

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

20 lutego 2024 r.



Mała stabilizacja

**Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych**

bosbank.analizy@bosbank.pl

**Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista**

+48 696 405 159

lukasz.tarnawa@bosbank.pl

**Aleksandra Świątkowska
Ekonomista**

+48 515 111 698

aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl



Synteza

- Na przełomie 2023 i 2024 r. najważniejsze banki centralne formalnie zakończyły cykl zacieśnienia polityki pieniężnej. To w połączeniu z nasileniem spadku inflacji w ostatnich miesiącach 2023 r. spowodowało silny wzrost oczekiwań rynkowych na szybkie i znaczące redukcje stóp procentowych.
- Ostrożna retoryka Fed i EBC, wyższa od oczekiwań inflacja z początkiem 2024 r., utrzymująca się podwyższona dynamika cen usług, przy wysokich dynamikach płac oraz generalnie lepsza od oczekiwań aktywność gospodarcza zweryfikowały te oczekiwania w pierwszych tygodniach 2024 r.
- Oczekujemy, że w połowie bieżącego roku zarówno Fed jak i EBC rozpoczną cykl obniżek stóp procentowych, jednak przy wciąż wysokiej bieżącej inflacji bazowej, wolniejszym tempie jej spadku niż w 2023 r. oraz względnie korzystnej aktywności gospodarczej, rozluźnianie polityki pieniężnej będzie przebiegało stopniowo.
- Dane z gospodarki globalnej wskazują na poprawę perspektyw gospodarczych wobec prognoz z jesieni 2023 r., w tym na możliwość stopniowego wychodzenia z recesji w globalnym przemyśle i międzynarodowej wymianie handlowej.
- Ten scenariusz wraz z lekką poprawą koniunktury w strefie euro powinien sprzyjać aktywności polskiej gospodarki w 2024 r. Natomiast kluczowym czynnikiem w prognozowanym scenariuszu przyspieszenia dynamiki PKB w Polsce będzie konsumpcja prywatna. Oczekujemy, że w warunkach solidnego wzrostu realnych dochodów gospodarstw domowych wydatki konsumpcyjne silnie przyspieszą i w całym 2024 r. PKB wzrośnie o 2,8% wobec 0,2% w 2023 r.
- Wygasanie efektów wynikających z kumulacji szoku energetycznego i post-pandemicznego spowoduje, że do marca wskaźnik inflacji CPI spadnie poniżej 3,0%. Jednocześnie jednak kwestie administracyjne (oczekiwane częściowe „odmrożenie” cen energii elektrycznej i przywrócenie 5% stawki podatku VAT na żywność) będą kluczowe dla ścieżki inflacji w kolejnych miesiącach, podwyższając ją w okolice 5,0% r/r w II połowie roku.
- Dalsze zaostrzenie retoryki RPP oraz prognoza wzrostu inflacji w II połowie 2024 r. i w I poł. 2025 r. spowodowały korektę naszej prognozy stóp NBP. Przewidujemy, że do końca 2024 r. stopy procentowe pozostaną niezmiennione na poziomie 5,75% dla stopy referencyjnej NBP.
- Poprawa wyników gospodarczych na świecie, kontynuacja wzrostu optymizmu krajowych przedsiębiorców obniżają ryzyko dla prognoz gospodarczych. Jednocześnie jednak na wysokim poziomie utrzymuje się ryzyko sytuacji geopolitycznej i wzrostu globalnej awersji do ryzyka, problemów podażowych na rynku surowców oraz w globalnych łańcuchach dostaw.



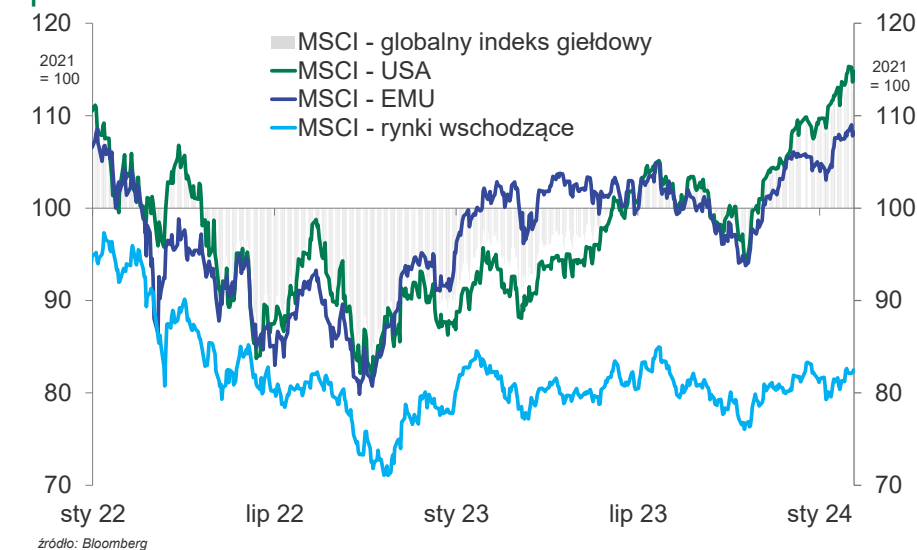
Poprawa globalnych nastrojów rynkowych i wzrost zmienności oczekiwań dot. polityki pieniężnej głównych banków centralnych

- Pod koniec 2023 r. optymizm na globalnym rynku dynamicznie rósł, wspierany oczekiwaniami rynkowymi na szybką dezinflację i rychłe poluzowanie polityki pieniężnej w warunkach jedynie łagodnej skali spowolnienia gospodarczego, w szczególności w USA. W efekcie znacząco spadły rentowności obligacji skarbowych.
- Pierwsze tygodnie 2024 r. przyniosły korektę na rynku obligacji skarbowych, do czego przyczyniła się ostrożna retoryka banków centralnych co do perspektyw poluzowania polityki pieniężnej, wyższa od oczekiwań inflacja w USA i strefie euro oraz silniejsza od oczekiwań aktywność gospodarki USA.
- Choć wcześniej korzystniejsze wyniki aktywności gospodarczej nie wspierały apetytu na ryzyko, gdyż podsycaty obawy przed wydłużeniem okresu wysokich stóp procentowych, tym razem rynki zinterpretowały napływające dane z USA jako oznakę odporności gospodarek (głównie amerykańskiej) na wysoki poziom stóp.
- W nadchodzących kwartałach oczekujemy stopniowego procesu dezinflacji i jedynie stopniowych obniżek stóp procentowych, przy lekkiej poprawie aktywności w strefie euro, stabilizacji w Chinach i osłabieniu koniunktury w USA. Choć tempo wzrostu gospodarki globalnej nieco osłabnie, to nie powinno to istotnie zwiększyć globalnej awersji do ryzyka. Sądzymy, że tym razem nastroje rynkowe będą w większym stopniu kształtowane przez ostateczny przebieg polityki pieniężnej głównych banków centralnych.
- Z drugiej strony u na sytuację rynkową może w coraz większym stopniu wpływać sytuacja polityczna (kumulacja w 2024 r. ważnych wyborów powszechnych, m.in. prezydenckich w USA, czy do Parlamentu Europejskiego w UE) oraz sytuacja geopolityczna. Konflikt na Bliskim Wschodzie miał dotychczas ograniczony wpływ na globalną sytuację rynkową. Jednak kumulacja wydarzeń politycznych w nadchodzącym czasie, przy bardzo niestabilnej sytuacji geopolitycznej, może skutkować wzrostem zmienności nastrojów rynkowych w trakcie 2024 roku.

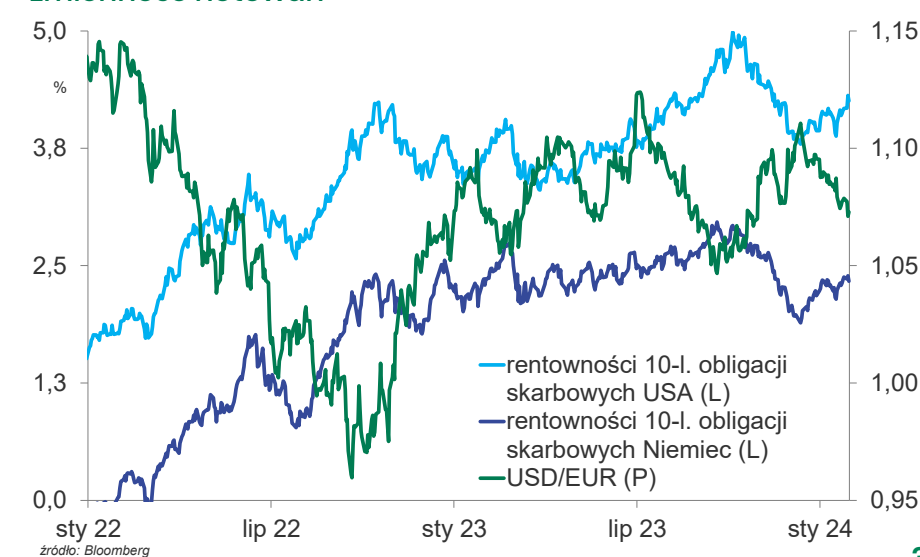
204-02-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Poprawa nastrojów na globalnych rynkach akcji na przełomie roku...



...z kolei na rynku obligacji skarbowych podwyższona zmienność notowań

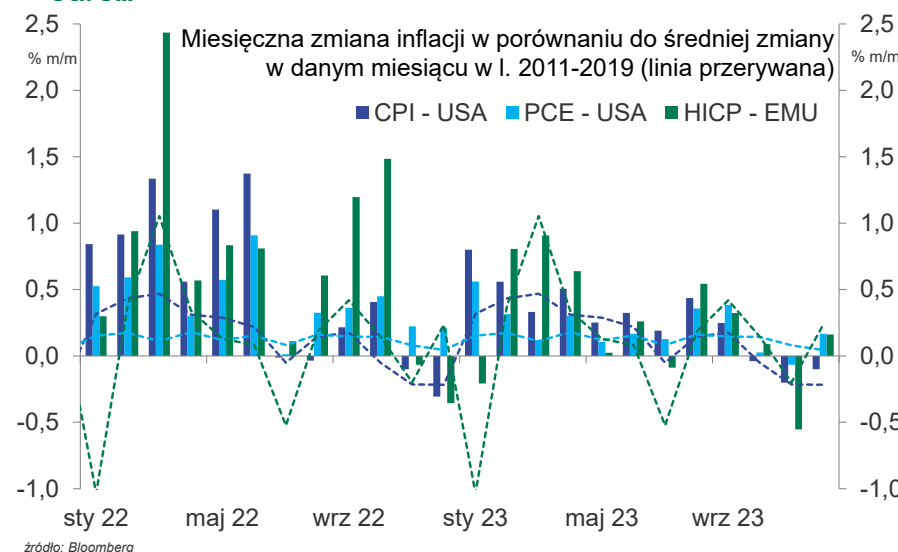




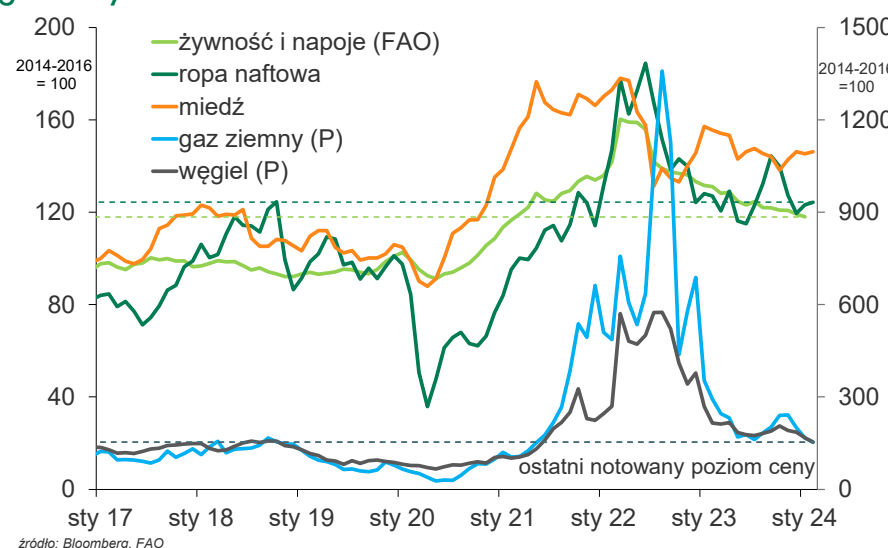
Pod koniec 2023 r. silniejsze obniżenie inflacji w gospodarkach rozwiniętych...

