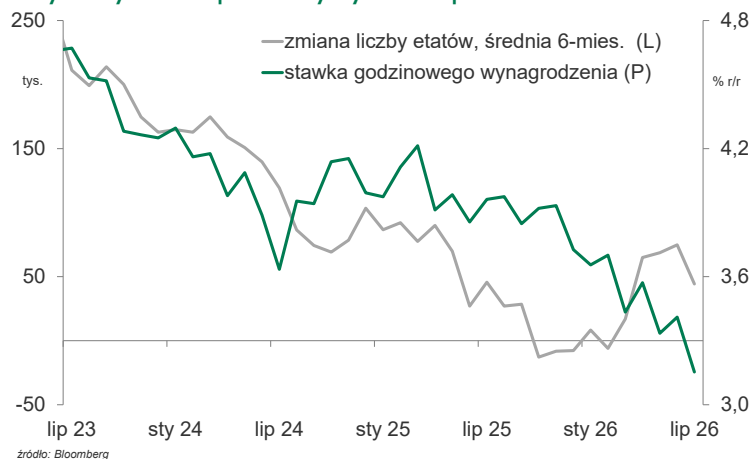




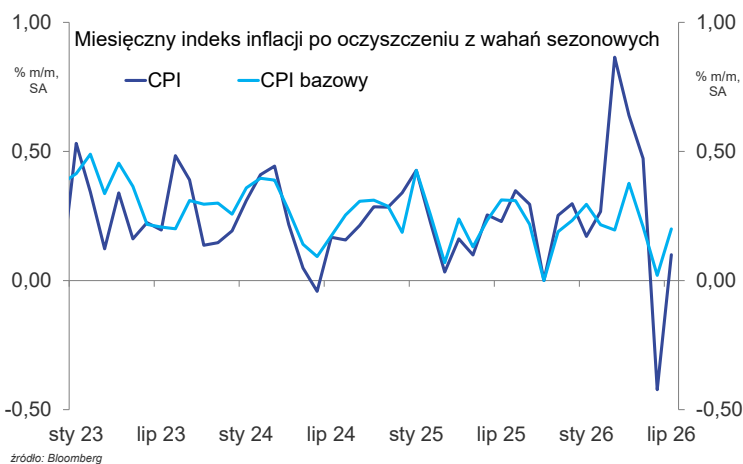
Komitet FOMC podzielony co do potrzeby reakcji polityki pieniężnej przy zmienności danych makroekonomicznych

- Dane z rynku pracy w USA od początku roku charakteryzują się podwyższoną zmiennością. W czerwcu i lipcu wzrost zatrudnienia wyraźnie osłabł po wcześniejszej poprawie. Choć spadek stopy bezrobocia był kontynuowany, wynikał wyłącznie z obniżenia liczby aktywnych zawodowo. Z kolei mocno obniżająca się dynamika wynagrodzeń może wskazywać, że za spadkiem aktywności zawodowej nie stoją wyłącznie czynniki podażowe.
- W połowie roku obniżyło się tempo wzrostu inflacji, niemniej przy podwyższonym poziomie wskaźnika i oczekiwań inflacyjnych oraz niestabilnej sytuacji geopolitycznej ryzyko dla prognoz pozostaje wysokie.
- W efekcie prognozy decyzji Fed są obciążone sporym ryzykiem. Prognozy utrudniają także zmiany w komunikacji Fed (rezygnacja z *forward guidance*, brak klarownego określenia strategii polityki Fed).
- Oceniamy, że prezes K. Warsh jest niechętny podwyżkom stóp i oczekujemy ich stabilizacji, niemniej ryzyko korekcyjnej podwyżki stóp na przełomie roku jest wysokie, przy rosnącej liczbie członków FOMC opowiadających się za zacieśnieniem polityki pieniężnej.

W I poł. br. zmienność danych dot. zatrudnienia w USA, wyraźny trend spadkowy dynamiki płac...



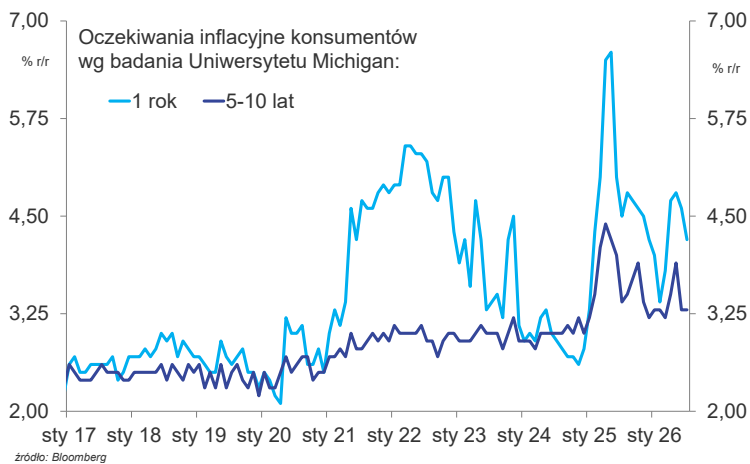
Wzrost cen energii zahamował proces dezinflacji...



...spadek bezrobocia w istotnym stopniu z powodu spadku aktywności zawodowej



...i trend obniżania oczekiwań inflacyjnych konsumentów

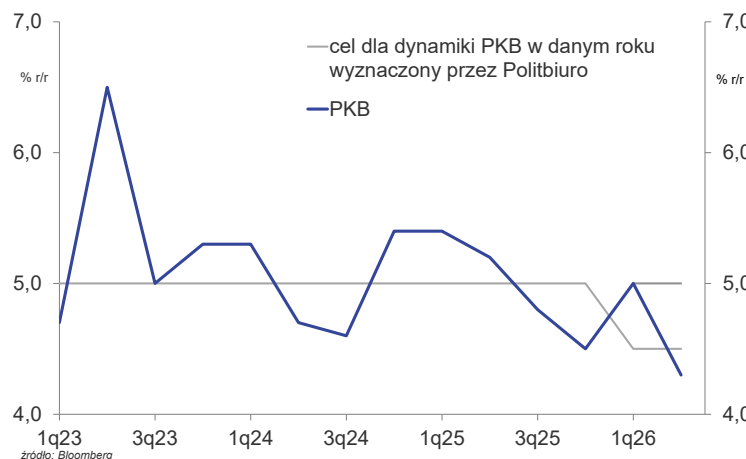




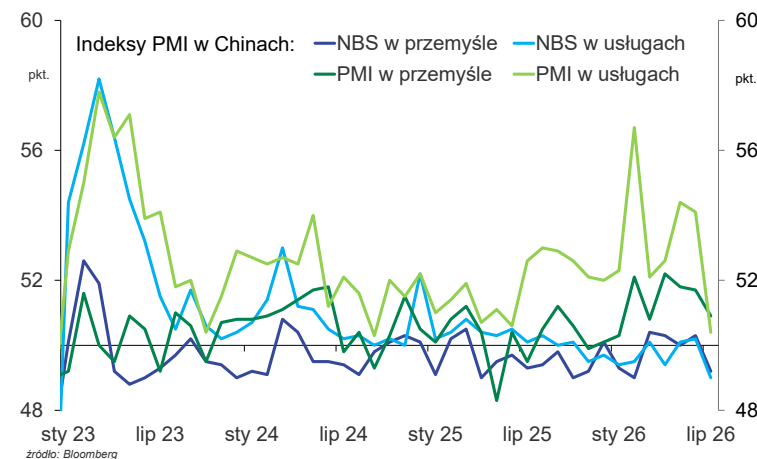
Oslabienie koniunktury w Chinach...

- W II kw. wzrost PKB w Chinach (4,3% r/r) osłabł silniej od oczekiwań, obniżając się poniżej dolnej granicy przedziału celu dla wzrostu PKB wyznaczonego przez władze chińskie na 2026 r. Co więcej lipcowe wskaźniki koniunktury dalej osłabiały się, nie zapowiadając odbicia w krótkim okresie.
- Nasiliła się zależność chińskiej gospodarki od sprzedaży zagranicznej. W I poł. roku utrzymał się solidny wzrost eksportu. Z drugiej strony obserwowany dynamiczny wzrost sprzedaży zagranicznej w I poł. roku w decydującym stopniu opierał się na globalnym boomie technologicznym, przy blisko dwukrotnie wyższej dynamice eksportu produktów zaawansowanych technologicznie wobec eksportu ogółem.
- Wysoka koncentracja eksportu przy utrzymującej się nadpodaży w chińskiej gospodarce stanowi istotny czynnik ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarki chińskiej w scenariuszu stopniowego słabnięcia dynamiki wzrostu nakładów globalnych w sektorze technologicznym.

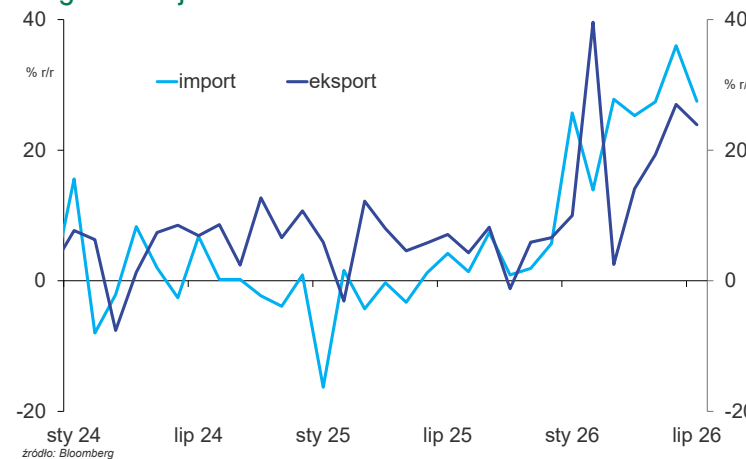
W II kw. wyraźne spowolnienie wzrostu PKB w Chinach...



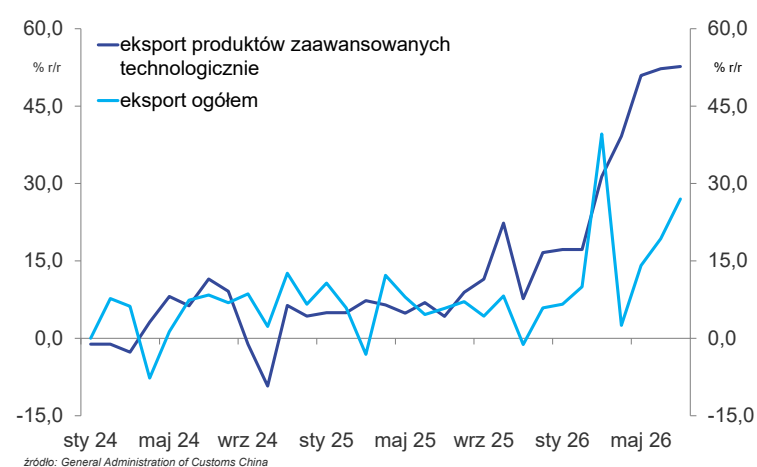
...a z początkiem III kw. dalsze osłabienie nastrojów



Gospodarka chińska coraz mocniej zależna od sprzedaży zagranicznej...



...szczególnie od popytu w sektorze technologicznym

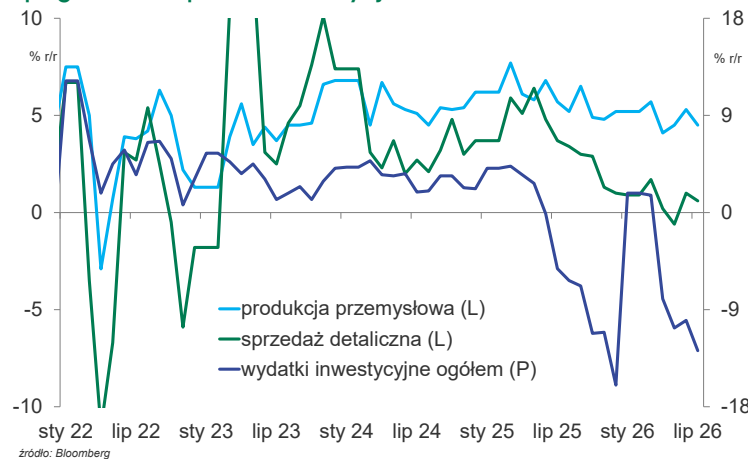




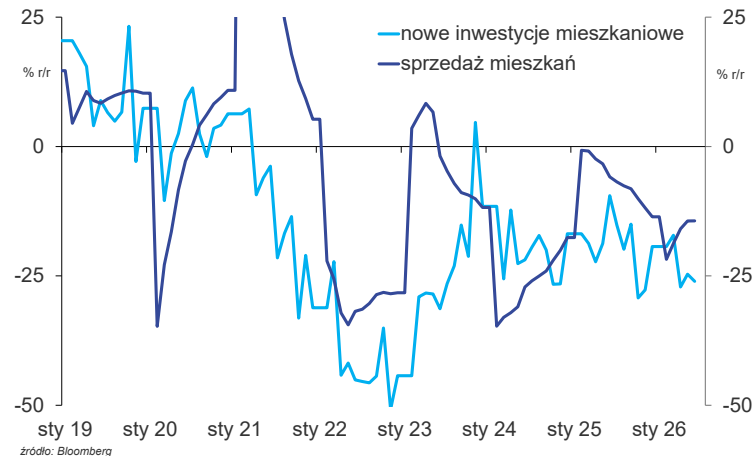
...coraz słabszy popyt krajowy

- Od początku roku słabnie popyt krajowy w warunkach kontynuacji stagnacji wydatków konsumentów oraz nawrotu silnego spadku inwestycji.
- Do utrzymującej się o trzech lat głębokiej dekonunktury na rynku nieruchomości, w 2026 r. doszły spadki inwestycji publicznych oraz inwestycji prywatnych w sektorze przetwórczym, pomimo niezłych wyników eksportu.
- Zakładamy, że w 2026 r. wzrost PKB w Chinach obniży do ok 4,5% r/r wobec 5,0% w 2025 r.
- Warunkiem materializacji tego założenia jest wyraźne zwiększenie impulsu wydatków publicznych, głównie infrastrukturalnych. Zgodnie z decyzjami lipcowego Politbiura KPCh, zwiększenie aktywności sektora publicznego nie będzie oznaczało uruchomienia nowych projektów, jedynie implementacji dotychczasowych planów. Dane z I poł. roku wskazują bowiem na wyraźne ograniczenie nie tylko finansowania prywatnego (i wzrostu kredytu), ale także mniejszej skali wydatków i finansowania publicznego, wobec tendencji z lat minionych.

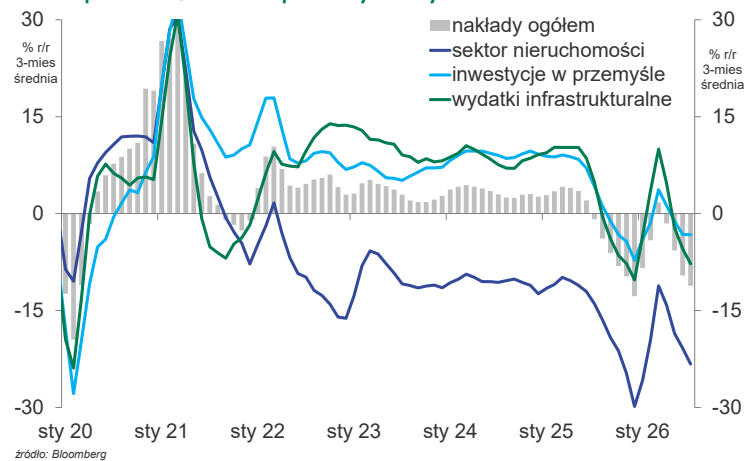
W II kw. utrzymanie stagnacji wydatków konsumentów i pogłębienie spadku inwestycji...



