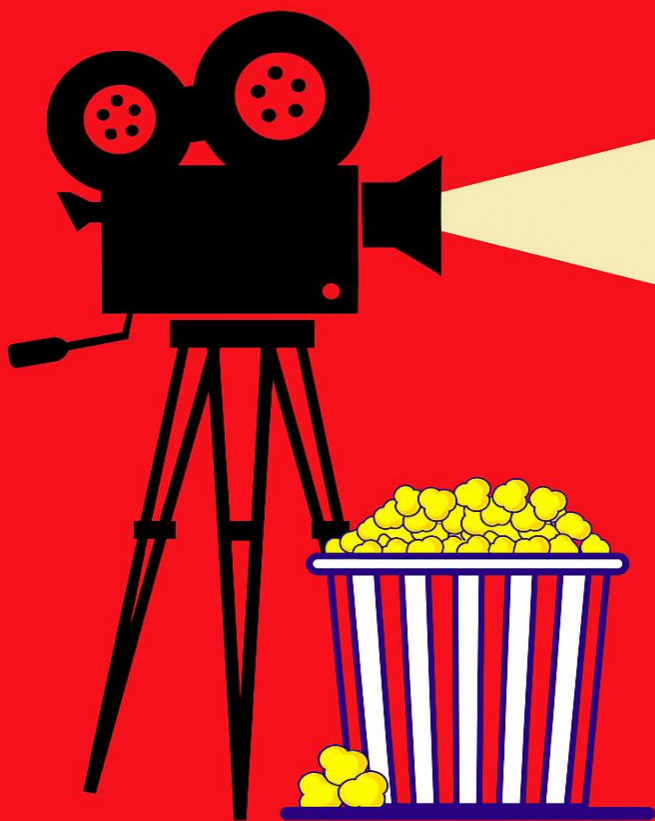




# Monitoring Makroekonomiczny

Numer wydania: 5/2025

Warszawa, czerwiec 2025 r.



## Cła po amerykańsku

# Zespół redakcyjny

## Redaktor naczelny:

Bartosz Przywara

## Autorzy tekstów:

Adrian Gołębiowski

Bartosz Przywara

Michał Krześniak

Piotr Kamiński

## Korekty:

Bartosz Przywara

Michał Krześniak

Piotr Kamiński

## Nasz opiekun

### Opiekun naukowy SKN FM

Prof. dr hab. Cezary Wójcik



Założyciel Center for Leadership, profesor SGH, pracował naukowo jako visiting scholar na takich uniwersytetach jak Harvard, Berkeley, Glasgow czy Melbourne.

## Nasza działalność



/SKNFM



@skn.fm



sknfm.edu.pl



Monitoring  
Makroekonomiczny



ISES  
INSTYTUT STUDIÓW  
EKONOMICZNO-SPOŁECZNYCH



SKN  
FINANSÓW I  
MAKROEKONOMII

# Spis treści

## Sekcja makroekonomiczna

Polityka pieniężna w kraju ..... 4

Polityka pieniężna za granicą ..... 5

## Sekcja finansowa

Indeksy giełdowe ..... 6

## Sekcja publicystyczna – Okiem Monitoringu

Europejskie działania zbrojeniowe ..... 7

Zupełnie jak w Hollywood ..... 8

## O autorach

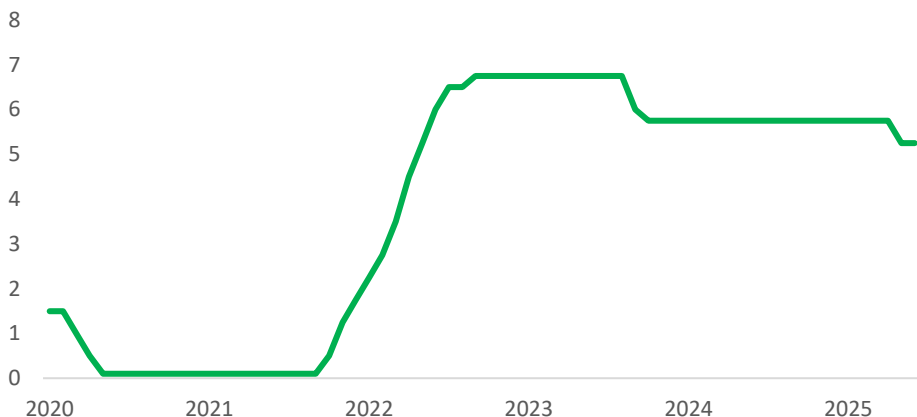
### SKN Finansów i Makroekonomii

SKN Finansów i Makroekonomii to jedno z najbardziej aktywnych pod względem naukowym kół Szkoły Głównej Handlowej. Wśród obszarów zainteresowań SKN FM znajdują się przede wszystkim **polityka pieniężna, modelowanie i prognozowanie ekonometryczne, analizy makroekonomiczne, rynki finansowe, rozwój obywatelski**, a także inne tematy związane z ekonomią.