- Wyraźny spadek inflacji w USA i strefie euro w IV kw. 2023 r., w tym inflacji bazowej, przełożyło się na silniejsze korektyw dół średnioterminowych prognoz inflacyjnych. Choć na spadek rocznych indeksów inflacji silnie wpływały efekty bazy, to znacząco osłabło też tempo wzrostu cen w ujęciu zmian miesięcznych.
- W reakcji na opublikowane dane nasiliły się oczekiwania co do podaźowego charakteru dezinflacji.
- Te tendencje, w połączeniu z sygnałami stabilizowania się oczekiwań inflacyjnych konsumentów oraz stabilnymi lub obniżającymi się cenami surowców (głównego czynnika dezinflacji) poskutkowały pod koniec 2023 r. silnym wzrostem oczekiwań rynkowych na złagodzenie polityki pieniężnej Fed i EBC.
- W pierwszych tygodniach 2024 r. ten optymizm osłabł w reakcji na wyższą od oczekiwań styczniową inflację, ostrożną narrację banków centralnych oraz silniejszą aktywność gospodarczą (głównie w USA).

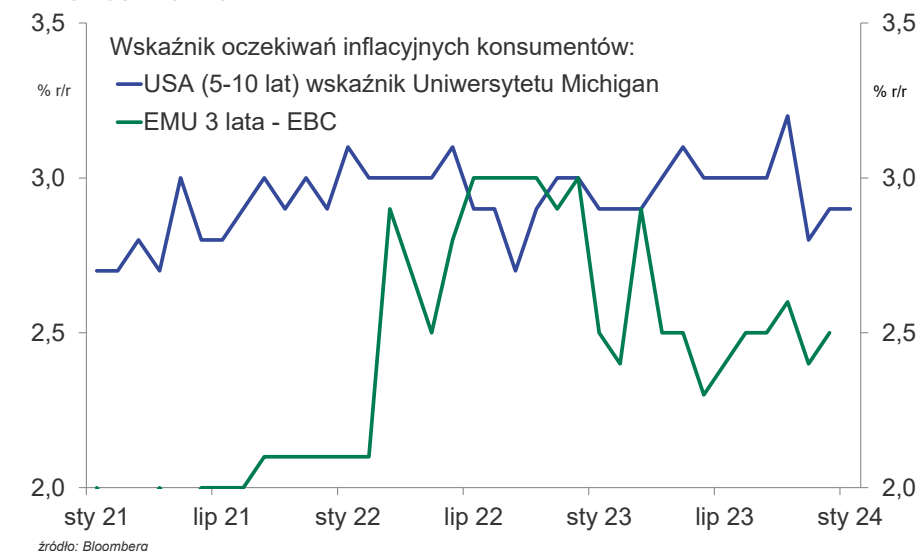
W IV kw. 2023 r. wyraźny spadek inflacji w USA i strefie euro...



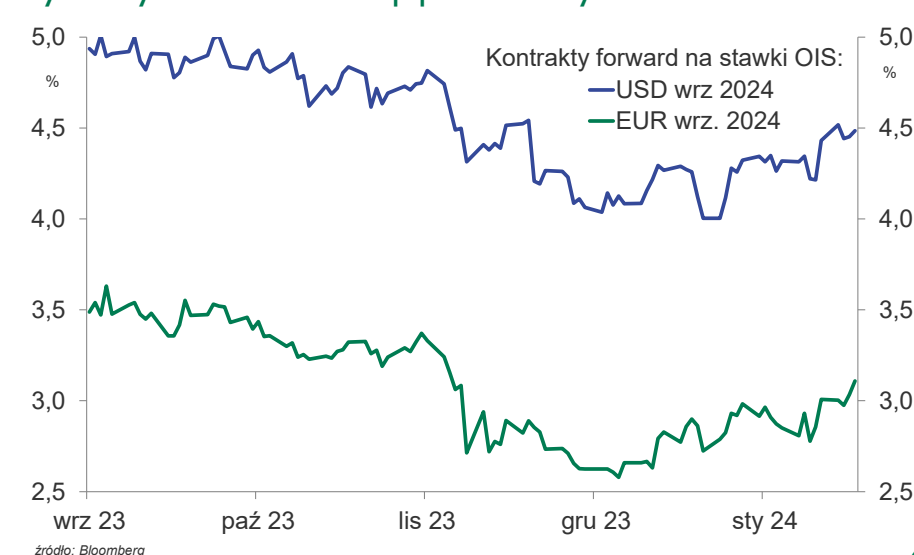
...oraz utrwaleniu niższych cen surowców na rynku globalnym...



...przy stabilizujących się oczekiwaniach inflacyjnych konsumentów....



...pod koniec 2023 r. spowodowały silny wzrost oczekiwań rynkowych na obniżki stóp procentowych Fed i EBC





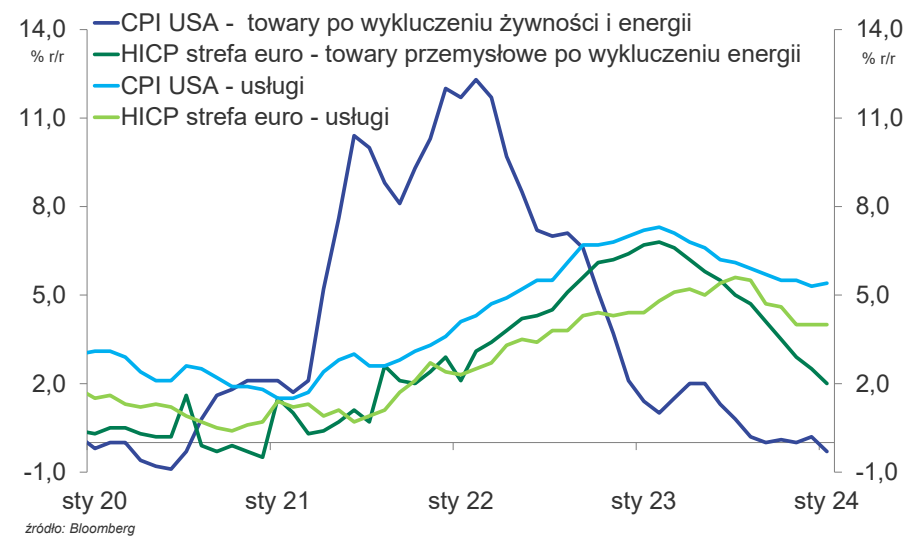
...jednak ryzyko dla kontynuacji trendu spadku inflacji nie wygasło...

- Oprócz inflacji pozostającej powyżej celów inflacyjnych na ostrożność banków centralnych wpływa struktura inflacji, czyli wolne tempo obniżania się dynamiki cen usług. Potwierdziły to wyniki styczniowej inflacji w USA i strefie euro..
- Przy wyczerpującej się przestrzeni do dezinflacji cen towarów – a w warunkach globalnego wzrostu kosztów transportu nawet przy rosnącym ryzyku dla tych cen – kluczowe dla spadku cen usług pozostają czynniki krajowe – dynamika kosztów przedsiębiorstw i zdolność firm do podwyższania cen produktów i usług.
- W tym aspekcie istotna jest sytuacja na rynkach pracy. Pomimo wychłodzenia koniunktury popyt na pracę pozostaje silny, a bezrobocie historycznie niskie, co sprzyja utrzymaniu relatywnie wysokiego tempa wzrostu płac.
- Choć dla decyzji Fed i EBC kluczowa będzie inflacja, to sytuacja na rynku pracy wciąż jest ważną informacją w ocenie potencjalnego błędu w polityce pieniężnej (zbyt wczesne vs. zbyt późne obniżki stóp).

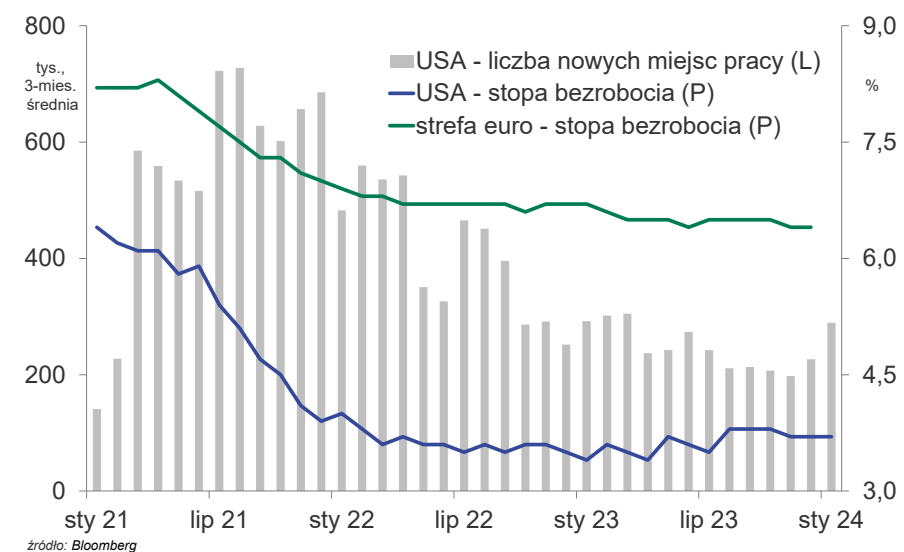
204-02-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dynamika cen usług pozostaje wysoka...



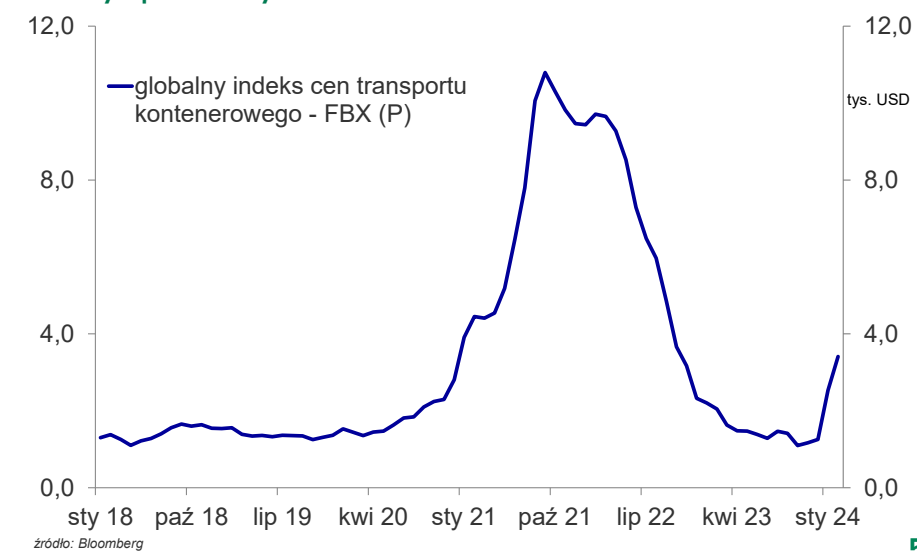
...przy wysokim popycie na pracę



...w warunkach podwyższonego tempa wzrostu wynagrodzeń...



Wzrost kosztów transportu morskiego może ograniczać dalszy spadek dynamiki cen towarów

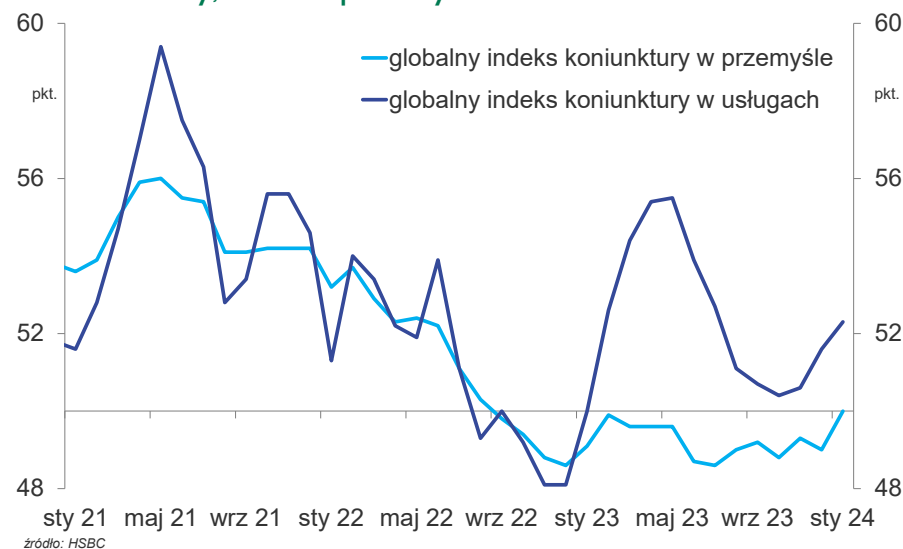




...co przy niższym ryzyku dla aktywności gospodarki globalnej...

- Bardzo dobra sytuacja na rynku pracy oraz silny wzrost PKB w USA także nie zwiększają presji na szybkie obniżki stóp
- Wskaźniki koniunktury w gospodarce globalnej wciąż wskazują na ograniczoną aktywność, jednocześnie jednak sygnalizują, że bliski może być punkt zwrotny aktywności gospodarczej, szczególnie w strefie euro oraz wielu gospodarkach wschodzących.
- Lekka poprawa koniunktury w globalnym przemyśle daje szansę na stopniowe odbicie aktywności w międzynarodowej wymianie handlowej.
- Pomimo utrzymania bardzo wysokich stóp procentowych, także sytuacja na rynku kredytowym nie daje mocnych argumentów dla szybkich obniżek stóp. Obniża się restrykcyjność polityki kredytowej banków komercyjnych w USA oraz w strefie euro, widoczne są także pewne oznaki wzrostu popytu na kredyt.

