

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

23 listopada 2022 r.



Stagflacja w akcji

**Departament Rynków
Finansowych i Analiz**
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

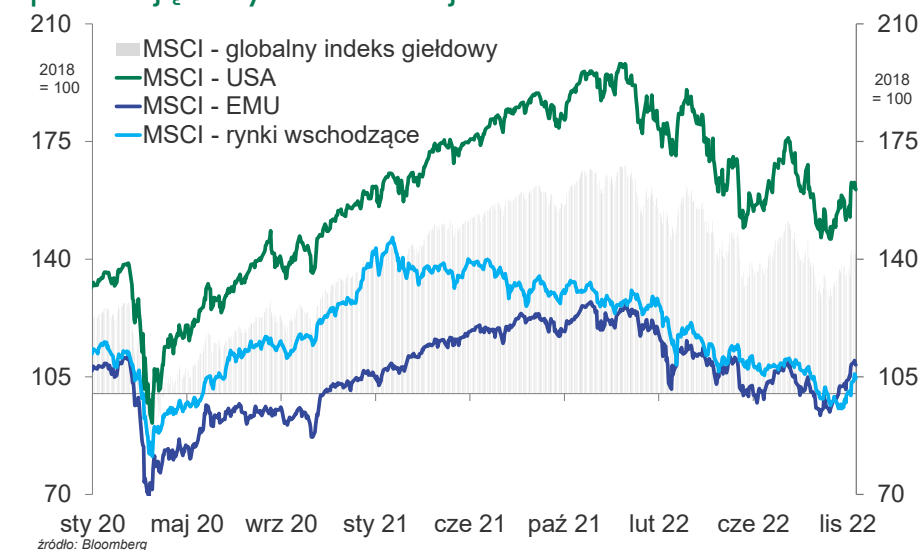
- Wyraźna korekta spadkowa cen na rynku surowców, wygasanie presji w globalnych łańcuchach dostaw oraz coraz większe obawy dotyczące skutków zaostrzenia polityki pieniężnej dla aktywności gospodarczej poskutkowały wzrostem oczekiwań rynkowych na zmianę nastawienia w polityce głównych banków centralnych. Październikowa, niższa od oczekiwań inflacja w USA, wzmocniła te oczekiwania.
- Zakładamy, że w I kw. 2023 r. retoryka głównych banków centralnych złagodnieje i w trakcie 2023 r. będzie coraz mniej „jastrzębia” w reakcji na osłabienie presji inflacyjnej oraz wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej.
- Pomimo słabszych prognoz dla aktywności gospodarczej oraz oczekiwanego obniżenia inflacji globalnie, skalę potencjalnego złagodzenia polityki pieniężnej będzie ograniczał wciąż podwyższony, w większości regionów świata, poziom inflacji.
- O ile nie dojdzie do szybszego spadku inflacji z jednoczesnym utrzymaniem solidnej aktywności gospodarczej, trudno w 2023 r. oczekiwać dynamicznego wzrostu popytu na aktywa o wyższej premii za ryzyko, szczególnie że trudno także zakładać w najbliższym czasie silniejszy spadek ryzyka geopolitycznego.
- Negatywne skutki wysokiej inflacji oraz wysokich kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw, jak również słabsze perspektywy gospodarki globalnej, są przesłankami dla obniżenia naszej prognozy krajowego wzrostu PKB w 2023 r. do 0,7% r/r wobec szacowanych 4,7% r/r w 2022 r. Oczekujemy silnego obniżenia dynamiki spożycia gospodarstw domowych z powodu znaczącego spadku realnych dochodów do dyspozycji. W związku ze zmianami demograficznymi skutkującymi utrzymaniem ograniczonej podaży pracowników oczekujemy ograniczonego wzrostu bezrobocia nawet pomimo silnego obniżenia dynamiki PKB. Bardzo wysokie wydatki na wyposażenie armii przekładają się na oczekiwaną wysoką dynamikę inwestycji publicznych.
- Zakładając utrzymanie stabilniejszej sytuacji na rynku surowców oraz wyraźne spowolnienie popytu konsumpcyjnego oczekujemy w 2023 r. obniżenia średniorocznego wskaźnika CPI do 13% wobec 14,5% w 2022 r. Przez większą część 2023 r. inflacja pozostanie na dwucyfrowym poziomie, gdyż jej wyraźniejszy spadek będą hamowały utrzymujące się wciąż podwyższone poziomy cen surowców i kosztów produkcji. Prognozujemy, że pod koniec 2023 r. wskaźnik inflacji spadnie poniżej poziomu 10% r/r.
- Biorąc pod uwagę bieżącą łagodną retorykę RPP prognozujemy, że stopy procentowe NBP nie wzrosną już w bieżącym cyklu i do końca 2023 r. stopa referencyjna NBP pozostanie na bieżącym poziomie 6,75%. Wolniejszy spadek inflacji odsuwa poza 2023 r. rozpoczęcie cyklu rozluźniania polityki pieniężnej.



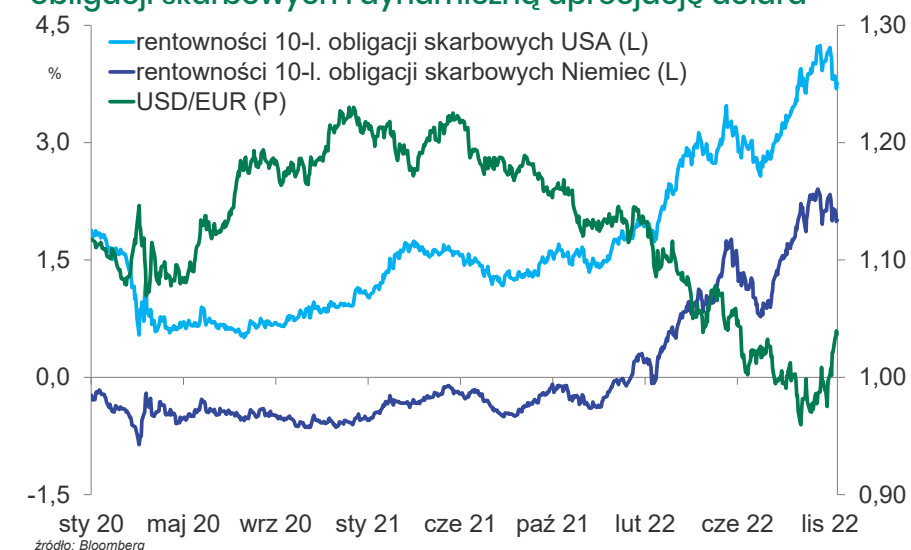
Rynki finansowe w oczekiwaniu na złagodzenie nastawienia banków centralnych

- Na przełomie III i IV kw. na globalnym rynku finansowym dominowały pesymistyczne nastroje w obawie przed negatywnymi skutkami silniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Kolejne negatywne niespodzianki inflacyjne silnie ciążyły cenom aktywów o wyższym profilu ryzyka.
- Te negatywne nastroje po części łagodziło obniżenie ryzyka kryzysu energetycznego w strefie euro w ślad za wyraźnym spadkiem cen gazu ziemnego (i węgla) skutkujące także obniżeniem giełdowych cen energii elektrycznej w Europie. Silniejszą poprawę nastrojów odnotowano dopiero po publikacji niższej od oczekiwań październikowej inflacji CPI w USA. Dane te, podobnie jak latem tego roku, wyzwoliły rynkowe oczekiwania na potencjalną zmianę nastawienia w polityce pieniężnej Fed.
- Silniejsze podwyżki stóp procentowych w USA i strefie euro na jesieni podbiły presję na dalszy wzrost rentowności obligacji skarbowych do lokalnych maksimów. Awersja do ryzyka oraz problemy gospodarcze Europy poskutkowały silnym wzmocnieniem dolara okresowo wyraźnie poniżej poziomu 1,0 USD/EUR. Publikacja danych nt. inflacji w USA przełożyła się na skokową korektę zarówno na rynku stopy procentowej (obniżenie rentowności) jak i walutowym (osłabienie dolara).
- Listopadowe odreagowanie oczekiwań rynkowych co do polityki pieniężnej jest spójne z naszymi średniookresowymi założeniami, niemniej na podstawie publikacji danych z jednego miesiąca trudno przesądzać o trwałości tego trendu w krótkim horyzoncie.
- Podtrzymujemy cenę, że ostatecznie coraz widoczniejsze w publikowanych danych osłabienie aktywności gospodarczej silniej wpłynie na rynki finansowe w 2023 r., osłabiając presję na wzrost rentowności obligacji. Jednocześnie, przynajmniej w I poł. 2023 roku, trudno będzie o utrzymanie silnego trendu wzrostowego cen aktywów o wyższym profilu ryzyka.

W II i III kw. wzrost globalnej awersji do ryzyka przerwany publikacją danych dot. inflacji CPI w USA...



...która zatrzymała także trend wzrostowy rentowności obligacji skarbowych i dynamiczną aprecjację dolara

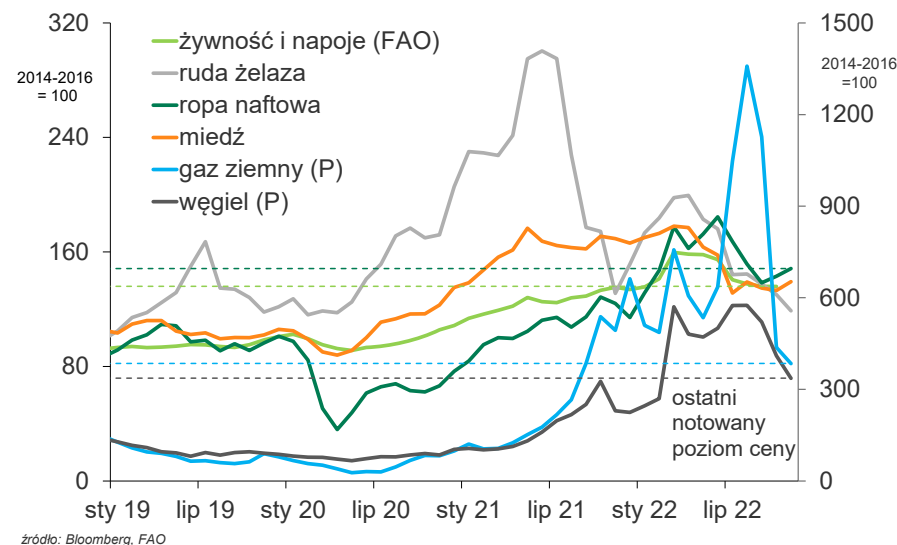




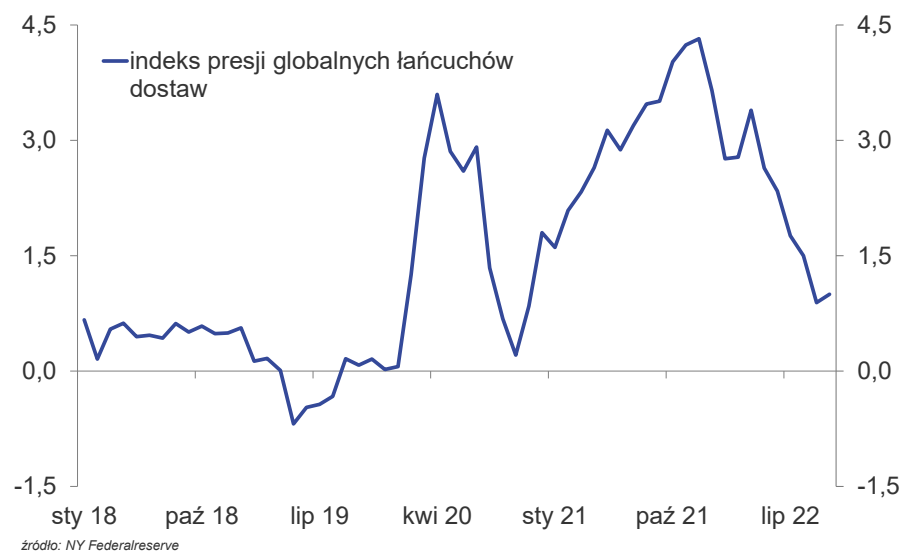
Dalsze ograniczenie presji kosztowej w gospodarce globalnej...

- Przełom III i IV kw. przyniósł dalsze osłabienie presji kosztowej w gospodarce światowej.
- Zmniejszyły się zarówno post-pandemiczne napięcia w globalnym handlu zagranicznym, jak również silniej obniżyły się ceny surowców, w tym surowców energetycznych (gaz, węgiel), które w III kw. dynamicznie rosły, potęgując obawy o perspektywy gospodarcze w Europie.
- W efekcie w większości regionów świata wskaźniki kosztów produkcji przestały rosnąć, co ogranicza ryzyko skrajnych scenariuszy dla prognoz inflacji i wzrostu gospodarczego.
- Jednocześnie jednak poziom cen wielu czynników produkcji wciąż kształtuje się na bardzo wysokim poziomie, zdecydowanie powyżej poziomów sprzed pandemii.
- Taka sytuacja przekłada się na perspektywę utrzymania podwyższonej inflacji w dłuższym okresie utrzymując oczekiwania stagflacyjne.

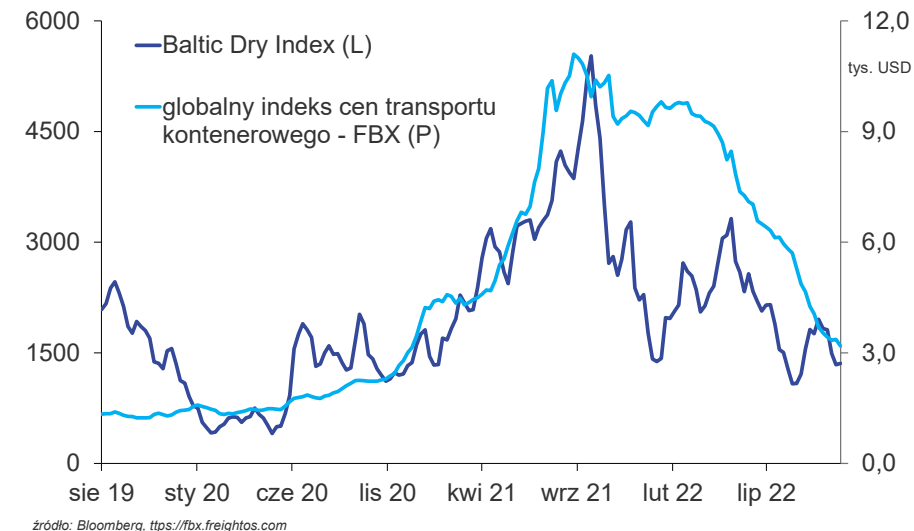
Wyhamowanie wzrostu cen surowców, także gazu i węgla...



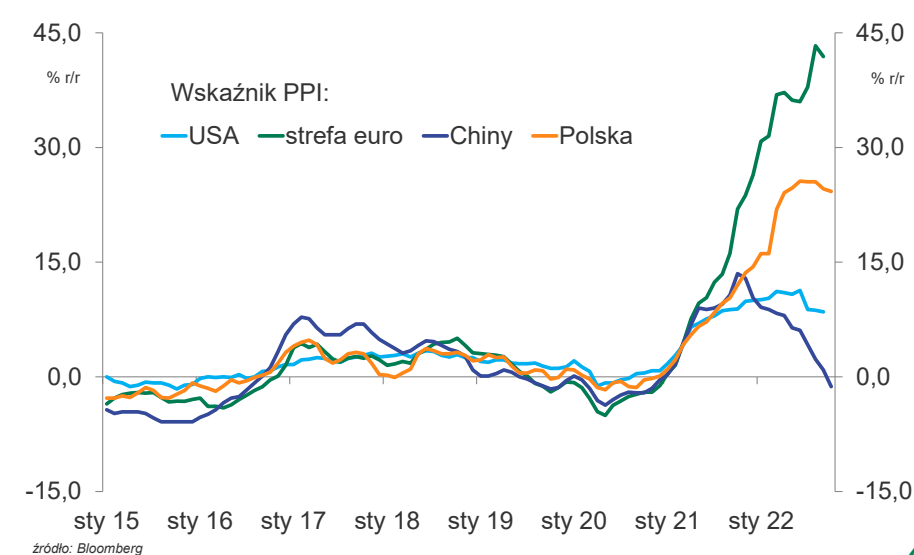
...oraz osłabienie presji w globalnych łańcuchach dostaw...



...dalszy spadek opłat we frachcie międzynarodowym...



...sprzyjają ograniczeniu dynamiki cen produkcji





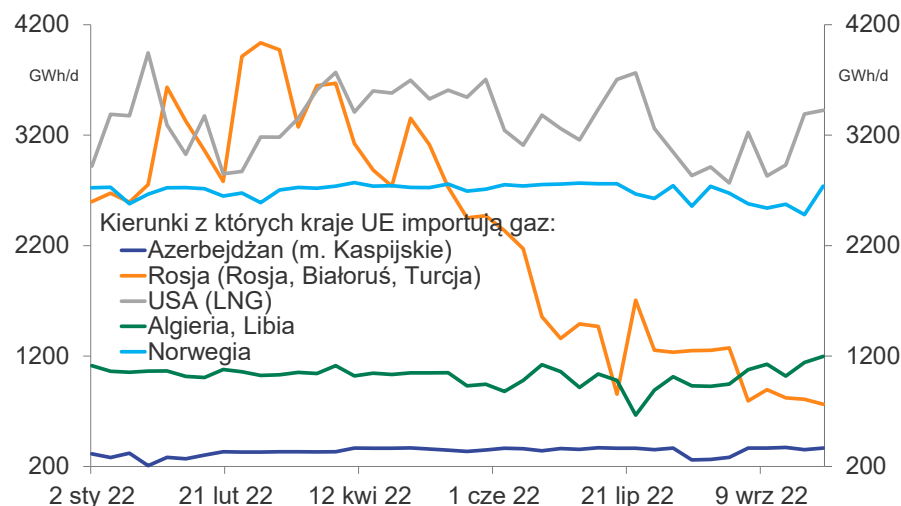
...korekcje cen surowców sprzyja obniżenie ryzyka geopolitycznego...

- Spadkowi cen surowców sprzyjało ograniczenie ryzyka geopolitycznego.
- Pomimo dalszego spadku importu gazu z Rosji na jesieni, wzrost zapasów, niższe zużycie, ciepła pogoda i zwiększenie dostaw z innych kierunków silnie obniżyły ceny gazu. Efekty pogodowe i dodatkowy import pomogły także obniżyć ceny węgla.
- Sytuacja na rynku żywności pozostaje trudna, jednak dotychczasowe udrożnienie eksportu zbóż z Ukrainy (i przedłużenie porozumienia do I kw. 2023 r.) ogranicza ryzyko dalszego wzrostu cen żywności.
- Zakładamy, że dotychczasowa poprawa relacji popytowo-podażowych pozwoli na utrzymanie obniżonych cen ropy naftowej (85 – 90 USD/baryłkę), choć perspektywa ograniczenia pod koniec br. importu ropy do UE z Rosji pozostaje czynnikiem ryzyka.
- W IV kw. osłabły obawy przed eskalacją konfliktu USA – Chiny (Tajwan). Póki co Chiny nie zdecydowały się na działania odwetowe po decyzji USA o zakazie eksportu zaawansowanych mikroczipów.