## Czy przyszła już pora na kolejną obniżkę stóp procentowych?

Wysokość stopy referencyjnej NBP (%)



### Najważniejsze informacje

- Narodowy Bank Polski utrzymał stopę referencyjną na poziomie 5,25%
- Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła w maju 3,3% r/r

### Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

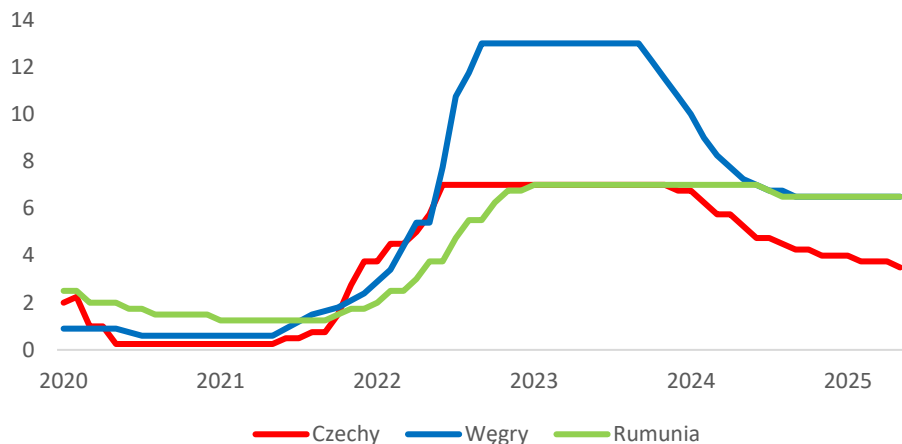
Po ostatniej obniżce w maju (o 50 pb) **Narodowy Bank Polski zdecydował się utrzymać stopę referencyjną na poziomie 5,25% podczas czerwcowego posiedzenia**. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami rynkowymi. Z najnowszych danych wynika, że pojawia się coraz większa przestrzeń na luzowanie polityki pieniężnej. Inflacja CPI w maju wyniosła 4% r/r wobec 4,3% r/r w kwietniu. W kierunku niższej inflacji oddziaływały niższe ceny paliw, które są związane z niższymi cenami ropy naftowej. Widoczne są również spadki inflacji bazowej (po wyłączeniu cen żywności i energii), która w maju spadła do 3,3% r/r, przy podwyższonej dynamice cen usług, z którą wiąże się wciąż podwyższona dynamika płac.

**Narodowy Bank Polski wskazuje, że kluczowym źródłem niepewności pozostaje kształtowanie się inflacji na świecie, spowodowane zmianami polityki handlowej na świecie.** Do tej pory kluczowym czynnikiem niepewności pozostawała niejasna polityka handlowa Donalda Trumpa. W przypadku wprowadzenia ceł można się spodziewać ponownego wzrostu cen. Dodatkowym czynnikiem niepewności stała się również wojna pomiędzy Iranem a Izraelem. Wojna spowodowała znaczące wzrosty cen ropy naftowej na rynkach światowych, co zaczyna się przekładać na ceny paliw, a następnie będzie mieć swoje odzwierciedlenie w inflacji. Argument niepewności może zostać zastosowany przez Radę Polityki Pieniężnej na lipcowym posiedzeniu w celu ponownego utrzymania stóp procentowych, mimo postępującej dezinflacji. Z drugiej strony, na najbliższym posiedzeniu zostanie przedstawiona również nowa projekcja, która może stać się argumentem, aby dokonać kolejnej obniżki stóp procentowych.