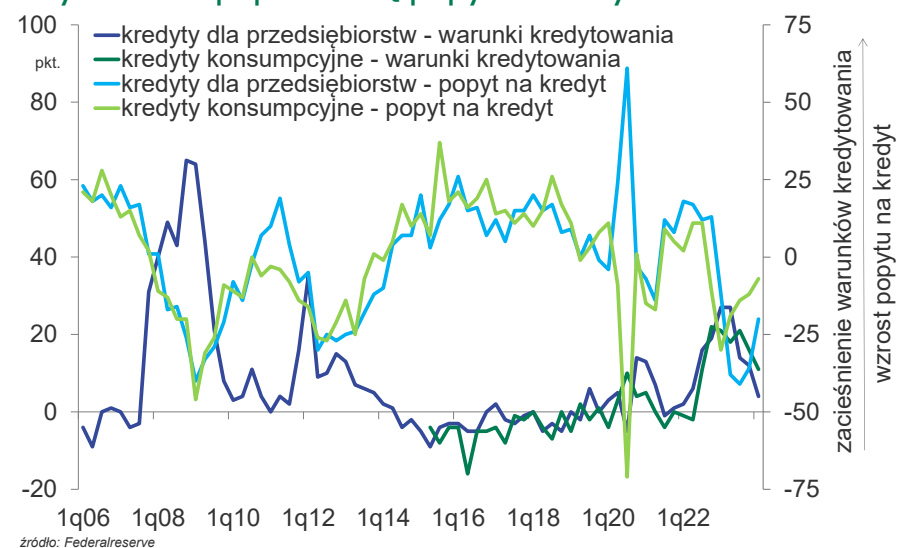
Z początkiem roku sygnały poprawy globalnej koniunktury, także w przemyśle...



...co powinno wspierać stopniowe ożywienie w handlu międzynarodowym



Banki w mniejszym stopniu zacieśniają warunki kredytowania i poprawia się popyt na kredyt w USA...



...oraz w strefie euro

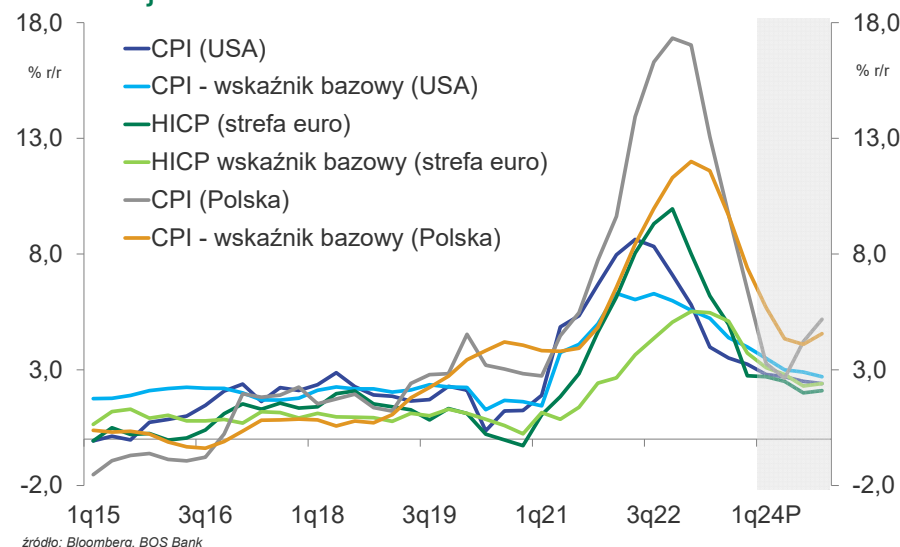




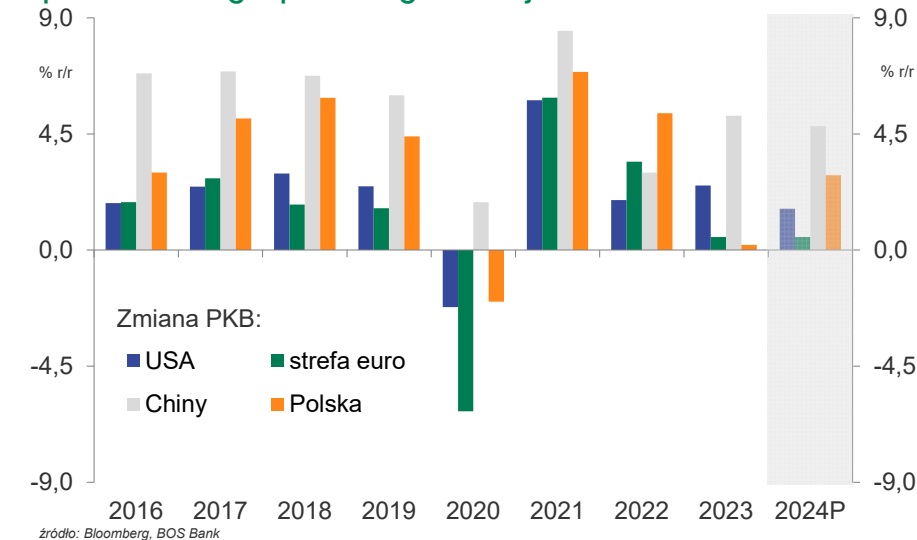
...osłabia presję na szybkie złagodzenie polityki pieniężnej

- W 2024. oczekujemy w strefie euro utrzymania niskiego tempa wzrostu aktywności oraz osłabienia aktywności w USA oraz Chinach. Skala tego osłabienia będzie jednak ograniczona i mniejsza wobec oczekiwań z końca 2023 r.
- W tych warunkach, przy stopniowym procesie dostosowań na rynkach pracy w gospodarkach rozwiniętych i oczekiwanym wolniejszym spadku inflacji oczekujemy jedynie stopniowego rozluźniania polityki pieniężnej przez główne banki centralne.
- Choć pod koniec 2023 r. i z początkiem 2024 r. spadła niepewność co do perspektyw gospodarki globalnej w porównaniu z I. 2022 – 2023, jednak polityka gospodarcza i sytuacja geopolityczna pozostają istotnym źródłem niepewności.
- Przy wysokim ryzyku geopolitycznym i wyzwaniach fiskalnych istotna dla sytuacji rynkowej (w krótkim okresie) i gospodarczej (w dłuższym) może być kumulacja wyborów powszechnych na świecie, przede wszystkim wyborów prezydenckich w USA oraz do Parlamentu Europejskiego.

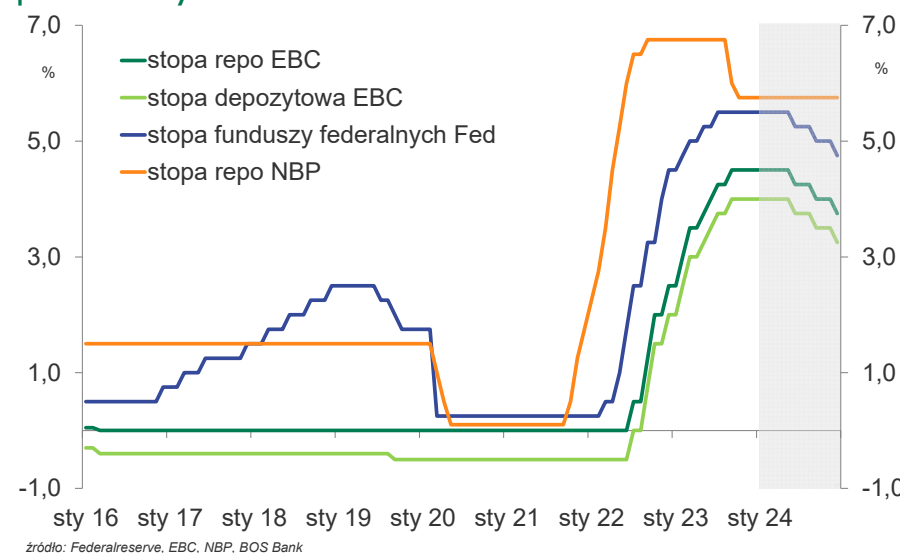
W 2024 r. oczekiwana kontynuacja procesu stopniowej dezinflacji...



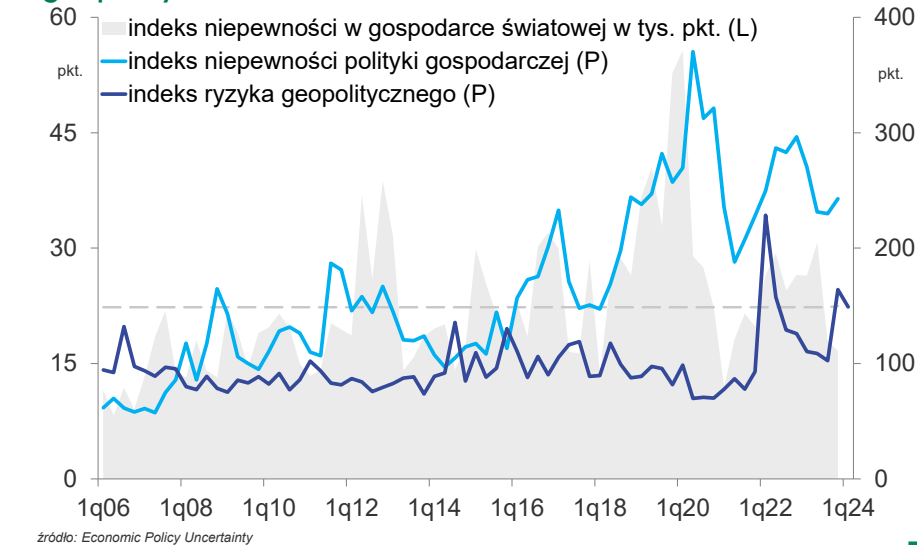
...przy mniejszej od oczekiwanej wcześniej skali spowolnienia gospodarki globalnej...



...argumentami za ograniczoną skalą obniżek stóp procentowych



W 2024 r. głównym ryzykiem niepewność polityczna i geopolityczna





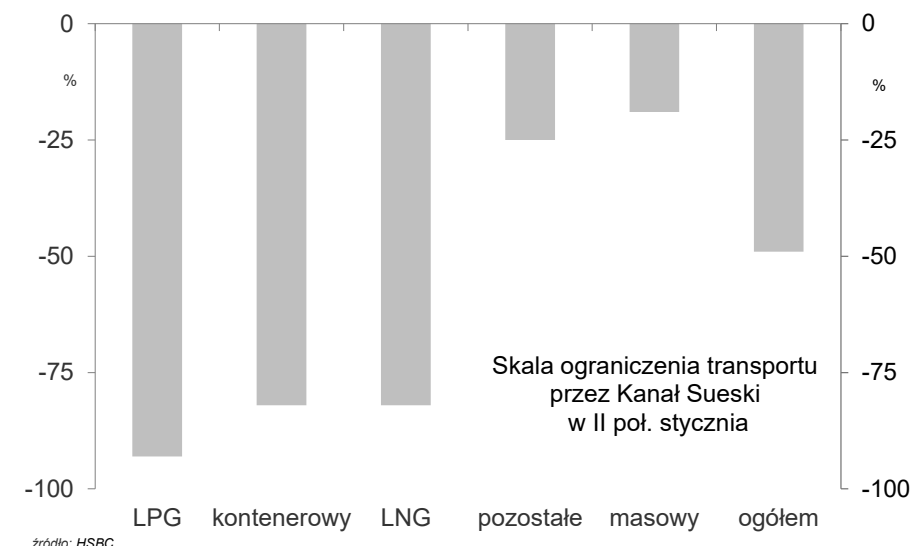
Sytuacja w Kanale Sueskim obrazuje ryzyko o charakterze geopolitycznym

- Ataki jemeńskich rebeliantów Huti na statki na M. Czerwonym poskutkowały silnym ograniczeniem transportu przez Kanał Sueski (11% globalnego transportu morskiego) na szlaku Azja – Europa i przekierowaniem go wokół Afryki.
- W następstwie wzrostu kosztów frachtu, może wzrosnąć presja na wzrost cen importowanych do Europy produktów z Azji. Póki co pozostaje ona jednak wyraźnie słabsza wobec post-pandemicznych zaburzeń, kiedy miały miejsce: gwałtowny wzrost globalnego popytu na towary, niski poziom zapasów, reżim sanitarny w portach, niska dostępność kontenerowców.
- Dotychczas zdecydowanie mniejsze perturbacje dotyczą transportu masowego surowców. W efekcie, presja globalnych łańcuchów dostaw wzrosła nieznacznie.
- W ocenie MFW kluczowym ryzykiem jest rozszerzenie się konfliktu i wzrost presji w transporcie surowców. W połowie lutego pojawiły się pierwsze sygnały presji na ceny ropy w Europie, należy też odnotować pierwszy atak rebeliantów na tankowiec.