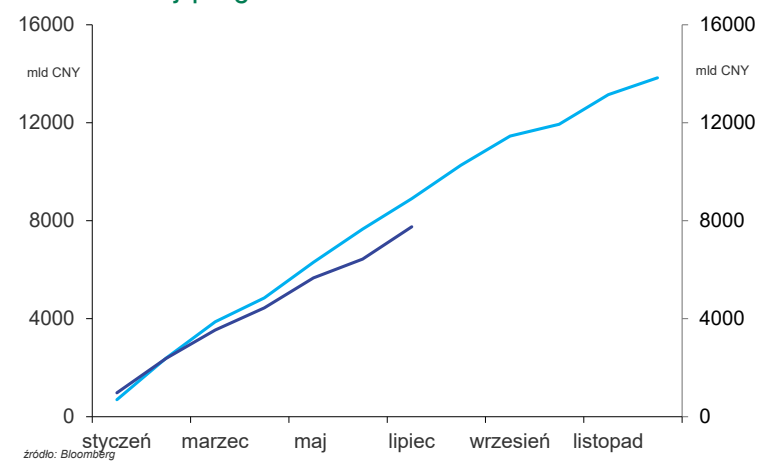
...przy trzecim roku spadków aktywności na rynku nieruchomości...



...ale także wyraźnym pogorszeniu nakładów publicznych oraz przedsiębiorstw przemysłowych



Zwiększenie wsparcia publicznego kluczowe dla materializacji prognoz

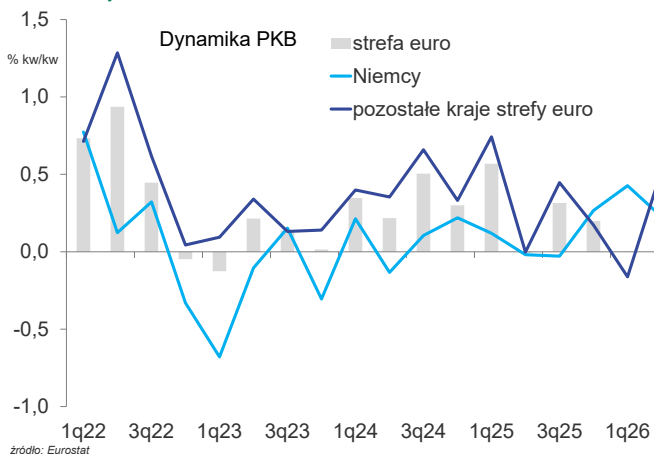




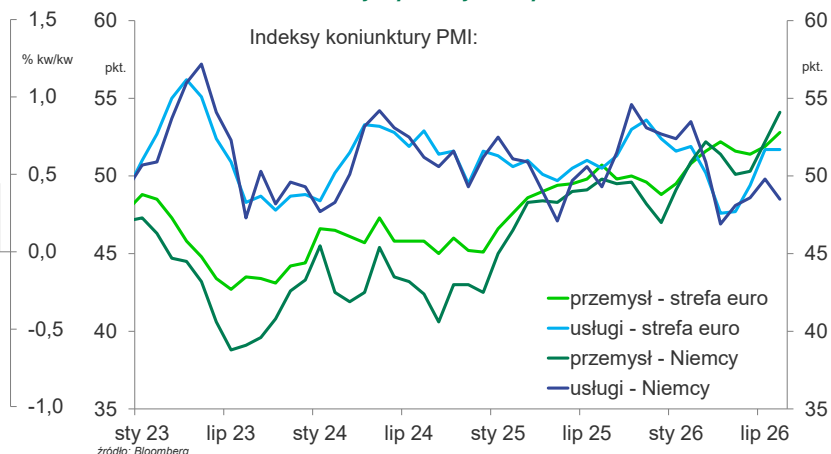
Gospodarka strefy euro pozytywnie zaskoczyła...

- Wzrost PKB w strefie euro w I poł. roku wskazał na większą odporność gospodarki europejskiej na kryzys na Bliskim Wschodzie niż mogłoby to wynikać z analizy wyraźnie słabszych wskaźników koniunktury w II kw.
- Nieźle wskaźniki koniunktury w III kw. dają szansę na utrzymanie stabilnych wyników aktywności także w II poł. roku. Z drugiej strony przedłużający się konflikt, rosnące ceny gazu przy relatywnie niskim poziomie ich zapasów w UE, pozostają istotnym czynnikiem ryzyka dla utrzymania pozytywnych nastrojów.
- W I poł. roku konsumpcja rosła w umiarkowanym tempie, pewne odreagowanie odnotowały inwestycje.
- Dane z Niemiec wskazują na bardzo stopniowy proces wsparcia luzowania fiskalnego dla aktywności w przemyśle i budownictwie. Ten czynnik może mocniej wspierać wzrost PKB w kolejnych kwartałach, o ile sytuacja globalna nie pogorszy się.
- Zakładamy, że w II poł. roku wzrost PKB w strefie euro ukształtuje się nieznacznie poniżej 1,0% r/r, po czym w I poł. 2027 r. przyspieszy nieco powyżej tego poziomu.

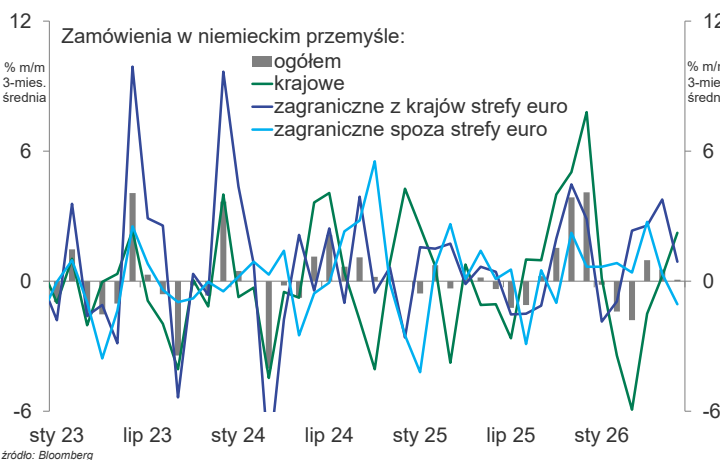
W I poł. roku wzrost PKB w strefie euro pozytywnie zaskoczył...



...szanse na utrzymanie mocniejszego wzrostu pod warunkiem stabilizacji sytuacji na rynku surowców



Bardzo stopniowa poprawa w niemieckim przemyśle...



...oraz w budownictwie przy wsparciu luzowania polityki fiskalnej

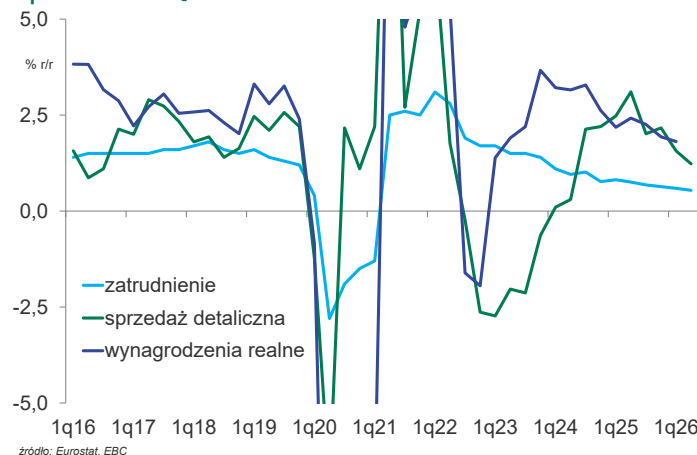




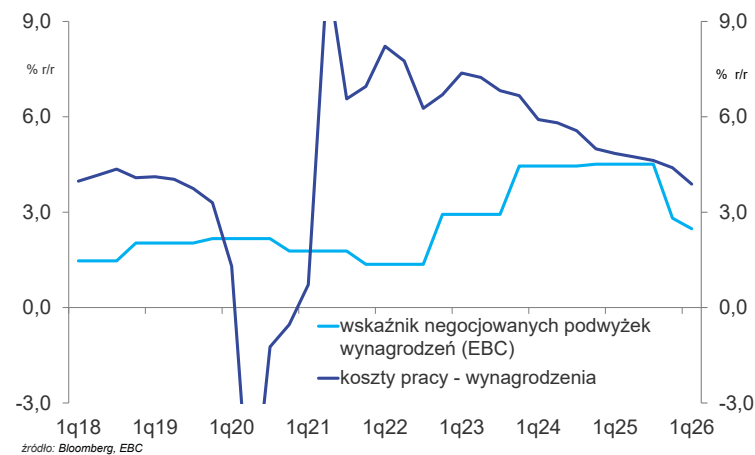
...co ułatwia radzie EBC decyzje o zaostrzeniu polityki pieniężnej

- Choć wyniki konsumpcji prywatnej w I poł. roku w strefie euro pozostały stabilne, to bieżąca sytuacja na rynku pracy wskazuje na małe szanse utrzymania tego wzrostu w średnim okresie, o ile popyt na pracę nie poprawi się.
- Wzrost inflacji wynikający ze wzrostu cen paliw oraz pespektywa utrzymania się inflacji w dłuższym okresie zgodnie z projekcją EBC poskutkowały czerwcową podwyżką stóp EBC o 25 pkt. baz. Wznowienie konfliktu USA-Iran w lipcu, wysokie ceny paliw na rynku europejskim, utrzymujące się podwyższone oczekiwania inflacyjne w naszej ocenie skłonią radę EBC do kolejnej podwyżki stóp na posiedzeniu we wrześniu.
- W bazowym scenariuszu, zakładając stopniowe normalizowanie się sytuacji na rynku surowców oczekujemy, że do połowy 2027 r. stopy procentowe EBC pozostaną stabilne na poziomie 2,50% dla stopy depozytowej. Czynnikiem ograniczającym skłonność do dalszych podwyżek stóp powinna być sytuacja na rynku pracy, w tym obniżające się tempo wzrostu wynagrodzeń i perspektywa dezinflacji dzięki niższej dynamice kosztów pracy.

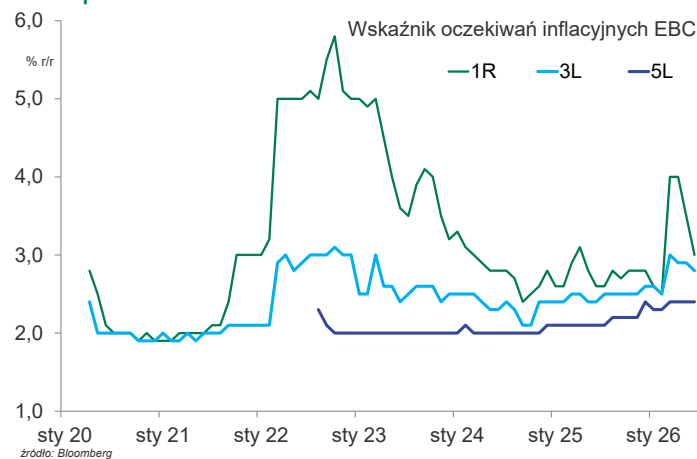
Lepsza koniunktura gospodarcza jak na razie nie przekłada się na wzrost zatrudnienia...



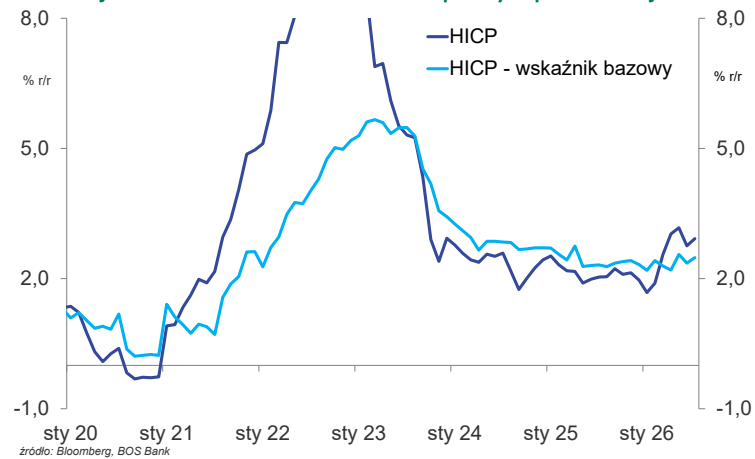
...a dynamika wynagrodzeń nadal słabnie



Lekki wzrost oczekiwań inflacyjnych w reakcji na wzrost cen paliw...



...oraz perspektywa wydłużonego okresu podwyższonej inflacji skłania EBC do zaostrzenia polityki pieniężnej

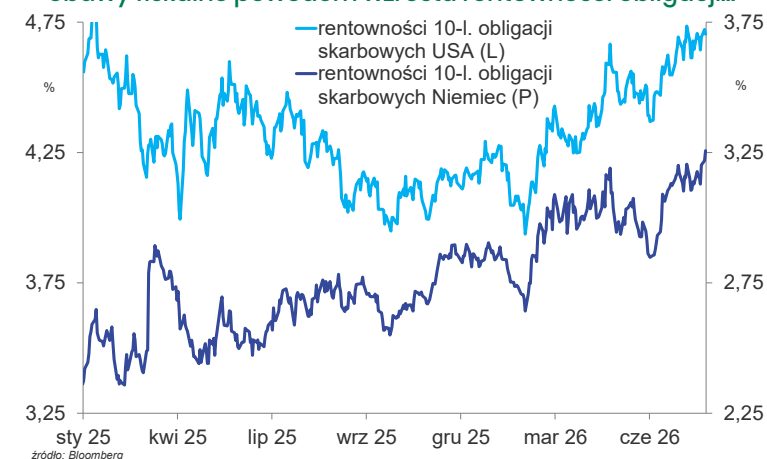




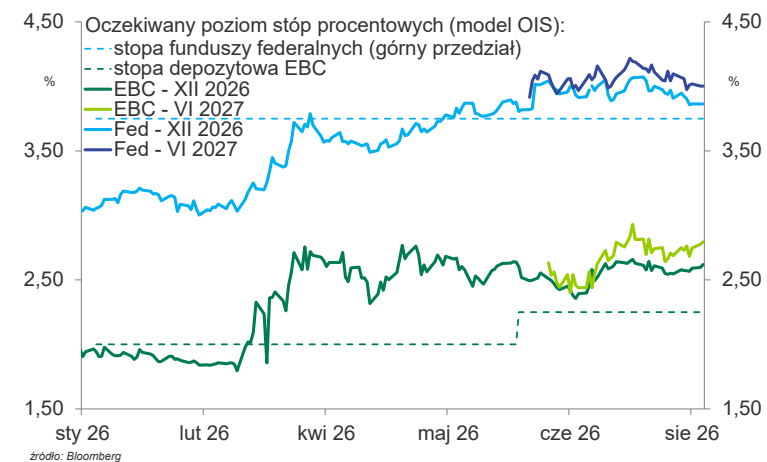
W scenariuszu bazowym potencjał do lekkiego spadku rentowności obligacji skarbowych...

- Pomimo utrzymywania się cen ropy naftowej poniżej szczytów notowanych w II kw., w III kw. rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych dalej rosty. Ponowna eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie, jakkolwiek nie spowodowała wzrostu cen ropy naftowej do poziomów notowanych w II kw., to wpłynęła negatywnie na oczekiwania inflacyjne z powodu wydłużenia okresu podwyższonych cen surowca oraz wzrostu niepewności co do rozwoju sytuacji geopolitycznej. Ponadto, lepsza wobec oczekiwań koniunktura gospodarki światowej dodatkowo wspierała oczekiwania na zaostrzenie polityki pieniężnej głównych banków centralnych, a wyższe koszty obsługi długu publicznego oraz wysokie podaże papierów skarbowych wzmacniały obawy dot. sytuacji fiskalnej najważniejszych państw.
- W przypadku USA niekorzystnie na rentowności papierów skarbowych – szczególnie na dłuższym końcu krzywej dochodowości – wpływa także niejasny przekaz Fed dot. perspektyw polityki pieniężnej.
- Biorąc pod uwagę nasze bazowe scenariusze dot. przyszłej polityki Fed (stabilizacja stóp) oraz EBC (podwyżka o 25 pkt. baz. na posiedzeniu we wrześniu) oraz zakładając stopniowe obniżenie cen ropy naftowej oraz surowców energetycznych w kolejnych miesiącach, oczekujemy lekkiego obniżenia rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych pod koniec tego roku oraz na początku 2027 r. W naszej prognozie zakładamy kontynuację, choć w wolniejszym tempie, procesu dezinflacji oraz ograniczenia obaw rynkowych o stabilność polityki pieniężnej Fed w dłuższym okresie.
- Z drugiej strony czynnikiem hamującym obniżenie rentowności (w szczególności na dłuższym końcu krzywej) jest pogarszająca się sytuacja fiskalna: kumulacja potrzeb pożyczkowych w Niemczech, kolejne historycznie wysokie poziomy długu publicznego w USA.
- Bilans ryzyka dla prognozy wskazuje na wyższy poziom rentowności z uwagi na ryzyko pogorszenia sytuacji geopolitycznej i utrwalenia wyższych cen surowców.