2022-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Import gazu z alternatywnych kierunków pomógł zmniejszyć presję wynikającą z ograniczenia importu z Rosji



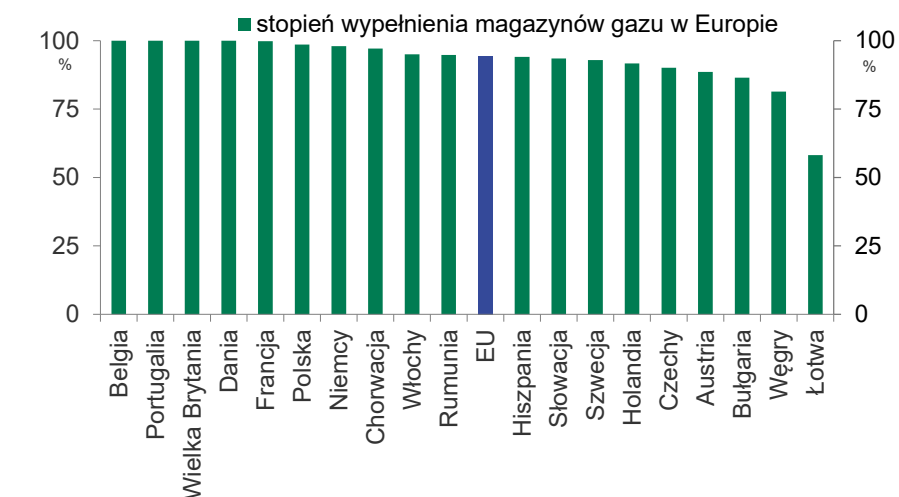
źródło: ENSTOG

Przedłużenie inicjatywy zbożowej Morza Czarnego obniża ryzyko wzrostu światowych cen żywności



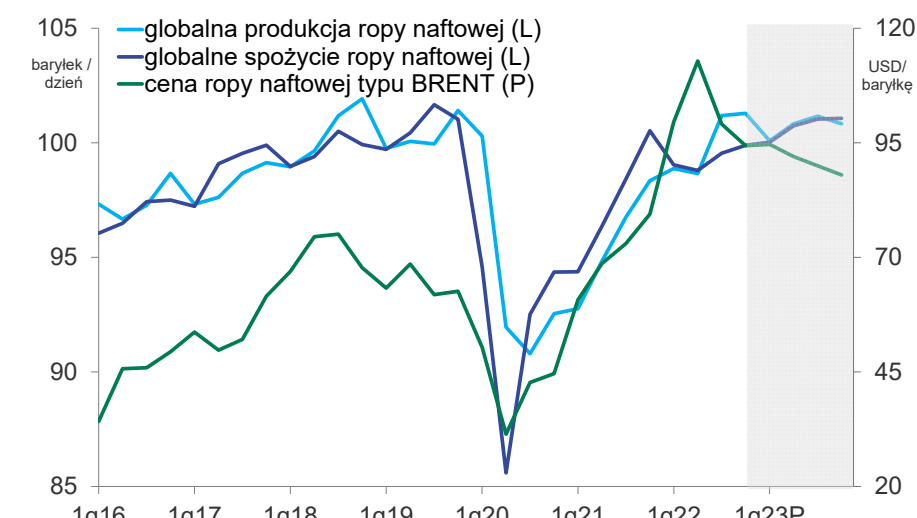
źródło: Our World in

Wysoki poziom zapętnienia magazynów gazu w państwach UE



źródło: HSBC

Dostosowania popytu i podaży powinny sprzyjać niższym cenom ropy naftowej w 2023 r.



źródło: US Energy Information Administration, BOŚ Bank



...jak również spowolnienie wzrostu gospodarczego...

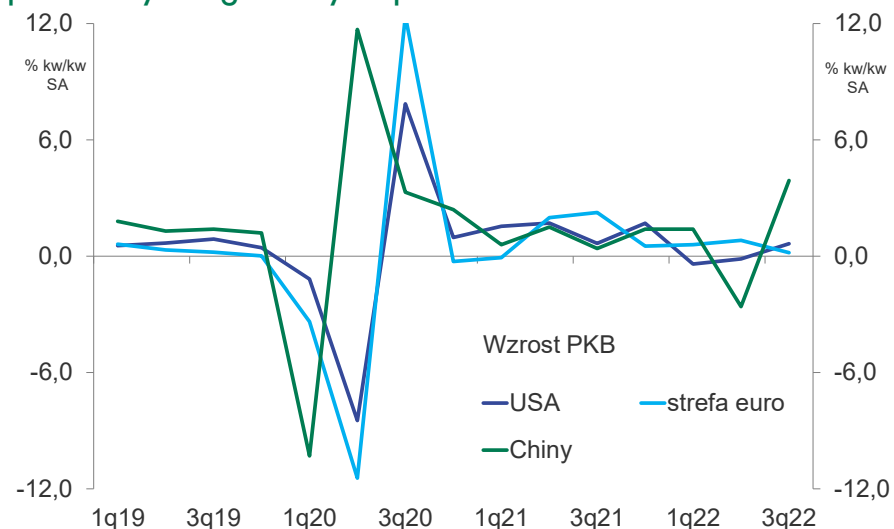
- Ograniczenie presji kosztowej obniża ryzyko skrajnych scenariuszy gospodarczych, niemniej wciąż pogorszenie perspektyw popytu w istotnym stopniu osłabiło presję na wzrost cen surowców oraz kosztów, stąd ich spadek (szczególnie przy wciąż wysokich poziomach cen) nie będzie stymulować ożywienia aktywności.
- Choć większość czynników niepewności nieco osłabła, to dotychczasowe pogorszenie nastrojów i silne zacieśnienie polityki pieniężnej utrzymują wysoką niepewność, co znajduje odzwierciedlenie w osłabieniu nastrojów gospodarczych (PMI).
- Choć geopolityczne i surowcowe czynniki ryzyka obniżyły się, nadal pozostają podwyższone. Nawet przy stabilnej sytuacji na rynku gazu w bieżącym sezonie, wciąż niepokojąca pozostaje sytuacja w sezonie zimowych 2023/2024.
- Ograniczenie restrykcji epidemicznych w Chinach, pozytywne efekty odblokowania globalnego handlu utrzymywały jeszcze niezłe wyniki aktywności w wielu regionach świata w III kw.

Pomimo ograniczenia dotychczasowych czynników ryzyka wysoka niepewność utrzymuje się...



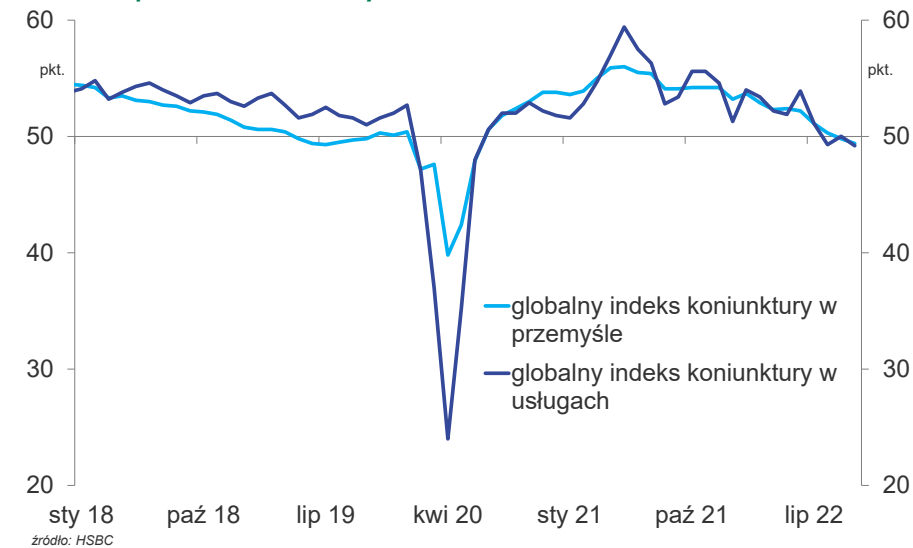
źródło: Economic Policy Uncertainty

Odreagowanie w Chinach i wygasanie ograniczeń podaży ograniczyło spowolnienie w III kw...



źródło: Bloomberg

...a wskaźniki koniunktury gospodarczej zapowiadają dalsze spowolnienie aktywności



źródło: HSBC

...dzięki poprawie (najprawdopodobniej okresowej) aktywności w globalnym handlu



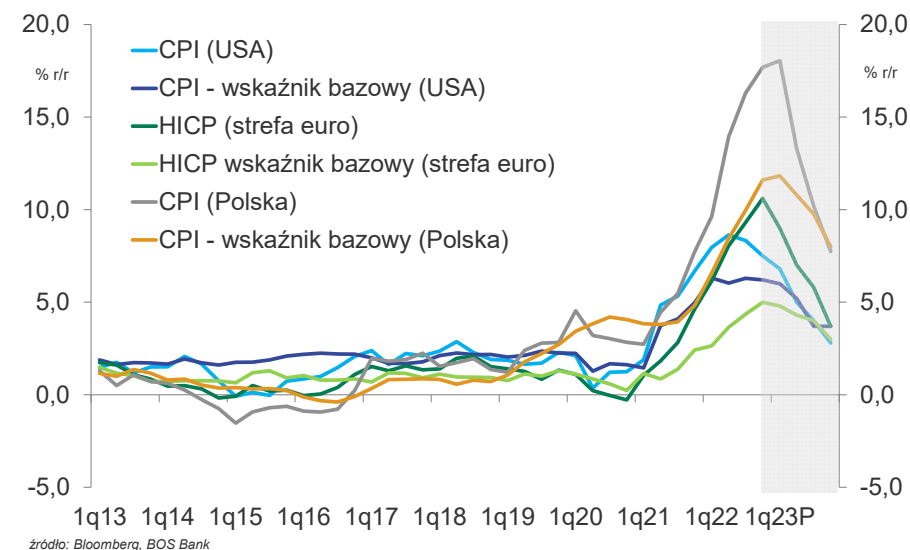
źródło: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis



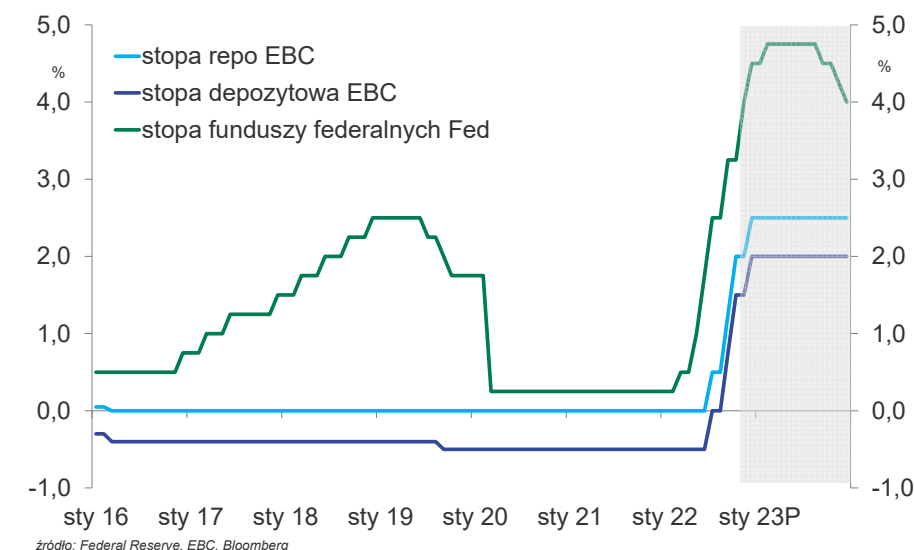
...które nasila restrykcyjna polityka pieniężna w warunkach wysokiej inflacji

- Dotychczasowy wzrost cen surowców i silniejszy wzrost inflacji bazowej silniej podbiły wskaźniki inflacji w III kw. oraz poskutkowały kolejną korektą w górę prognoz inflacji na świecie. Dodatkowo korzystna bieżąca sytuacja na rynku pracy w gospodarkach rozwiniętych podwyższała obawy przed trwałym wzrostem inflacji popytowej.
- W rezultacie banki centralne utrzymały wyższe tempo zacieśnienia polityki pieniężnej w III kw. i na początku IV kw.
- Pomimo niezłych bieżących danych, wskaźniki koniunktury oraz opóźnione efekty wzrostu kosztów i inflacji, wyzwania gospodarcze w Chinach oraz bardziej restrykcyjna polityka pieniężna głównych banków centralnych to powody korekty w dół prognoz globalnego wzrostu gospodarczego w 2023 r.
- Zróżnicowanie dot. oczekiwanej skali spowolnienia aktywności w różnych regionach utrzymuje się, niemniej kierunek spowolnienia w ostatnich miesiącach stał się powszechny.

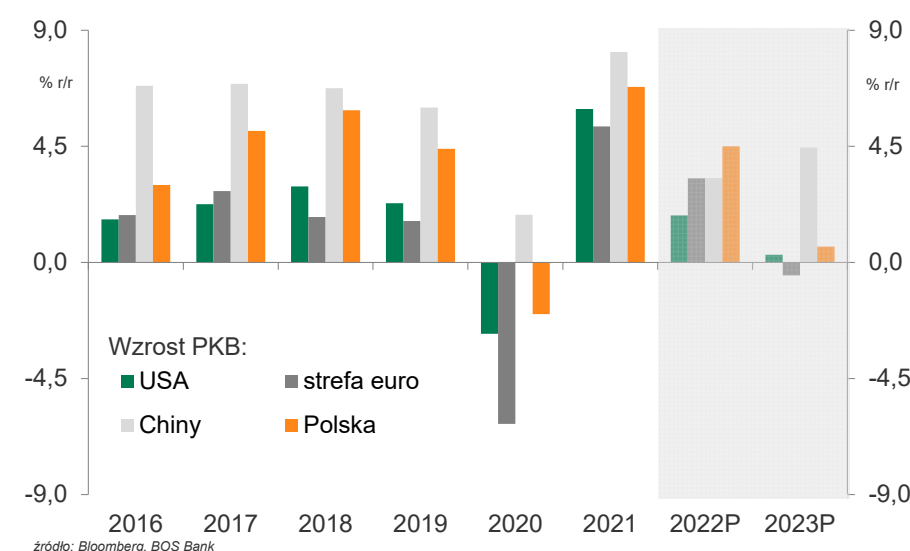
Na jesieni kolejne niespodzianki inflacyjne...



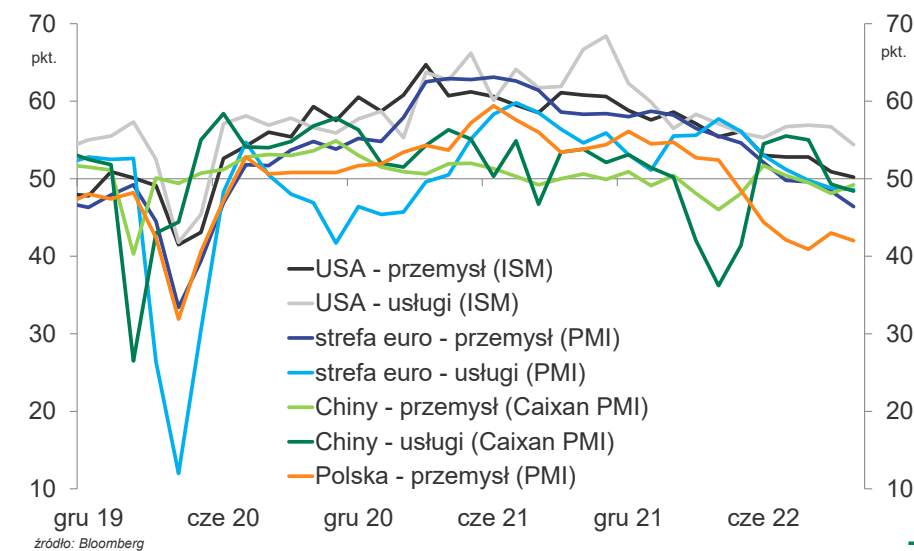
...zwiększyły skalę zacieśnienia polityki pieniężnej



...co dodatkowo pogorszyło prognozy dla sfery realnej.



Perspektywa spowolnienia coraz bardziej powszechna





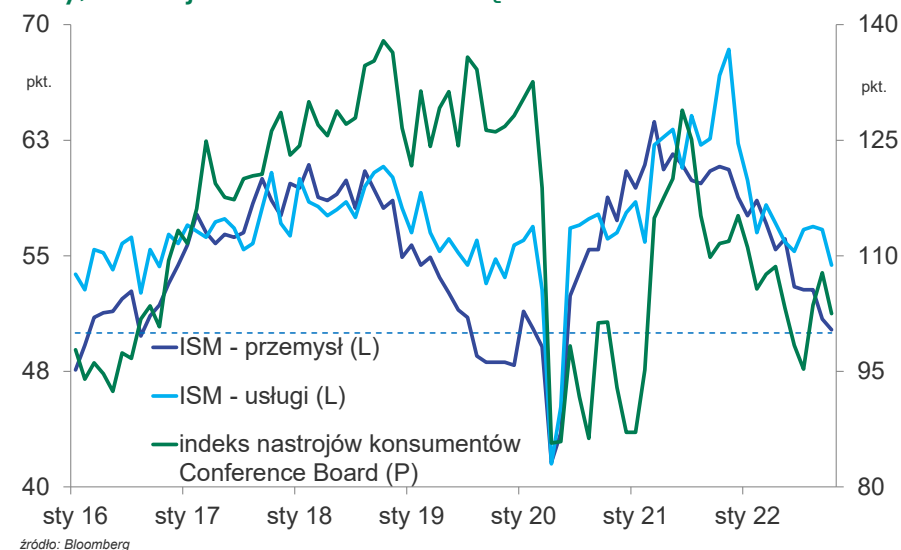
Nieźle bieżące dane z USA nie zmieniają prognoz spowolnienia...

- W III kw. w USA utrzymał się stabilny wzrost konsumpcji (wciąż finansowanej z podwyższonych oszczędności) i inwestycji przedsiębiorstw. PKB był podbijany przez mniejszy spadek zapasów i poprawę w handlu zagranicznym.
- Jednocześnie słabsze perspektywy gospodarki silniej ciążyły nastrojom przedsiębiorstw (indeksy ISM), a wysoka inflacja podtrzymywała bardzo słabe nastroje konsumentów.
- W III kw. wzrost zatrudnienia i płac choć osłabł, to pozostał mocny, podtrzymując historycznie niski poziom bezrobocia.
- Utrzymywała się bardzo słaba kondycja rynku nieruchomości, a silniejsze zacieśnienie polityki pieniężnej będzie ciążyło rynkowi w kolejnych kwartałach.
- Zakładając opóźnione negatywne efekty wzrostu kosztów i cen oraz historycznie silnego wzrostu stóp procentowych, ograniczenie finansowania konsumpcji oszczędnościami i spowolnienie gospodarki globalnej oczekujemy w 2023 r. obniżenia dynamiki PKB do +0,3% wobec 1,8% w 2022 r.

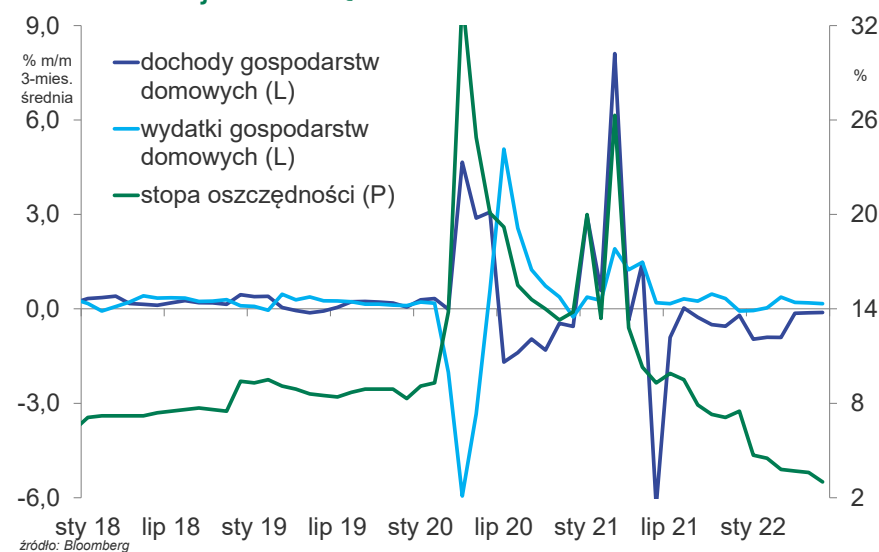
2022-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

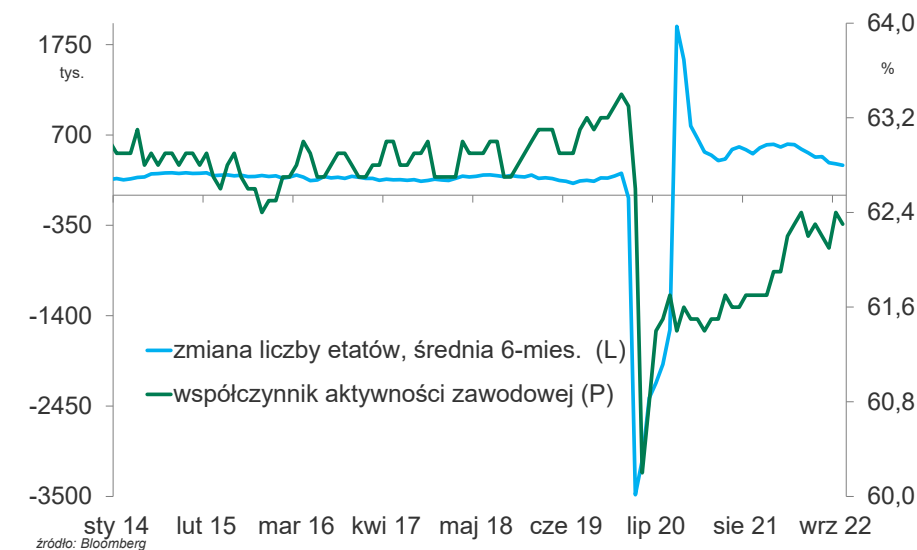
W IV kw. wyraźne pogorszenie ocen koniunktury przez firmy, nastroje konsumentów wciąż bardzo słabe...