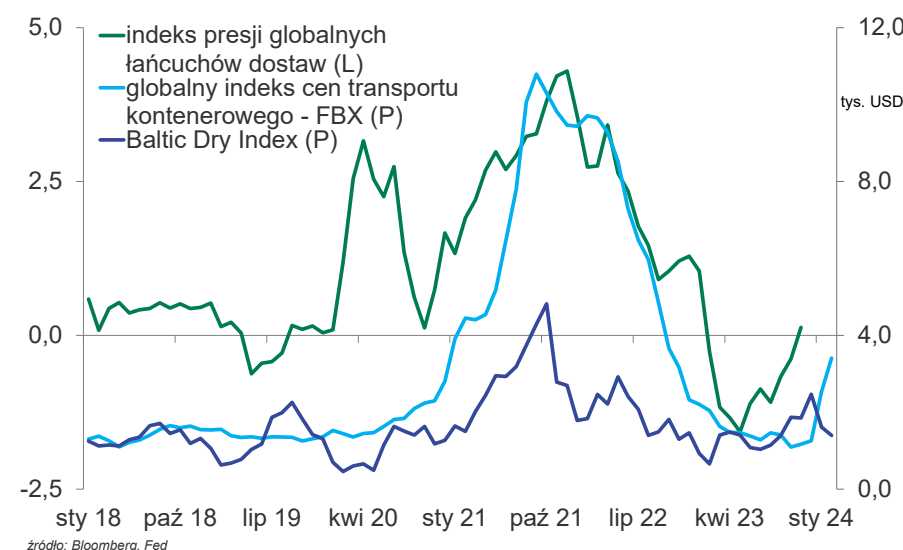
Na przetomie 2023 / 2024 ataki rebeliantów Huti spowodowały ograniczenie transportu przez Kanał Sueski



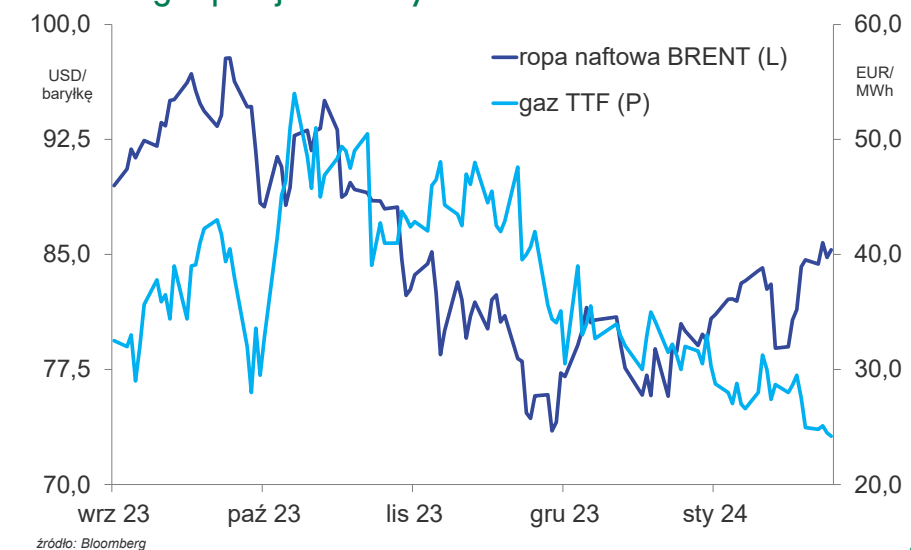
...w szczególności transportu kontenerowego...



...przy póki co stabilizacji kosztów transportu masowego...



...kluczowym czynnikiem ryzyka wzrost kosztów transportu masowego i presja na ceny surowców





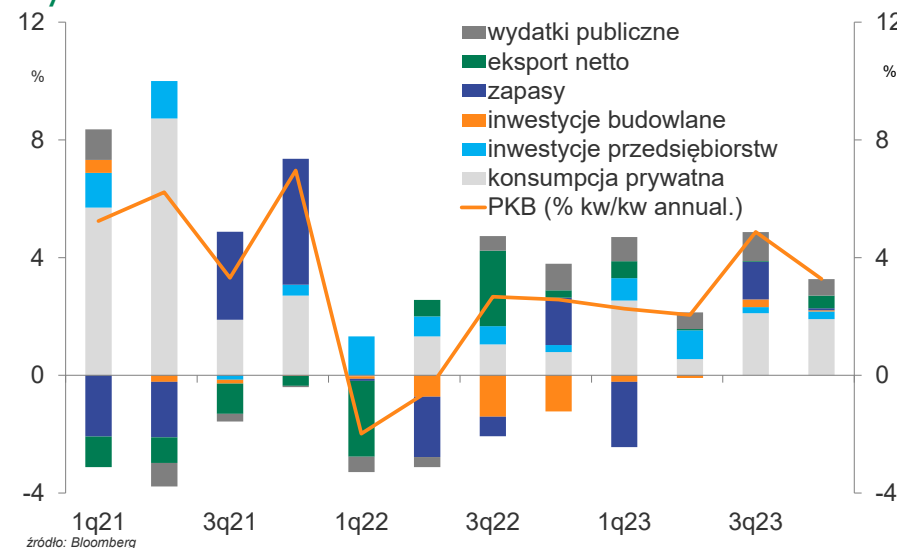
Ponowne przesunięcie oczekiwanego spowolnienia gospodarki USA...

- Na przełomie roku koniunktura w USA ponownie zaskoczyła *in plus*, szczególnie poprawiły się wskaźniki rynku pracy i wskaźniki koniunktury gospodarczej.
- Uważamy, że wygasanie nadwyżkowych (pandemicznych) oszczędności, sygnały pogorszenia sytuacji kredytowej konsumentów (historycznie wysokie stopy), ograniczona przestrzeń do luzowania polityki fiskalnej przełożą się na obniżenie dynamiki PKB do ok. 1,5% r/r z 2,5% w ub.r. Słabe styczniowe dane dot. sprzedaży detalicznej wspierają tę prognozę.
- Korzystna sytuacja na rynku pracy wesprze natomiast dochody konsumentów i osłabi wpływ spadku oszczędności, co jest powodem podwyższenia prognozy PKB. Ponadto stabilna (na tle ostatnich lat) sytuacja finansowa sektora prywatnego i malejąca skala zacieśnienia warunków kredytowych banków wskazują na słabszy negatywny wpływ zacieśnienia polityki pieniężnej na gospodarkę USA.
- Choć ryzyko z tytułu sytuacji cyklicznej obniżyło się, to wciąż utrzymuje się ryzyko geopolityczne.

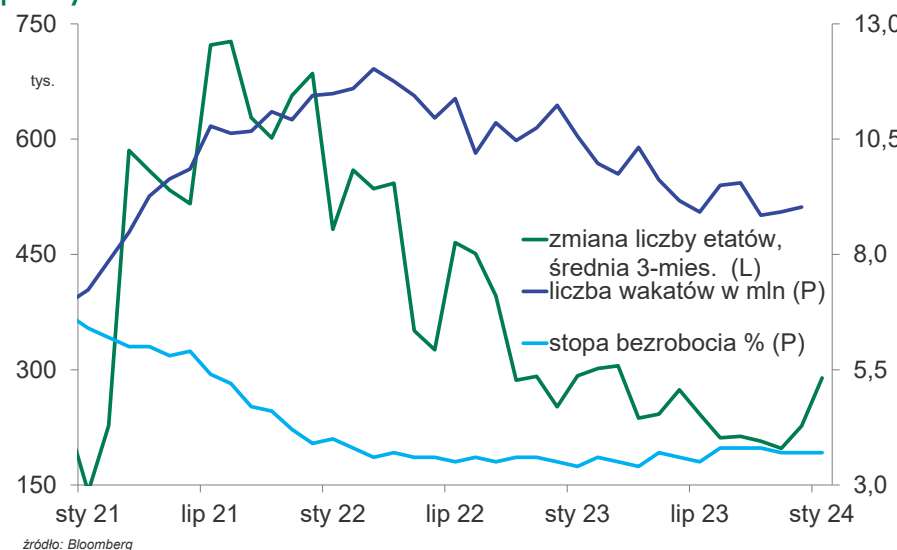
204-02-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

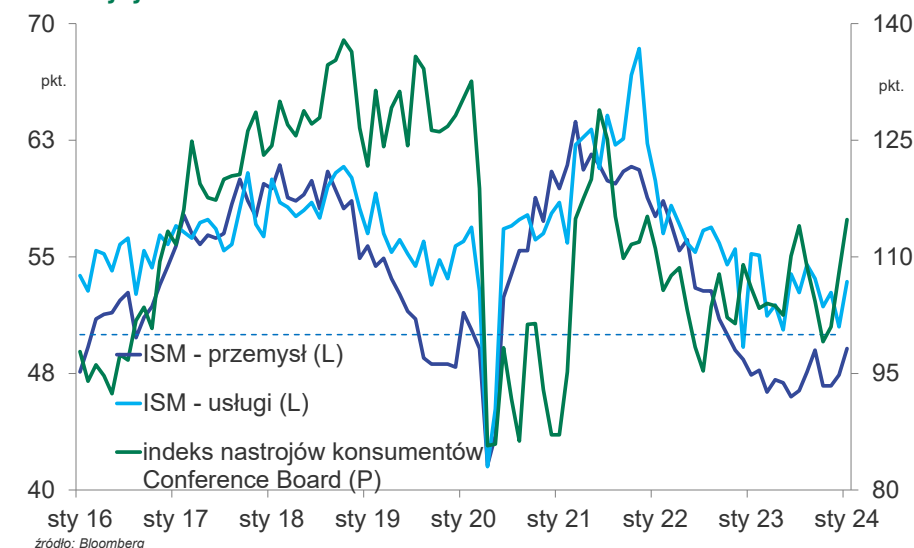
Pod koniec ub.r. jedynie niewielkie spowolnienie aktywności w USA...



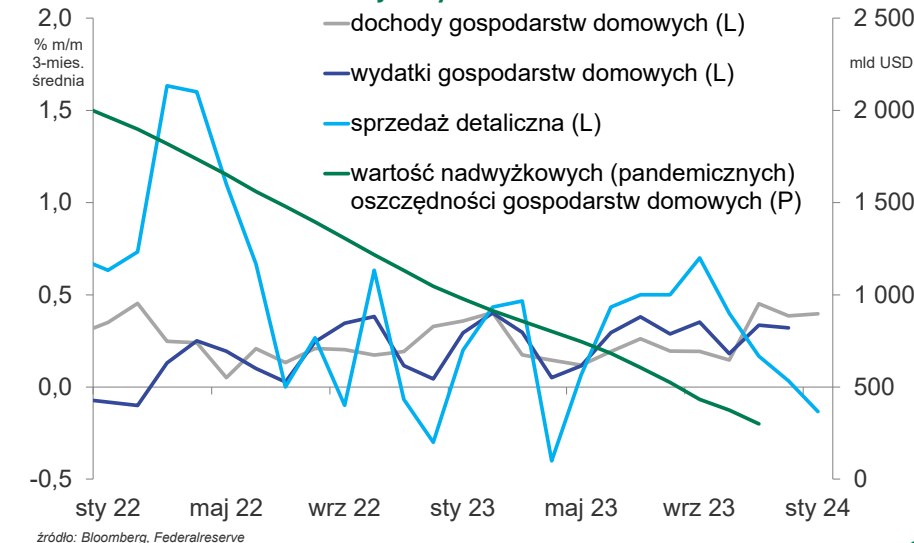
Szczególnie pozytywnie zaskakuje koniunktura na rynku pracy...