Wzrost cen surowców, lepsza koniunktura gospodarcza i obawy fiskalne powodem wzrostu rentowności obligacji...



...przy oczekiwaniu na zacieśnienie polityki monetarnej

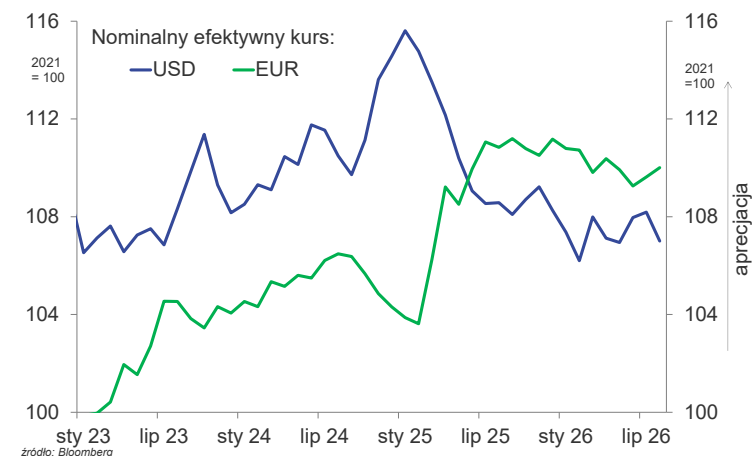




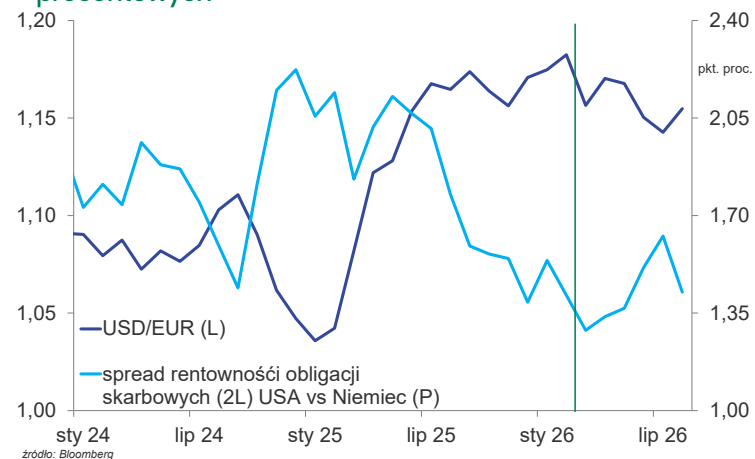
...i stabilizacji na globalnym rynku walutowym

- Od początku konfliktu na Bliskim Wschodzie dolar zyskiwał na wartości, szczególnie w okresach wzrostu awersji do ryzyka oscylując w II kw. oraz na początku III kw. wokół poziomu 1,15 USD/EUR. Zmienność notowań na rynku walutowym pod wpływem zmieniającej się sytuacji na Bliskim Wschodzie była zdecydowanie mniejsza niż na rynku obligacji skarbowych, gdyż w konflikt wpływał zdecydowanie silniej na prognozy inflacyjne niż na zmiany globalnej premii za ryzyko (mniejsze obawy o koniunkturę gospodarczą).
- Zmiany wyceny dolara i euro w ostatnich miesiącach były ograniczone. W większym stopniu niż w 2025 r. wynikały one z wpływu antycypowanych zmian dysparytetu stóp procentowych w kontekście oczekiwanych decyzji poszczególnych banków centralnych, a w ostatnich tygodniach rosnących - obaw dot. skuteczności polityki pieniężnej Fed w ograniczeniu inflacji w długim okresie oraz skuteczności polityki fiskalnej w USA w ograniczeniu wzrostu zadłużenia, co poskutkowało silniejszym osłabieniem dolara.
- Biorąc pod uwagę bieżącą sytuację na rynku walutowym, założenia dot. stopniowego normalizowania się sytuacji geopolitycznej oraz na rynku surowców podtrzymujemy naszą prognozę, że w średnim okresie kurs euro wobec dolara powróci w okolice poziomu 1,15 USD/EUR.
- Nadal czynniki strukturalne, w tym perspektywy gospodarcze przemawiają na korzyść dolara, a wpływ kryzysu na rynku surowców ten efekt jeszcze nasili. Nadal nie widać istotnych zmian w zakresie pozycji dolara jako waluty rezerwowej czy transakcyjnej w płatnościach międzynarodowych.
- Głównym czynnikiem ryzyka dla tej prognozy jest niepewność dot. sytuacji geopolitycznej oraz rozwój sytuacji w sektorze technologicznym (potencjalnie pozytywny dla dolara w przypadku wzrostu awersji do ryzyka) oraz niepewność dot. polityki pieniężnej Fed (potencjalnie negatywny dla dolara), które łącznie przekładają się na zbilansowane ryzyko dla prognozy bazowej.

Konflikt na Bliskim Wschodzie ograniczył wcześniejsze osłabienie dolara...



...i lekko zwiększył znaczenie dysparytetu stóp procentowych

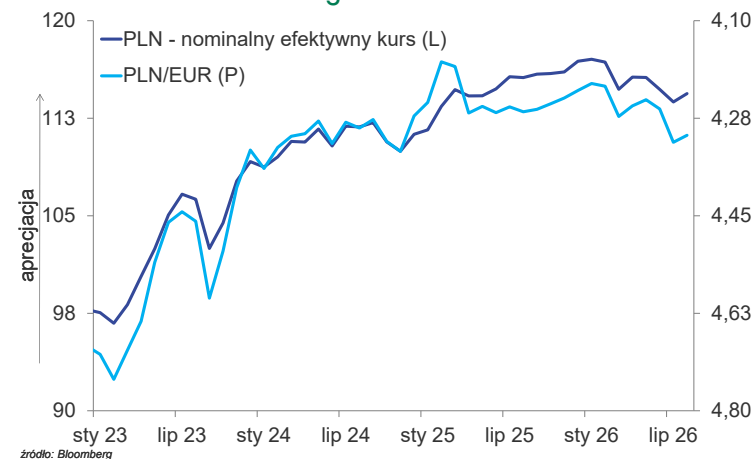




Oczekiwany stabilny kurs złotego w relacji do euro

- Od rozpoczęcia konfliktu na Bliskim Wschodzie utrzymuje się ograniczony napływ kapitału zagranicznego na rynki wschodzące. W tych warunkach kurs złoty utrzymywał się na nieco słabszym poziomie, powyżej 4,30 PLN/EUR.
- Z drugiej strony dotychczasowa jedynie ograniczona skala wzrostu globalnej premii za ryzyko (oczekiwane zakończenie konfliktu w średnim okresie) i tym samym brak efektu silniejszego odpływu kapitału stabilizował sytuację na globalnym rynku walutowym, w tym na rynku krajowym.
- W bazowym scenariuszu rozwoju sytuacji globalnej, tj. utrzymania stabilnego wzrostu gospodarczego oraz normalizowania się sytuacji geopolitycznej oczekujemy stabilizowania się kursu złotego w okolicach poziomu 4,30 PLN/EUR.
- Czynniki fundamentalne generalnie powinny wciąż wspierać notowania złotego (tempo wzrostu PKB, wynik na rachunku obrotów bieżących).
- Z drugiej strony wolniejsze tempo konsolidacji finansów publicznych oraz wzrost długu publicznego mogą ograniczać potencjał aprecjacyjny złotego.
- Bilans ryzyka dla prognozy bazowej wskazuje na wyższe ryzyko słabszego złotego. Gdyby ceny surowców wzrosły silniej lub utrwały się w dłuższym okresie na podwyższonym poziomie, wzrost globalnej premii za ryzyko byłby zapewne dużo silniejszy niż dotychczas, co wpłynęłoby dużo silniej także na rynek walutowy w porównaniu z sytuacją z ostatnich miesięcy.

Ograniczony negatywny wpływ wojny na Bliskim Wschodzie na kurs złotego...



...przy ograniczonym wzroście globalnej premii za ryzyko i zmian w przepływach kapitału

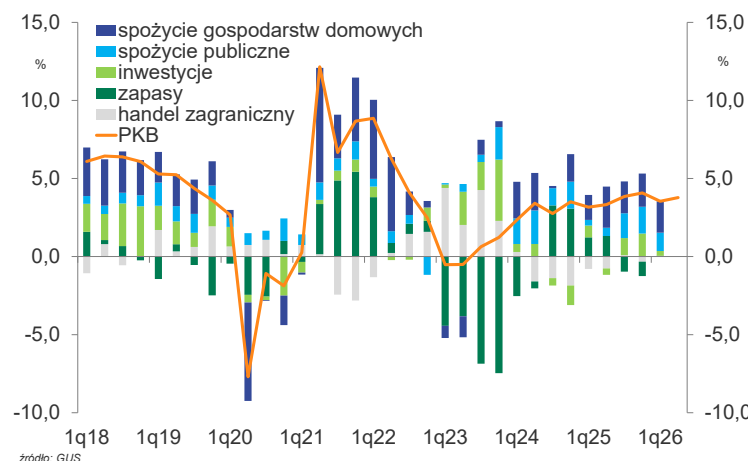




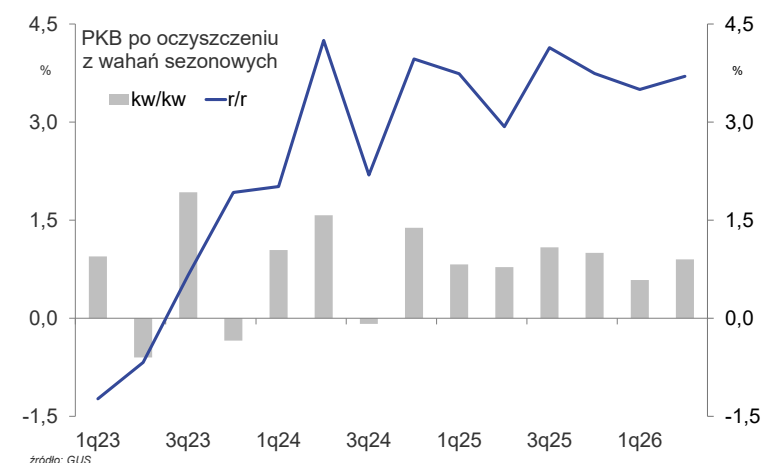
W II kw. odbicie dynamiki PKB po słabszym początku roku...

- W II kw. PKB Polski wg szacunku *flash* wzrósł o 3,8% r/r powyżej 3,5% r/r w I kw. Po okresowym spowolnieniu do 0,6% kw/kw, kwartalna dynamika wzrosła do 0,9%.
- Sądzymy, że przyczyną przyspieszenia wzrostu PKB było korekcyjne odbicie dynamiki inwestycji, która w I kw. osłabła z powodu tąpnięcia produkcji budowlanej w warunkach ostrej i śnieżnej zimy.
- Wygaśnięcie negatywnych efektów pogodowych, przy pozytywnym wpływie rosnącej skali projektów współfinansowanych ze środków UE wsparło w II kw. produkcję budowlaną – montażową oraz produkcję wyrobów przemysłowych wykorzystywanych w budownictwie.
- Sądzymy, że skalę przyspieszenia wzrostu PKB ograniczyła natomiast słabnąca konsumpcja prywatna z powodu wolniejszego wzrostu realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Wskazuje na to osłabienie sprzedaży detalicznej w II kw.

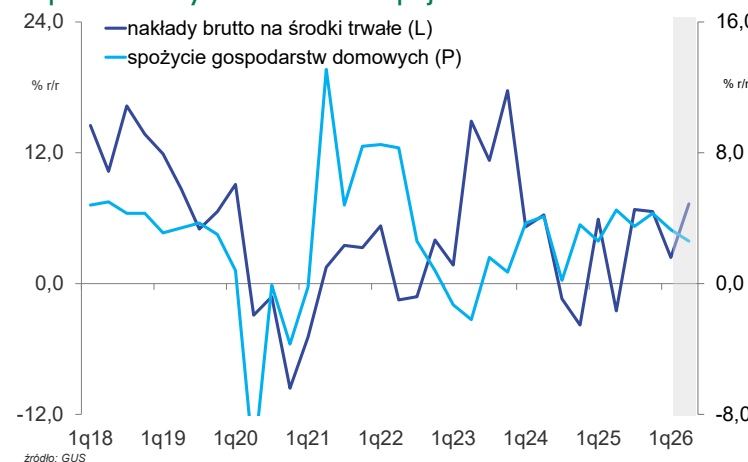
W II kw. przyspieszenie wzrostu PKB...



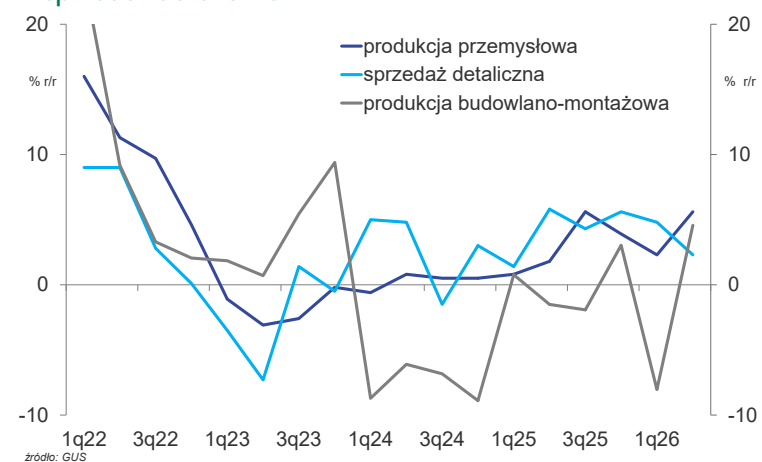
Ostabilenie PKB z I kw. okazało się jedynie okresowe...



...ustąpienie efektów pogodowych wsparło inwestycje, ale spowolniła dynamika konsumpcji...



...potwierdza to poprawa wyników budownictwa i słabsza sprzedaż detaliczna





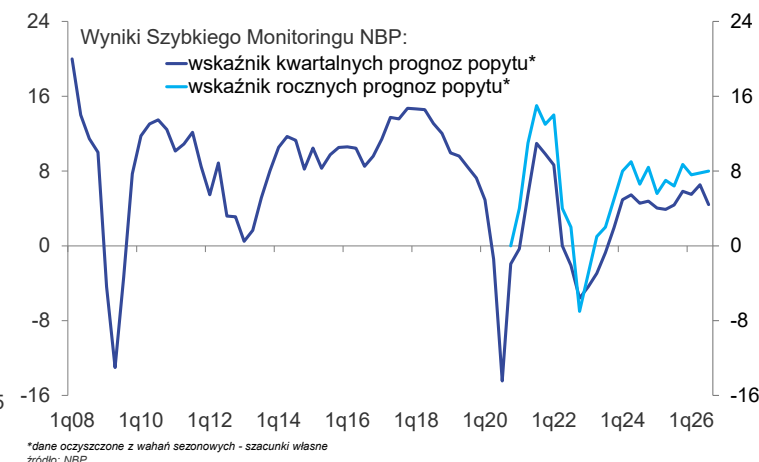
...wskaźniki koniunktury potwierdzają stabilne perspektywy gospodarki...

- Prognozy przedsiębiorstw dot. ich sytuacji wg Szybkiego Monitoringu NBP wskazują na stabilną sytuację gospodarczą zarówno w perspektywie krótkoterminowej (kwartał) jak i dłuższej (rok).
- Wskaźniki prognoz sytuacji własnej oraz popytu generalnie od kilku kwartałów pozostają bliskie długookresowym średnim i świadczą o niskim ryzyku głębszego spowolnienia, jak i o ograniczonym potencjale dla silniejszego odbicia aktywności.
- W świetle lekkiego spadku wykorzystania mocy produkcyjnych trudno oczekiwać silniejszego cyklicznego dobiecia zatrudnienia oraz inwestycji.
- Ocena stanu zapasów firm wskazuje na wygaśnięcie wcześniejszego efektu ich redukcji, ale także nie sygnalizuje potencjału do ich zwiększania.
- Utrzymanie generalnie stabilnych wskaźników pomimo pogorszenia sytuacji na rynku surowców jest korzystną informacją i wspiera naszą prognozę, że jeśli ta sytuacja w kolejnych miesiącach nie pogorszy się istotnie, krajowa koniunktura gospodarcza pozostanie umiarkowanie korzystna.