...inflacja ogranicza wzrost dochodów, a konsumpcja finansowana jest oszczędnościami



...choć sytuacja na rynku pracy pozostaje nieźla...



Silne zacieśnienie polityki pieniężnej na dłużej ośłabi koniunkturę na rynku nieruchomości





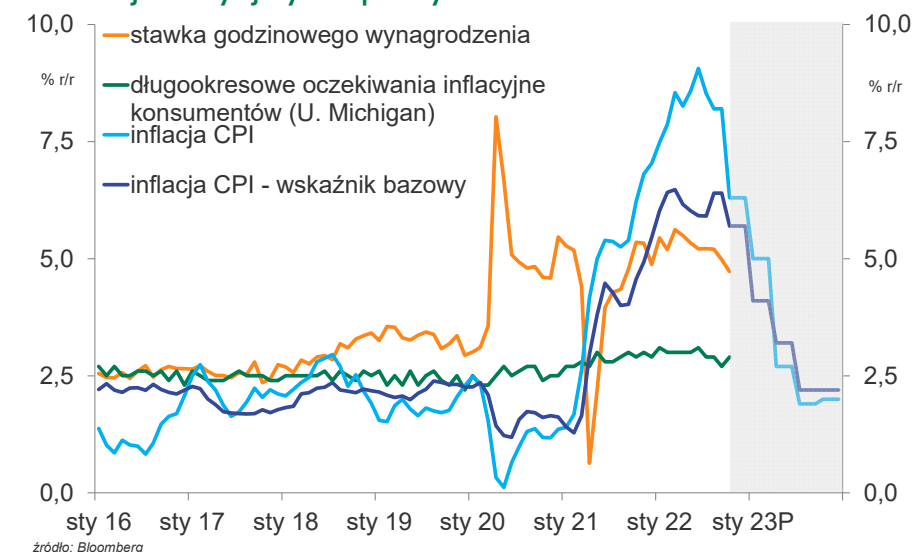
...oczekiwana zmiana nastawienia w polityce pieniężnej Fed w 2023 r.

- W okresie wrzesień – listopad FOMC podwyższył stopy procentowe o 150 pkt. baz. do 3,75% – 4,00% dla stopy funduszy federalnych.
- Silniejsze zacieśnienie polityki monetarnej było skutkiem jesiennego przyspieszenia wzrostu inflacji bazowej oraz utrzymującej się korzystnej sytuacji na rynku pracy. Choć tempo wzrostu zatrudnienia na przełomie III i IV kw. osłabło, to jednak ten spadek był niedostateczny, by dać FOMC komfort, że presja inflacyjna z tytułu efektów popytowych (przy stopniowo wygasających proinflacyjnych efektach podaży) wygaśnie w kolejnych miesiącach.
- Dotychczasowa skala zacieśnienia polityki pieniężnej oraz słabsze nastroje gospodarcze wpłynęły na lekką zmianę retoryki Fed po listopadowym posiedzeniu FOMC. Prezes Jerome Powell wskazał na możliwość zmniejszenia skali podwyżki stóp do 50 pkt. baz. podczas grudniowego posiedzenia FOMC. Te oczekiwania wzmocniła publikacja październikowej inflacji bazowej CPI, w tym spadek m/m indeksu cen towarów (szanse na pozytywny wpływ ograniczenia problemów globalnych łańcuchów dostaw).
- W listopadzie prezes Powell wskazał na rosnące ryzyko potrzeby docelowego zacieśnienia polityki pieniężnej do wyższego poziomu stóp wobec oczekiwań wrześniowych FOMC (wtedy oczekiwany wzrost stóp do 4,50% – 4,75% z początkiem 2023 r.). Zakładane utrzymanie trendu spadkowego inflacji CPI w kolejnych miesiącach, a przede wszystkim oczekiwane słabsze dane ze sfery realnej w naszej ocenie ograniczą ostateczną skalę zacieśnienia. Szacujemy, że na koniec 2022 r. stopa funduszy federalnych wzrośnie do 4,25% – 4,50%, a w styczniu oczekujemy kolejnej podwyżki stóp o 25 lub 50 pkt. baz..
- Pod koniec 2023 r. oczekujemy rozpoczęcia luzowania polityki pieniężnej do poziomu 4,00% – 4,25% na koniec roku, przy założeniu utrzymania niższego tempa wzrostu PKB oraz obniżającej się inflacji. Pomimo solidnego spadku dynamiki PKB utrzymujące się ryzyko dla inflacji będą ograniczać możliwość silniejszego złagodzenia polityki monetarnej Fed.

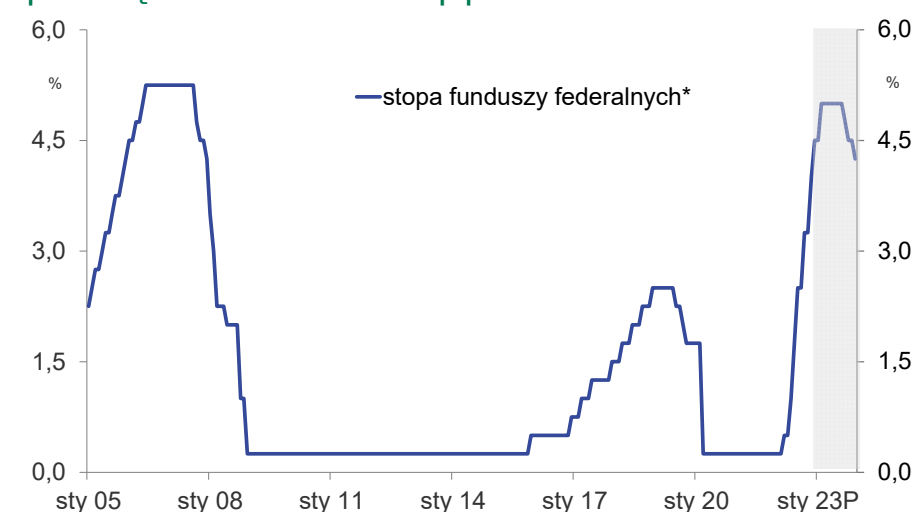
2022-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

FOMC obawia się utrwalenia wyższej inflacji w sytuacji solidnej kondycji rynku pracy...



... oczekiwany spadek inflacji oraz spowolnienie aktywności pozwolą na lekkie obniżki stóp pod koniec 2023 r.



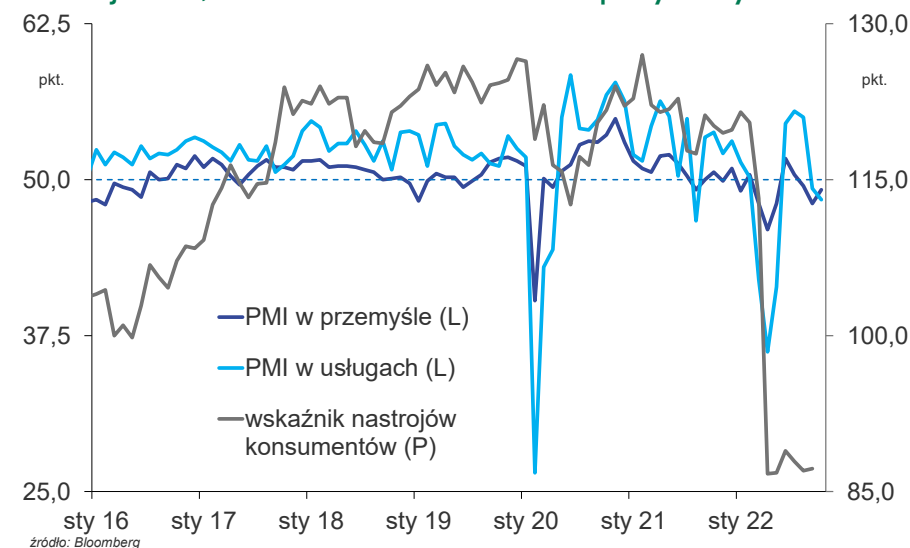
*od grudnia 2008 górna granica przedziału dla stopy funduszy federalnych
źródło: Federal Reserve, BOS Bank



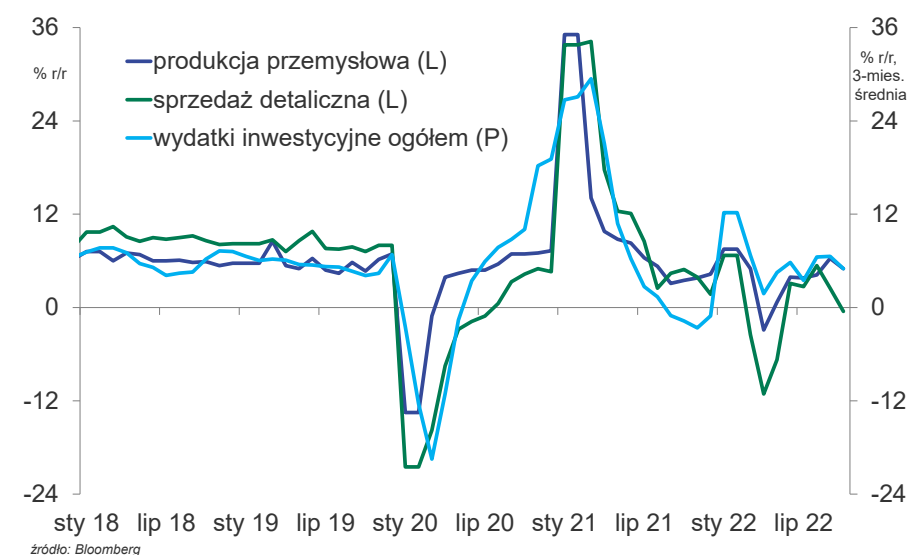
Nierównowagi w Chinach ograniczają potencjał do odbicia gospodarki

- Ograniczenie restrykcji epidemicznych pozwoliło na odbicie wzrostu PKB w III kw., niemniej dane ze sfery realnej i wskaźników koniunktury potwierdzają oczekiwania dot. ograniczonej skali odbicia aktywności.
- Zakładamy, że w 2023 r. PKB wzrośnie o 4,3% wobec 3,3% w 2022 r.
- Wskaźniki nastrojów przedsiębiorstw (PMI) nie utrzymały wzrostów związanych z ograniczeniem restrykcji covidowych. Oczekiwaniom cięższe perspektywy popytu zagranicznego, jak i krajowego.
- Trudna sytuacja na rynku pracy podtrzymuje niskie prognozy konsumpcji prywatnej, a trwający regres na rynku nieruchomości – prognozy inwestycji.
- Przyspieszenie aktywności będzie także ograniczane przez restrykcyjną politykę handlową USA (zakaz eksportu do Chin zaawansowanych mikroprocesorów).
- Jedynym wsparciem dla aktywności będzie oczekiwane utrzymanie wysokich publicznych wydatków inwestycyjnych i dalsze poluzowanie polityki pieniężnej.

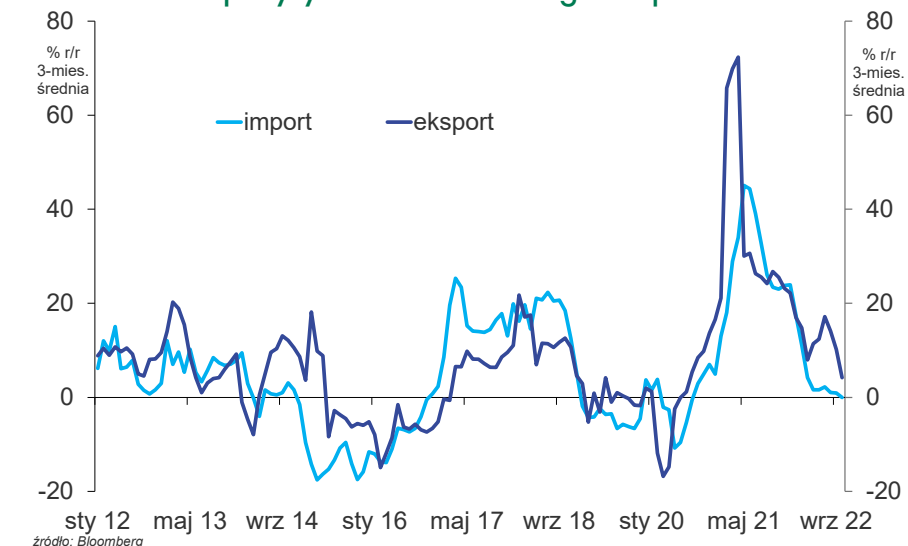
Ograniczenie restrykcji covidowych na krótko wsparło nastroje firm, konsumenci nadal bardzo pesymistyczni...



...import wciąż słaby z powodu niskiego popytu krajowego



...zmniejszenie problemów w globalnych łańcuchach dostaw lekko pozytywne dla chińskiego eksportu...



Źmniejszenie na rynku nieruchomości nadal istotnym czynnikiem ryzyka





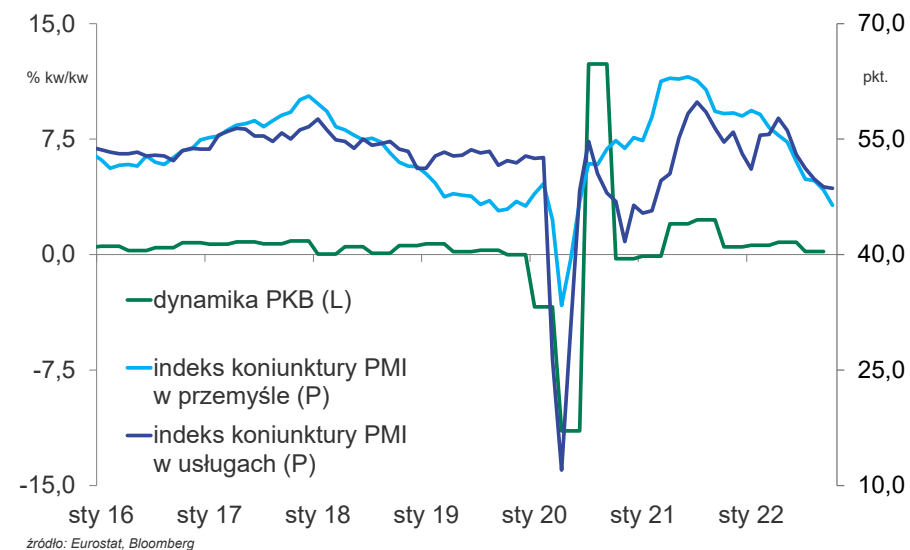
Recesja w strefie euro scenariuszem bazowym...

- Pomimo niezłych solidnego wzrostu PKB w strefie euro w III kw. w bazowym scenariuszu w 2023 r. w strefie euro oczekujemy łagodnej recesji (-0,5%).
- Negatywne efekty kryzysu energetycznego, dalsze pogorszenie nastrojów firm i gospodarstw domowych, słabe perspektywy globalnej gospodarki to czynniki obniżające prognozy dla strefy euro.
- Niska stopa bezrobocia i umiarkowany wzrost wynagrodzeń powinny ograniczać skalę recesji, jednak w ostatnim czasie silniej pogorszyły się także oczekiwania konsumentów dot. rynku pracy.
- Jednocześnie bieżąca korekta cen surowców, umiarkowane póki co pogorszenie nastrojów firm oraz plany luzowania polityki fiskalnej (na poziomie UE) ograniczają ryzyko silniejszej recesji.
- W Niemczech oczekujemy szczególnie silnego spowolnienia, przy większym znaczeniu dla tej gospodarki przemysłu, do tego silnie zależnego od dostaw tanich surowców z Rosji.

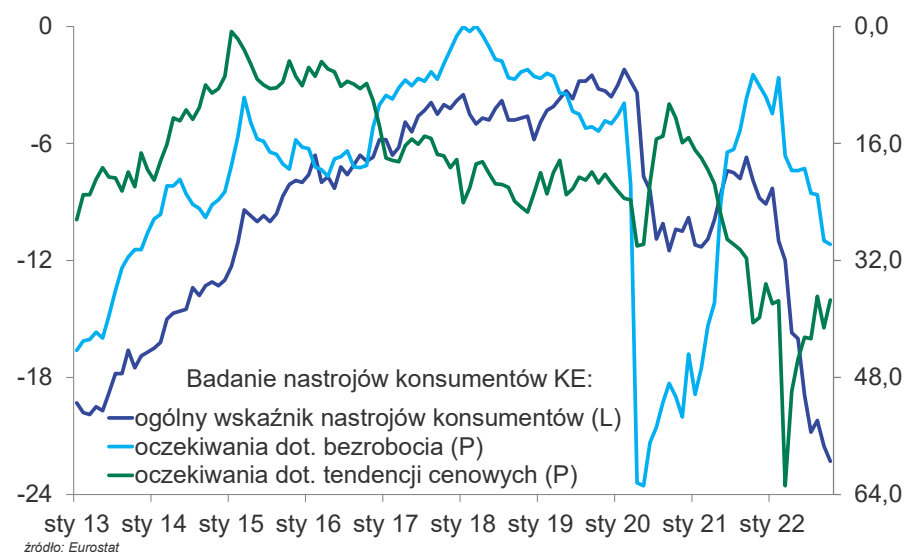
2022-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

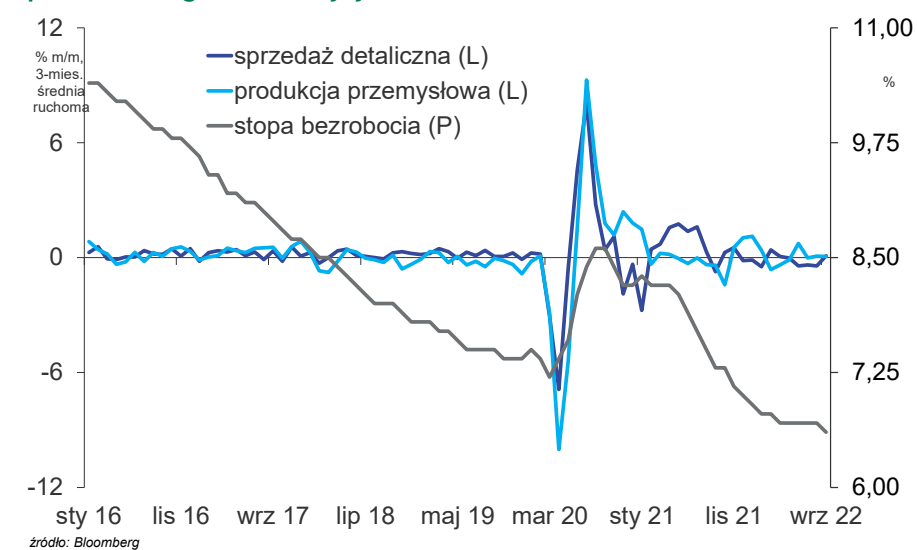
Wskaźniki koniunktury zapowiadają recesję w strefie euro...