...a wskaźniki koniunktury ograniczają także oczekiwaną skalę jej osłabienia w krótkim okresie



...która złagodzi efekt wygasania nadwyżkowych oszczędności i ustabilizuje wydatki konsumentów

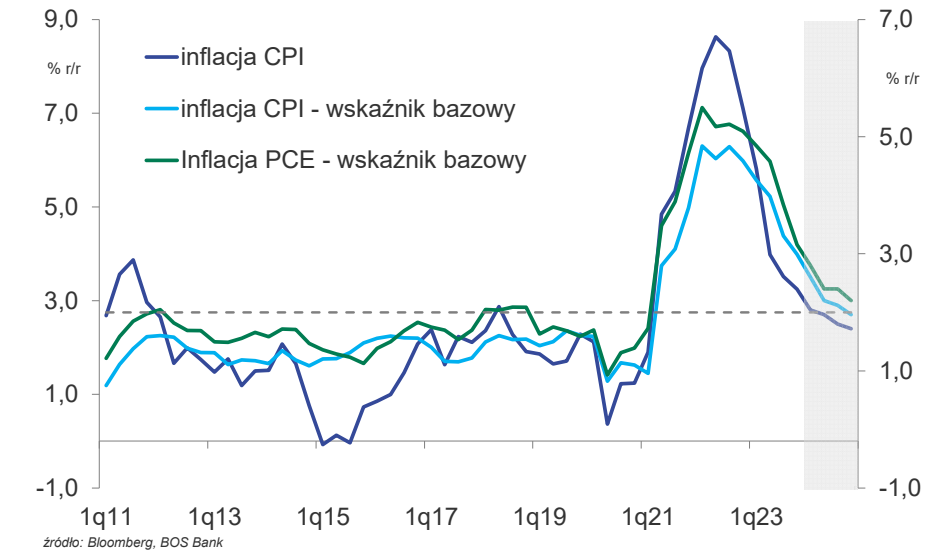




...pozwała Fed na dokładniejszą analizę trendów inflacyjnych

- Silniejszy spadek inflacji w USA pod koniec 2023 r. przełożył się na wyraźne złagodzenie retoryki Fed. Z początkiem br. FOMC formalnie zamknął cykl zacieśnienia polityki monetarnej i rozpoczął dyskusję nt. terminu luzowania polityki pieniężnej.
- Choć sytuacja w sferze realnej w ostatnich kwartałach okazała się dużo korzystniejsza wobec wcześniejszych oczekiwań Fed, to inflacja obniżyła się, co w opinii banku centralnego wskazuje na istotne znaczenie podaży dostosowań w gospodarce. Tym samym, w ocenie Fed, dla obniżenia inflacji nie będzie konieczne dostosowanie popytu.
- Na początku br. prezes Fed J. Powell wskazał, że większość FOMC oczekuje obniżek stóp w 2024 r., niemniej potrzebuje „więcej pewności” co do perspektyw inflacyjnych. Jako niskie ocenił prawdopodobieństwo podwyżki stóp na kolejnym marcowym posiedzeniu.
- Kluczowe dla decyzji Fed w kolejnych miesiącach będzie kształtowanie się inflacji, a dane ze sfery realnej mogą jedynie przyspieszyć / zwiększyć skalę luzowania polityki pieniężnej. Wydaje się, że z tych danych, najistotniejsze będą wskaźniki wynagrodzeń, silnie wpływające na prognozy inflacji, w tym przede wszystkim na inflację cen usług, które jak potwierdziły dane dot. styczniowej inflacji, pozostają hamulcem dezinflacji.
- Biorąc pod uwagę wolniejsze dostosowania na rynku pracy w USA (wobec oczekiwań), wyhamowanie tempa spadku inflacji CPI w USA z początkiem br, utrzymujący się wskaźnik inflacji wyraźnie powyżej celu banku centralnego, oczekujemy jedynie stopniowych obniżek stóp w trakcie 2024.
- Prognozujemy, że w II kw. (najprawdopodobniej w czerwcu) stopy zostaną obniżone o 25 pkt. baz. w takiej skali spadną w III i IV kw. Oczekujemy, że na koniec br. stopa funduszy federalnych wyniesie 4,50% - 4,75% wobec 5,25% - 5,50% obecnie. Bilans ryzyka dla tej prognozy wskazuje na większe prawdopodobieństwo silniejszego spadku stóp.

Po wyraźnym obniżeniu inflacji w ub.r., w 2024 r. spadki już wolniejsze...



...na średniookresowe trendy (szczególnie inflacji usług) istotnie będzie wpływać dynamika wynagrodzeń

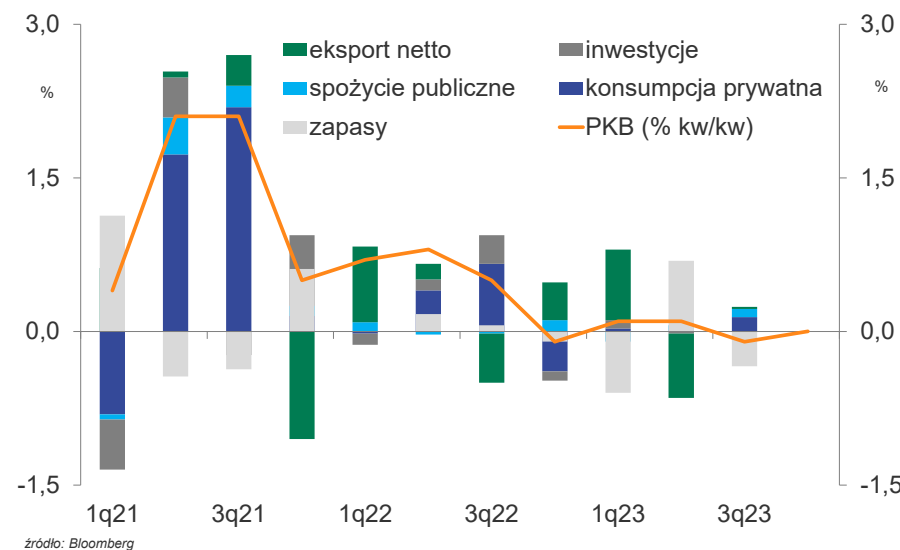




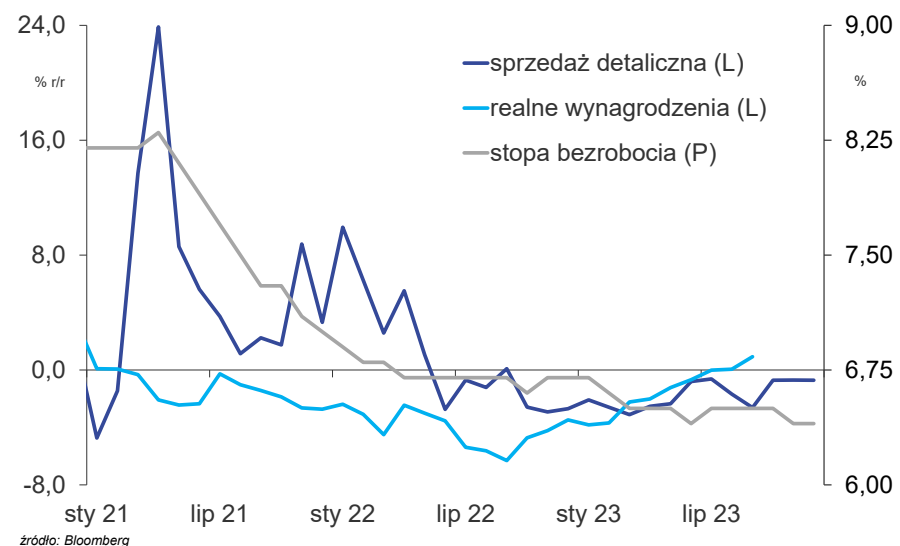
Po stagnacji w II poł. ub.r., sygnały lekkiej poprawy koniunktury w strefie euro...

- Pod koniec ub.r. gospodarka strefy euro pozostała w stagnacji. Wskaźniki koniunktury wskazują jednak na scenariusz lekkiej poprawy koniunktury.
- Zakładamy, że w br. dynamika PKB wyniesie 0,5%, wobec 0,1% r/r w II poł. ub.r.
- Głównym czynnikiem poprawy aktywności powinien być wzrost konsumpcji prywatnej dzięki poprawie sytuacji dochodowej konsumentów (spadek inflacji), przy wciąż bezpiecznej sytuacji na rynku pracy.
- Prognozy poprawy aktywności wspiera także sytuacja globalna, w tym stabilizująca się koniunktura w Chinach i lepsze dane z USA, kluczowa dla ożywienia w globalnym handlu i materializacji poprawy sytuacji w przemyśle.
- Zakładając utrzymanie stabilnej sytuacji zewnętrznej w 2024 r. powinny poprawić się także wyniki niemieckiej gospodarki, której wyjątkowo słabe wyniki przemysłu silnie obniżały wyniki PKB.

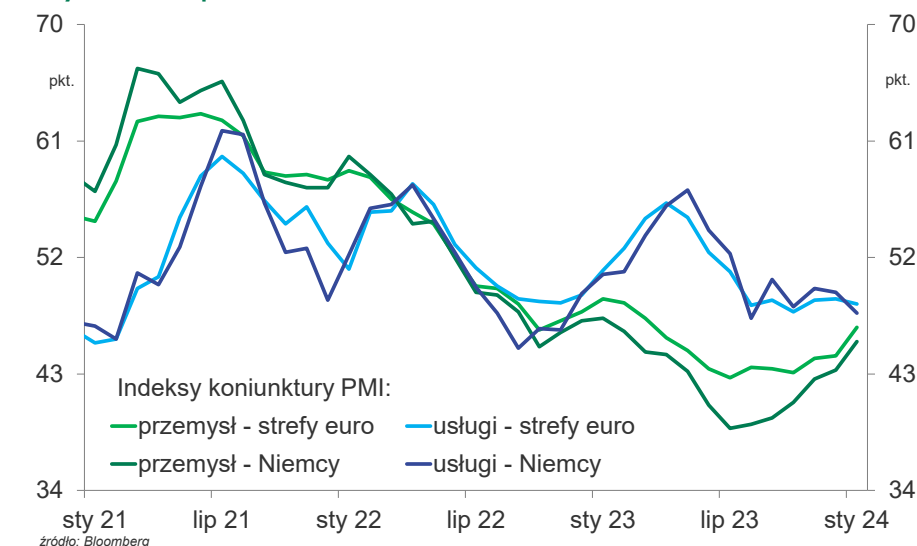
W IV kw. ub.r. stagnacja gospodarcza w strefie euro...



...głównie przy wyraźnej poprawie perspektyw konsumpcji prywatnej dzięki wygasaniu „podatku inflacyjnego”



...ale wskaźniki koniunktury wskazują na opcję lekkiego ożywienia z początkiem 2024 r....



Sytuacja zewnętrzna kluczowa dla niemieckiego przemysłu





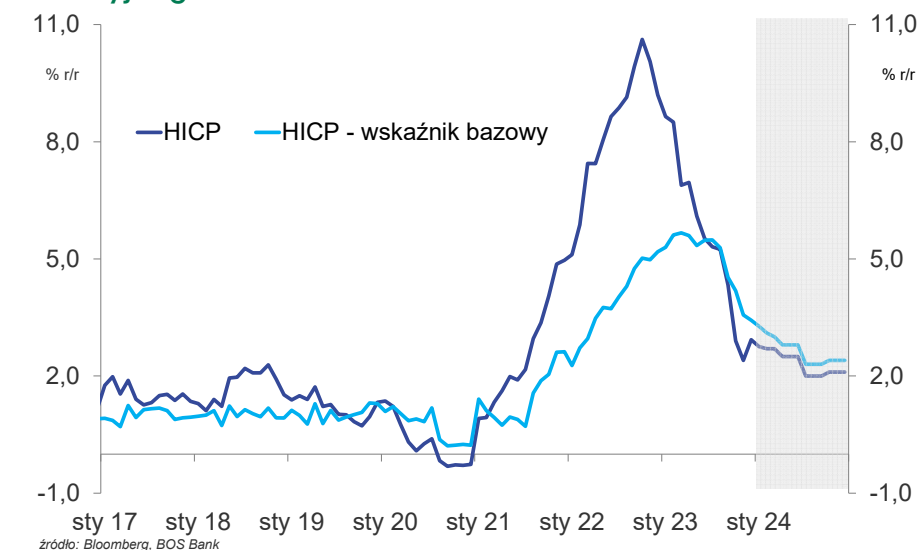
...rada EBC skupiona na trendach płacowych i tempie spadku inflacji

- Silniejsze spadki inflacji HICP pod koniec 2023 r. poskutkowały wyraźnym złagodzeniem retoryki EBC i z początkiem br. głównym tematem nt. polityki banku był już termin obniżki stóp procentowych.
- Wstrzemięźliwość rady EBC w zakresie „zapowiedzi” luzowania polityki pieniężnej była efektem wciąż wysokiego bieżącego wskaźnika, struktury inflacji (wysoka inflacja cen usług), a przede wszystkim niepewności dot. dalszego tempa jej spadku z uwagi na wciąż wysokie dynamiki wynagrodzeń oraz korzystne wyniki finansowe przedsiębiorstw (wskazujące na łatwość przeliczania rosnących kosztów na ceny detaliczne). Jednocześnie lekka poprawa wskaźników koniunktury gospodarczej na przełomie roku ograniczyła presję na obniżki stóp z tytułu sytuacji w sferze realnej.
- Spowolnienie gospodarcze wspiera oczekiwania słabnącej presji inflacyjnej w średnim okresie, w tej jednak kwestii wyzwaniem pozostaje „sztywność” europejskiego rynku pracy w zakresie negocjacji płacowych. Podwyższone dynamiki płac w wyniku negocjacji płacowych z 2023 r. będą jeszcze podwyższać dynamikę wynagrodzeń w 2024 r. Dopiero analiza kolejnych wyników negocjacji (wpływająca na oczekiwane tempo wzrostu wynagrodzeń w II poł. 2024 i i 2025 r.) dadzą radzie EBC więcej komfortu co do założeń osłabiania tego komponentu jako proinflacyjnego.
- Biorąc pod uwagę kalendarz publikacji danych, informacji dot. wyników negocjacji płacowych w poszczególnych krajach, wydaje się, że te założenia EBC będzie mógł w pełni zweryfikować dopiero w czerwcowej projekcji makroekonomicznej.
- Z tego względu oczekujemy, że w czerwcu rada EBC rozpocznie cykl luzowania polityki pieniężnej. Jednocześnie w warunkach wciąż wysokiej inflacji, w tym podwyższonej inflacji cen usług przy wysokiej dynamice wynagrodzeń, proces obniżek stóp będzie stopniowy. Oczekujemy, że do końca 2024 r. stopy EBC zostaną obniżone łącznie o 75 pkt. baz. do 3,75% dla stopy repo i 3,25% dla stopy depozytowej.