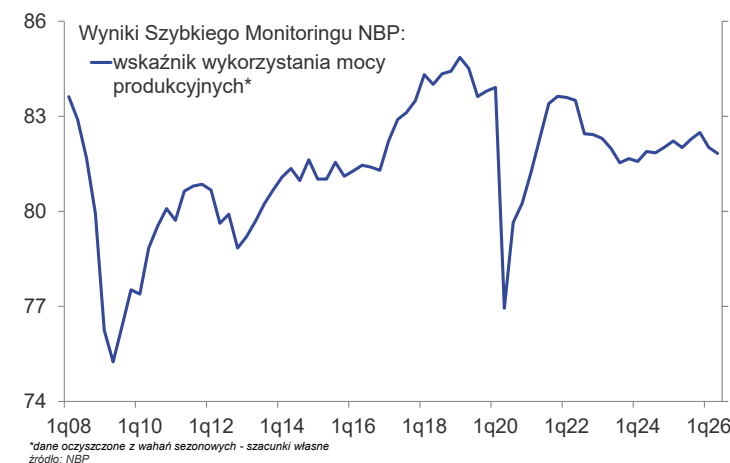
Pomimo niekorzystnej sytuacji na rynku surowców, ograniczona skala pogorszenia nastrojów firm...



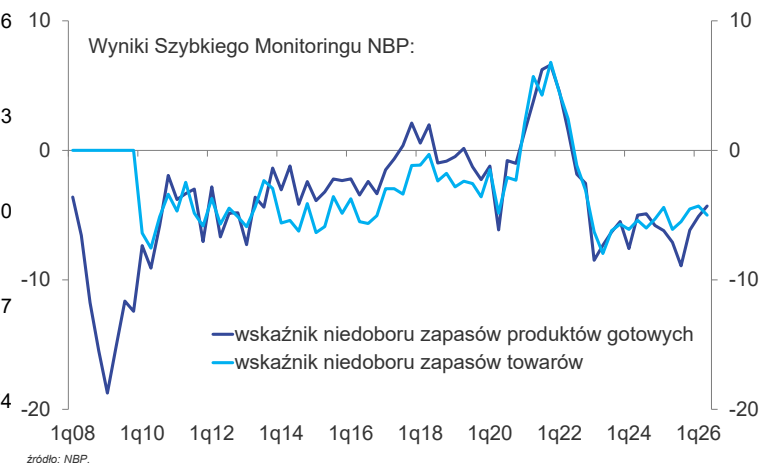
...przy niewielkim osłabieniu prognoz popytu...



...lekkim obniżeniu wykorzystania mocy produkcyjnych....



...i stabilnych ocenach poziomu zapasów





...w tym eksporcie

- Choć w I kw. 2026 r. sprzedaż eksportowa w przetwórstwie przemysłowym nieco spowolniła, to dane dot. produkcji przemysłowej wskazują na wyraźną poprawę w II kw. oraz na początku III kw.
- Prognozy przedsiębiorstw dot. perspektyw eksportu wg Szybkiego Monitoringu NBP wskazują na utrzymanie umiarkowanej poprawy, choć nadal wskaźnik prognoz krótkoterminowych utrzymuje się nieco poniżej wieloletniej średniej.
- Biorąc pod uwagę te sygnały oraz nieźle bieżące dane z niemieckiej gospodarki oczekujemy lekkiego przyspieszenia wzrostu eksportu w II poł. roku oraz w I poł. 2027 r.
- Głównym pozytywnym impulsem dla eksportu powinno być ożywienie aktywności w Niemczech (głównie dzięki luzowaniu fiskalnemu), niemniej skalę tego ożywienia będzie hamować: - istotny wpływ sektora budowlanego (mniej importochłonnego) na ożywienie w Niemczech, - wygaśnięcie wcześniejszego silnego wzrostu eksportu w motoryzacji (akumulatory), - rosnąca konkurencja chińskiego przemysłu w szczególności wobec europejskiego przemysłu.

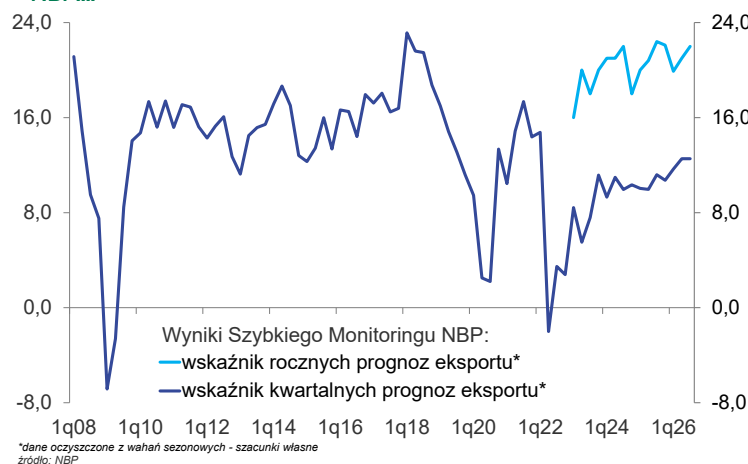
W I kw. nieco niższa dynamika przychodów sprzedaży eksportowej w przemyśle...



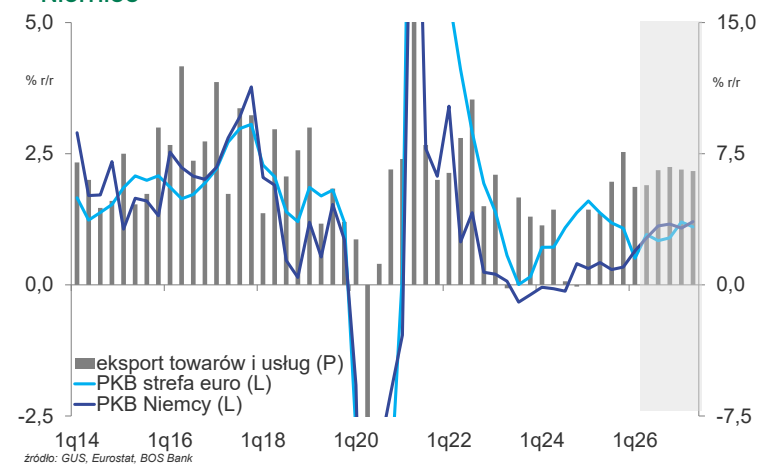
...ale dane dot. produkcji przemysłowej wskazują na poprawę wyników w II kw.



Stabilne prognozy eksporterów wg Szybkiego Monitoringu NBP....



....którym sprzyja poprawa prognoz gospodarczych dla Niemiec





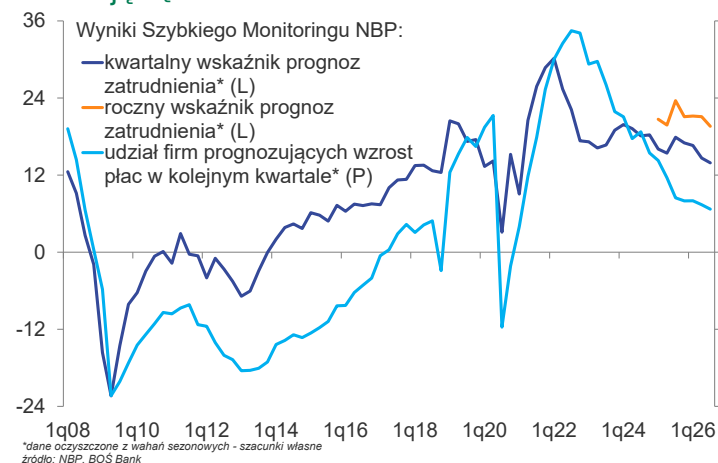
Utrzymuje się niepewność dot. perspektyw rynku pracy

- Stabilny cykl gospodarczy powinien sprzyjać stabilizacji koniunktury na rynku pracy.
- Dane z I poł. roku wskazują na nieznaczny spadek zatrudnienia, jednocześnie przepływy na rynku pracy wskazują, że wzrost liczby bezrobotnych od roku wynika głównie z czynników regulacyjnych (ułatwienie w potwierdzaniu gotowości do podjęcia pracy). W tym okresie solidnie wzrosła liczba osób przepływających z bezrobocia do zatrudnienia, a liczba nowych bezrobotnych obniżyła się.
- Z drugiej strony badania NBP dot. nastrojów firm wskazują na pogarszające się prognozy w zakresie popytu na pracę, zarówno w perspektywie krótko jak i długookresowej.
- Ważąc te sygnały oczekujemy w kolejnych kwartałach stagnacji zatrudnienia, choć prognozy firm utrzymują niepewność dot. prognoz zatrudnienia i bezrobocia.
- Słabnący popyt na pracę oraz niższy wskaźnik inflacji wpłynęły na osłabienie presji płacowej w przedsiębiorstwach i planowane przez pracodawców niższe podwyżki wynagrodzeń.

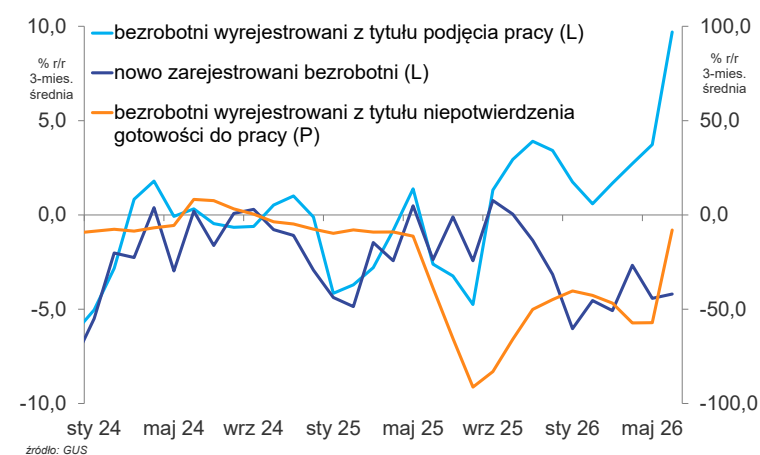
W I poł. roku dalszy wzrost liczby bezrobotnych...



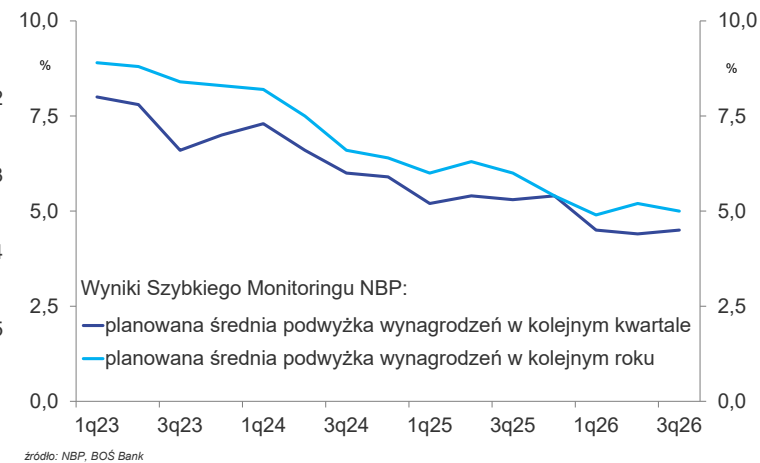
...z drugiej strony prognozy firm dot. zatrudnienia nadal obniżają się...



...ale przepływy na rynku pracy wskazują na wpływ czynników regulacyjnych, a nie cyklicznych...



...co pozwala ograniczać skalę podwyżek wynagrodzeń

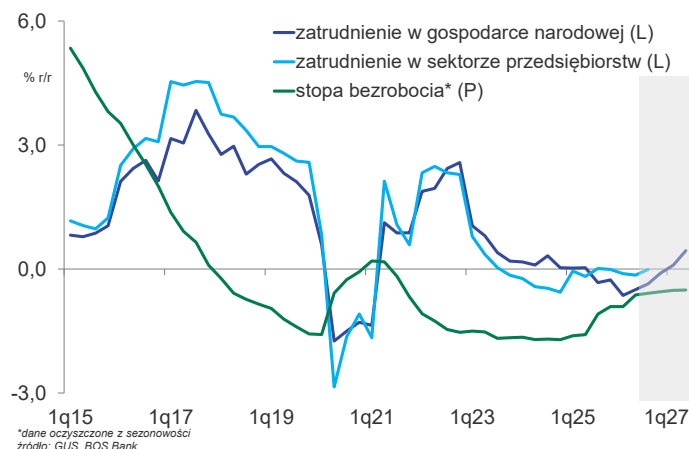




Niższy wzrost dochodów osłabia tempo wzrostu konsumpcji prywatnej

- Przy ostrożniejszych założeniach dot. popytu na pracę, wyraźnie niższej dynamice płacy minimalnej oczekujemy utrzymania niższej dynamiki wynagrodzeń. 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 w II poł. roku oczekujemy jeszcze lekkiego obniżenia dynamiki realnych dochodów gospodarstw domowych, po czym jej lekkiego wzrostu z początkiem 2027 r. przy założeniu obniżenia inflacji.
- W tych warunkach oczekujemy utrzymania dynamiki konsumpcji prywatnej w okolicach poziomu 3,0% r/r.
- Przy ograniczonej skali wzrostu bezrobocia ważnym czynnikiem stabilizującym wydatki gospodarstw domowych będzie w naszej ocenie stosunkowo wysoki poziom oszczędności gospodarstw domowych kompensujący niższy wzrost dochodów.
- Bieżące wskaźniki nastrojów konsumentów potwierdzają ograniczone ryzyko silniejszego spowolnienia wydatków w krótkim okresie.

W 2026 r. prawdopodobne utrzymanie stagnacji zatrudnienia...



...co obok niższego wzrostu płacy minimalnej będzie obniżać dynamikę wynagrodzeń...



...a wzrost inflacji dodatkowo osłabi siłę nabywczą dochodów i skalę wzrostu konsumpcji...



...ale nastroje konsumentów potwierdzają prognozę jedynie ograniczone spowolnienia konsumpcji

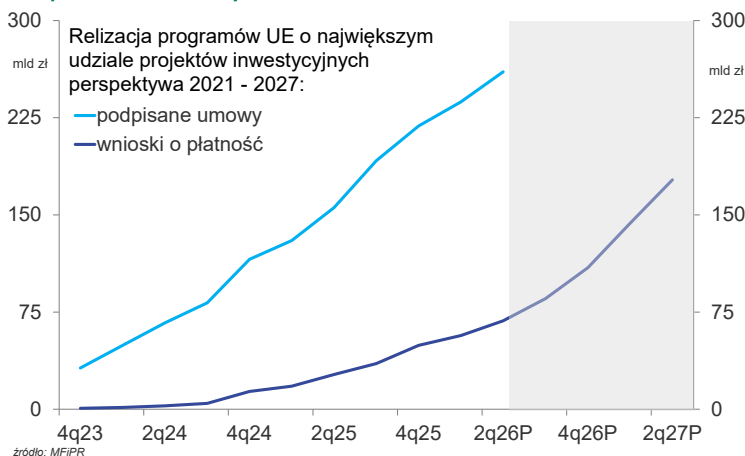




Projekty współfinansowane ze środków UE...

- Kolejne dane MFiPR dot. wykorzystania środków UE oraz dane MF dot. wydatkowania środków KPO potwierdzają rosnącą skalę realizacji projektów współfinansowanych ze środków UE.
- Na podstawie dostępnych danych dot. podpisanych umów (wyprzedzające względem materializacji inwestycji) oraz biorąc pod uwagę konieczność rozliczenia środków w ramach KPO do końca br. podtrzymujemy ocenę, że kumulacja realizacji tych inwestycji nastąpi w II poł. br. oraz w I poł. 2027 r.
- Dotychczas (w 2025 r.) wydatkowanie środków najszybciej rośnie w samorządach (spadek inwestycji w I kw. br. wyłącznie z powodu niekorzystnej pogody), niemniej coraz silniej rosną także wydatki inwestycyjne firm publicznych, głównych beneficjentów (z sektora przedsiębiorstw) finansowania unijnego.
- Wysoka skala nowo rozpoczynanych inwestycji pod koniec 2025 w firmach także wskazuje na potencjał do dalszego ich silnego wzrostu w trakcie 2026 r.