Piotr Kamiński

## Banki centralne utrzymują restrykcyjną politykę pieniężną

Wysokość stóp procentowych banków centralnych regionu (%)



### Najważniejsze informacje

- Banki centralne zwracają szczególną uwagę na napiętą sytuację na arenie międzynarodowej
- Centralny Bank Czech obniżył stopy procentowe o 25 pb

### Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

#### Banki centralne Rumunii i Węgier utrzymały stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Bank Rumunii jednogłośnie utrzymał stopę referencyjną na poziomie 6,5%, zwracając uwagę na wciąż utrzymujący się dwucyfrowy wzrost płac nominalnych, który przekłada się na ceny detaliczne. Również spadek inflacji w I kw. okazał się słabszy od prognoz. Przyczyniły się do tego wyższe ceny energii, żywności przetworzonej i cen administrowanych. Przy obecnych prognozach utrzymanie stóp procentowych jest właściwe dla sprowadzenia inflacji do celu w średnim okresie, która w maju wyniosła 5,5% r/r. Podobną decyzję podjął Narodowy Bank Węgier, który również utrzymał główną stopę procentową na poziomie 6,5%. Do postępujących procesów dezinflacyjnych przyczyniły się niższe ceny ropy na rynkach światowych, a co za tym idzie, tańsze paliwa. Mimo to inflacja w maju wyniosła 4,4% r/r wobec 4,2 % r/r w kwietniu. Oba banki centralne zwracają szczególną na zagrożenia zewnętrzne (w tym potencjalnie zwiększone taryfy celne oraz eskalacje trwających konfliktów). Istotny co do przyszłych decyzji będzie także dalszy przebieg wydarzeń na Bliskim Wschodzie.

**Centralny Bank Czech zdecydował się na symboliczną obniżkę o 25 pb.** Inflacja w Czechach znajduje się w dopuszczalnym paśmie wahań (2%, +/- 1pp) od stycznia 2024 r. Wciąż uporczywa pozostaje jednak inflacja cen usług oraz dynamika płac. PKB w I kw. 2025 r. wzrosło o 2% r/r, a głównym motorem wzrostu okazała się być konsumpcja gospodarstw domowych, napędzana rosnącymi dochodami realnymi. Ujemnie na wzrost PKB działa słaby popyt zewnętrzny, spowodowany problemami europejskiego przemysłu. Symboliczna obniżka oznacza wciąż restrykcyjny charakter polityki pieniężnej, a kolejne decyzje będą zależeć m.in. od trwałości niskiej inflacji, kondycji popytu krajowego i zewnętrznego oraz bieżących wydarzeń geopolitycznych.

Piotr Kamiński

## „Wiedźmin 4” napędza hossę na akcjach CD Projekt

Notowania CD Projekt



### Najważniejsze informacje

- Indeks WIG20 zyskał od początku roku ponad 22% (stan na 23 czerwca).
- W czerwcu hossa przyspieszyła na akcjach CD Projekt za sprawą pokazu technologicznego demo Wiedźmina 4.

### Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Na tę chwilę WIG20 ma za sobą doskonałe półrocze – indeks grupujący 20 największych spółek z polskiego parkietu zyskał około 22%. Kwietniowe załamanie spowodowane wojną celną Donalda Trumpa zostało błyskawicznie odrobione, a wynik wyborów prezydenckich został w dużej mierze zignorowany. Świetna postawa krajowej giełdy nie umknęła uwadze zagranicznym dziennikarzom. W maju brytyjski The Economist pisał, że GPW jest „najszybciej rosnącym europejskim rynkiem akcji”, którego napędza siła polskiego złotego, solidne perspektywy gospodarcze oraz odblokowanie środków z KPO. Niektórych inwestorów taki rozgłos może niepokoić z uwagi na tzw. efekt okładki, który sugeruje możliwość dotarcia do szczytu siły trendu.

Tymczasem hossa cały czas ma się dobrze na akcjach CD Projekt, lidera branży gier wideo. W czerwcu deweloperzy przedstawili na specjalnej konferencji technologiczne demo nadchodzącej dużej produkcji – Wiedźmina 4. Pokaz spodobał się graczom, którzy docenili zaawansowaną grafikę oraz ogólny całokształt gry. Zachwyceni byli także analitycy branżowi oraz sami inwestorzy, którzy w niespełna tydzień podnieśli wycenę CD Projekt o ponad 20%. W efekcie akcje spółki wspięły się na nowy szczyt trwającej od roku hossy. Licząc od dołka z 2022 roku walory gamingowego giganta podrożały już o ponad 240%. Im bliżej do premiery Wiedźmina 4, którą prognozuje się na 2027 rok, tym z pewnością będzie coraz to głośniejsze o polskim producencie gier wideo.

Michał Krześniak

## Europejskie działania zbrojeniowe

Rozpoczęta 14 lutego 2014 roku wojna między Rosją a Ukrainą postawiła świat zachodni, z państwami Unii Europejskiej na czele przed istotnym pytaniem dotyczącym obronności wspólnoty. Każdy kraj Europy zmuszony był do wyboru odpowiedniego rozwiązania, zależnego przede wszystkim od jego możliwości gospodarczych, posiadanej bazy przemysłowej, położenia geograficznego i przejętej doktryny w polityce zagranicznej. 24 lutego 2022 nastąpiła częściowa weryfikacja założeń przyjętych 8 lat wcześniej. Po raz pierwszy od ponad ćwierć wieku do walki stanęły dwa europejskie państwa zdolne do wystawienia armii regularnych liczonych w setkach tysięcy. W obliczu tych wydarzeń cały świat zachodni zaczął się zbroić w niespotykanym od dekad tempie.