204-02-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

W 2024 r. inflacja HICP cały czas powyżej celu inflacyjnego...



...a dla prognoz w dłuższym horyzoncie kluczowe tendencje płacowe





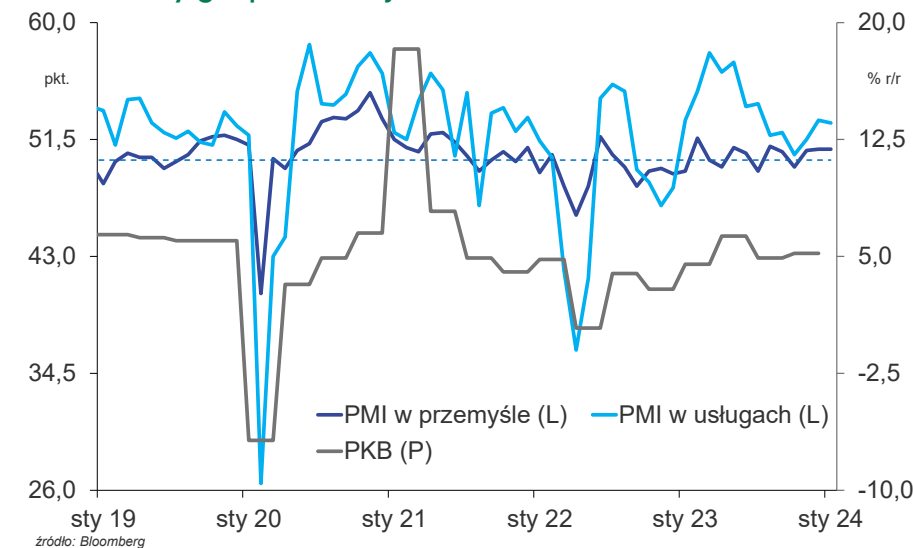
Polityka gospodarcza wsparciem dla aktywności chińskiej gospodarki

- Pod koniec ub.r. sytuacja w chińskiej gospodarce ustabilizowała się.
- Choć gospodarce cały czas ciąży osłabienie obrotów w globalnym handlu, trwałe pogorszenie sytuacji na rynku pracy po pandemii, wyraźne ograniczenie napływu inwestycji zagranicznych oraz silna dekoniunktura rynku nieruchomości, to ostatnie dane wskazują raczej na stabilizowanie się aktywności na niższym (jak na warunki chińskie) poziomie niż dalsze spowolnienie.
- Istotnym czynnikiem ograniczającym ryzyko dla koniunktury pozostaje bardzo aktywna polityka gospodarcza.
- Wciąż najważniejszym kanałem pozostaje polityka fiskalna (prognoza wysokiego deficytu budżetowego), ale przy rosnącym znaczeniu polityki pieniężnej (redukcje stóp, stabilizowanie kursu juana) oraz wg analiz zewnętrznych ośrodków analitycznych, przy bardziej optymalnym synchronizowaniu tych działań.
- Zakładamy, że wzrost PKB w 2024 r. obniży się nieznacznie do 4,8% z 5,2% w ub.r.

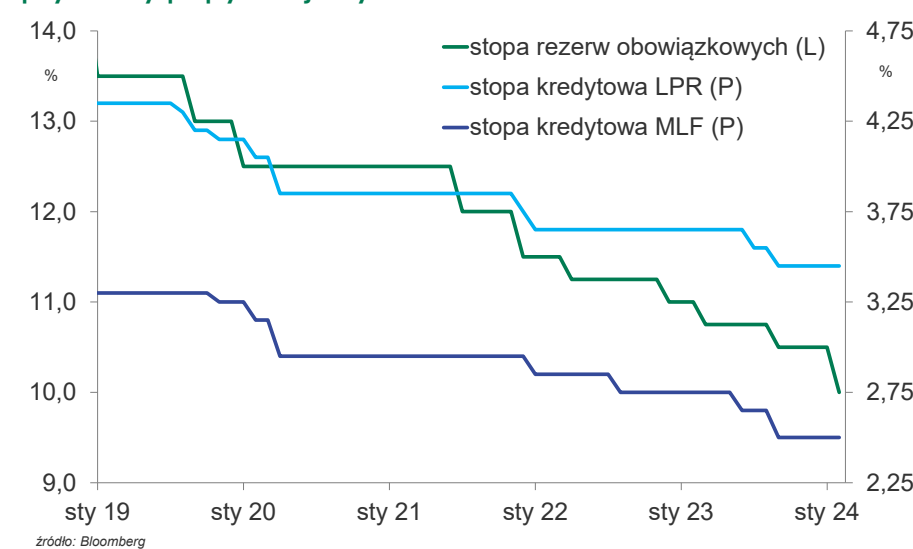
204-02-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

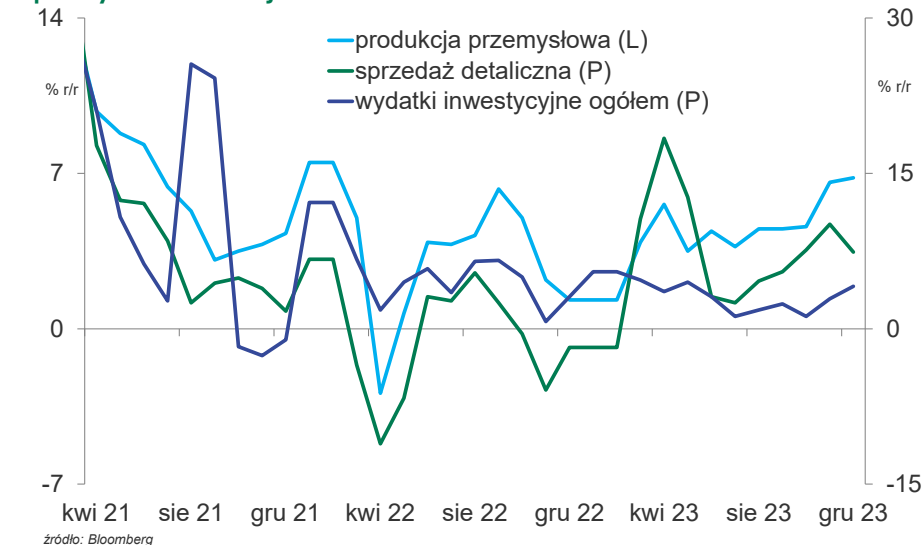
Na przełomie roku sygnały stabilizowania się koniunktury gospodarczej w Chinach...



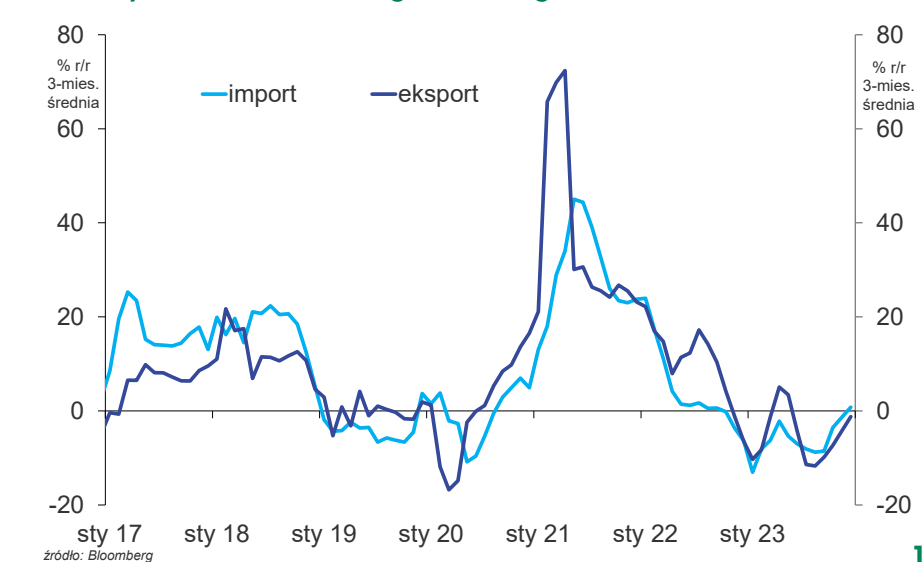
...dodatkowo wsparcie polityki pieniężnej powinno wspierać prywatny popyt krajowy...



...w szczególności inwestycji, w części dzięki aktywnej polityce fiskalnej...



...a globalna koniunktura i sytuacja geopolityczna kluczowe dla ożywienia handlu zagranicznego

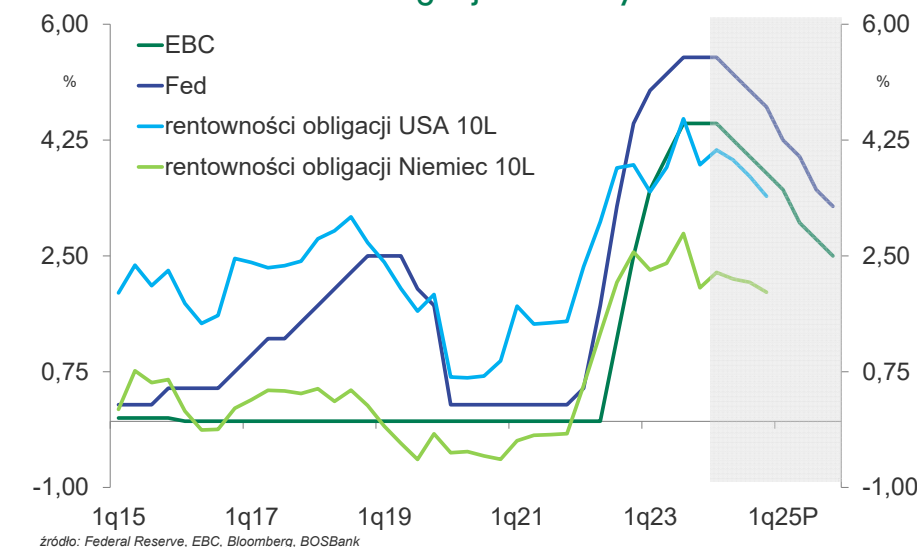




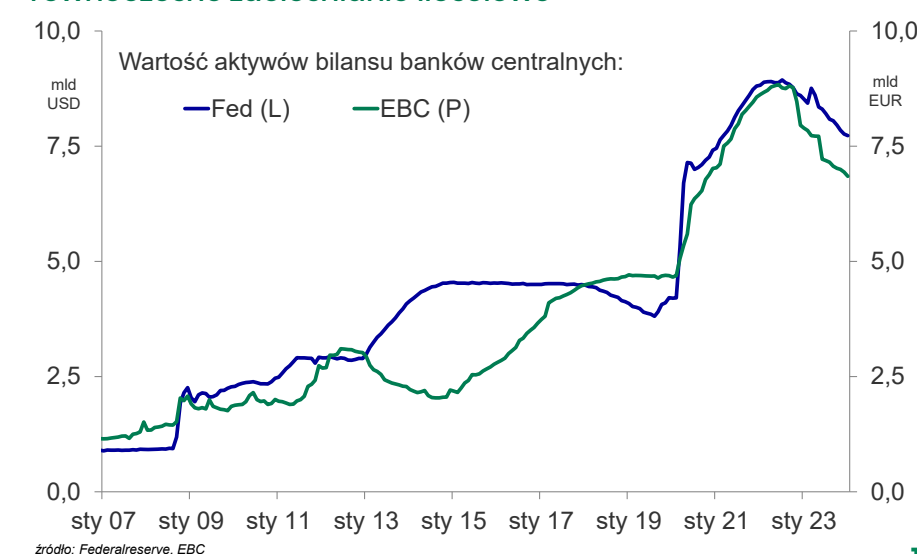
W 2024 r. stopniowe obniżki stóp Fed i EBC i stopniowe spadki rentowności SPW na rynkach bazowych

- Zmienność oczekiwań dotycząca tempa i skali przyszłego poluzowania polityki pieniężnej Fed i EBC spowodowała na przełomie roku wzrost zmienności rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych.
- W warunkach prognozowanych obniżek stóp procentowych w I. 2024 – 2025 oczekujemy generalnego trendu spadkowego rentowności obligacji skarbowych, jednocześnie przy wolniejszym (wobec oczekiwań rynkowych z końca minionego roku) tempie tych obniżek także skala spadku rentowności będzie bardziej stopniowa, szczególnie porównując do sytuacji rynkowej z ostatnich tygodni 2023 r.
- Czynnikiem hamującym tempo spadku rentowności (poza kwestią tempa obniżek stóp) będzie także przebiegające równocześnie zacieśnianie ilościowe polityki Fed i EBC. Kontynuacja wygaszania programów luzowania ilościowego w warunkach wysokich podaży obligacji będą wpływać na relatywnie mniejszą skalę spadku rentowności obligacji, o ile nie dojdzie do silniejszego wzrostu awersji do ryzyka.
- Biorąc pod uwagę dotychczasowe dostosowania dezinflacyjne w gospodarkach rozwiniętych, uważamy że bilans ryzyka dla prognozy bazowej jest obecnie asymetryczny, przy wyższym ryzyku głębszego spadku rentowności obligacji vs. scenariusza ich stabilizacji lub wzrostu rentowności.
- Przy bieżących historycznie wysokich stopach procentowych, ostrożnej polityce banków centralnych (starających się ograniczyć ryzyko błędu zbyt wczesnego obniżenia stóp), obecne ryzyka dla gospodarki globalnej koncentrują się wokół sytuacji geopolitycznej. Potencjalny wzrost globalnej awersji do ryzyka, gdyby ryzyko geopolityczne wzrosło, skutkowałoby silniejszym wzrostem popytu na bezpieczne aktywa i głębszym od oczekiwanego w bazowym scenariuszu spadkiem rentowności obligacji na rynkach bazowych.