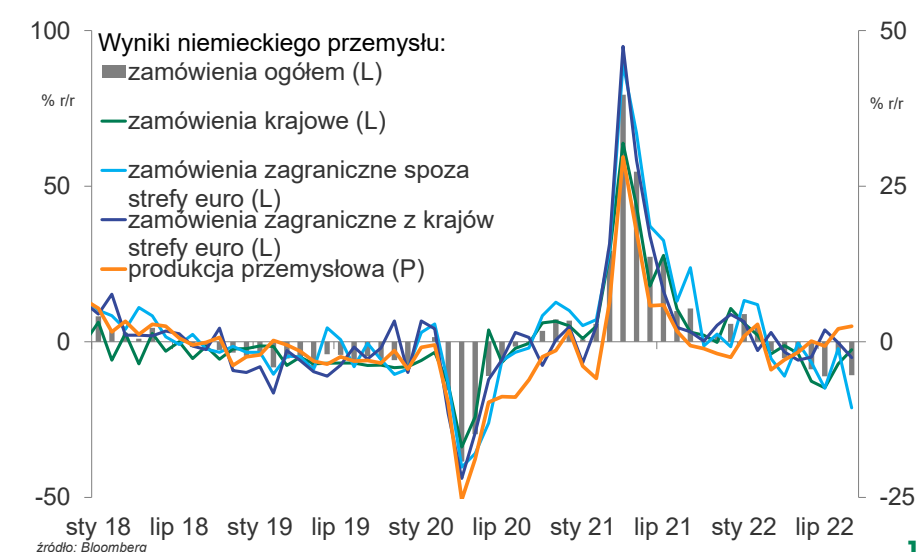
...choć konsumenci obawiają się już nie tylko inflacji, ale także wzrostu bezrobocia



...korzystna sytuacja na rynku pracy u progu recesji powinna ograniczać jej skalę...



Wyraźnie słabsze perspektywy dla niemieckiego przemysłu

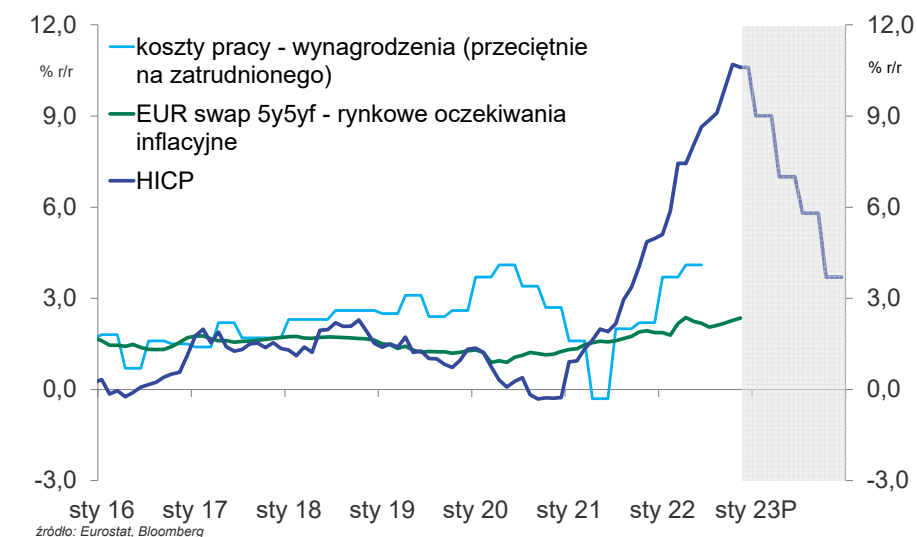




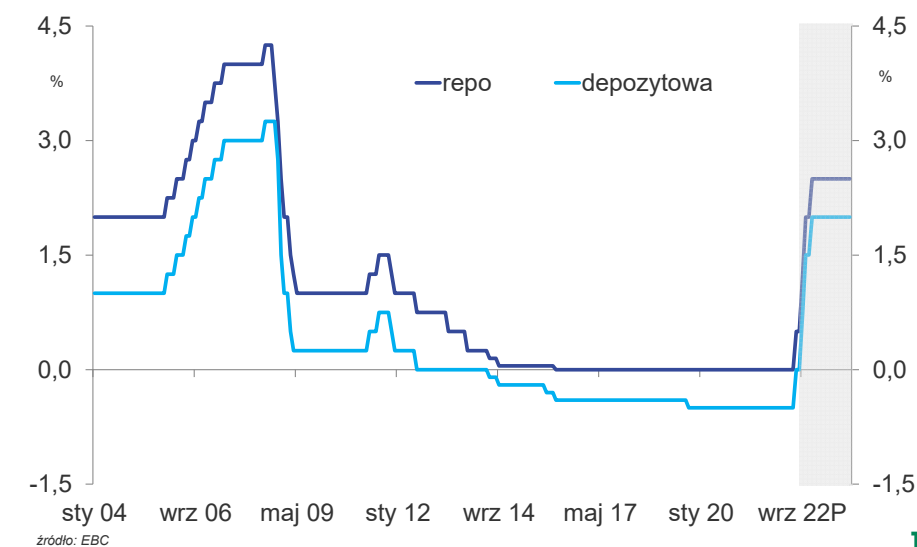
...co powinno powstrzymać EBC przed podwyżkami stóp w 2023 r.

- Rada EBC na posiedzeniu we wrześniu i październiku podwyższyła stopy procentowe o łącznie 150 pkt. baz. (stopę repo do 2,00% i stopę depozytową do 1,50%).
- Historycznie szybkie tempo zaostrzenia polityki pieniężnej przez EBC było wynikiem zdecydowanie silniejszego od oczekiwań wzrostu bieżącej inflacji. Przy wciąż umiarkowanej skali wzrostu kosztów pracy w I poł. br., informacje dot. wyższych żądań płacowych i obawy przed silniejszym wzrostem oczekiwań inflacyjnych skłoniły radę EBC do większych podwyżek stóp pomimo pogarszających się oczekiwań dot. sfery realnej.
- Obawy dot. spowolnienia gospodarczego nie są natomiast obojętne radzie EBC, co przejawiało się w często zmieniającej się retoryce rady. Zmienność retoryki na poszczególnych posiedzeniach w okresie czerwiec – październik dobrze oddaje trudność prowadzenia polityki pieniężnej w przypadku EBC w warunkach równoczesnego wzrostu prawdopodobieństwa recesji i historycznie wysokiej inflacji.
- Biorąc pod uwagę słabsze perspektywy inflacyjne oraz plany poluzowania polityki fiskalnej (w tym na poziomie unijnym co ogranicza ryzyko wzrostu premii za ryzyko tzw. krajów peryferyjnych) zakładamy, że w grudniu rada zdecyduje się jeszcze na podwyżkę stóp o 50 pkt. baz. do 2,50% dla stopy referencyjnej i 2,00% dla stopy depozytowej.
- Jednocześnie zakładając, że wskaźnik inflacji osiągnął szczyt w IV kw. br., silniejsze pogorszenie danych ze sfery realnej na przełomie roku, ograniczenie presji na osłabienie euro, lekko uspokajające rezultaty negocjacji płacowych w Niemczech, oczekujemy stabilizacji stóp procentowych EBC w trakcie 2023 r. Z drugiej strony, podwyższony poziom inflacji w 2023 r. uniemożliwi zapewne radzie EBC obniżki stóp pomimo wejścia w recesję.
- W 2023 r. rozpocznie proces zacieśniania ilościowego polityki pieniężnej ECB poprzez stopniowe ograniczenie reinwestycji zapadających instrumentów dłużnych znajdujących się w posiadaniu EBC.

Pogorszenie perspektyw inflacyjnych i obawy przed efektami drugiej rundy powodem podwyżki stóp EBC....



...zakładamy że w 2023 r. skłonność rady EBC do zacieśnienia polityki pieniężnej będzie słabnąć

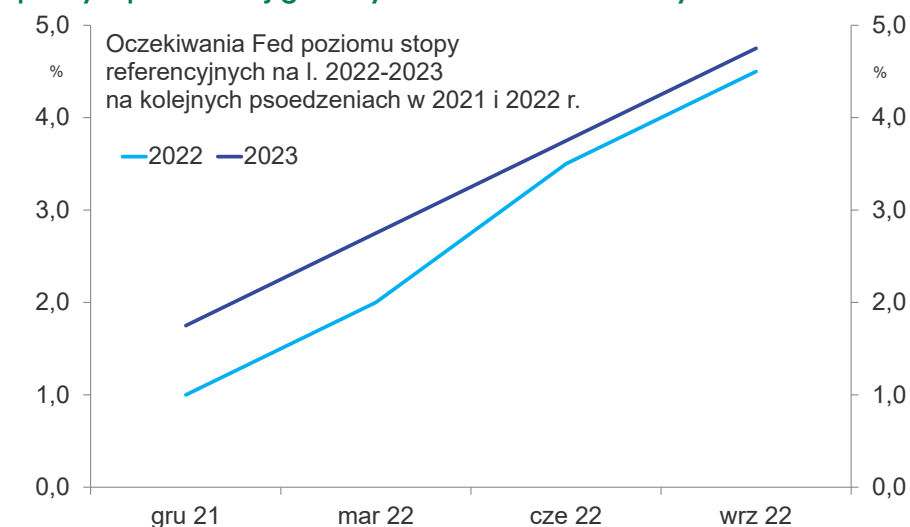




Rentowności obligacji na rynkach bazowych na wyższych poziomach, choć z szansą na spadek

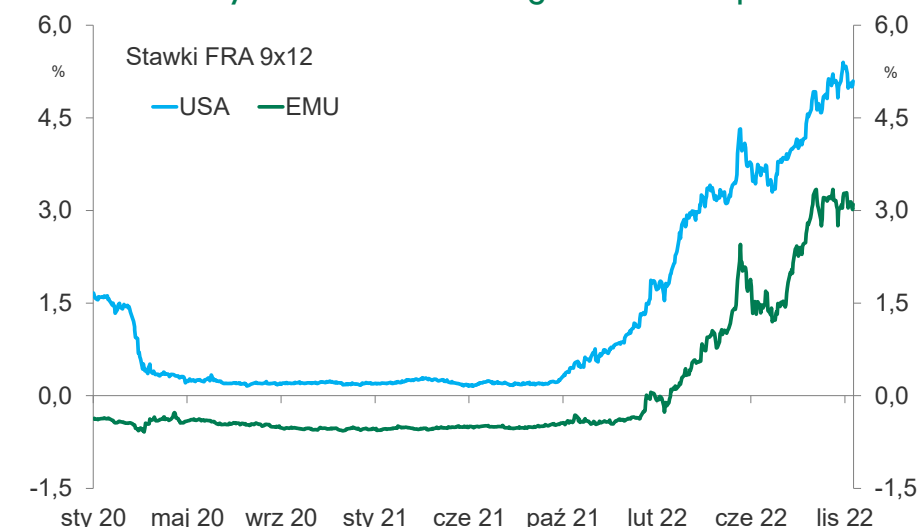
- W trakcie III i z początkiem IV kw. w reakcji na wyższe poziomy inflacji, kolejne korekty w górę prognoz stóp procentowych rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych silnie wzrosły notując kolejne lokalne maksima. Tym samym korekta spadkowa rentowności obserwowana z początku III kw. nie zamieniła się w trwały trend.
- Ten wzrost przerwała publikacja danych dot. październikowej inflacji w USA. Silniejszy spadek inflacji bazowej potwierdził oczekiwania zmniejszenia skali podwyżki stóp Fed w grudniu do 50 pkt. baz. i wzmocnił oczekiwania na ograniczenie dotychczasowej restrykcyjności banków centralnych.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia dot. polityki pieniężnej Fed oraz EBC w 2023 r., oczekujemy obniżenia w trakcie przyszłego roku rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, w szczególności w USA.
- Jednocześnie wyższa od dotychczasowych oczekiwań inflacja w 2023 r. podwyższająca (w porównaniu do wcześniejszych prognoz) oczekiwaną ścieżkę stóp procentowych (pomimo spowolnienia aktywności), będzie utrzymywać rentowności na zdecydowanie wyższym poziomie wobec lat minionych. Choć ryzyka skrajne (sytuacja inflacyjna w USA, kryzys energetyczny w strefie euro) w ostatnim czasie nieco osłabły, w dalszym ciągu scenariuszem bazowym na 2023 r. jest scenariusz stagflacyjny, który będzie ograniczał skalę obniżenia stóp procentowych.
- W krótkim okresie wciąż podwyższone poziomy inflacji, niezłe dane ze sfery realnej (głównie w USA), a z drugiej strony możliwość stabilizowania się inflacji i słabe wskaźniki koniunktury mogą podsycać zmienność notowań do momentu wyraźnego zakończenia podwyżek stóp przez główne banki centralne.

Systematyczny wzrost oczekiwań dot. skali zacieśnienia polityki pieniężnej głównych banków centralnych...



źródło: Federalreserve

...publikacja październikowej inflacji w USA zatrzymała oczekiwania rynkowe co do dalszego wzrostu stóp



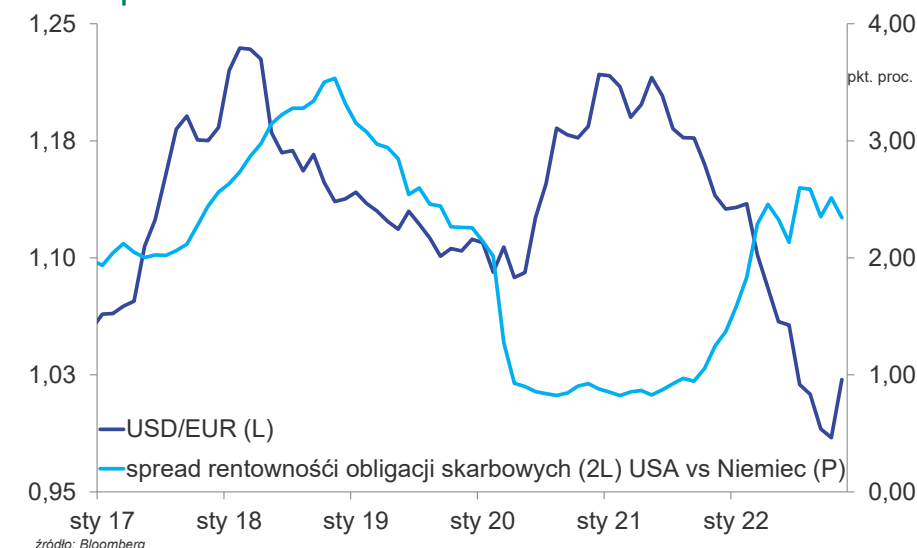
źródło: Bloomberg



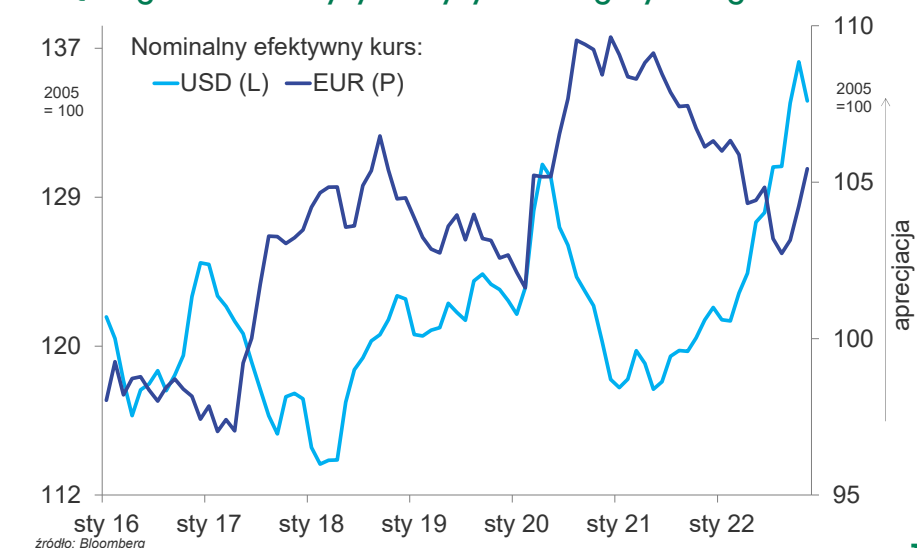
W scenariuszu bazowym kurs euro wobec dolara powyżej poziomu 1,0 USD/EUR

- Publikacja październikowego wskaźnika inflacji w USA silnie podbiła kurs euro wobec dolara wyraźnie powyżej poziomu parytetu. Jednocześnie, wzrost kursu euro w relacji do dolara w listopadzie nie wynikał jedynie z efektu zmiany prognoz zacieśnienia polityki pieniężnej Fed. Obniżenie ryzyka kryzysu energetycznego i geopolitycznego z początkiem IV kw. pomagało notowaniom wspólnej waluty.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia dot. polityki pieniężnej w USA oraz łagodnej recesji w strefie euro oczekujemy, że słabsze poziomy dolara oraz mocniejsze poziomy euro utrzymają się w kolejnych kwartałach. W efekcie kurs euro wobec dolara będzie utrzymywał się powyżej poziomu 1 dolara za euro.
- Jednocześnie jednak widzimy ograniczenia co do skali wzrostu kursu USD/EUR biorąc pod uwagę: – ryzyko wzrostu globalnej awersji do ryzyka w sytuacji silniejszego pogorszenia danych ze sfery realnej USA, – słabe wyniki gospodarcze Chin podtrzymujące słaby poziom chińskiej waluty i mocniejsze poziomy dolara, – mniejszej (wobec prognoz rynkowych) skali zacieśnienia polityki pieniężnej EBC, – utrzymujących się wzywań strukturalnych i finansowych tzw. krajów peryferyjnych strefy euro, – niskiego prawdopodobieństwa całkowitego wygaśnięcia ryzyka geopolitycznego i energetycznego w Europie w 2023 r.
- W naszej ocenie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest utrzymywanie się kursu euro wobec dolara w przedziale 1,00 – 1,05 USD/EUR.
- Opisywany już problem dużej zmienności globalnej awersji do ryzyka w zależności od skali spowolnienia gospodarki amerykańskiej przekłada się na utrzymujące się spore ryzyko dla prognoz rynku walutowego – na przykład niewielkie spowolnienie aktywności osłabia dolara przez kanał polityki pieniężnej, z kolei silne spowolnienie wzmacnia amerykańską walutę przez kanał wzrostu globalnej awersji do ryzyka.

Korekta oczekiwań co do polityki pieniężnej Fed w listopadzie osłabiła dolara wobec euro...