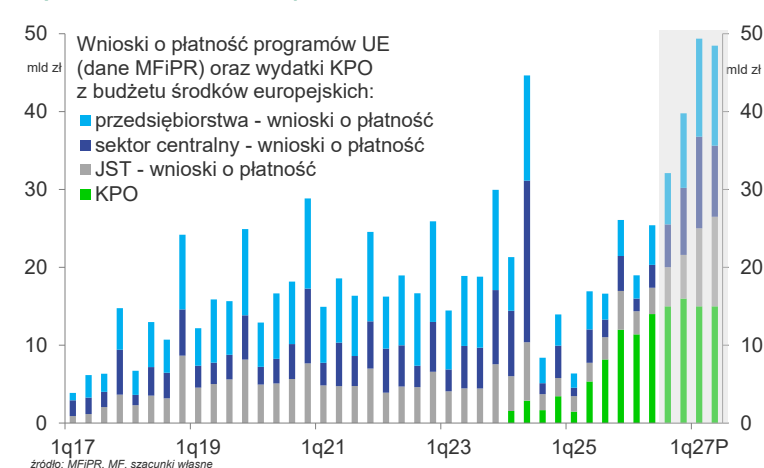
Coraz silniejszy wzrost wartości realizowanych projektów współfinansowanych ze środków UE...



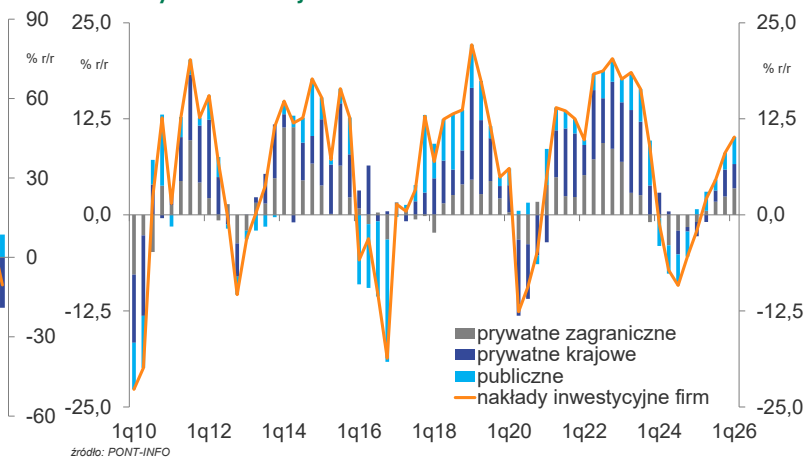
W I kw. w samorządach spadek inwestycji z powodu pogody, w kolejnych kwartałach silniejszy wzrost...



...łącznie z inwestycjami KPO skutkuje kumulacją wydatków w I. 2026 – I poł. 2027



...coraz mocniej rosną także inwestycje firm publicznych, istotnych beneficjentów finansowania UE

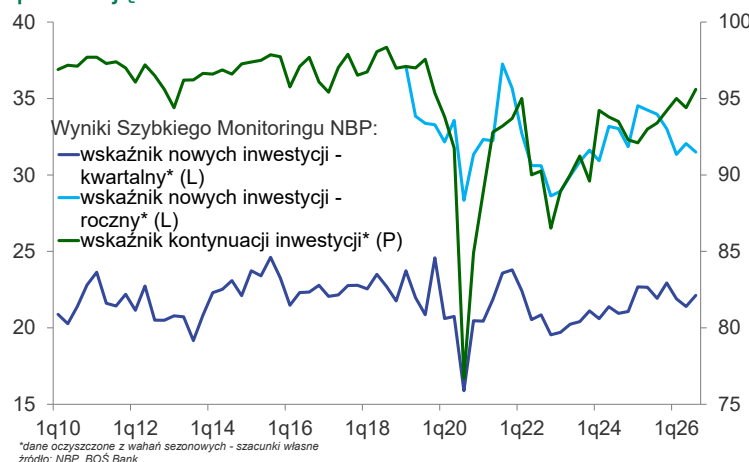




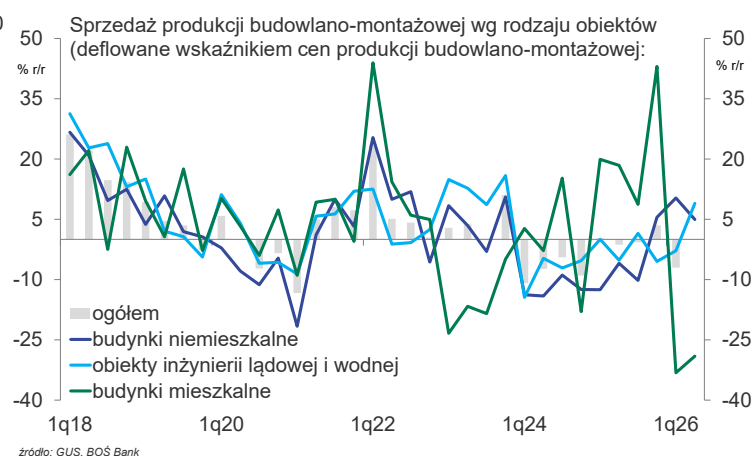
...będą stymulowały dynamikę inwestycji...

- Wskaźniki koniunktury nie wskazują jednak na powszechne cykliczne ożywienie optymizmu inwestycyjnego. Ponadto, spadek wskaźnika nowych inwestycji w skali roku potwierdza, że bieżąca poprawa inwestycji w decydującym stopniu wynika z kalendarza / kumulacji wydatkowania środków UE.
- Biorąc pod uwagę, z jednej strony silny impuls inwestycyjny z tytułu projektów współfinansowanych ze środków UE, z drugiej strony umiarkowany cykliczny popyt inwestycyjny (przy przeciętnych wskaźnikach koniunktury gospodarczej) oraz oczekiwane utrzymanie niższej aktywności na rynku nieruchomości mieszkaniowych (wcześniejsze obniżenie liczby rozpoczętych inwestycji) oczekujemy wzrostu dynamiki nakładów brutto na środki trwałe do ponad 11% r/r w II poł. br. i ok. 9% w I poł 2027 r.
- Wartość inwestycji w gospodarce będą nadal podwyższać wydatki zbrojeniowe, w tym w dłuższym horyzoncie wydatki w ramach programu SAFE, choć ich wpływ na dynamikę wzrostu inwestycji ogółem będzie mniejszy, ponieważ silny wzrost wydatków zbrojeniowych trwa już od 2023 r.

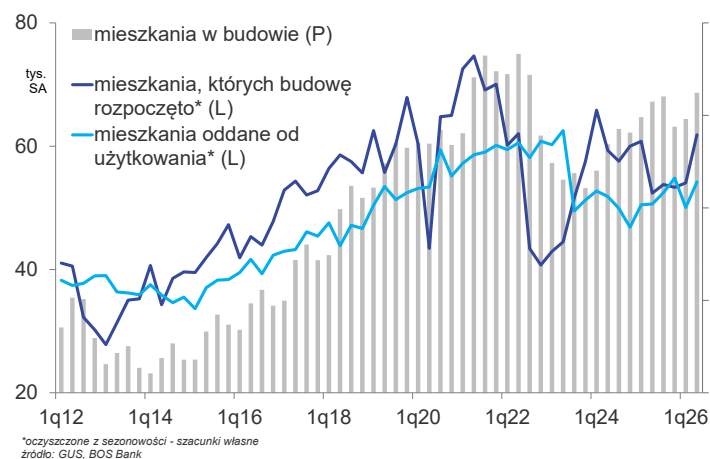
Cykliczne nastroje inwestycyjne przedsiębiorstw pozostają umiarkowane



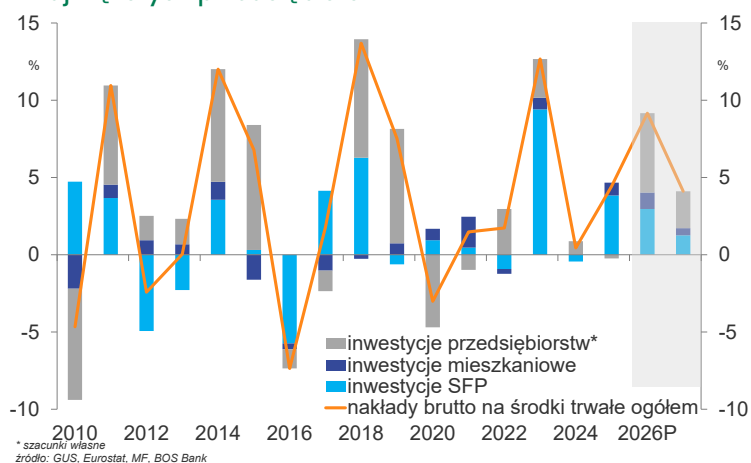
Po tąpnięciu w I kw., wyraźne ożywienie aktywności w budownictwie...



...choć w ograniczonym stopniu na rynku mieszkaniowym



W 2026 r. silne inwestycje sektora publicznego oraz największych przedsiębiorstw

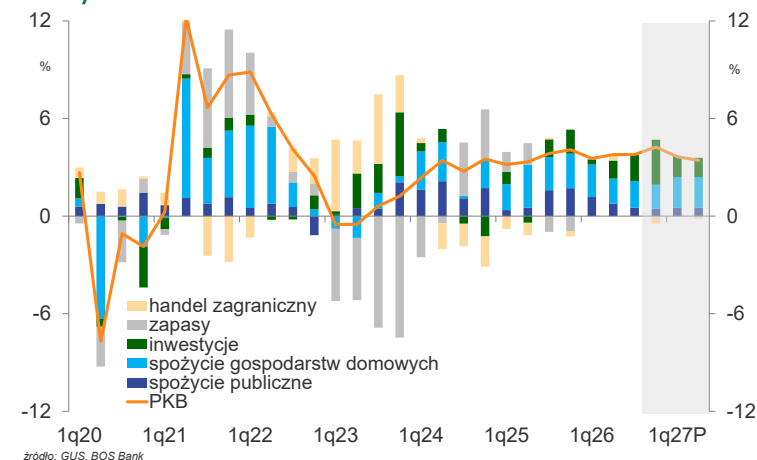




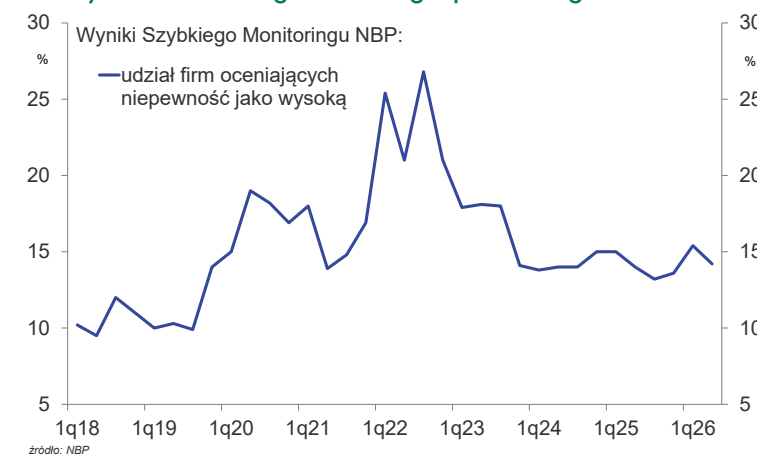
...wzmacniając wzrost PKB w II połowie roku oraz na początku 2027 r.

- Prognozujemy, że w 2026 r. wzrost PKB wyniesie 3,8% (lekka korekta w górę prognozy) wobec 3,6% w 2025 r. W I poł. 2027 r. dynamika PKB powinna ukształtować się w okolicach 3,5% r/r.
- Czynnikiem wspierającym 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, – dynamiczny wzrost inwestycji w ramach projektów współfinansowanych ze środków UE oraz umiarkowanego cyklicznego popytu inwestycyjnego firm.
- Istotnym czynnikiem ryzyka dla prognozy pozostaje sytuacja na Bliskim Wschodzie w warunkach wznowienia konfliktu i ponownej presji na ceny surowców energetycznych. Choć dotychczas trudniejsza sytuacja geopolityczna w niewielkim stopniu podwyższyła niepewność firm, to gdyby konflikt przedłużał się, skutkowałoby to silniejszym i trwalszym wzrostem cen ropy naftowej, co zapewne silniej negatywnie wpłynęłoby na perspektywy gospodarki globalnej i krajowej oraz nastroje przedsiębiorstw.
- Z czynników krajowych kluczowa pozostaje materializacja założenia ograniczonego spadku popytu na pracę i stabilizacji stopy bezrobocia. Choć sytuacja w I poł. br. była stabilna, to przy utrzymujących się czynnikach ryzyka, słabnące prognozy firm dot. popytu na pracę sprawiają, że cały czas sytuacja na rynku pracy powinna być monitorowana.

Inwestycje głównym czynnikiem wspierającym wzrost aktywności w 2026 r...



...utrzymanie ograniczonej niepewności kluczowe dla utrzymania solidnego wzrostu gospodarczego

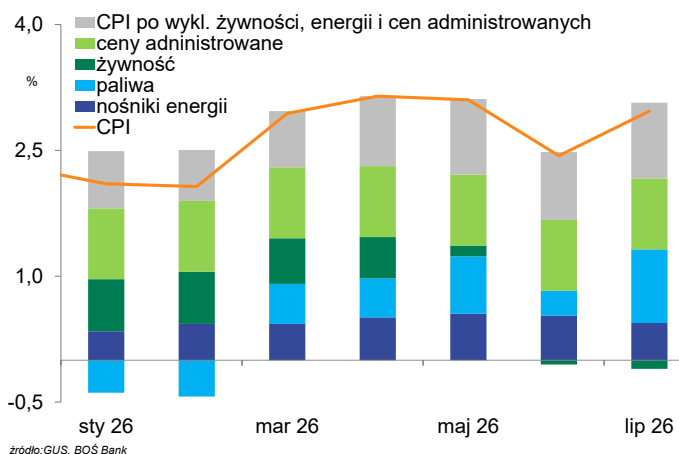




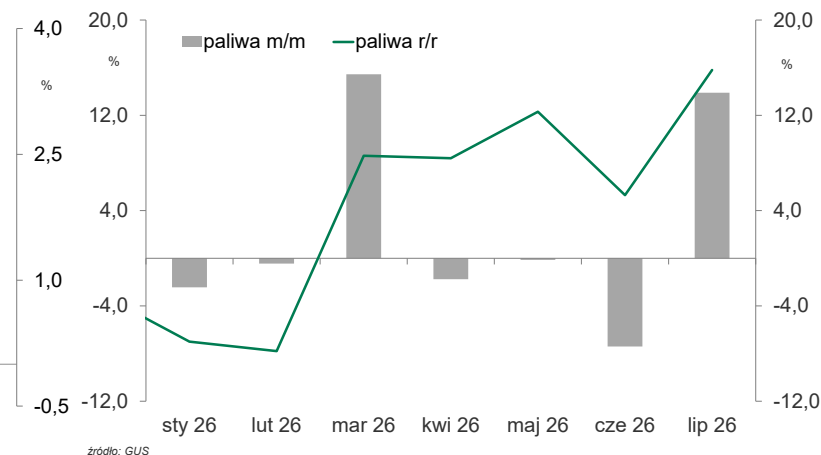
Wahania inflacji CPI pod wpływem zmian cen paliw

- W II kw. i na początku III kw. wzrosła zmienność inflacji CPI, na którą w decydującym stopniu wpływała zmienność cen paliw, zarówno pod wpływem zmian cen ropy naftowej jak i wdrażania i wygaszania rządowego programu Ceny Paliwa Niżej.
- W tym okresie wpływ wyższych cen paliw na ceny pozostałych dóbr i usług pozostał ograniczony. Inflacja bazowa utrzymała się w okolicach 3,0%. Wpływ ten praktycznie wyłącznie koncentrował się w grupie usług związanych z transportem, w której udział kosztów paliw jest zdecydowanie wyższy.
- Od początku roku do wzrostu inflacji bazowej przyczyniał się także wzrost ceny administrowanych, w tym dalszy wzrost dynamiki cen alkoholu i tytoniu oraz cen usług komunalnych.
- W I poł. roku nadal *in minus* zaskakiwała natomiast dynamika cen żywności, przy utrzymaniu bardzo niskich cen żywności przetworzonej oraz wyraźnie niższych dynamikach sezonowych cen owoców i warzyw w połowie roku.