Rozluźnianie polityki pieniężnej Fed i EBC będzie sprzyjać obniżeniu rentowności obligacji skarbowych...



...jednak tempo tego spadku będzie ograniczone przez równoczesne zacieśnianie ilościowe

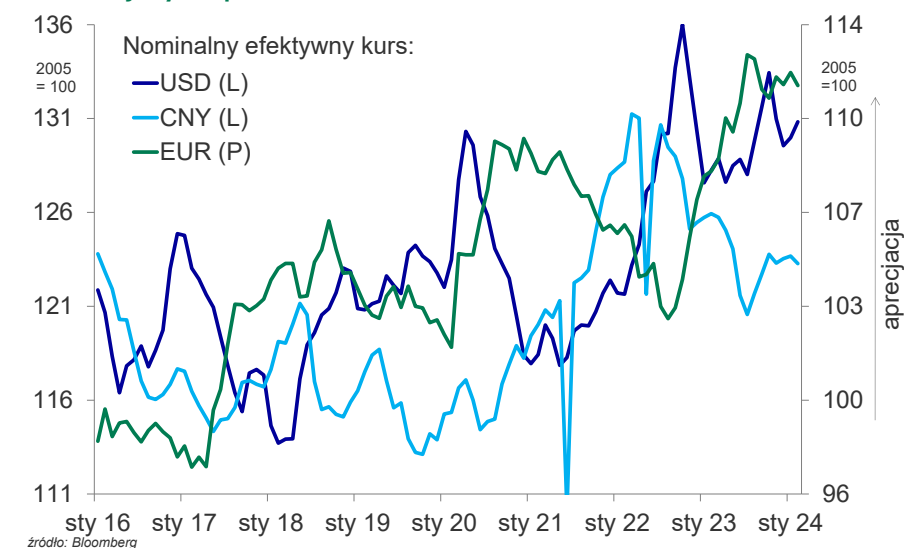




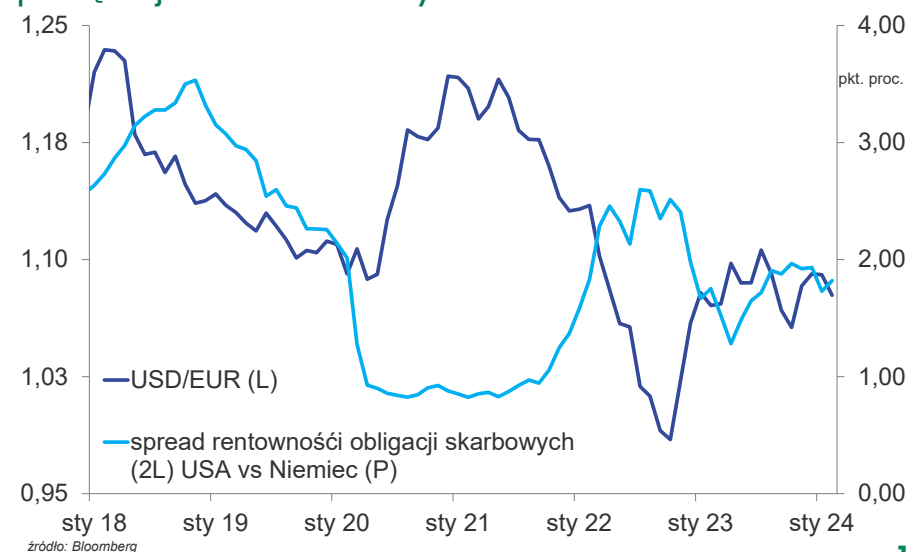
W 2024 r. najbardziej prawdopodobne utrzymanie mocnego kursu dolara

- W ostatnich tygodniach 2023 r. oczekiwanie na rozluźnienie polityki pieniężnej przy generalnie dobrych danych nt. aktywności gospodarczej, wyraźnie obniżyło globalną premię za ryzyko, osłabiając dolara. Z początkiem bieżącego roku ograniczenie oczekiwań na szybkie obniżenie stóp, nieco mniejszy apetyt na ryzyko, a przede wszystkim dobre dane z amerykańskiej gospodarki ponownie wzmocniły amerykańską walutę.
- Jednocześnie, przy oczekiwaniach zbieżnego cyklu luzowania polityki pieniężnej w największych gospodarkach (w tym Fed i EBC), zmienność na rynku walutowym była ograniczona, a kurs euro wobec dolara wahał się w przedziale 1,06 – 1,11 USD/EUR.
- W 2024 r. w bazowym scenariuszu zakładając zsynchronizowany proces obniżek stóp Fed i EBC, oczekujemy utrzymania kursu USD/EUR w podobnym przedziale, z kierunkiem silniejszego kursu dolara.
- W przypadku USA oczekujemy co prawda niższego tempa wzrostu PKB, niemniej w większym stopniu wynika to ze spowolnienia po okresie solidnej koniunktury niż znaczącego pogorszenia perspektyw aktywności. Ponadto nadal tempo wzrostu gospodarki USA będzie wyższe od wzrostu w strefie euro. Dolarowi powinna także nadal sprzyjać presja na osłabienie chińskiego juana, choć cel chińskich władz aby stabilizować kurs będzie ograniczać wpływ tego efektu. Dodatkowo przy wciąż relatywnie wysokim poziomie stóp w USA (przy założeniu powolnego procesu ich redukcji w 2024 r.) napływ kapitału na rynki wschodzące będzie w nadchodzących kwartałach raczej ograniczony.
- Poza utrzymującym się ryzykiem geopolitycznym generalnie sprzyjającym dolarowi w trakcie roku może wzrosnąć zmienność rynkowa związana z sytuacją polityczną tj. wyborami prezydenckimi w USA. Zgodnie z dominującymi ocenami wygrana J. Bidena nie powinna wpłynąć na notowania dolara, z kolei zwycięstwo D. Trumpa może nasilić jego aprecjację – głównie w aspekcie oczekiwań na dalsze zaostrzenie protekcyjnej polityki handlowej.

W scenariuszu bazowym w 2024 r. oczekiwane utrzymanie mocniejszych poziomów kursu euro i dolara...



...przy ograniczonych różnicach w kierunku polityki pieniężnej banków centralnych

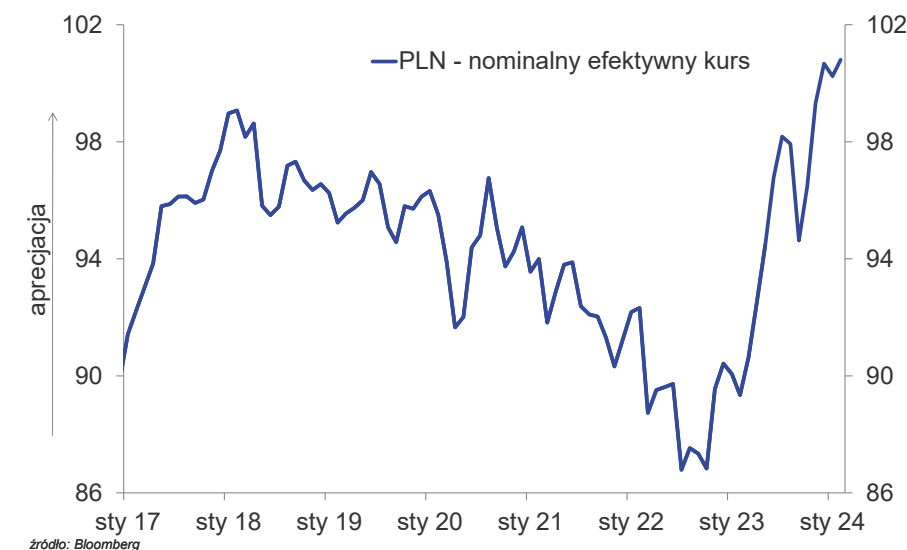




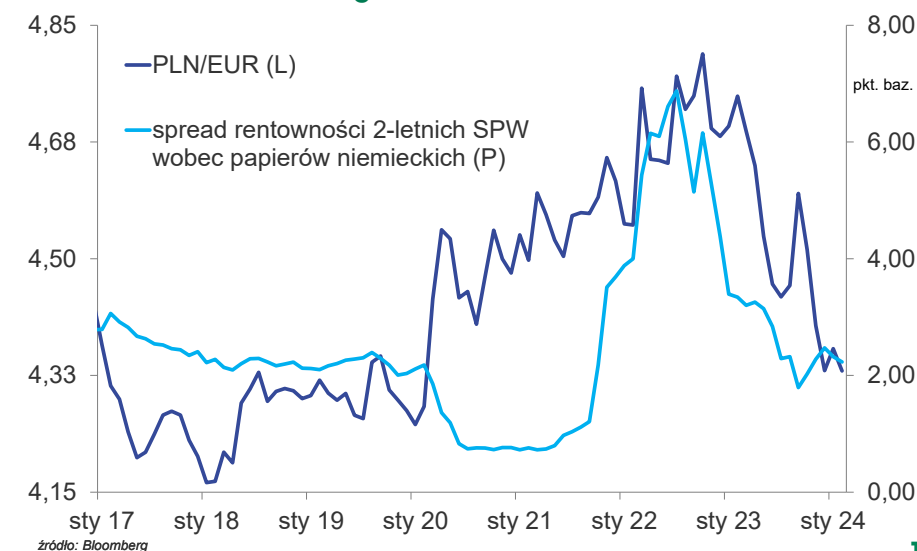
Ograniczony potencjał dla dalszej aprecjacji złotego

- Na przełomie roku złoty utrzymywał się na silniejszym poziomie, przy bardzo ograniczonej zmienności, głównie w reakcji na zmiany poziomu globalnej awersji do ryzyka, w mniejszym stopniu na zmiany oczekiwań dot. krajowych stóp procentowych.
- Podtrzymujemy ocenę, że występują czynniki utrwalające mocniejszy kurs złotego, szczególnie w porównaniu z okresem 2022 – 2023 r., to: – wyraźna poprawa salda na rachunku obrotów bieżących, – ograniczenie ryzyka cyklicznego gospodarki globalnej i niższe ryzyko gwałtownego wzrostu globalnej premii za ryzyko, – poprawa aktywności krajowej gospodarki, – spadek ryzyka dla scenariusza napływu kapitału zagranicznego (KPO).
- Z drugiej strony jesteśmy sceptyczni co do scenariusza dalszej trwałej aprecjacji złotego. Sytuacja globalna na przełomie roku była dla aktywów wschodzących bardzo korzystna, w postaci oczekiwanego przez rynki scenariusza dezinflacji i spadku stóp procentowych w USA bez silniejszego spowolnienia aktywności. Ten scenariusz jest obecnie weryfikowany, stąd przy oczekiwanej przez nas w bazowym scenariuszu mniejszej skali redukcji stóp w USA nie oczekujemy dalszego wzrostu globalnego optymizmu.
- Nie sądzimy także, aby bardziej restrykcyjna krajowa polityka pieniężna trwale wzmacniała kurs złotego. Wpływ dysparytetu stóp procentowych na kurs złotego był w ostatnich latach ograniczony (por. wykres), przy dużo ważniejszym wpływie premii za ryzyko na ceny krajowych aktywów finansowych. Ponadto, zaskakująca zmienność stanowiska RPP dot. perspektyw polityki pieniężnej, brak stabilnej i jasno określonej funkcji reakcji, w średnim okresie może wręcz ograniczać potencjał dla trwałej aprecjacji złotego.
- Biorąc pod uwagę powyższe oczekujemy, że kurs złotego w trakcie roku lekko osłabi się w kierunku 4,45 PLN/EUR.