...choć wzrostowi kursu sprzyjało też wzmocnienie euro dzięki ograniczeniu ryzyka kryzysu energetycznego

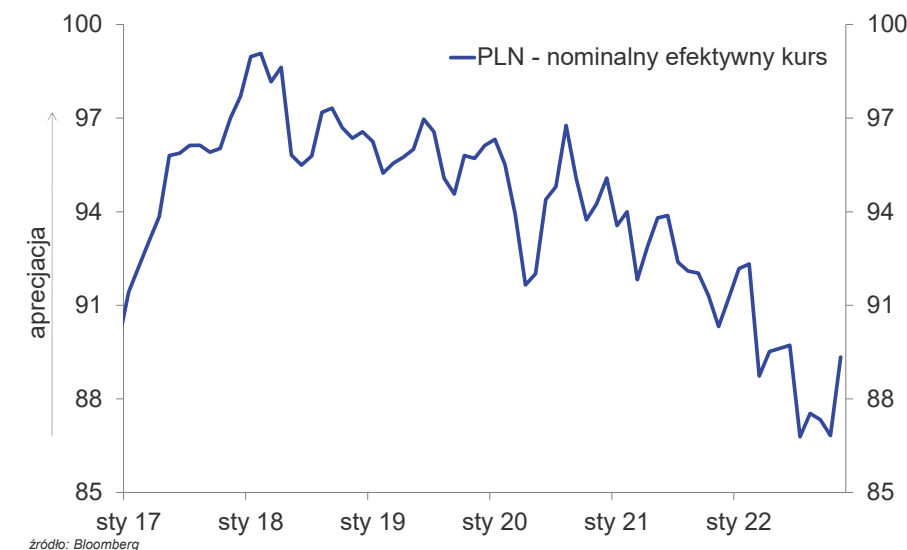




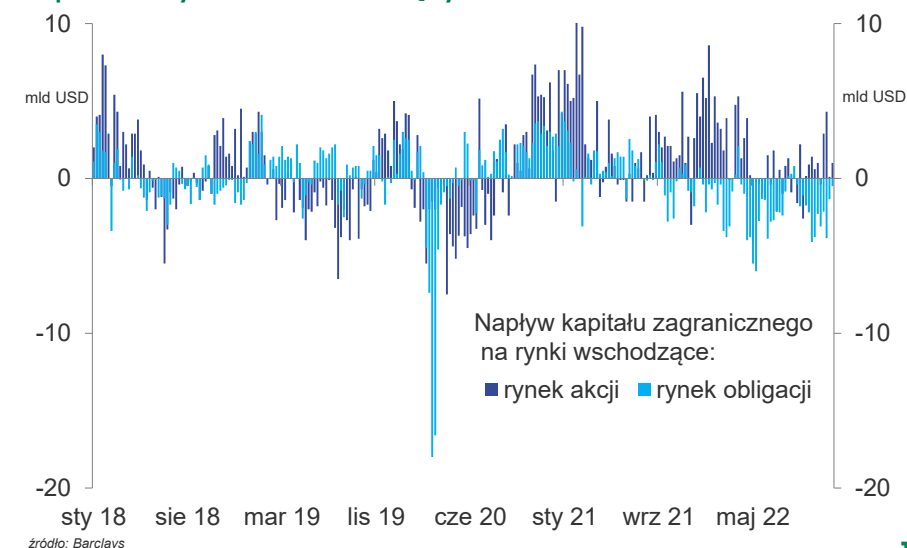
Podwyższone ryzyka globalne głównym czynnikiem hamującym aprecjację złotego

- Na przełomie III i IV kw. złoty silnie stracił na wartości co było głównie wynikiem:
 - wzrostu globalnej awersji do ryzyka i odpływu kapitału z rynków wschodzących oraz silnie wzmacniającej kurs dolara, – utrzymujących się obaw dot. perspektyw gospodarczych w Europie, – okresowego zwiększenia ryzyka geopolitycznego w regionie (eksplozje w gazociągu Nordstream, groźby nuklearne Rosji).
- Powyższe efekty ustępowały w trakcie IV kw., przy wyraźnym wzmocnieniu złotego po publikacji październikowych danych inflacyjnych z USA i osłabieniu notowań dolara na globalnym rynku finansowym.
- Zgodnie z naszą dotychczasową oceną łagodna retoryka NBP nie miała trwałego negatywnego wpływu na notowania złotego i w naszej ocenie taki stan sytuacja utrzyma się także na przełomie roku.
- Podtrzymujemy nasze oczekiwania, że w nadchodzących miesiącach złoty będzie utrzymywał się w okolicach poziomu 4,70 PLN/EUR. W trakcie 2023 r. oczekujemy aprecjacji złotego w kierunku 4,60 PLN/EUR zakładając stabilizowanie się sytuacji gospodarczej w Europie (kryzys energetyczny) i na świecie (poziom globalnej awersji do ryzyka), jak również brak dalszej eskalacji ryzyka geopolitycznego.
- Pomimo oczekiwanego wzmocnienia kurs złotego pozostanie relatywnie słaby, na co wpływają nasze założenia dot.: – gospodarki globalnej (tj. scenariusz wyraźnego spowolnienia i utrzymujący się podwyższony poziom awersji do ryzyka), – niskie prawdopodobieństwo znaczącego ograniczenia ryzyka geopolitycznego (działania wojenne, ryzyko napływu uchodźców, daleka od w pełni bezpiecznej sytuacja energetyczna w kolejnym sezonie), – raczej ograniczone prawdopodobieństwo szybkiego napływu środków z Krajowego Planu Odbudowy.

Po silnej przecenie złotego, w trakcie IV kw. wyraźne odbicie...



...wspierane ograniczeniem wcześniejszego odpływu kapitału z rynków wschodzących





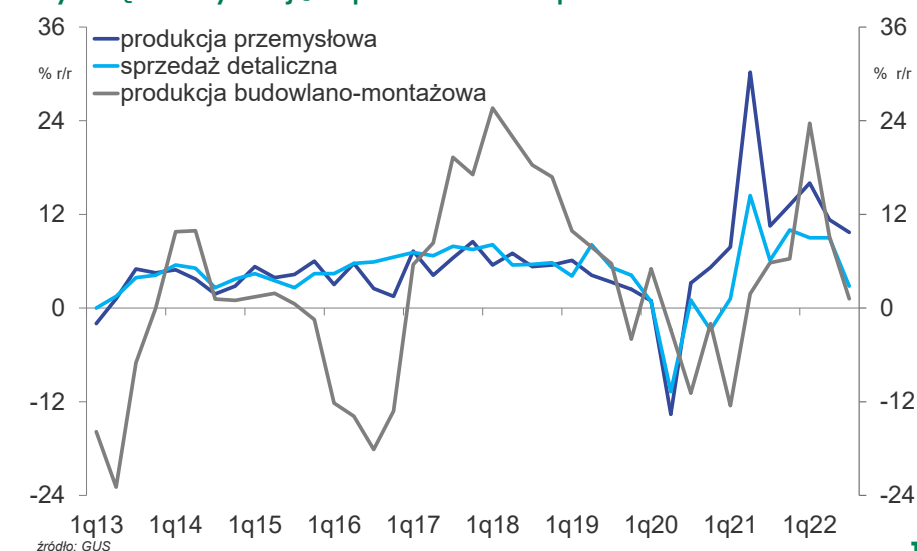
W III kw. osłabienie dynamiki polskiego PKB, choć bardziej stonowane od prognoz...

- W III kw. wzrost PKB obniżyła się w mniejszej skali wobec oczekiwań sięgając 3,5% r/r wobec 5,8% r/r w II kw. (istotne korekty GUS dot. wyników PKB za okresie 2021-I poł. 2022).
- Wyraźny trend spadkowy rocznej dynamiki PKB to wypadkowa zarówno efektu wygasania postcovidowego nadrobienia aktywności notowanego od II poł. 2021 r., jak również bieżącego ograniczania aktywności w warunkach pogarszającej się sytuacji podmiotów gospodarczych.
- Bez znajomości struktury PKB za III kw. trudno jednoznacznie ocenić, które i na ile trwałe czynniki odpowiadały za solidną aktywność krajowej gospodarki.
- W ostatnich kwartałach bardzo silnie wzrosła zmienność wkładu zapasów we wzrost PKB, być może udział tej kategorii obniżył się słabiej wobec założeń. Na podstawie struktury danych nt. produkcji przemysłowej można także wskazać na potencjalnie lepsze wyniki eksportu, jako efekt odreagowania zaległych zamówień wstrzymywanych dotychczas z powodu problemów z dostawami komponentów (w połowie roku miało miejsce wyraźne ograniczenie presji w globalnych łańcuchach dostaw).
- Przy silnym spadku dynamiki sprzedaży detalicznej, wyraźnym pogorszeniu nastrojów w sektorach usługowych w III kw. oraz spadku dynamiki realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych nie zakładamy, aby na istotnie wyższym poziomie ukształtował się wzrost konsumpcji prywatnej. Słabe nastroje inwestycyjne firm oraz kontynuacja wyraźnego spowolnienia produkcji budowlano-montażowej wskazują także na mniejszy potencjał dla pozytywnej niespodzianki w obszarze nakładów inwestycyjnych.

W III kw. spadek dynamiki PKB mniejszy od oczekiwań...



...struktura danych miesięcznych wskazuje na możliwą wyższą kontrybucję zapasów lub eksportu



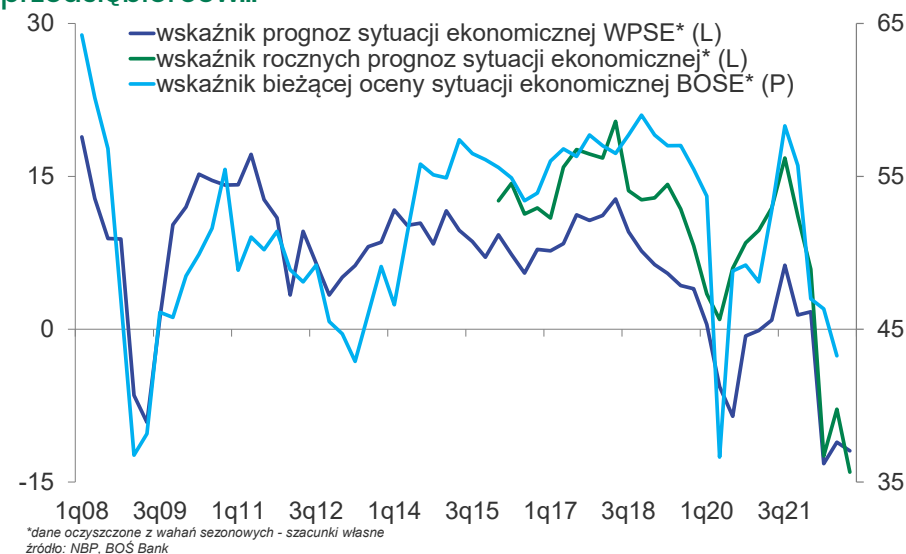
...jednak nastroje przedsiębiorstw nie napawają optymizmem

- Na jedynie okresowy charakter niespodzianki PKB w III kw. wskazują wyniki raportu NBP nt. przedsiębiorstw (*Szybki monitoring*) oraz dane nt. zużycia energii, czy przewozów ładunków.
- W II poł. br. nastroje firm bardzo pogorszyły się, przy utrzymaniu historycznie słabych nastrojów dot. sytuacji przyszłej zarówno w horyzoncie kwartału, jak i roku.
- Niezmiennie głównym źródłem pogorszenia nastrojów jest presja na wzrost cen surowców, która osłabia prognozy wyników finansowych firm.
- Jednocześnie jednak w III kw. ponownie silnie pogorszył się wskaźnik prognoz popytu, zdecydowanie poniżej długoterminowej średniej, co zwiastuje silniejsze osłabienie aktywności w nadchodzących kwartałach.
- Choć niższe zużycie energii elektrycznej może w części wynikać z działań oszczędnościowych, to nie sądzimy, aby był to wyłączny efekt, szczególnie przy równoczesnych spadkach aktywności w transporcie. Te dane także wpisują się w scenariusz schłodzenia krajowej koniunktury.

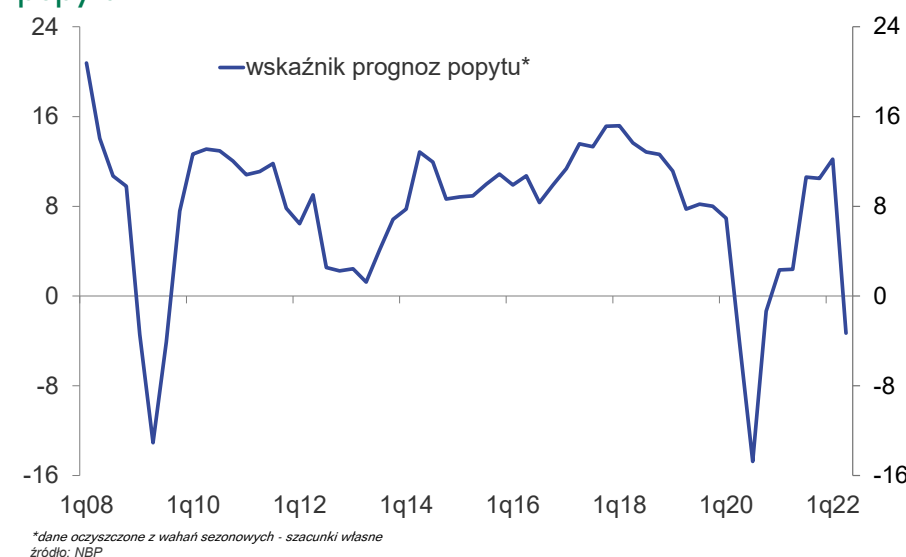
2022-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

W III kw. utrwalające się słabe oczekiwania przedsiębiorców...



...ale nadal rośnie znaczenie oczekiwanego spadku popytu



...cały czas borykających się przede wszystkim z problemami kosztów surowców i materiałów...



Dane dot. aktywności w transporcie oraz zużycia energii spójne z niższą aktywnością gospodarki

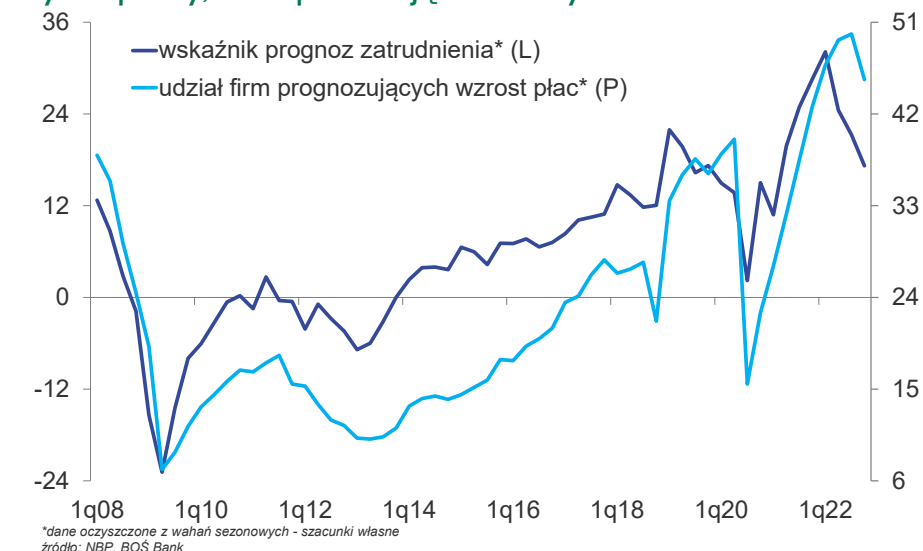




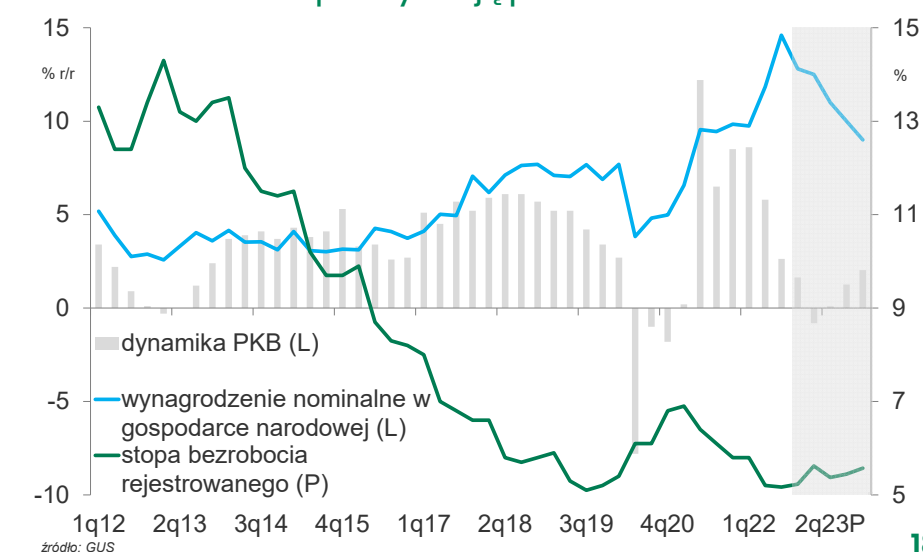
Sytuacja na rynku pracy wciąż korzystna, ale pojawiły się pierwsze sygnały jej pogorszenia

- Zgodnie z badaniem NBP nt. sytuacji sektora przedsiębiorstw po raz pierwszy wyraźnie obniżyły się wskaźniki rynku pracy, co potwierdza oczekiwany spadek popytu na pracę (jako efekt pogarszających się perspektyw gospodarczych) oraz ogranicza prawdopodobieństwo dalszego wzrostu dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw.
- Warto jednak zwrócić uwagę, że pomimo pogorszenia wskaźników nastrojów do historycznie niskich poziomów, indeksy rynku pracy pozostają powyżej swoich długookresowych średnich.
- Taka sytuacja wynika z zachodzących w ostatnich latach zmian demograficznych, które zmieniły strukturalną sytuację na krajowym rynku pracy. Choć brak kadr nie jest już dominującą barierą rozwoju firm, to pozostaje jedną ze wskazywanych przez przedsiębiorców przeszkód w rozwoju firm.
- Podtrzymujemy zatem założenie, że pomimo silnego spadku dynamiki PKB i spadku dynamiki zatrudnienia (w wyniku ograniczenia popytu na pracę), stopa bezrobocia w nadchodzących kwartałach wzrośnie minimalnie – nie więcej niż 0,5 pkt. proc. Tym samym w bazowym scenariuszu rozwoju sytuacji gospodarczej oczekujemy utrzymania stopy bezrobocia blisko historycznie niskich poziomów.
- Ten sam efekt, obok dotychczasowej wysokiej inflacji, będzie ograniczał skalę obniżenia dynamiki wynagrodzeń w gospodarce narodowej w 2023 r., po jej silnym wzroście w I poł. 2022 r. Oczekujemy, że w ujęciu średniorocznym nominalna dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej wyniesie w 2023 r. ok. 10,5% r/r, wobec 12,3% r/r zakładanych na 2022 r.

Słabsze nastroje firm silniej wpływają na oczekiwania dot. rynku pracy, choć pozostają one korzystne...



...gdyż efekty demograficzne ograniczają podaż pracy, wzrost bezrobocia i podwyższają płace

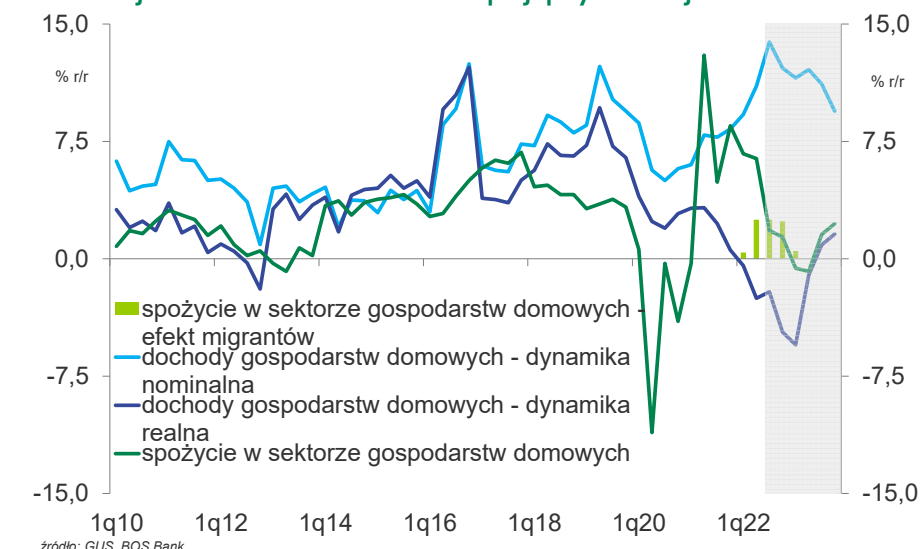




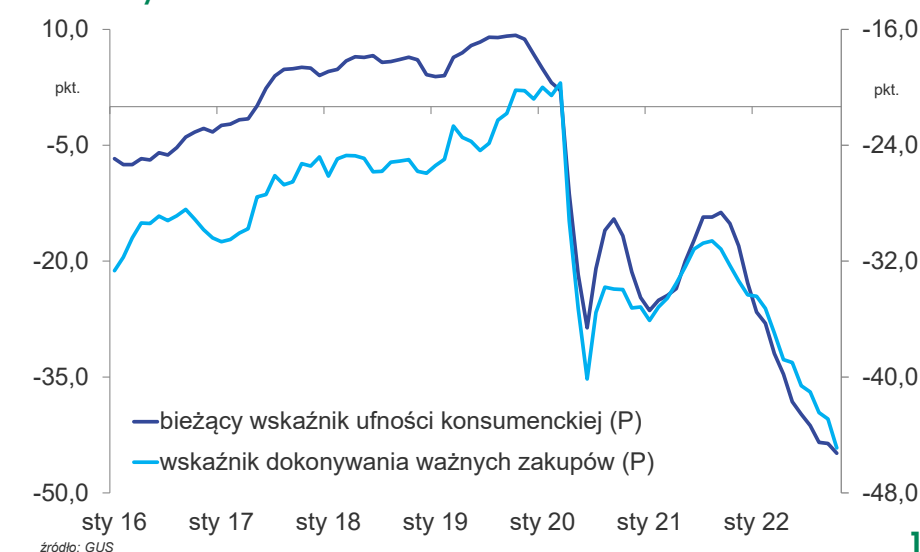
...co przy inflacji rosnącej szybciej niż dochody osłabi konsumpcję prywatną

- Dynamiczny wzrost dochodów gospodarstw domowych w ujęciu nominalnym nie zatrzyma jednak spadku dynamiki spożycia gospodarstw domowych w nadchodzących kwartałach. Szybszy wzrost inflacji wobec dochodów w II poł. 2022 r. i z początkiem 2023 r. wpłynie na spadek siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych, co ograniczy konsumpcję prywatną.
- Zakładając stabilizację liczby obywateli Ukrainy przebywających na terenie Polski oraz zakładając, że wraz z wydłużaniem pobytu ich struktura wydatków konsumpcyjnych będzie zbliżała się do wydatków polskich gospodarstw domowych, oczekujemy począwszy od II kw. 2023 r. wygaśnięcia pozytywnego efektu napływu Ukraińców do Polski, który obecnie podwyższa dynamikę konsumpcji.
- Jednocześnie zakładamy, że w także 2022 r. wygaśnie efekt nadrabiania konsumpcji prywatnej, wstrzymywanej w I. 2020 – 2021 z tytułu restrykcji epidemicznych. Choć wprowadzenie ustawowych wakacji kredytowych będzie cały czas ograniczał negatywny wpływ na konsumpcję wyższego obciążenia dochodów z tytułu rosnących rat kredytów hipotecznych, to w 2023 r. w porównaniu z II poł. 2022 r. ten efekt będzie dużo słabszy (1 miesiąc wakacji na kwartał wobec 2 miesięcy na kwartał w II poł. 2022 r.).
- Choć w porównaniach historycznych skala obniżenia realnych dochodów gospodarstw domowych implikowałaby silniejsze dostosowania konsumpcji prywatnej, to opisane wcześniej efekty ograniczenia skali wzrostu bezrobocia oraz stabilniejsza sytuacja finansowa gospodarstw domowych w porównaniu do poprzednich okresów spowolnienia (np. w I. 2012–2013) będą ograniczać skalę tego spadku.