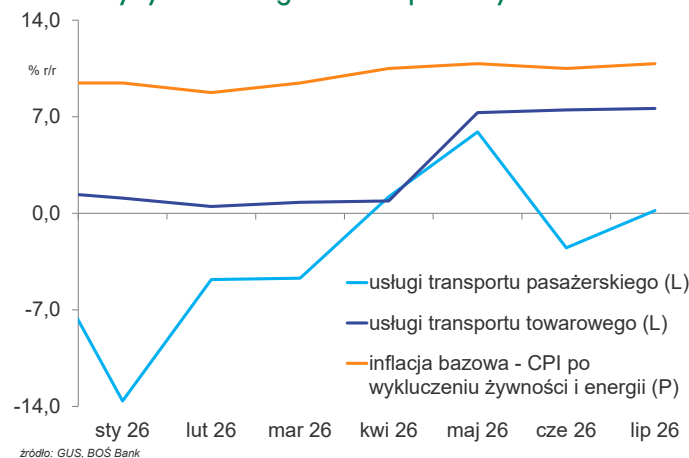
Od marca br. zmienność wskaźnika CPI...



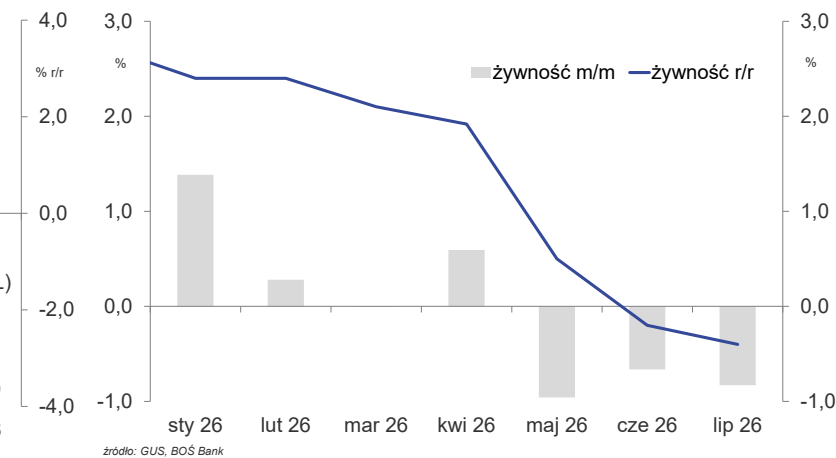
...w reakcji na zmienność cen paliw



Wpływ wysokich cen ropy naftowej na inflację bazową widoczny tylko w usługach transportowych



Dalsze obniżenie dynamiki cen żywności

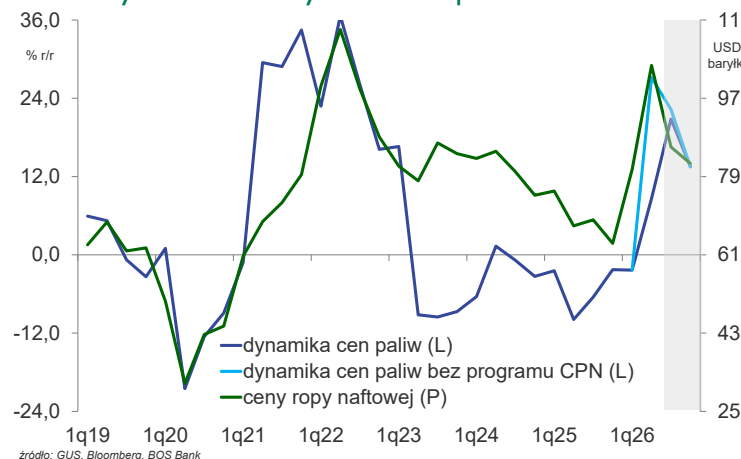




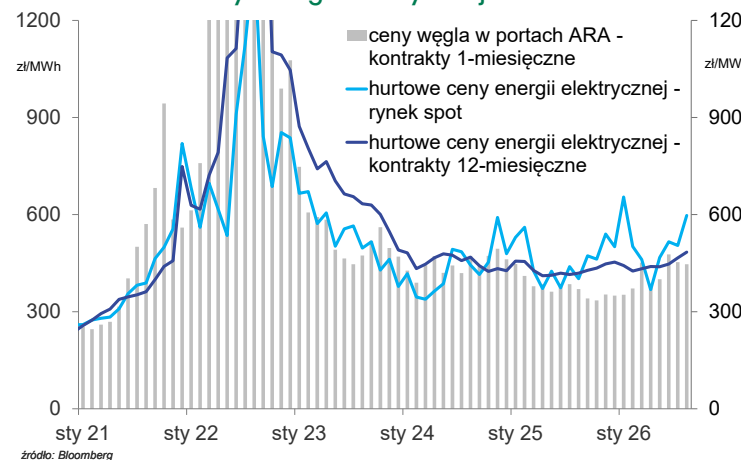
Przedłużający się konflikt na Bliskim Wschodzie podwyższa prognozowaną ścieżkę cen paliw...

- Przy założeniu stopniowego spadku cen ropy naftowej oczekujemy stopniowego obniżenia rocznej dynamiki cen paliw od IV kw. Wzrost tej dynamiki w III kw. względem II kw. (pomimo niższych cen ropy naftowej) związany jest z założeniem krótszego (tylko w II poł. sierpnia) czasu obowiązywania programu CPN oraz z silnym wzrostem cen produktów rafinacji ropy naftowej w Europie.
- Choć bieżące rynkowe ceny gazu w Europie oraz energii elektrycznej na rynku krajowym wzrosły, to biorąc pod uwagę mniejsze zmiany kontraktów długoterminowych oraz wciąż (w porównaniu do 2022 r.) ograniczoną skalę wzrostu zakładamy, że ceny taryfowe energii i gazu dla gospodarstw domowych do końca br. pozostaną niezmienione zgodnie z obowiązującymi do końca roku taryfami URE.
- Lekkiego wzrostu rachunków za energię elektryczną i gaz oczekujemy na początku 2027 r. w następstwie corocznej zmiany taryf przez URE.
- Przy tym założeniu, po lekkim wzroście rocznej dynamiki cen nośników energii w II kw. br. (efekty bazy) na przetomie 2026 i 2027 r. ta dynamika powinna już zmieniać się minimalnie.

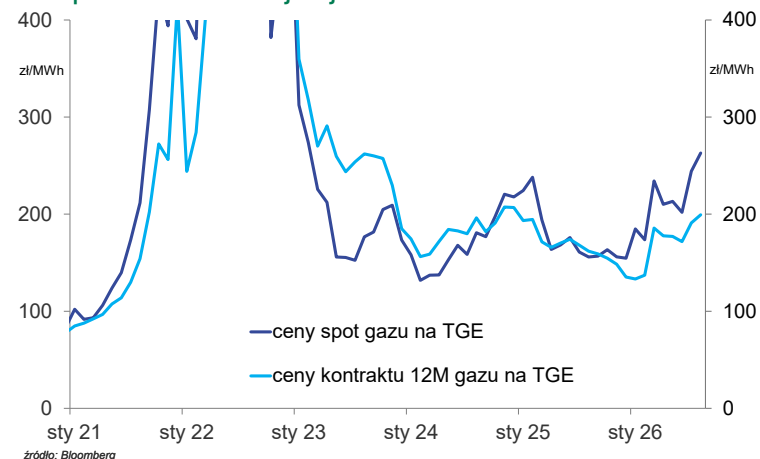
Gwałtowny wzrost cen ropy naftowej poskutkował skokowym wzrostem dynamiki cen paliw



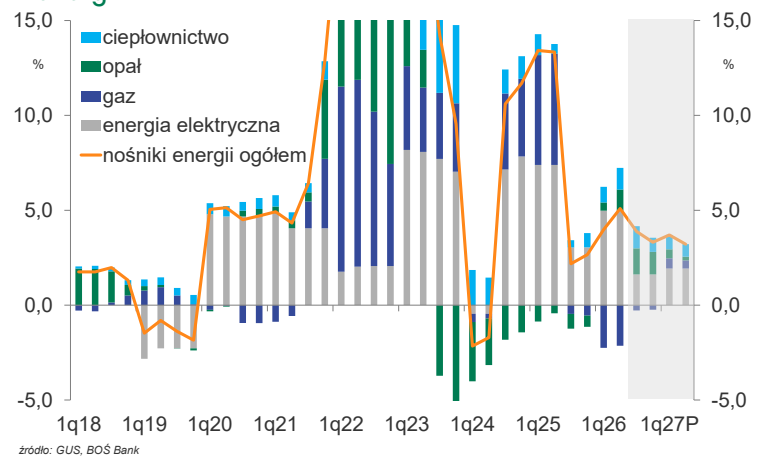
Ograniczony wzrost cen węgla powinien także stabilizować ceny energii elektrycznej...



...wzrosły też rynkowe ceny gazu ziemnego, jednak w nieporównanie mniejszej skali niż w 2022 r.



...co powinno stabilizować dynamikę roczną cen nośników energii

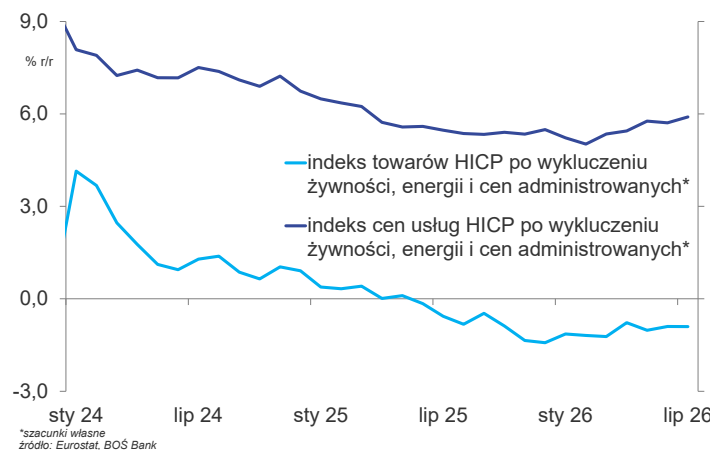




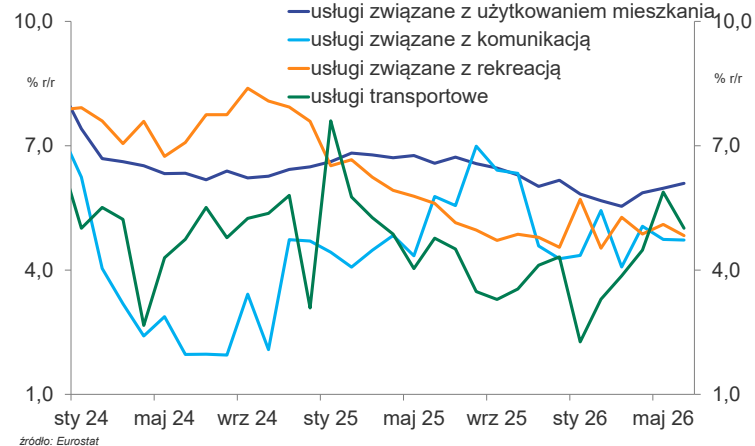
...w średnim okresie podwyższy także inflację bazową...

- Wzrost inflacji bazowej w II kw. koncentrował się w usługach, głównie związanych z transportem. Od początku br. wzrost indeksu cen towarów był minimalny, najsilniej odczuwalny w grupie towarów związanych z informacją i komunikacją w wyniku wzrostu cen sprzętu komputerowego w warunkach wysokiego globalnego popytu związanego z boomem technologicznym.
- Oczekujemy natomiast, że w kolejnych kwartałach będzie postępował powszechniejszy wzrost cen towarów w związku z: – globalnie wyższymi kosztami surowców i materiałów, – wyższymi kosztami energii dla przedsiębiorstw, – wzrostem kosztów transportu.
- Choć wysoka nadpodaż towarów w Chinach pozostanie czynnikiem hamującym dynamikę cen towarów importowanych, to globalny efekt wzrostu kosztów produkcji i wzrost wskaźnika PPI w Chinach w I poł. br. wskazuje na ograniczenie przestrzeni do kontynuacji dotychczasowego spadku cen towarów importowanych z Chin.
- W rezultacie oczekujemy wzrostu wskaźnika CPI po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych do 2,8% r/r pod koniec 2026 r. wobec 1,4% na koniec 2025 r. i 2,3% w lipcu br.

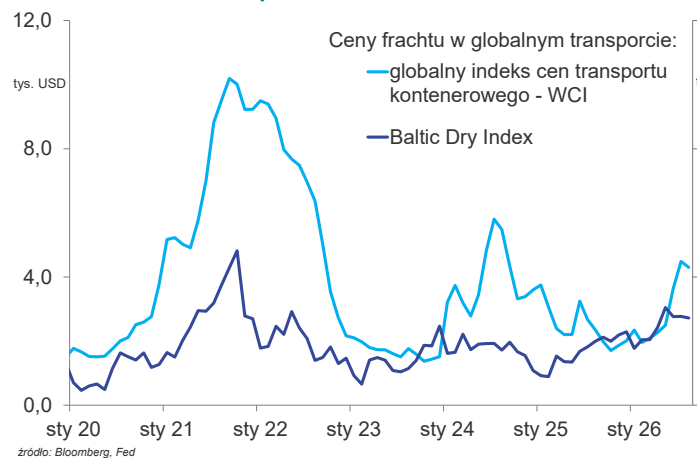
W 2026 r. wzrost indeksu cen usług...



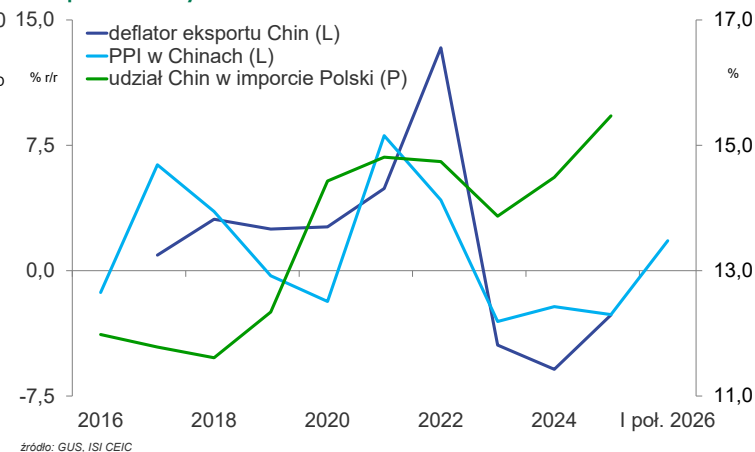
...głównie w zakresie usług związanych transportem



Wyższe ceny surowców oraz koszty transportu podwyższą w średnim okresie dynamikę cen towarów...



...osłabiając wpływ konkurencji tańszych towarów importowanych z Chin

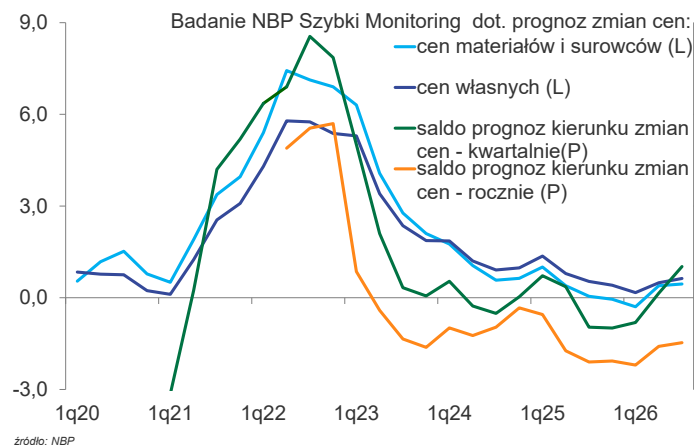




...jednak wyraźnie niższy wzrost kosztów pracy ograniczy wzrost inflacji bazowej

- Czynnikiem hamującym silniejszy wzrost inflacji bazowej będą z kolei: – wyraźny, silniejszy wobec dotychczasowych prognoz spadek dynamiki kosztów pracy, – stabilny i mocny kurs złotego ograniczający wzrost złotych cen surowców i kosztów, – słabszy popyt konsumpcyjny.
- Prognozy przedsiębiorstw ich cen własnych (Szybki monitoring NBP) wskazują na wzrost wskaźnika inflacji, niemniej jego skala (w porównaniu do I. 2021 – 2023) jest niewielka.
- 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 efekt rosnącej skali indeksowania umów może utrzymywać efekt wzrostu cen surowców na pozostałe towary i usługi.
- W 2026 r. oczekujemy niewielkiego obniżenia dynamiki cen administrowanych, silniejszego spadku tego wskaźnika oczekujemy w 2027 r. (rok wyborczy).
- Prognozujemy, że na koniec roku inflacja bazowa wzrośnie do 3,5% r/r z 2,8% na koniec 2025 r. oraz 3,1% r/r w lipcu br.