### Smutna teraźniejszość

**Dziś, po trzech latach wojny na Ukrainie, wojnie w Strefie Gazy i w obliczu kolejnych potencjalnych wojen między Indiami a Pakistanem, Izraelem a Iranem czy nawet Republiką Chińską a Chińską Republiką Ludową, wielu obserwatorów na całym świecie analizuje skutki europejskich i polskich wysiłków zbrojeniowych z tego okresu.**

Pod względem indywidualnych wydatków zbrojeniowych w 2024 państwa UE nie wykazały szczególnie imponujących wyników. Najwięcej na świecie na ten cel wydawały kolejno (znajdujące się w wyścigu zbrojeń) USA, Chiny oraz (prowadząca wojnę) Rosja. Kraje te przeznaczały na armię odpowiednio 997; 314 i 149 mld USD co przekładało się na 3,4; 1,7 i 7,1 procent PKB. Z drugiej jednak strony należy zauważyć, że są to państwa o populacji między 140, a 1400 mln ludzi. Tuż za podium znajdują się Niemcy, posiadające zaledwie 80 milionową populację i przeznaczające na ten cel 88,5 mld USD, przekładających się na 1,9% niemieckiego PKB. Polska zajmuje w tym zestawieniu 13 miejsce, przeznacząc na ten cel 38 mld USD, które przekładały się na 4,12% PKB.

Jak podaje Rada Europejska, Unia Europejska jako całość przeznaczyła na ten cel 326 mld EUR (co przekładało się w przybliżeniu na prawie 353 mld USD) w 2024, co czyniłoby ją w tej kategorii drugim podmiotem na świecie (po wuju Samie). **Taka kwota oznaczałaby wydatki zbrojeniowe pochłaniające ponad 1,9% PKB całej unii.**

Jest to znaczący wzrost względem wymienionego wcześniej 2022 roku, w którym wydatki te wynosiły zaledwie 240 mld EUR, które stanowiły 1,6% unijnego PKB.

Wyraźny trend wzrostowy jest widoczny od 2014 roku, kiedy to wydatki wyniosły zaledwie 147 mld EUR, czyli tylko 1,3% ówczesnego PKB wspólnoty.

W dziedzinie zasobów ludzkich Unia Europejska też nie prezentuje się źle. W 2024 łączna liczba aktywnego personelu wojskowego wszystkich państw wspólnoty szacowana była na ponad 1,37 mln ludzi. W tym zestawieniu obecnych jest 202 tys. żołnierzy polskich, stanowiących liczebnie największą armię w UE i 20 armią świata w 2023 roku. Należy jednak pamiętać, że UE nie jest sojuszem militarnym i wykazana powyżej liczba pozwala jedynie oszacować łączną liczebność armii europejskich. W sprawach faktycznych gwarantów bezpieczeństwa, należy zwrócić do statystyk natowskich. Prezentują one łączną liczebność wojsk sojuszu północnoatlantyckiego na poziomie 3,39 mln ludzi (Polska jest pod tym względem 3 siłą militarną sojuszu). Należy jednak pamiętać o kontrowersyjnych wypowiedziach prezydenta Donalda Trumpa, stawiających pod znakiem zapytania zaangażowanie 1,3 mln amerykańskich żołnierzy w ramach ewentualnego konfliktu zbrojnego.

### Co dalej?

Można zatem powiedzieć, że państwa Unii jako całość mogą czuć się bezpiecznie przy założeniu dochowania gwarancji natowskich. Wobec potencjalnego przeciwnika, jaki jest Rosja, państwa UE pod warunkiem zachowania wewnętrznej spójności mogą uznać się za silniejszą stronę sporu, nawet przy usunięciu z równania wojsk Stanów Zjednoczonych, dysponując większą ilością ludzi i funduszy.