Spadek realnych dochodów gospodarstw domowych wskazuje na osłabienie konsumpcji prywatnej...



...podobnie jak historycznie słabe nastroje gospodarstw domowych

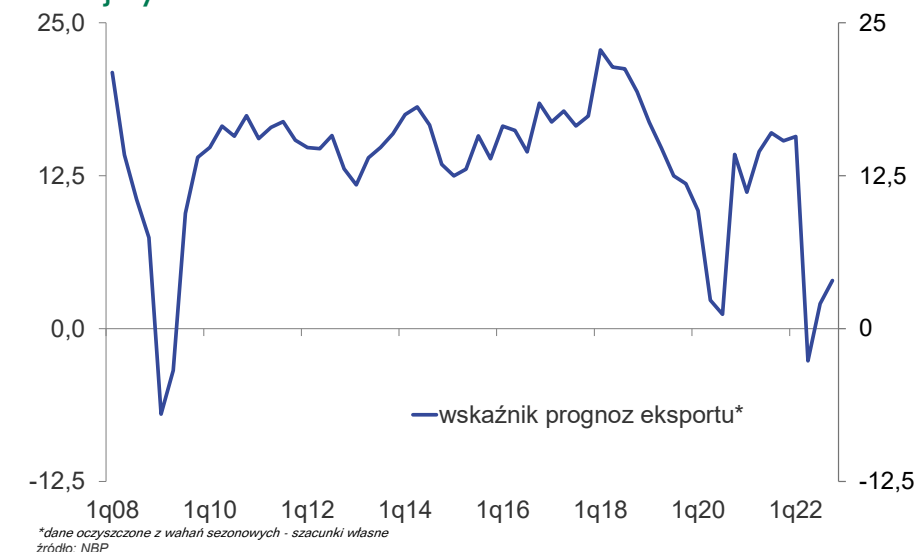




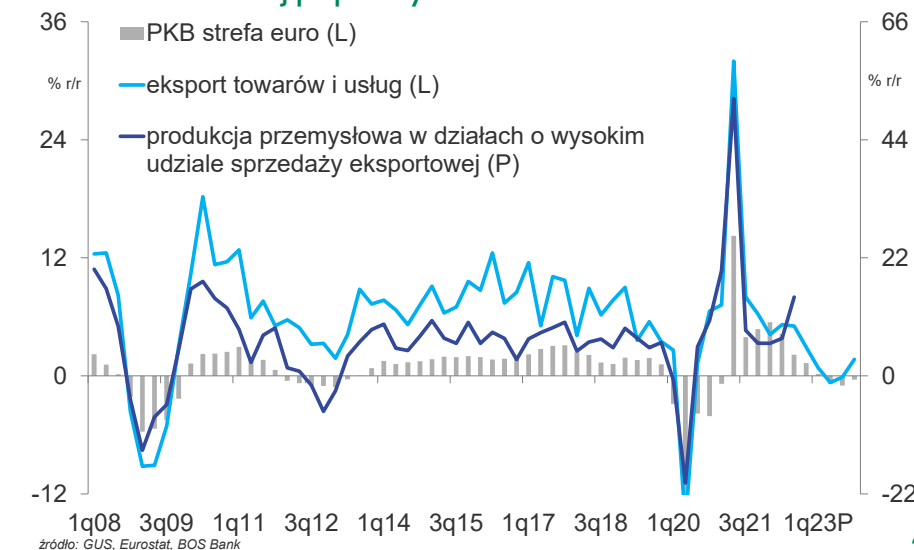
Utrzymanie słabszych prognoz popytu zagranicznego...

- Według raportu NBP prognozy przedsiębiorstw na IV kw. wskazały na lekką poprawę prognoz eksportu. Na podstawie struktury danych dot. produkcji przemysłowej w III kw. uważamy, że w części jest to efekt nadrabiania aktywności eksportowej wcześniej wstrzymywanej z powodu ograniczeń w globalnych łańcuchach dostaw (np. w motoryzacji).
- Z drugiej strony poprawa samych prognoz eksportu może być także efektem korekty bardzo silnego dostosowania tych oczekiwań tuż po wybuchu wojny na Ukrainie, kiedy w pierwszym okresie silniej firmy obawiały się bezpośredniego negatywnego wpływu kanału handlu zagranicznego na aktywność (który ostatecznie okazał się zdecydowanie słabszy wobec kanału cen surowców, kanału finansowego oraz pośredniego spowolnienia popytu zagranicznego).
- Pomimo lekkiej poprawy wskaźnika prognoz eksportu, jego bieżące poziomy pozostają wciąż zdecydowanie poniżej długookresowej średniej, kształtując się niewiele powyżej wyników z okresu pandemii.
- Biorąc pod uwagę powyższe oraz prognozując w 2023 r. spowolnienie gospodarki globalnej i recesję w strefie euro (w tym szczególnie w niemieckim przemyśle) oczekujemy obniżenia dynamiki krajowego eksportu do ok. 0,0% w 2023 r., wobec ponad 4,0% w 2022 r. oraz wobec wzrostu o 12,5% w 2021 r.

W III kw. pesymizm dot. perspektyw eksportu nieco mniejszy...



...ale przy słabszych prognozach dla strefy euro trudno oczekiwać dalszej poprawy





...a słabsze perspektywy popytu obniżają skłonność firm do inwestycji...

- Najnowsze badanie koniunktury w sektorze przedsiębiorstw wskazuje na dalsze planów inwestycyjnych firm. Wskaźniki inwestycji utrzymują się wyraźnie poniżej długookresowych średnich, jednocześnie zdecydowanie powyżej poziomów z pandemii. Pogorszenie perspektyw popytu zagranicznego i konsumpcyjnego, przy rosnących kosztach oraz wyższej niepewności ogranicza plany inwestycyjne firm na nadchodzące kwartały.
- Szacujemy, że w 2023 r. inwestycje przedsiębiorstw spadną, wobec szacowanego na 2022 r. wzrostu o ok. 4,0%.
- Oceniamy, że czynnikami łagodzącymi skalę spowolnienia inwestycji w sektorze przedsiębiorstw będzie: - utrzymanie silniejszego popytu inwestycyjnego spółek Skarbu Państwa, realizujących projekty energetyczne oraz współfinansowane ze środków Perspektywy Finansowej UE na lata 2014-2020), - popyt inwestycyjny w zakresie poprawy wydajności pracy przedsiębiorstw i efektywności energetycznej (w reakcji na rosnące koszty).
- W 2023 r. oczekujemy silnego osłabienia aktywności w budownictwie mieszkaniowym, jako kontynuacji już wyraźnie wolniejszego wzrostu w II poł. 2022 r. Silny wzrost rozpoczynanych nowych inwestycji na przełomie 2020 i 2021 r. podbiły liczbę mieszkań w budowie, pomimo wyraźnego tąpnięcia rozpoczynanych inwestycji z początkiem 2022 r. Kończenie inwestycji rozpoczynanych w okresie boomu, przy dużo mniejszej skali nowo rozpoczynanych inwestycji, jak również osłabienie popytu na usługi remontowe po okresie silnego wzrostu w okresie pandemii, wpłyną na silne wyhamowanie prywatnych inwestycji mieszkaniowych w 2023 r.

Pesymizm przedsiębiorców pogłębia spadek skłonności do inwestycji



Cykl budownictwa deweloperskiego zapowiada silne osłabienie inwestycji mieszkaniowych





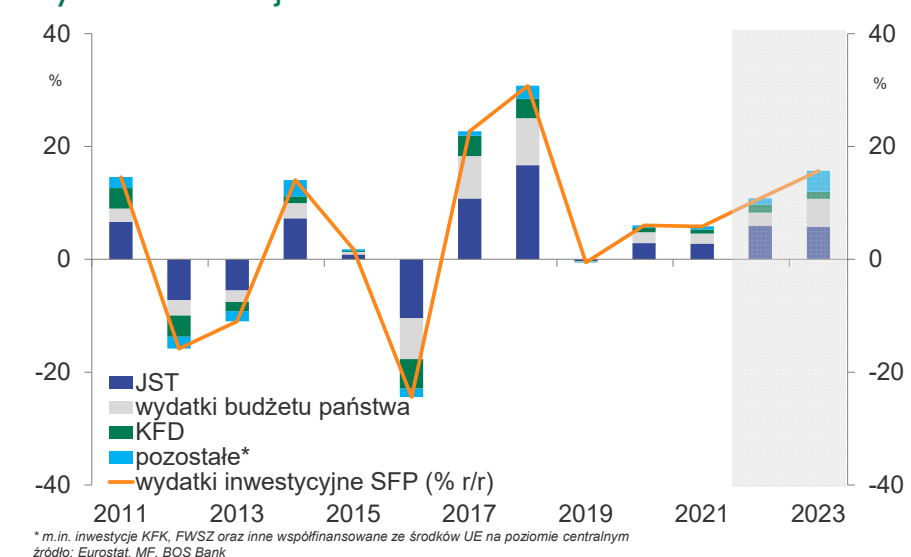
...w 2023 r. będą natomiast silnie rosły publiczne wydatki inwestycyjne

- Wbrew naszym oczekiwaniom w III kw. wyniki produkcji budowlano-montażowej, w tym w firmach specjalizujących się w budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej, ponownie pogorszyły się. W krótkim okresie nie oczekujemy silnego tąpnięcia inwestycji infrastrukturalnych przy założeniu: - utrzymania w II poł. 2022 r. i z początkiem 2023 r. wysokich inwestycji samorządów (JST) w okresie przedwyborczym, - kończenie wydatkowania środków z budżetu UE w ramach perspektywy 2014-2020 (zasada n+3 lata), - zwiększenie skali emisji obligacji KFD w br. wskazujące na utrzymanie finansowania wydatków drogowych, - utrzymanie wyższych wydatków w obszarze energetyki.
- Jednocześnie jednak obniżająca się realna dynamika wydatków inwestycyjnych JST pod koniec 2023 r. oraz zmiana priorytetów dot. wydatków sektora publicznego implikują postępujące obniżenie dynamiki inwestycji infrastrukturalnych w trakcie 2023 r. Te perspektywy osłabia także dotychczasowy brak rozwiązania kwestii Krajowego Planu Odbudowy.
- Powyższe założenie nie oznacza jednak osłabienia publicznych wydatków inwestycyjnych. Przeciwnie, na podstawie informacji dot. projektu budżetu państwa na 2023 r., informacji dot. potrzeb finansowych Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych (w ramach BGK) oraz informacji dot. planowanych wydatków na wyposażenie armii w kolejnych latach podwyższyliśmy prognozę wydatków inwestycyjnych sektora finansów publicznych (SFP) do ponad 15% r/r wobec ok 11% r/r szacowanych na 2022 r.
- Przy utrzymaniu solidnego tempa wzrostu inwestycji SFP, w kolejnych kwartałach będzie zmieniała się struktura rodzajowa tych inwestycji, przy dominującym udziale inwestycji związanych z wyposażeniem armii. Biorąc także pod uwagę fakt, że w dużym stopniu w krótkim okresie te inwestycje będą zakupami sprzętu z zagranicy, wpływ tej kategorii na wzrost PKB będzie słabszy wobec dominujących w przeszłości inwestycji infrastrukturalnych (ze względu na jednoczesny wzrost importu).

W III kw. dalsze osłabienie aktywności w budownictwie, także w zakresie inwestycji infrastrukturalnych



W 2023 wysokie inwestycje publiczne, głównie w obszarze wydatków na wojsko

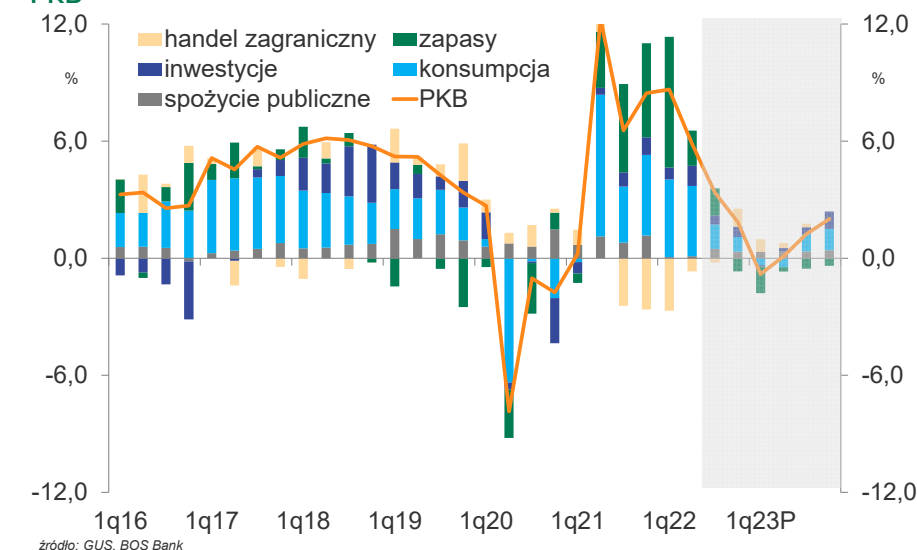




W 2023 r. dynamika PKB na niewielkim plusie, ujemna roczna dynamika w I kwartale

- Szacujemy, że w 2022 r. dynamika wzrostu PKB wyniesie 4,7% r/r. Jeżeli struktura wzrostu PKB w III kw. wskaże na mniejszy od oczekiwań spadek kontrybucji „trwalszych” składowych (konsumpcji prywatnej lub prywatnych inwestycji) całoroczny wzrost PKB najprawdopodobniej przekroczy ten poziom.
- Pomimo lepszych bieżących wyników gospodarki obniżyliśmy prognozę wzrostu PKB w 2023 r. ze względu na: – słabsze perspektywy globalnego wzrostu gospodarczego, w szczególności recesję w strefie euro, – negatywny wpływ wysokich cen nośników energii na nastroje podmiotów gospodarczych.
- Oczekujemy dalszego obniżenia dynamiki PKB pod koniec 2022 r. w kierunku 2,0% r/r oraz poniżej 0,0% r/r początkiem 2023 r. W całym 2023 r. oczekujemy wzrostu PKB o 0,7%.
- Jakkolwiek utrzymują się ryzyka dla perspektyw gospodarki związane z kształtowaniem się cen surowców oraz trudnym do oszacowania wpływem presji kosztowej na aktywność podmiotów gospodarczych, to obniżenie cen na rynku surowców ogranicza te ryzyka.
- Jednocześnie poza stabilniejszą sytuacją finansową gospodarstw domowych oraz niskim ryzykiem silnego wzrostu bezrobocia, czynnikiem stabilizującym perspektywy gospodarki będzie też bardzo dobra sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w I poł. 2022 r. oraz poluzowanie polityki fiskalnej, w tym działania zmierzające do ograniczenia wzrostu cen energii dla gospodarstw domowych, małych przedsiębiorstw i instytucji publicznych.
- Na prognozy gospodarcze może wpłynąć także rosnące obecnie ryzyko ewentualnej kolejnej fali migracji z Ukrainy w okresie zimowym, związane m.in. z trudną sytuacją energetyczną na Ukrainie.

Na przełomie 2022 i 2023 r. bardzo silny spadek dynamiki PKB



Bardzo dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw w I poł. roku czynnikiem stabilizującym oczekiwania

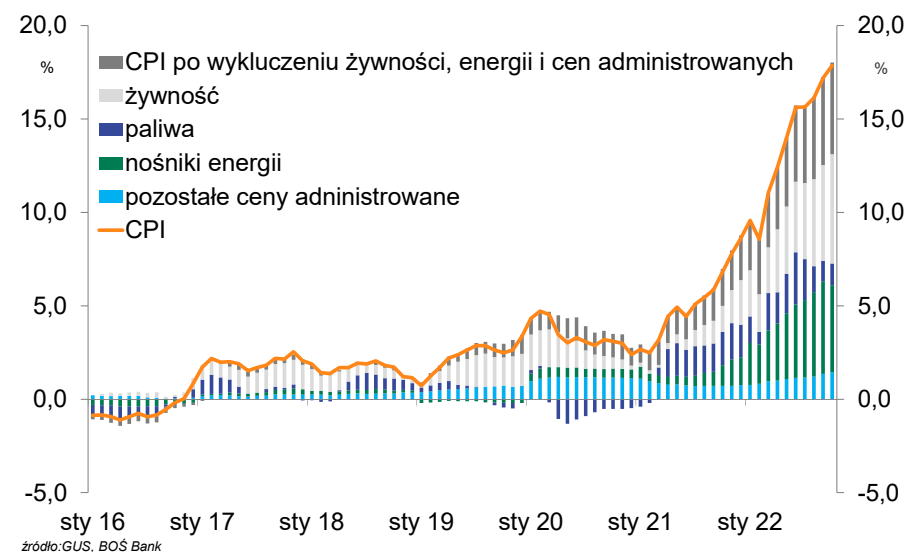




Inflacja CPI nie osiągnęła szczytu w wakacje, w październiku wzrosła do blisko 18,0% r/r

- Oczekiwania szczytu inflacji w okresie wakacyjnym nie potwierdziły się, na jesieni wskaźnik CPI wzrósł do blisko 18,0% r/r.
- Wyhamowała jedynie skala wzrostu indeksu w porównaniu z II i III kw., co w decydującym stopniu wynikało z obniżenia kontrybucji cen paliw we wzrost inflacji (stabilizacja cen ropy naftowej) i rosnących baz odniesienia.
- Silniej od oczekiwań wzrosły ceny nośników energii, głównie jako efekt silnego wzrostu cen węgla.
- Ponownie nasilił się wzrost cen żywności, szczególnie żywności przetworzonej i mięsa.
- Po pewnym wakacyjnym wyhamowaniu, jesienią skala wzrostu cen w grupie towarów i usług zaliczanych do inflacji bazowej ponownie wzrosła, utrzymując miesięczne wzrosty cen zdecydowanie powyżej przeciętnej z lat 2012 – 2019.

Przyspieszenie wzrostu inflacji CPI na jesieni



...mocniej w grupie towarów, ale przy utrzymujących się wyższym tempie wzrostu cen usług



Wyraźne przyspieszeniu wzrostu inflacji bazowej w III kw...



Na jesieni wyraźne przyspieszenie wzrostów cen żywności





W 2023 r. oczekujemy obniżenia inflacji bazowej, ale jej poziom pozostanie wysoki...