Prognozy przedsiębiorstw potwierdzają wzrost cen własnych, choć wciąż w ograniczonej skali...



źródło: NBP

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



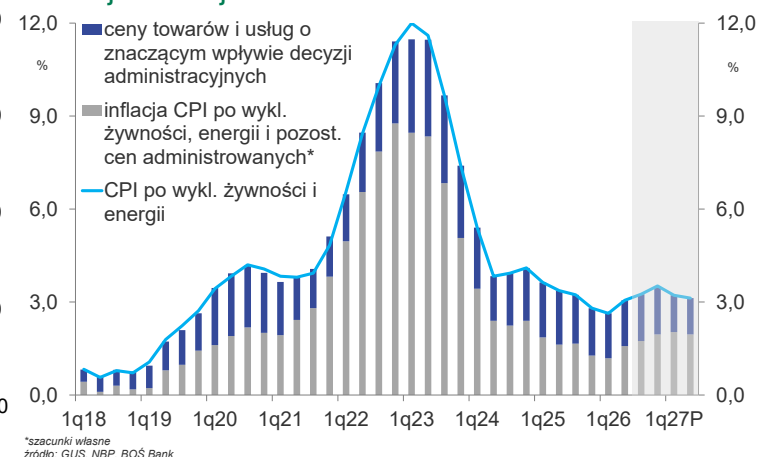
źródło: Komisja Europejska

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



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

W II połowie 2026 r. oczekiwany niewielki okresowy wzrost inflacji bazowej



*szacunki własne
źródło: GUS, NBP, BOŚ Bank



Pogłębienie spadku dynamiki cen żywności

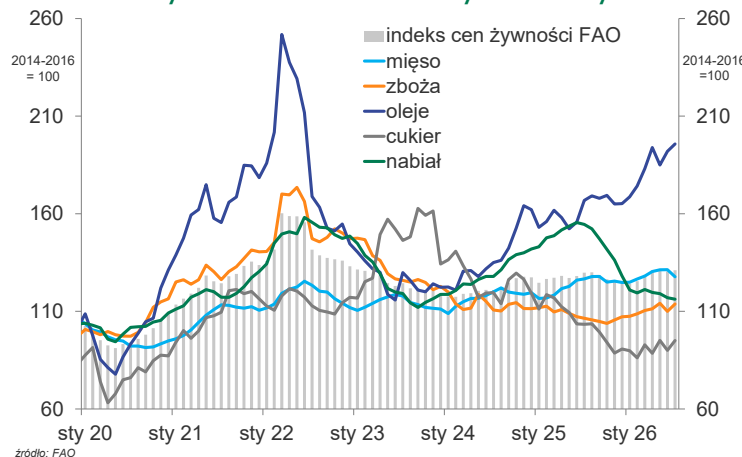
- Choć w wielu grupach żywnościowych (zboża, oleje) widoczne są już wzrosty cen surowców, to indeks cen surowców żywnościowych ogółem wzrósł jak na razie w ograniczonej skali. W kolejnych kwartałach wg zewnętrznych ośrodków analitycznych oczekiwany jest wzrost cen surowców żywnościowych (głównie efekt słabszych światowych zbiorów, ale także problemów transportu w rejonie Morza Czarnego), niemniej skala prognozowanego wzrostu cen w II poł. roku nieco osłabła. Niższej dynamice wzrostu cen surowców żywnościowych sprzyja także ograniczenie wzrostu cen nawozów.

- Pod koniec br. oczekujemy wzrostu dynamiki cen żywności przetworzonej, niemniej w nieco mniejszej skali wobec założeń sprzed kwartału.

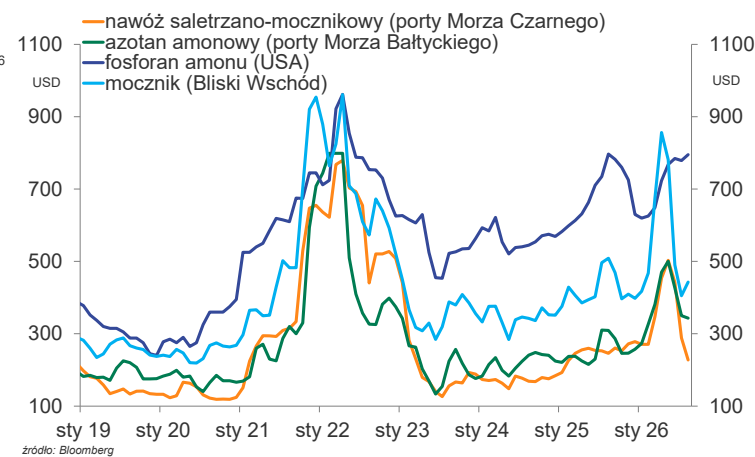
- W połowie roku silniej obniżyła się dynamika cen owoców i warzyw, przy słabszym wpływie kwietniowych przymrozków. Zmiana efektów bazy wpłynie w kolejnych kwartałach na stopniowy wzrost dynamiki cen w tej grupie.

- W efekcie, po wyraźnym obniżeniu dynamiki cen żywności w połowie br. oczekujemy jej wzrostu w kierunku 1,0% r/r pod koniec 2026 r. oraz do 2,5% w połowie 2027 r.

Dotychczas w większości kategorii obserwowany jest umiarkowany wzrost cen surowców żywnościowych...



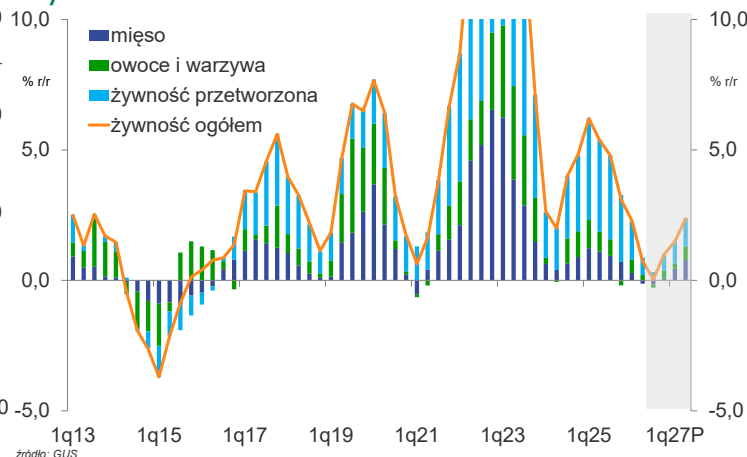
...spadły też ceny większości nawozów...



...co nieco osłabi skalę wzrostu dynamiki cen żywności przetworzonej



W II poł. br. prawdopodobny wzrost dynamiki cen żywności

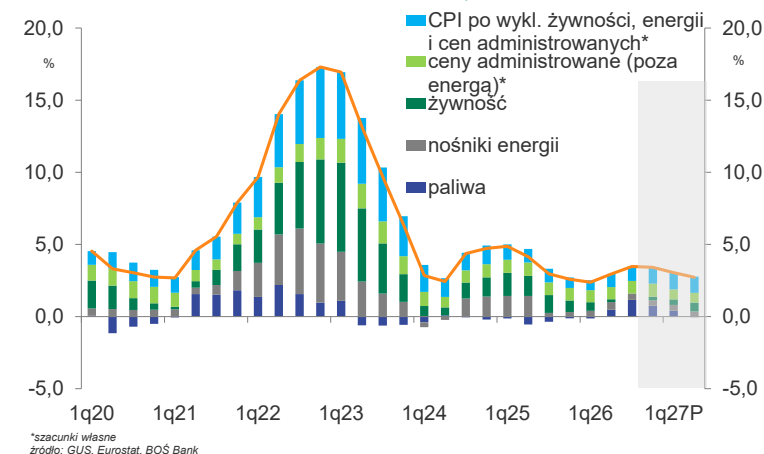




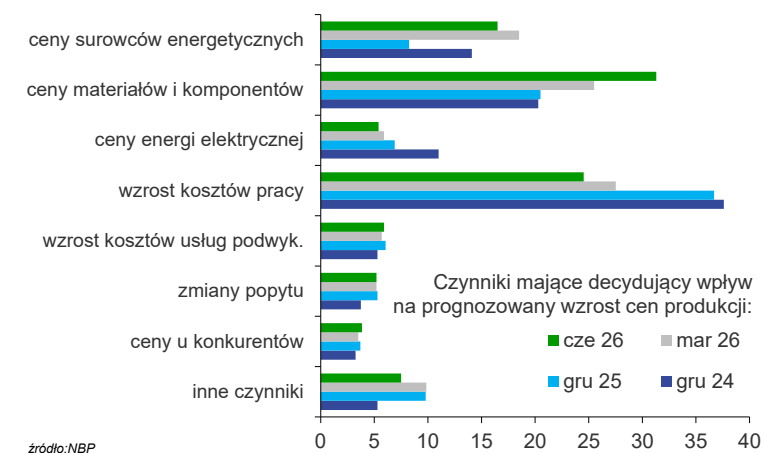
W bazowym scenariuszu inflacja CPI nie powinna trwale przekroczyć 3,5% r/r...

- Prognozujemy, że średnioroczny wskaźnik inflacji CPI w 2026 r. wyniesie 3,1% wobec 3,6% r/r w 2025 r. Szacujemy, że sierpniowy wskaźnik CPI zbliżył się do poziomu 3,5% r/r i w okolicach tego poziomu pozostanie do końca roku. Okresowo – we wrześniu lub październiku – wskaźnik CPI może przekroczyć poziom 3,5% r/r, jednak najpóźniej w pierwszych miesiącach 2027 r. powinien wyraźniej obniżyć się w kierunku 3,0% r/r.
- Pomimo przedłużającego się konfliktu na Bliskim Wschodzie i wyższej prognozowanej ścieżki cen paliw w II poł. br., lekkie obniżenie prognozowanego średniorocznego wskaźnika inflacji wynika z niższych cen paliw w II kw. (efekt wcześniejszego od oczekiwań obniżenia cen ropy naftowej) oraz niższej ścieżki cen żywności w trakcie 2026 r. W dalszym ciągu zakładamy, że wpływ wyższych cen ropy naftowej na pozostałe ceny towarów i usług pozostanie ograniczony.
- Dla materializacji tego scenariusza kluczowe jest docelowe udrożnienie cieśniny Ormuz oraz ograniczenie wysokich cen produktów rafinacji ropy naftowej na rynku europejskim. W związku z wydłużającym się konfliktem na Bliskim Wschodzie normalizacja cen i kosztów będzie przebiegała bardzo stopniowo ze względu na dotychczasowe ograniczenie produkcji surowców w krajach Zatoki Perskiej oraz nasilające się zatory transportowe w regionie.
- Pomimo dotychczas niewielkiego pośredniego (tj. poza cenami paliw i usług transportowych) wpływu sytuacji na Bliskim Wschodzie na wskaźnik CPI, ewentualne (w scenariuszu negatywnym) wydłużenie konfliktu miałyby już zdecydowanie silniejszy wpływ na ścieżkę inflacji, ze względu na potencjalnie silniejszy wzrost cen ropy naftowej (wyczerpujące się zapasy). W takim scenariuszu wzrastałby także skłonność przedsiębiorców do przenoszenia wyższych cen produkcji na ceny finalne.

W 2026 r. inflacja CPI w okolicach 3,5% r/r, w 2027 oczekiwane obniżenie w kierunku 2,5%



Dla kształtowania się inflacji w kolejnych kwartałach kluczowe ceny surowców i materiałów

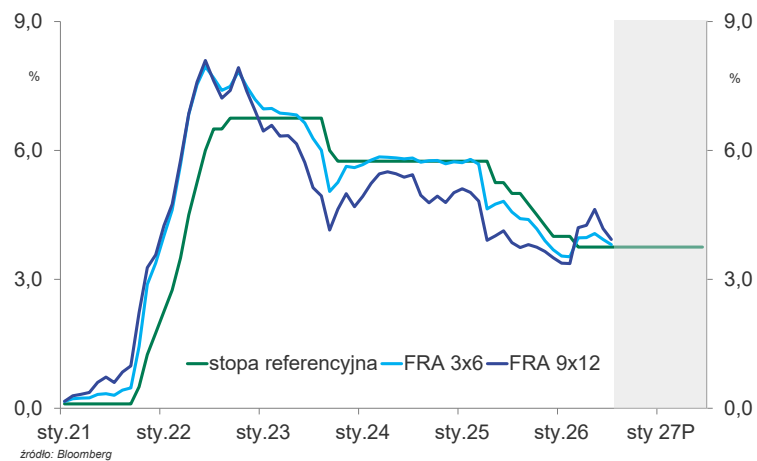




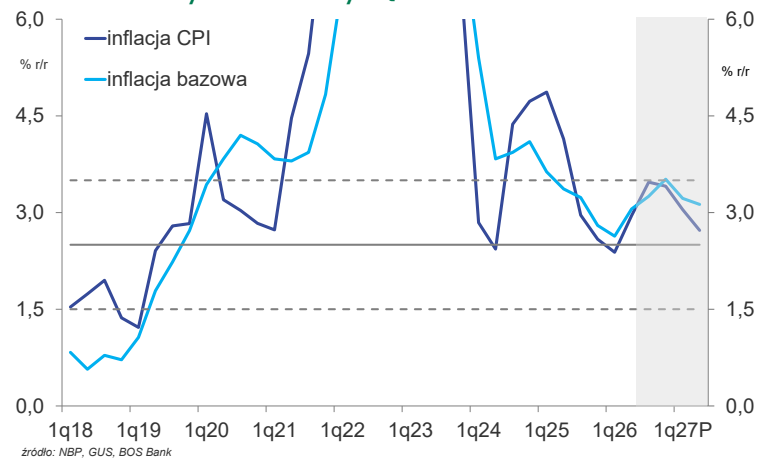
...co pozwoli na utrzymanie stabilnych stóp procentowych NBP

- Niższa ścieżka inflacji CPI w II kw. poskutkowała wyraźnym ograniczeniem oczekiwań rynkowych na zaostreżenie polityki pieniężnej NBP.
- Na zmianę tych oczekiwań dodatkowo wpłynął przekaz prezesa NBP podczas lipcowej konferencji prasowej po posiedzeniu RPP, w którym dopuścił on opcję obniżki stóp procentowych po wakacyjnej przerwie, po tym jak w czerwcu okresowo sytuacja na rynku surowców poprawiła się, a czerwcowe inflacja CPI obniżyła się do poziomu celu inflacyjnego NBP.
- Biorąc pod uwagę ponowne pogorszenie sytuacji na rynku paliw i tym samym ponowny wzrost inflacji CPI (w kierunku 3,5% r/r za sierpień), jak również wzrost niepewności dot. rozwoju sytuacji geopolitycznej, oczekujemy że po posiedzeniu wrześniowym RPP prezes NBP skoryguje „gołębie” przesłanie z lipca dot. możliwości obniżenia stóp procentowych NBP w najbliższym czasie.
- Jednocześnie, biorąc pod uwagę generalną bardziej łagodną retorykę RPP, w tym prezesa NBP oraz naszą prognozę bazową utrzymania inflacji CPI w okolicach 3,5% r/r w 2026 r. i jej obniżenia w trakcie 2027 r., jako niskie oceniamy prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych, pomimo dominującego na świecie trendu zacieśnienia polityki monetarnej. Sądzymy, że w bazowym scenariuszu RPP bieżący wzrost inflacji uzna za jedynie okresowy i optując za utrzymaniem stabilnych stóp NBP.
- Ryzyko podwyżki stóp wzrosłoby w scenariuszu alternatywnym – dalszego pogorszenia sytuacji na rynku surowców i tym samym silniejszego wzrostu inflacji.
- Jednocześnie, choć w krótkim okresie przeważa ryzyko wyższego poziomu stóp procentowych, to w dłuższym okresie (w II poł. 2027 r.) w scenariuszu bazowym widzimy potencjał do obniżki stóp procentowych wraz z wyraźnym spadkiem inflacji w przyszłym roku

Oczekujemy stabilnych stóp procentowych NBP...