**Dynamikę tę najlepiej obrazuje fakt, iż gdy polscy żołnierze czekają na dostarczenie zamówionych myśliwców F-35 na Ukrainie dokumentowane są przypadki rosyjskich żołnierzy ganiających z bronią z czasów caratu (karabin Maxima (1910) i karabin Mosin 1891). Sprzęt ten przetrwał 4 reżimy, 2 rewolucje, 1 pucz oraz 2 wojny światowe i wydaje się nigdzie wybierać.**

Adrian Gołębiowski

## Zupełnie jak w Hollywood

Niczym w filmach Alfreda Hitchcocka, gdzie napięcie rośnie z każdą minutą, tak też rozwija się druga kadencja Donalda Trumpa. Z każdym kolejnym miesiącem jego prezydentury pojawiają się coraz bardziej zaskakujące, kontrowersyjne, a niekiedy wręcz kuriozalne pomysły. Tym razem prezydent Stanów Zjednoczonych obrał za cel branżę filmową. Mianowicie ogłosił plan nałożenia 100-procentowego cła na wszystkie filmy produkowane poza granicami Stanów Zjednoczonych, które mają trafić na amerykański rynek. Zapowiedź pojawiła się 4 maja 2025 roku na platformie Truth Social i oczywiście od razu wywołała międzynarodową dyskusję.

### Make American Films Great Again

Trump swoją decyzję uzasadnił potrzebą ochrony „umierającego” przemysłu filmowego w USA oraz walką z zagraniczną propagandą, która jego zdaniem zagraża bezpieczeństwu narodowemu. Argument ten wydaje się być kompletnie wyssany z palca. W dobie globalnej współpracy większość hollywoodzkich produkcji powstaje przynajmniej częściowo poza USA – w Kanadzie, Wielkiej Brytanii, Czechach, Australii czy Nowej Zelandii. Nawet filmy tworzone przez amerykańskie studia bardzo często korzystają z międzynarodowych lokalizacji, ekip i środków finansowania. **Tymczasem, według planów Trumpa, każda produkcja zrealizowana poza granicami USA, niezależnie od pochodzenia kapitału czy twórców, mogłaby zostać objęta 100-procentowym cłem, co oznaczałoby znaczne podwyższenie kosztów dystrybucji w Stanach.**

Współczesne kino to w dużej mierze produkcje międzynarodowe, co rodzi poważne wątpliwości, jak miałyby wyglądać nałożenie cel. Czy cło obejmowałoby jedynie te elementy filmu, które powstały za granicą – na przykład efekty specjalne czy zdjęcia realizowane poza USA? A może wystarczyłby udział zagranicznego kapitału, by cały film został objęty taryfą? Trump na razie tego nie sprecyzował.

**Wydaje się, że Trump chce w ten sposób zmotywować wielkie studia filmowe do produkowania filmów wyłącznie na amerykańskiej ziemi.** Nie jest to jednak takie proste – główną przeszkodą są wysokie koszty. Kręcenie filmów w Los Angeles jest po prostu znacznie droższe niż w Europie czy nawet w pobliskiej Kanadzie.

W odpowiedzi na te wyzwania wiele stanów USA oferuje korzystne ulgi podatkowe w zamian za promocję regionu i zatrudnianie lokalnych ekip. Tak było chociażby w przypadku najnowszego filmu Marvela „Thunderbolts”<sup>\*\*\*</sup> który był kręcony w Atlancie, w stanie Georgia.

### Znowu pod górę

Rynek finansowy nie pozostał obojętny. **Po ogłoszeniu planów Trumpa akcje największych firm medialnych, takich jak Netflix, Warner Bros. Discovery czy Disney, odnotowały spadki.**

Eksperci zauważają, że dla platform streamingowych, które od lat inwestują w produkcje międzynarodowe, takie jak koreańskie serie, brytyjskie dramaty czy francuskie thrillery, taka polityka mogłaby oznaczać konieczność radykalnej zmiany strategii lub ograniczenia oferty.

Administracja Trumpa zleciła Departamentowi Handlu i Biuru Przedstawiciela Handlowego (USTR) przygotowanie analiz legislacyjnych, jednak formalnych decyzji jeszcze nie podjęto. Mimo to propozycja już wywołała silne reakcje w kraju i za granicą. Branża filmowa ostrzega przed poważnymi zakłóceniami na rynku kultury, a eksperci podkreślają, że pomysł może być niezgodny z zasadami WTO oraz amerykańskim prawem. Coraz więcej głosów wskazuje, że to raczej polityczny gest niż realny plan.

**Gdyby ten abstrakcyjny plan wszedł w życie, byłby to kolejny cios dla branży filmowej, która po pandemii COVID-19 i gwałtownym rozwoju platform streamingowych wciąż w pełni nie zdołała wyjść z kryzysu.**

Bartosz Przywara



obserwator  
finansowy.pl



CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych  
CASE – Center for Social and Economic Research