- Badanie koniunktury w sektorze przedsiębiorstw wskazuje, że póki co stabilizuje się skala oczekiwanych podwyżek cen własnych towarów i usług dzięki hamowaniu wzrostów cen surowców oraz wygasaniu ograniczeń związanych z globalnymi łańcuchami dostaw.
- Zakładając, że bieżąca sytuacja na rynku surowców utrzyma się, możliwe jest ograniczenie skali dalszych podwyżek cen. W takim scenariuszu w kolejnych kwartałach roczne indeksy cen będą obniżać się z tytułu baz odniesienia.
- Dodatkowo, w warunkach oczekiwanego wyraźnego spowolnienia popytu konsumpcyjnego, przy wolniejszym wzroście cen importu oraz kosztów pracy oczekujemy stopniowego spadku skali podwyżek cen wobec bieżących historycznie wysokich poziomów. Szacujemy, że na koniec 2023 r. inflacja po wykluczeniu żywności, energii i pozostałych cen administrowanych obniży się do 8,0% r/r, wobec 13% na przełomie roku.
- Choć ryzyko „rozlewania się” inflacji w warunkach podwyższonych oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych utrzymuje się, uważamy, że notowane w ostatnim kwartale zmiany ocen firm sytuacji na rynku pracy i ograniczenie prognoz wzrostu wynagrodzeń nieco obniżają to ryzyko.
- Jak na skalę osłabienia cyklu koniunkturalnego oraz zakładaną stabilizację poziomu kosztów, wskaźnik inflacji bazowej pozostanie podwyższony. Taka prognoza wynika z wciąż utrzymujących się bardzo wysokich surowców i materiałów, które w dłuższym okresie będą nadal przerzucane na konsumentów. Tempo spadku cen będą także ograniczać strukturalne zmiany w postaci skrócenia globalnych łańcuchów dostaw.
- W przypadku cen dóbr i usług w dużej mierze zależnych od decyzji administracyjnych (poza nośnikami energii) oczekujemy ich lekkiego spadku do niespełna 6% r/r na koniec 2023 r. z ok. 8,0% r/r pod koniec 2022 r. Zakładamy że w okresie przedwyborczym podwyżki cen w tej grupie towarów i usług będą minimalizowane, pomimo silnej presji kosztowej.

Przedsiębiorstwa wskazują w II poł. br. na utrzymanie skali podwyżek cen własnych dóbr i usług



W 2023 r. wyhamowanie wzrostu cen surowców i efekty cykliczne powinny obniżyć skalę podwyżek cen

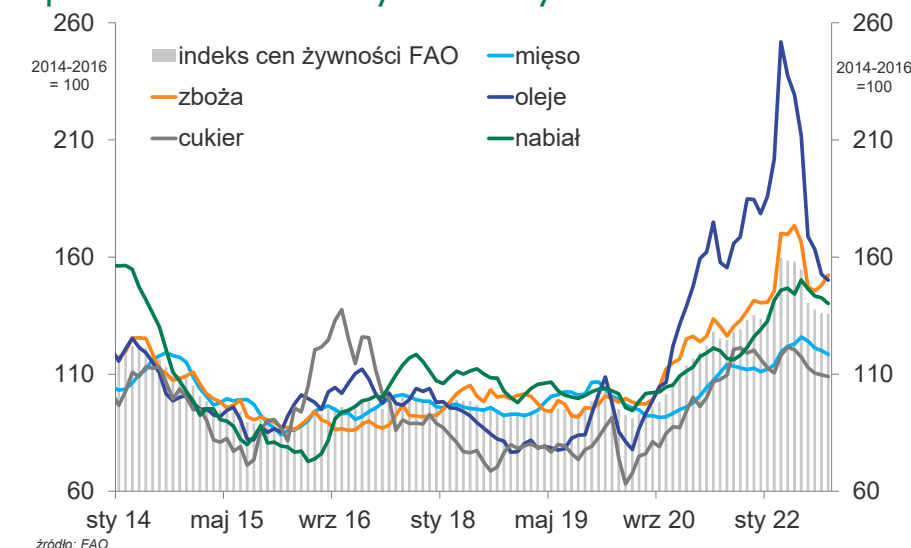




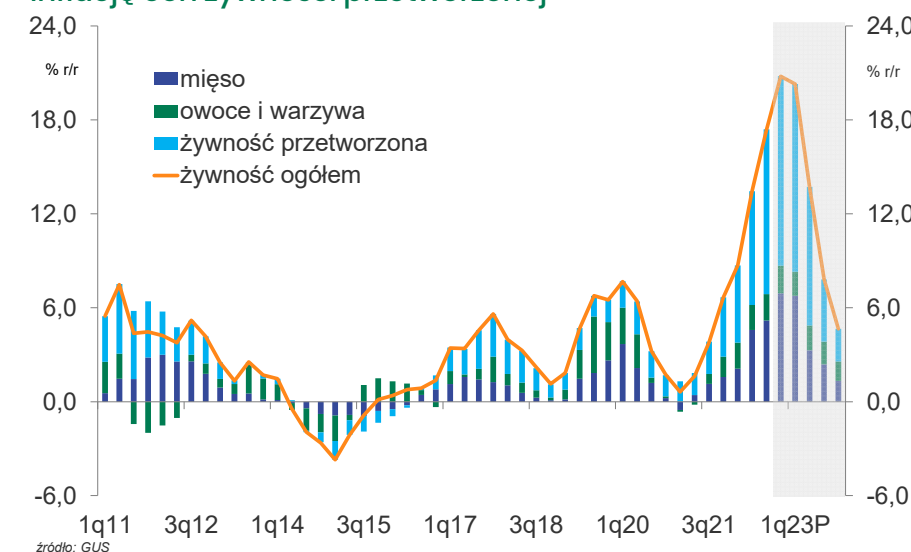
...potencjał do silniejszej korekty dynamiki cen żywności, choć dostosowania kosztowe także będą się utrzymywać

- Pomimo globalnego spadku cen surowców żywnościowych w większości kategorii poniżej poziomów z marca (tuż po ataku Rosji na Ukrainę), na krajowym rynku na przełomie III i IV kw. utrzymywał się dynamiczny wzrost cen żywności przetworzonej i mięsa. Taka sytuacja była zapewne efektem dalszego przerzucania na ceny detaliczne nadal wysokich (pomimo wspomnianego spadku) cen surowców, a przede wszystkim rosnących kosztów produkcji m.in. w zakresie energii, nawozów, przy jednocześnie niższej elastyczności cenowej popytu na żywność.
- Biorąc jednak pod uwagę stabilizowanie się sytuacji na rynkach globalnych zarówno cen surowców żywnościowych, energetycznych i cen nawozów oraz efekty opóźnień oczekujemy obniżenia rocznej dynamiki cen żywności w trakcie 2023 r. w okolice 5,0% r/r na koniec roku.
- Najsilniejszego obniżenia dynamiki cen oczekujemy w grupie żywności przetworzonej. W niewielkim stopniu w kolejnych kwartałach będzie zmieniała się kontrybucja owoców i warzyw we wzrost inflacji żywności w związku ze zdecydowanie stabilniejszą sytuacją na tym rynku w I. 2021 – 2022 (brak efektów bardzo wysokich baz).
- Prognozowana skala obniżenia dynamiki cen żywności w 2023 r. jest znacząca. Należy jednak zwrócić uwagę, że tempo wzrostu tych cen utrzyma się na poziomie wyższym względem długookresowej średniej, pomimo szansy na spadek cen surowców żywnościowych na światowych rynkach. Taka sytuacja wynika z założenia, że jeszcze w dłuższym horyzoncie na ceny finalne będą wpływać cały czas podwyższone poziomy cen surowców i kosztów produkcji.
- Zgodnie z deklaracjami premiera Morawieckiego o utrzymaniu w 2023 r. zerowej stawki VAT na żywność, w prognozie cen żywności nie założyliśmy żadnych zmian stawek podatkowych.

Obniżenie ryzyka geopolitycznego pozwoliło na dalszy spadek cen surowców żywnościowych...



...co w dłuższym horyzoncie powinno silniej obniżyć inflację cen żywności przetworzonej





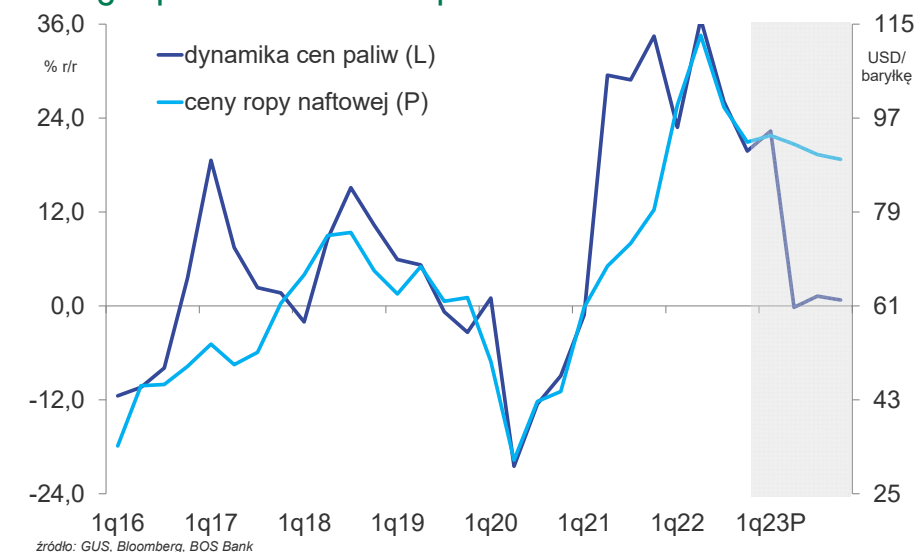
Zapowiedź zmian w tarczy antyinflacyjnej z początkiem 2023 r. podwyższa niepewność prognozy cen energii

- Kluczowe dla prognozy cen energii będą ostateczne rozwiązania w zakresie tarczy antyinflacyjnej. Zgodnie z dotychczasowymi informacjami, od początku 2023 r. rząd planuje przywrócić wyższe stawki podatków pośrednich w przypadku paliw i nośników energii. Jednocześnie pojawił się szereg wypowiedzi, które wskazują, że intencją rządu jest ograniczenie obciążenia gospodarstw domowych z tego tytułu i poszukiwanie sposobu na przerzucenie tych obciążeń na spółki energetyczne i paliwowe.
- W przypadku paliw widzimy możliwość zwiększenia stawek podatków i jednoczesnego ograniczenia marż spółek paliwowych (które dynamicznie wzrosły w 2022 r.), stąd ewentualne zmiany w tarczy nie zmieniają naszej prognozy obniżenia rocznej dynamiki cen paliw do 0,0% w II poł. 2023 r., przy założeniu utrzymania niższych cen ropy naftowej i silniejszego kursu PLN/USD.
- Większa niepewność dotyczy prognoz cen energii elektrycznej, gazu i ciepła. Rozwiązania ustawowe zamroziły (dla większości gospodarstw domowych) ceny energii elektrycznej na poziomie z 2022 r. i ograniczyły (do 40%) skalę wzrostu cen ogrzewania. Podobne działania zapowiadane są na w przypadku gazu.
- W naszych dotychczasowych założeniach ostrożnościowo przyjmowaliśmy, że ceny energii elektrycznej i gazu dla odbiorców indywidualnych wzrosną o ok. 20% z początkiem 2023 r., jednocześnie zakładając, że rozwiązania tarczy antyinflacyjnej zostaną utrzymane. Przy założeniu zamrożenia cen netto energii elektrycznej i gazu wzrost ten w przybliżeniu odpowiada skali wzrostu cen brutto w następstwie przywrócenia stawek VAT na poziomie 23% w przypadku energii elektrycznej i gazu.
- Decyzje URE dot. taryf na energię elektryczną i gaz oraz ostateczna skala wycofania się z rozwiązań tarcz antyinflacyjnych (zakres przywrócenia pierwotnych stawek podatków pośrednich, jak i ostateczne stawki podatków) ukształtują ostateczną skalę zmian cen nośników energii w 2023 r.

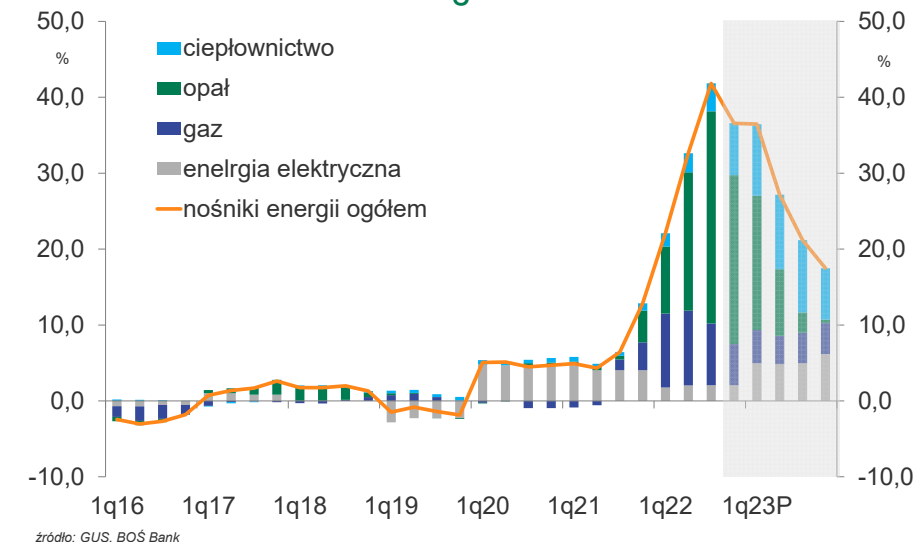
2022-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Przy założeniu stabilizacji cen ropy naftowej oczekujemy silnego spadku indeksu cen paliw w trakcie 2023 r.



Decyzje administracyjne dot. stawek cen i podatkowe kluczowe dla ścieżki cen energii w 2023 r.

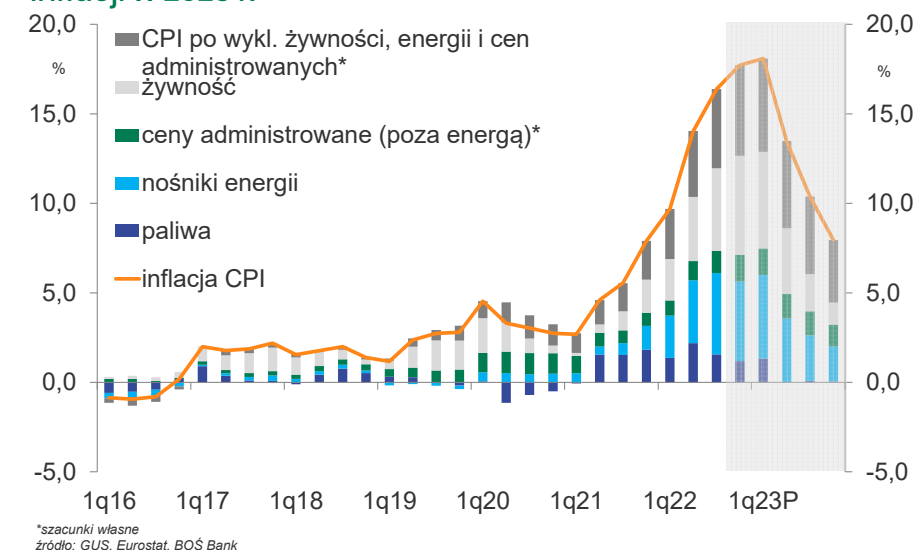




W 2023 r. wyraźne obniżenie CPI, ale dopiero w IV kw. inflacja poniżej 10%

- Oczekujemy, że w 2022 r. wskaźnik średniorocznej inflacji wyniesie 14,5% r/r przekraczając na koniec roku poziom 18% r/r. W lutym 2023 r. oczekujemy wzrostu inflacji powyżej 20,0% r/r, na co w głównej mierze wpłynie okresowy spadek bazy odniesienia sprzed roku – efekt obniżenia do zera stawki VAT na żywność.
- Jednocześnie skokowy wzrost baz statystycznych odniesienia od marca wpłynie wyraźne obniżenie wskaźnika inflacji w połowie roku. Jeżeli spełni się nasze założenie, że po okresie hamowania wzrostu cen w dłuższym horyzoncie obniży się także skala podwyżek, to w IV kw. prawdopodobny jest spadek inflacji do jednocyfrowego poziomu w kierunku 8,0% na koniec 2023 r.
- Generalna prognoza spadku inflacji wynika z założenia utrzymania bieżących, niższych cen surowców i materiałów i stabilizacji wskaźników cenowych w produkcji (od kilku miesięcy stabilizacja indeksu PPI). Badanie NBP koniunktury w sektorze przedsiębiorstw wskazuje, że przedsiębiorstwa w coraz większym stopniu obawiają się, że dalsze przerzucanie wyższych kosztów produkcji na ceny finalne nie będzie możliwe.
- Jednocześnie inflacja wciąż pozostanie na bardzo wysokim (na tle danych historycznych poziomie) jako efekt utrzymujących się podwyższonych poziomów cen surowców i materiałów (wyraźnie powyżej poziomów sprzed pandemii).
- W krótkim okresie bilans czynników ryzyka wskazuje na przeważające ryzyka wyższej inflacji (sezonowa skala podwyżek cen z początkiem roku, decyzje administracyjne dot. cen nośników energii). W dłuższym horyzoncie w sytuacji utrzymującego się ryzyka dla aktywności gospodarczej (także globalnej) te czynniki ryzyka powinny się bilansować.

Spadek kontrybucji większości składowych we wzrost inflacji w 2023 r.



Od kilku miesięcy stabilizacja indeksu cen producentów

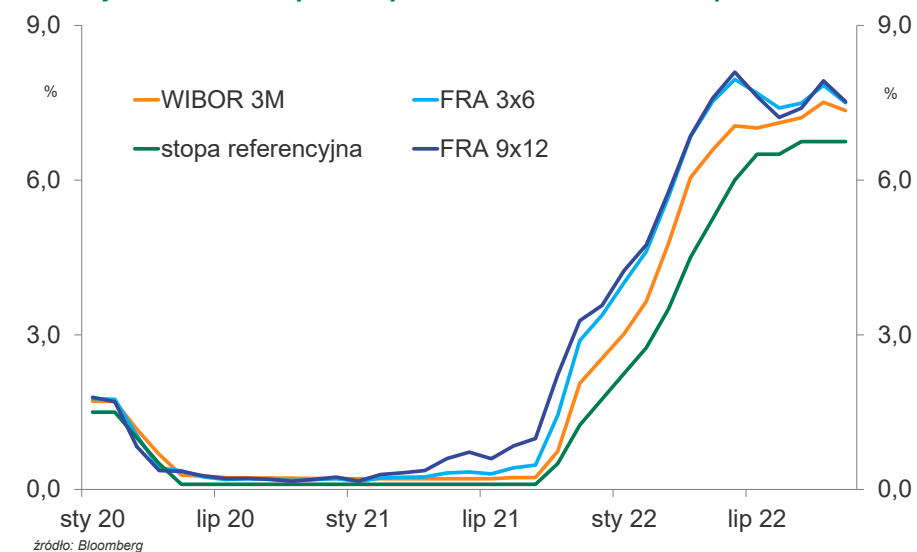




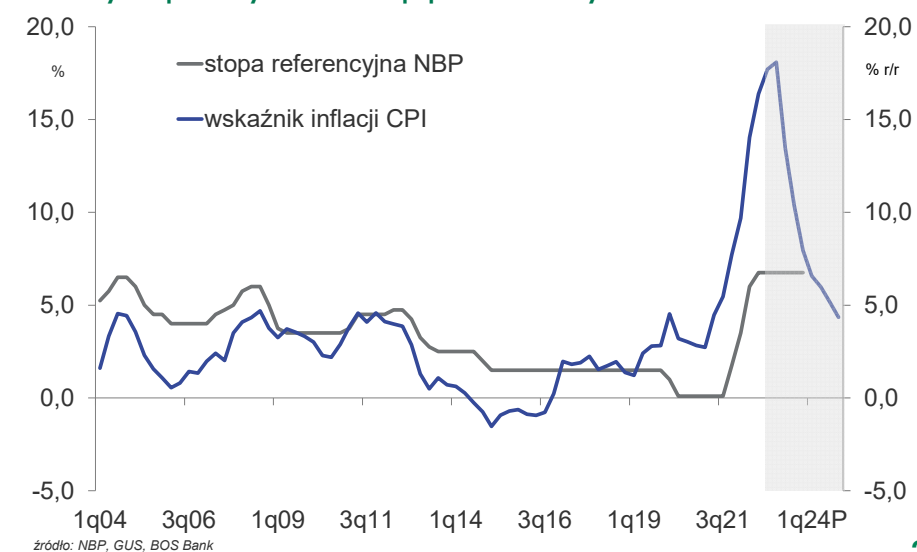
Zakończenie cyklu podwyżek stóp NBP. Obniżki stóp po 2023 r.