...zakładając że w 2026 r. CPI utrzyma w okolicach 3,5% r/r, a w 2027 r. wyraźnie obniży się

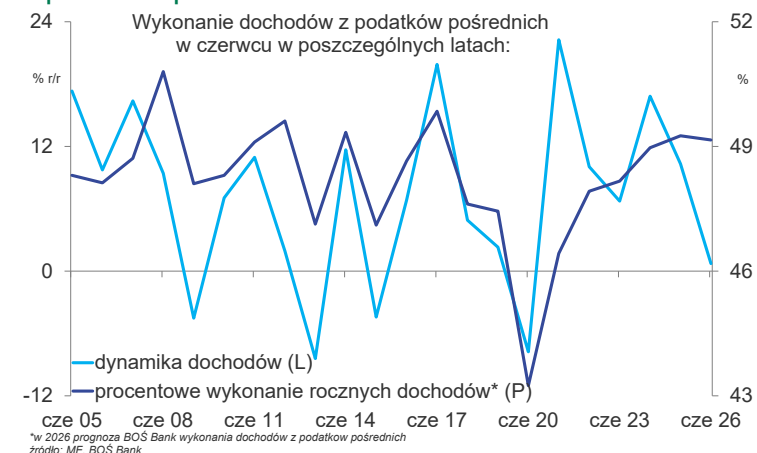




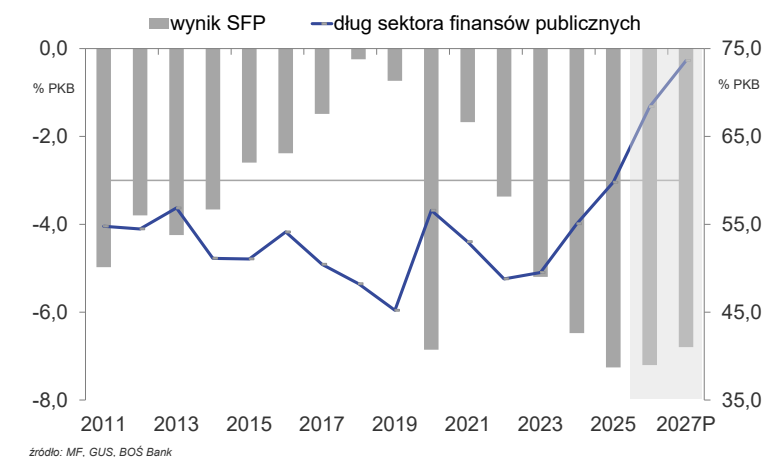
Utrzymanie wysokiego deficytu i wzrost długu SFP...

- W I poł. roku silnie obniżyła się dynamika wpływów budżetowych z podatków pośrednich, co sugeruje słabsze całoroczne wykonanie tych dochodów w porównaniu do założeń ustawy budżetowej. Czynnikiem negatywnie wpływającym na dochody z podatków pośrednich jest spadek dynamiki konsumpcji oraz lekki ubytek dochodów z tytułu programu CPN.
- Z drugiej strony w porównaniu do naszych założeń całorocznych dochodów z podatków pośrednich (nasze założenie ich minimalnego wzrostu wobec 2025 r., poniżej założeń MF), procentowe wykonanie tych dochodów po czerwcu nie odbiega istotnie od przeciętnego ich wykonania w połowie roku w latach minionych.
- Tym samym, przy naszych założeniach nieco niższej realizacji wydatków budżetowych w niektórych kategoriach uważamy, że całoroczny deficyt budżetowy zostanie zrealizowany na poziomie nie wyższym wobec założeń ustawy budżetowej. Z drugiej strony, nawet w scenariuszu większego ubytku w dochodach możliwe jest ograniczenie pod koniec roku subwencji dla FUS (finansowanie wydatków FUS z kredytu), co ogranicza ryzyko potrzeby nowelizacji budżetu państwa w 2026 r. Oczywiście w takim scenariuszu nieuniknione byłoby pogorszenie wyniku całego sektora finansów publicznych.
- Oczekujemy, że w 2026 r. deficyt SFP pozostanie lekko powyżej poziomu 7% PKB. W 2027 r. oczekujemy lekkiego spadku minimalnie poniżej tego poziomu. Głównym czynnikiem podwyższającym prognozowaną ścieżkę deficytu jest założenie wyższego deficytu funduszu wsparcia sił zbrojnych w związku z założeniem nieco wyższych wydatków funduszu z tytułu wykorzystania pożyczki programu SAFE. Przyjmujemy założenie, że pożyczka w decydującym stopniu zastąpi finansowanie rynkowe dla utrzymujących się wysokich wydatków zbrojeniowych. W prognozie deficytu SFP na 2027 r. przyjęliśmy – zgodnie z informacjami MF, że wpływ zaproponowanych zmian podatkowych na wynik budżetu będzie neutralny (m.in. wprowadzenie dodatkowej obniżonej stawki podatku PIT 24% vs. wyższa danina solidarnościowa, dodatkowa wyższa stawka podatku CIT).

Bliskie oczekiwaniom, wyraźnie słabsze wpływy z podatków pośrednich w 2026 r.



W I. 2026 – 2027 deficyt SFP w okolicach poziomu 7% PKB

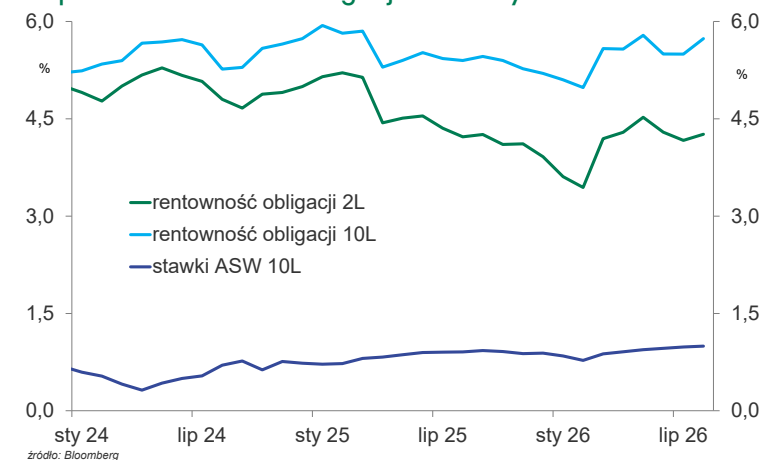




...będzie nadal ciężać notowaniom obligacji skarbowych

- Przy naszej prognozie bazowego dot. stóp NBP oraz lekkiego obniżenia rentowności obligacji na rynkach bazowych (przy założeniu normalizacji sytuacji na rynku surowców), oczekujemy lekkiego spadku rentowności krajowych obligacji skarbowych pod koniec roku.
- Choć zakładane ograniczenie ryzyka sytuacji na Bliskim Wschodzie powinno szczególnie sprzyjać notowaniom rentowności na dłuższym końcu krzywej, to przestrzeń do wypłaszczenia krzywej dochodowości będzie ograniczona ze względu na utrzymanie presji wysokich podaży krajowych SPW i wyższej premii terminowej przy rosnącym dźwigu publicznym oraz oczekiwanym lekkim złagodzeniem polityki pieniężnej NBP w trakcie 2027 r.
- Sytuacja w cieśninie Ormuz oraz ceny surowców pozostaną w najbliższych tygodniach kluczowe dla scenariusza rynku stóp procentowych wpływając zarówno na prognozy stóp NBP, jak i globalną premię za ryzyko.
- Co ważniejsze, ewentualna materializacja scenariusza negatywnego, tj. dłuższego konfliktu i silniejszego wzrostu cen surowców byłaby dla krajowego rynku obligacji szczególnie istotna. O ile bowiem w sytuacji dłuższego konfliktu prawdopodobny wzrost globalnej premii za ryzyko sprzyjałby papierom na rynkach bazowych, to ten sam efekt byłby dodatkowym czynnikiem (poza scenariuszem inflacyjnym) ciężącym cenom krajowych obligacji skarbowych.
- Ryzyko wzrostu podaży papierów skarbowych szczególnie mocno wzrosłoby w scenariuszu negatywnym, mocno pogarszając sytuację fiskalną (spowolnienie aktywności i słabsze dochody, potencjalnie wyższe wydatki z tytułu działań ośłonowych 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 potencjalnych kolejnych szoków makroekonomicznych.

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



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



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

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	4,6	-2,0	6,9	5,3	0,2	3,2	3,6	3,8
Popyt krajowy	% r/r	3,5	-2,8	8,6	4,8	-3,0	4,8	4,2	4,0
Spożycie indywidualne	% r/r	3,3	-3,4	6,2	5,0	-0,3	2,9	3,7	2,9
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	7,5	-3,0	1,5	1,7	12,7	0,4	4,4	8,9
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	1,1	0,8	-1,7	0,5	3,2	-1,6	-0,6	-0,1
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,3	2,4	-1,3	-2,2	1,6	0,3	-0,9	-0,6
	mld EUR	-1,4	12,6	-7,8	-14,9	11,6	2,6	-8,6	-6,1
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	16,3	18,2	15,9	16,2	16,7	12,6	15,8	19,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	5,4	6,0	6,4	5,4	5,2	5,1	5,4	5,9
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,2	-1,0	0,4	2,2	0,6	0,2	-0,1	-0,4
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7,2	5,3	8,8	12,1	12,7	13,7	8,7	6,1
	% r/r, real.	4,8	1,9	3,6	-2,0	1,2	9,8	4,9	2,9
Inflacja CPI	% r/r, śr.	2,3	3,4	5,1	14,4	11,4	3,6	3,6	3,1
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	2,0	3,9	4,1	9,1	10,2	4,3	3,3	3,1
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-0,7	-6,9	-1,7	-3,4	-5,2	-6,4	-7,3	-7,2
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	45,2	56,6	53,0	48,8	49,5	54,8	59,7	65,8
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,00	3,75
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25	4,50	4,25
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,00	1,25	6,25	5,25	5,25	3,50	3,25
WIBOR 3M	%, k.o.	1,71	0,21	2,54	7,02	5,88	5,84	3,99	3,85
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,43	0,01	3,33	6,63	4,95	5,08	3,80	4,15
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	1,79	0,41	3,93	6,83	5,00	5,48	4,55	5,00
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	2,10	1,22	3,62	6,83	5,18	5,87	5,15	5,55
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,27	4,23	4,30
PLN/USD	PLN, k.o.	3,80	3,76	4,06	4,40	3,94	4,10	3,60	3,74
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,92	4,26	4,45	4,77	4,68	4,54	4,54	4,65
założenia zewnętrzne		2019	2020	2020	2021	2023	2024	2025	2026
PKB – USA	% r/r	2,6	-2,1	6,2	2,5	2,9	2,8	2,1	1,9
PKB – strefa euro	% r/r	1,6	-6,2	6,3	3,7	0,5	0,9	1,5	0,7
PKB – Chiny	% r/r	6,1	2,0	8,6	3,2	5,4	5,0	5,0	4,6
Inflacja CPI – USA	% r/r, śr.	1,9	1,2	4,7	8,0	4,1	3,0	2,7	3,5
Inflacja HICP – strefa euro	% r/r, śr.	1,2	0,3	2,6	8,4	5,5	2,4	2,1	2,9
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	4,50	3,75	3,75
SOFR ON	%, k.o.	-	-	-	-	5,38	4,49	3,71	3,65
Obligacje USA 10L	%, k.o.	1,92	0,91	1,51	3,88	3,88	4,57	4,17	4,50
Stopa depozytowa EBC	%, k.o.	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	4,00	3,00	2,00	2,50
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	2,60
Obligacje GER 10L	%, k.o.	-0,19	-0,58	-0,19	2,56	2,02	2,36	2,85	3,10
Stopa SNB	%, k.o.	-0,75	-0,75	-0,75	1,00	1,75	0,50	0,00	0,00
SARON	%, k.o.	-	-	-	-	1,46	1,28	0,12	-0,05
USD/EUR	USD, k.o.	1,12	1,22	1,14	1,07	1,10	1,04	1,17	1,15
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	64,1	42,3	70,4	99,8	82,6	80,7	69,0	88,2

% 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

2026-08-24

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	3,8	4,1	3,5	3,8	3,8	4,2	3,6	3,4
Popyt krajowy	% r/r	3,9	4,6	3,7	3,5	3,8	4,8	3,9	3,7
Spożycie indywidualne	% r/r	3,5	4,3	3,3	2,6	2,8	3,0	3,1	3,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,8	6,6	2,4	7,3	9,9	12,2	10,0	7,5
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,1	-0,5	-0,2	0,3	-0,1	-0,6	-0,2	-0,3
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,9	-0,9	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
	mld EUR	-5,2	-0,8	1,0	-0,4	-5,9	-0,7	1,1	-0,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	5,6	5,7	6,1	5,8	5,9	6,0	6,3	5,9
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-0,3	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,1	0,1	0,4
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	7,5	8,5	6,7	5,5	6,1	6,0	6,2	6,3
	% r/r, real.	4,4	5,8	4,2	2,5	2,4	2,4	3,0	3,4
Inflacja CPI	% r/r, śr.	3,0	2,6	2,4	2,9	3,5	3,5	3,1	2,8
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	3,2	2,8	2,6	3,1	3,2	3,5	3,2	3,1
Stopa referencyjna NBP	% k.o.	4,75	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Stopa kredytu lombardowego NBP	% k.o.	5,25	4,50	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Stopa depozytowa NBP	% k.o.	4,25	3,50	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
WIBOR 3M	% k.o.	4,72	3,99	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,75
Obligacje skarbowe 2L	% k.o.	4,19	3,80	4,50	4,03	4,35	4,15	3,95	3,80
Obligacje skarbowe 5L	% k.o.	4,84	4,55	5,25	4,69	5,30	5,00	4,80	4,65
Obligacje skarbowe 10L	% k.o.	5,46	5,15	5,86	5,25	5,85	5,55	5,30	5,15
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,27	4,23	4,29	4,30	4,30	4,30	4,25	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	3,63	3,60	3,74	3,77	3,72	3,74	3,70	3,70
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,56	4,54	4,68	4,66	4,65	4,65	4,59	4,59
założenia zewnętrzne		3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27
PKB – USA	% r/r	2,3	2,0	2,7	2,1	1,5	1,7	1,7	1,8
PKB – strefa euro	% r/r	1,2	1,1	0,5	1,0	0,8	0,9	1,2	1,1
PKB – Chiny	% r/r	4,8	4,5	5,0	4,3	4,5	4,5	4,4	4,3
Stopa funduszy federalnych Fed*	% k.o.	4,25	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
SOFR ON	% k.o.	4,24	3,71	3,68	3,68	3,65	3,65	3,65	3,65
Obligacje USA 10L	% k.o.	4,15	4,17	4,32	4,47	4,70	4,50	4,40	4,40
Stopa depozytowa EBC	% k.o.	2,00	2,00	2,00	2,25	2,50	2,50	2,50	2,50
EURIBOR 3M	% k.o.	-	-	-	-	2,60	2,60	2,60	2,60
Obligacje GER 10L	% k.o.	2,71	2,85	3,00	2,86	3,25	3,10	2,95	2,90
Stopa SNB	% k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
SARON	% k.o.	-0,04	-0,04	-0,05	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05
USD/EUR	USD, k.o.	1,17	1,17	1,16	1,14	1,16	1,15	1,15	1,15
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	69,0	63,6	80,6	104,6	85,8	82,0	78,0	75,3

% 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.

2026-08-24

Klauzula poufności: BOŚ jawne