- Kontynuacja wzrostu inflacji CPI na jesieni przełożyła się na ponowne lekkie zaostrzenie polityki pieniężnej we wrześniu (podwyżka o 25 pkt. baz. do 6,75% dla stopy referencyjnej NBP). Jednocześnie wyraźne pogorszenie bieżących danych ze sfery realnej w połowie roku oraz prognoz aktywności na 2023 r. powstrzymało dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej w IV kw., pomimo kontynuacji wzrostu bieżącej inflacji.
- W warunkach słabszych prognoz aktywności gospodarki oraz inflacji CPI obniżającej się (wg listopadowej projekcji NBP) w kierunku 3,0% r/r w 2025 r. Rada zdecydowała o zatrzymaniu bieżącego cyklu podwyżek stóp.
- Biorąc pod uwagę: – retorykę prezesa NBP, – uwzględnione już przez Radę wyniki projekcji NBP (dalszy okresowy wzrost inflacji CPI w I kw. 2023 r.), – „gołębie” nastawienie większości członków Rady, w scenariuszu bazowym zakładamy, że RPP nie zdecyduje się już na dalsze podwyżki stóp i w marcu ostatecznie ogłosi zakończenie cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej (obecnie brak podwyżek określany jest przez prezesa NBP jako „zatrzymanie” cyklu).
- Jednocześnie korekta w górę ścieżki inflacji na 2023 r. (z powodu wyższego punktu startowego z przełomu roku) odsuwa obniżki stóp poza 2023 r., na co podczas listopadowej konferencji prasowej wskazywał prezes NBP Adam Glapiński.
- W bazowym scenariuszu rozwoju sytuacji gospodarczej (utrzymanie dodatniego tempa wzrostu gospodarczego, nieznaczny wzrost bezrobocia) zakładamy, że Rada nie będzie skłonna do redukcji stóp procentowych w sytuacji utrzymywania się wskaźnika inflacji CPI powyżej stopy referencyjnej (tj. ujemnych stóp procentowych).

Po okresowym wzroście pod koniec III kw., w listopadzie silniejsza korekta rynkowych oczekiwań dot. stóp NBP



Oczekiwany spadek inflacji CPI powstrzyma Radę przed dalszymi podwyżkami stóp procentowych w I. 2022–2023





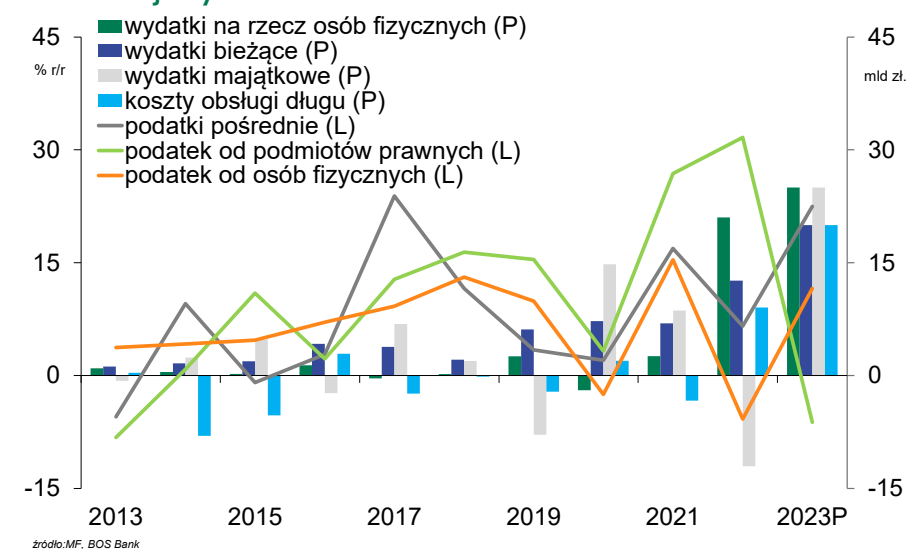
Kumulacja wydatków silnie podwyższy deficyt SFP w 2023 r.

- Nasze szacunki wskazują na niższe wartości dochodów podatkowych w 2023 r. wobec założeń ustawy budżetowej, choć ryzyko błędu naszych założeń jest wysokie, przy istotnym wpływie zmian podatkowych w zakresie stawek VAT i PIT na ostateczny poziom dochodów budżetowych.
- Jednocześnie, to nie słabsza strona dochodowa będzie miała wpływ na istotny wzrost deficytu budżetu państwa. Choć skala spowolnienia będzie silna, to inaczej niż latach ubiegłych, przy stabilniejszej sytuacji na rynku pracy, relatywnie wysokiej dynamice płac oraz przy wysokiej inflacji (podwyższającej bazę dochodową dla podatków pośrednich) ograniczenie dochodów podatkowych nie będzie najważniejszym czynnikiem podwyższającym deficyt.
- W 2023 r. silny wzrost deficytu będzie efektem kumulacji wydatków w większości najważniejszych grup wydatków, w tym na wydatki związane z wyposażeniem wojska, kosztów ograniczenia podwyżek cen energii dla podmiotów gospodarczych, czy też wyższych kosztów obsługi długu publicznego.
- Jednocześnie ostateczne szacunki składowych dochodów i wydatków budżetu państwa mają ograniczone znaczenie dla wyniku SFP, wobec rosnących pozabudżetowych jego składowych. Jakościowe informacje dot. skali wydatków zbrojeniowych (finansowanych także z Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych), zwiększenie emisji KFD, pogorszenie wyniku JST w okresie wyborczym będą łącznie równie silnie pogarszać wyniki SFP, pomimo oczekiwanego wygaszania wydatków funduszu przeciwdziałania COVID-19, silnie obciążających wynik SFP w I. 2020–2021.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia makroekonomiczne, informacje dot. planów wydatkowych oraz analizując założenia ustawy budżetowej na 2023 r. oczekujemy, że deficyt SFP w 2023 r. wzrośnie w okolice 6,0% PKB, wobec 3,5% – 4,0% PKB w 2022 r. Szacujemy, że poziom długu SFP będzie wahał się wokół poziomu 52% PKB.

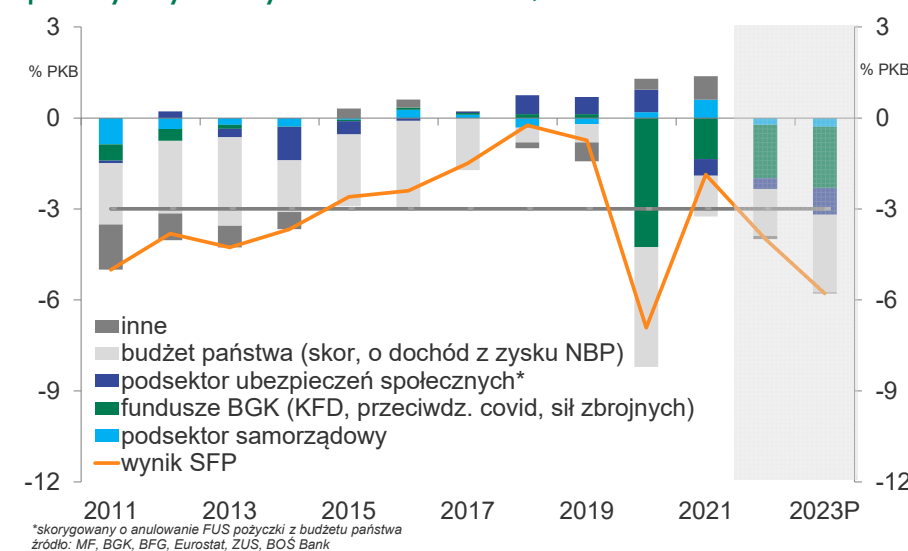
2022-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

W 2023 r. silny wzrost deficytu budżetowego z tytułu kumulacji wydatków...



...co łącznie z silnym wzrostem wydatków funduszy BGK podwyższy deficyt SFP w kierunku 6,0% PKB

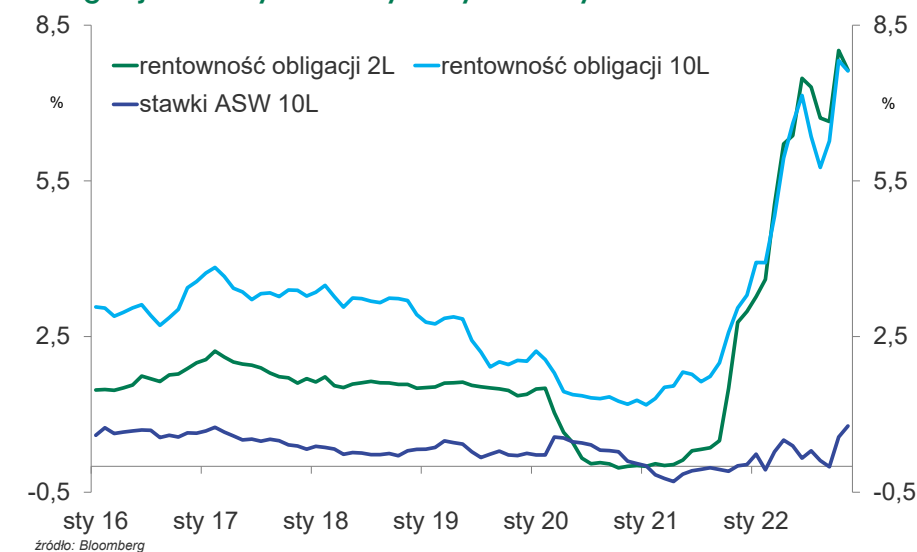




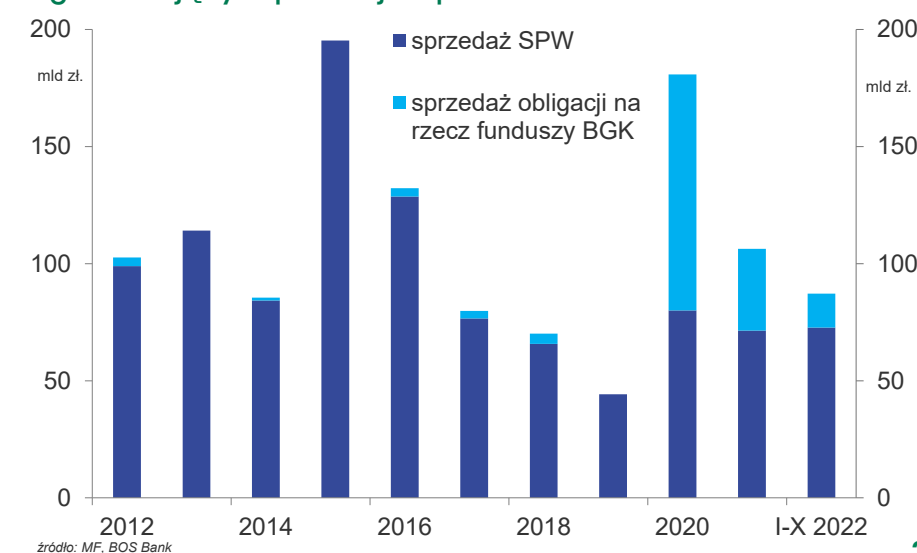
Późniejsze obniżki stóp oraz wyższa podaż obniżą skalę spadku rentowności obligacji skarbowych

- Globalny wzrost awersji do ryzyka oraz oczekiwania zaostrzenia polityki pieniężnej głównych banków centralnych (wpływające na oczekiwania kontynuacji cyklu podwyżek stóp NBP) silnie podbiły rentowności obligacji skarbowych na przełomie III i IV kw.
- W listopadzie rentowności skokowo obniżyły przy kumulacji efektów: – obniżenia oczekiwań dot. zacieśnienia polityki pieniężnej głównych banków centralnych, – spadku globalnej awersji do ryzyka szczególnie wobec aktywów europejskich, – gołębiej retoryki RPP (stabilizacja stóp procentowych NBP oraz „zapowiedź” ich stabilizacji w miesiącach kolejnych przy założeniu scenariusza makroekonomicznego banku centralnego).
- Cały czas rentownościom krajowych SPW ciążyły natomiast oczekiwania silnego wzrostu podaży papierów w kolejnych kwartałach. Choć w minionych latach podaż SPW zwiększyła się w ograniczonym stopniu (w porównaniach historycznych), to dodatkowe uwzględnienie papierów emitowanych na rzecz funduszy BGK wskazuje już na znaczący wzrost potrzeb pożyczkowych. Emisje na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych będą w kolejnych miesiącach istotnie podwyższać wartość emisji ogółem.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia: – spadków rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, – silnego spadku wskaźnika inflacji CPI od II kw. 2023 r., – założenie braku dalszych podwyżek stóp procentowych NBP, – perspektywę redukcji stóp procentowych NBP w 2024 r., oczekujemy spadku rentowności SPW w perspektywie 2023 r. w kierunku 6,50% dla rentowności obligacji 2-letnich i 6,20% dla 10-latek. Jednocześnie odsuwający się termin redukcji stóp, wzrost podaży obligacji i małe szanse na całkowite ograniczenie ryzyka geopolitycznego będą skutkowały mniejszą skalą spadku rentowności wobec dotychczasowej prognozy.

Stabilne stopy procentowe NBP oraz spadki rentowności obligacji bazowych zatrzymały wzrosty rentowności SPW



Wyższa podaż obligacji (SPW i BGK) czynnikiem ograniczającym potencjał spadku rentowności



Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	3,0	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,8	4,7	0,7
Popyt krajowy	% r/r	2,2	5,4	6,3	3,3	-2,7	8,4	5,6	0,4
Spożycie indywidualne	% r/r	3,6	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,3	4,2	0,6
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-7,6	1,6	12,6	6,2	-2,3	2,1	3,8	2,1
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0,8	-0,1	-0,2	1,2	0,6	-1,0	-0,6	0,3
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1 853	1 983	2 127	2 288	2 338	2 624	3 081	3 484
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,8	-0,3	-1,3	-0,2	2,5	-1,4	-4,4	-3,0
	mld EUR	-3,4	-1,5	-6,5	-1,2	12,8	-8,3	-28,7	-22,6
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	10,0	11,1	15,7	16,3	19,0	17,5	16,8	16,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	8,9	7,3	6,1	5,4	6,0	6,4	5,4	5,5
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,3	3,3	2,6	2,2	-1,0	0,4	1,9	0,2
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	8,8	12,2	10,6
	% r/r, real.	4,4	3,2	5,4	4,7	1,9	3,6	-2,0	-2,1
Inflacja CPI	% r/r, śr.	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,5	13,0
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	-0,2	0,7	0,7	2,0	3,9	4,1	9,1	10,4
Depozyty ogółem	% r/r	9,4	4,2	9,1	8,2	13,8	10,9	5,6	5,0
Kredyty ogółem	% r/r	4,9	3,8	7,1	5,0	0,7	5,1	3,0	1,2
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,9	-4,0	-5,7
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	54,5	50,8	48,7	45,7	57,2	53,8	51,8	52,1
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	6,75
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	7,25
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,00	1,25	6,25	6,25
WIBOR 3M	%, k.o.	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,54	7,00	6,95
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	2,01	1,69	1,33	1,43	0,01	3,33	7,20	6,30
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,87	2,66	2,13	1,79	0,41	3,93	7,20	6,15
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	3,62	3,29	2,81	2,10	1,22	3,62	7,10	6,00
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,75	4,60
PLN/USD	PLN, k.o.	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	4,06	4,70	4,44
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,12	3,57	3,82	3,92	4,26	4,45	4,87	4,60
założenia zewnętrzne		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P
PKB – USA	% r/r	1,7	2,3	2,9	2,3	-2,8	5,9	1,8	0,3
PKB – strefa euro	% r/r	1,8	2,7	1,9	1,4	-6,3	5,3	3,3	-0,5
PKB – Chiny	% r/r	6,8	6,9	6,8	6,0	1,8	8,2	3,3	4,3
Inflacja CPI – USA	% r/r, śr.	1,3	2,1	2,4	1,9	1,2	4,7	8,1	4,6
Inflacja HICP – strefa euro	% r/r, śr.	0,4	1,4	1,4	1,2	0,3	2,6	8,5	6,4
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	0,75	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	4,50	4,25
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	4,80	4,25
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,46	2,42	2,70	1,92	0,91	1,51	3,90	3,00
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	2,50
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	2,50	2,50
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,58	-0,19	2,15	1,85
Stopa SNB	%, k.o.	-	-	-	-	-0,75	-0,75	1,00	1,25
SARON	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	1,05	1,30
USD/EUR	USD, k.o.	1,05	1,20	1,15	1,12	1,22	1,14	1,01	1,03
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	43,8	54,3	71,0	64,1	42,3	70,5	101,5	90,4

% 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

2022-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		1q22	2q22	3q22	4q22P	1q23P	2q23P	3q23P	4q23P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	8,6	5,8	3,5	1,9	-0,8	0,1	1,2	2,0
Popyt krajowy	% r/r	12,0	6,9	3,8	1,0	-1,5	-0,2	1,1	2,0
Spożycie indywidualne	% r/r	6,7	6,4	2,3	1,5	-0,6	-0,8	1,6	2,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	4,7	6,6	2,8	2,5	-0,6	1,1	2,1	4,1
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-3,4	-1,1	-0,3	0,9	0,7	0,3	0,2	-0,1
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-2,7	-3,5	-4,2	-4,4	-4,1	-3,7	-3,5	-3,0
	mld EUR	-7,4	-4,7	-10,0	-6,6	-6,2	-2,7	-9,6	-4,1
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	5,8	5,2	5,2	5,2	5,6	5,4	5,4	5,6
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	1,9	2,0	1,9	1,7	0,9	0,6	0,6	0,0
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	9,7	11,8	14,4	12,8	12,5	11,0	10,0	9,0
	% r/r, real.	0,1	-1,8	-1,6	-4,5	-5,3	-2,5	-0,7	0,5
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	11,0	15,5	17,2	18,5	17,2	12,6	10,7	7,8
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	6,9	9,1	10,7	11,6	11,4	10,7	9,8	8,7
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	4,00	6,50	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	3,00	5,50	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
WIBOR 3M	%, k.o.	4,77	7,05	7,21	7,00	6,95	6,95	6,95	6,95
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	5,45	7,76	7,37	7,20	7,00	6,75	6,60	6,30
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	5,51	7,30	7,36	7,20	6,90	6,60	6,45	6,15
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	5,15	6,87	7,13	7,10	6,85	6,55	6,30	6,00
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,65	4,68	4,87	4,75	4,70	4,65	4,60	4,60
PLN/USD	PLN, k.o.	4,18	4,48	4,95	4,70	4,59	4,53	4,46	4,44
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,52	4,69	5,07	4,87	4,82	4,74	4,66	4,60

założenia zewnętrzne		1q22	2q22	3q22	4q22P	1q23P	2q23P	3q23P	4q23P
PKB – USA	% r/r	3,7	1,8	1,8	0,1	0,5	0,4	0,0	0,3
PKB – strefa euro	% r/r	5,5	4,3	2,1	1,3	0,2	-0,8	-1,0	-0,4
PKB – Chiny	% r/r	4,8	0,4	3,9	4,0	3,8	6,5	4,0	3,0
Stopa funduszy federalnych Fed*	%, k.o.	0,50	1,75	3,25	4,50	5,00	5,00	4,75	4,25
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	4,80	5,00	5,00	4,75	4,25
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,34	3,01	3,83	3,90	3,60	3,50	3,30	3,00
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,00	0,00	1,25	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,54	1,33	2,10	2,15	2,05	1,90	1,85	1,85
Stopa SNB	%, k.o.	-0,75	-0,25	0,50	1,00	1,25	1,25	1,25	1,25
SARON	%, k.o.	-	-	-	1,05	1,30	1,30	1,30	1,30
USD/EUR	USD, k.o.	1,11	1,05	0,98	1,01	1,03	1,03	1,03	1,03
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	99,5	112,8	99,1	94,4	94,7	92,0	89,0	86,0

% 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.