Utrzymanie mocnego kursu złotego z początkiem 2024 r.



Nie sądzimy, aby jastrzębia polityka NBP trwale wzmacniała kurs złotego

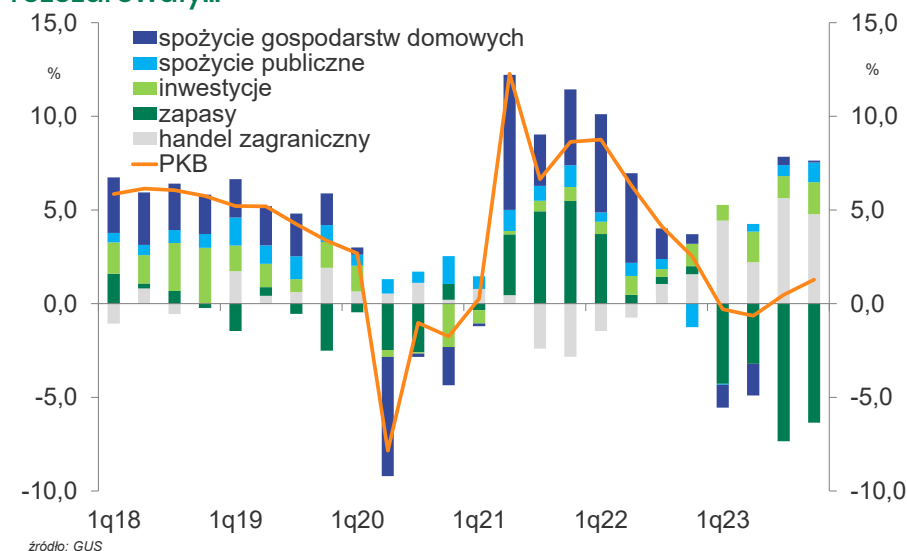




W IV kw. 2023 r. dalszy wzrost PKB, choć tempo i struktura rozczarowały...

- W IV kw. PKB wzrósł o 1,0% r/r i tempo wzrostu gospodarczego było wyższe od tego w III kw. (0,5% r/r) niemniej zaskoczyło *in minus*.
- Być może silniej negatywnie na tempo wzrostu PKB wpłynęły efekty sezonowe. Dynamika PKB po wykluczeniu sezonowości, jak również miesięczne dane ze sfery realnej wskazują bowiem na dalszą wyraźną poprawę aktywności w handlu i budownictwie, przy utrzymaniu stabilnej sytuacji w przemyśle.
- Spójne z tendencją ogólnej poprawy koniunktury są także dane nt. zużycia energii elektrycznej czy też aktywności w transporcie.
- Szczególnie silnym zaskoczeniem było wręcz obniżenie dynamiki spożycia gospodarstw domowych wobec wyniku za III kw., pomimo dynamicznego wzrostu realnych wynagrodzeń w II poł. 2023 r., czy też dalszej poprawy nastrojów konsumentów.

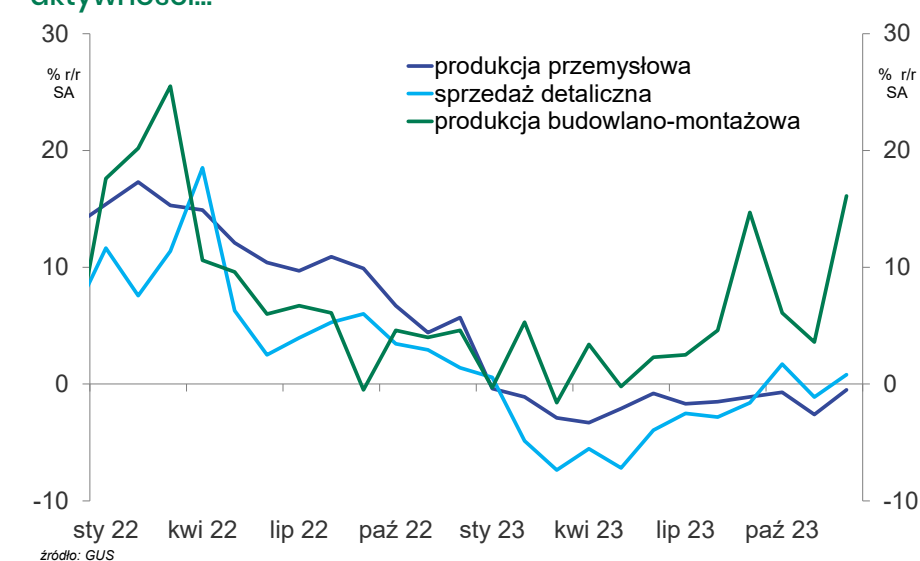
W IV kw. dalszy wzrost dynamiki PKB, choć wynik i struktura rozczarowały...



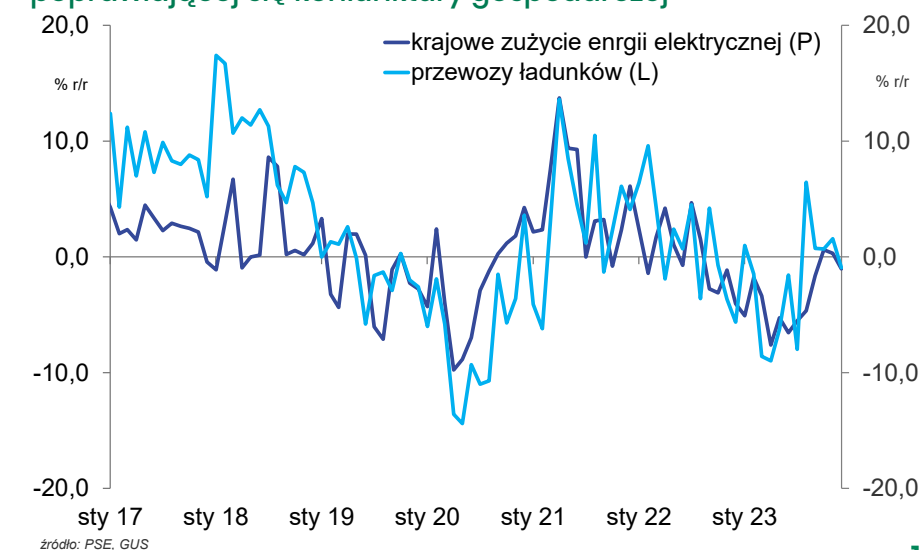
...szczególnie konsumpcji prywatnej, przy bardzo silnej poprawie sytuacji dochodowej w II poł. roku



...dane miesięczne wskazywały na silniejsze przyspieszenie aktywności...



Popyt na energię i usługi transportowe spójny z obrazem poprawiającej się koniunktury gospodarczej



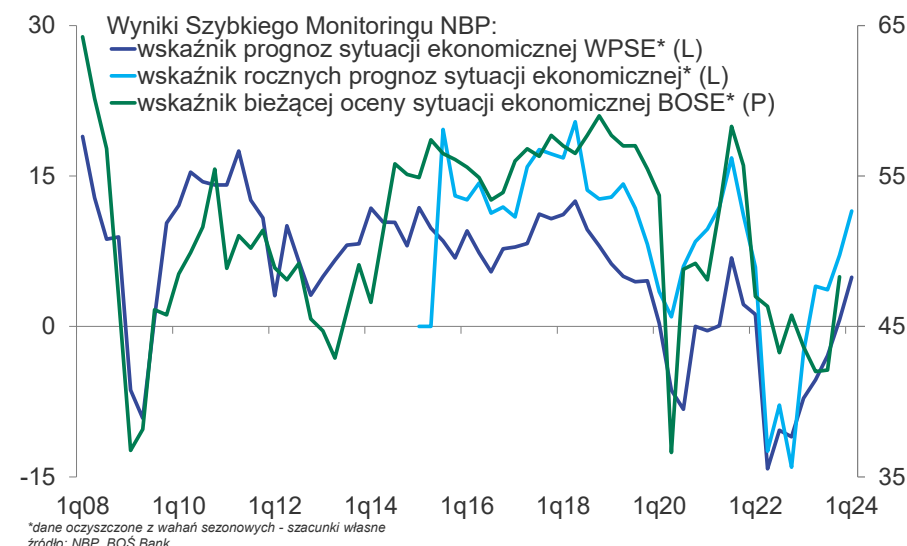
...wskaźniki koniunktury pozwalają jednak na utrzymanie optymistycznych prognoz...

- Pomimo słabych danych nt. PKB w IV kw. podtrzymujemy prognozę wyraźnego przyspieszenia aktywności w 2024 r. Te oczekiwania wspierają wyniki badania koniunktury wśród przedsiębiorców, w szczególności silniejsza poprawa prognoz zarówno krótko- jak i średniookresowych, utrwalenie lepszych prognoz dot. popytu oraz spadek niepewności ich działalności.
- Większość wskaźników utrzymuje się jednak poniżej długookresowej średniej, co zapowiada jedynie stopniowe ożywienie.
- W III kw. 2023 r. wyniki finansowe firm pogorszyły się. W dużej mierze wciąż jest to efekt korekty po dynamicznej poprawie wyników w I. 2021 – 2022.
- Wcześniejsza silna poprawa sytuacji finansowej firm, wciąż bardzo dobre wyniki finansowe firm usługowych, stabilne wskaźniki płynności i regulowania zobowiązań, a przede wszystkim szeroko oczekiwana poprawa rentowności (wg Szybkiego Monitoringu NBP) wskazuje na stabilną sytuację sektora przedsiębiorstw ogółem.

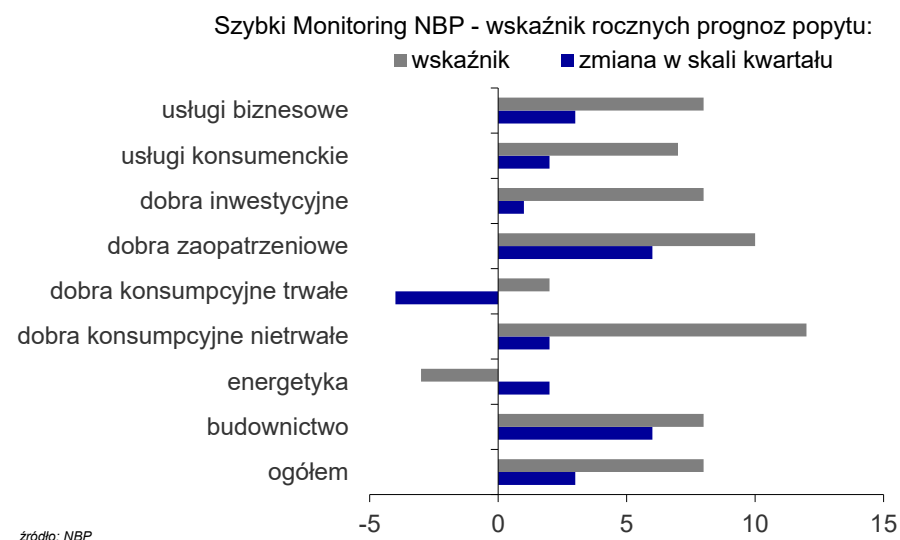
204-02-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

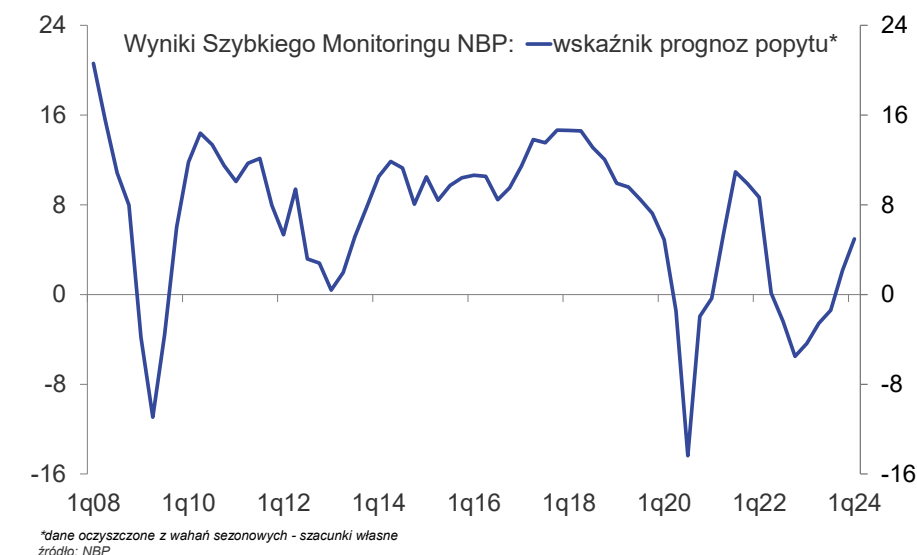
Utrwalenie trendu poprawy nastrojów przedsiębiorstw...



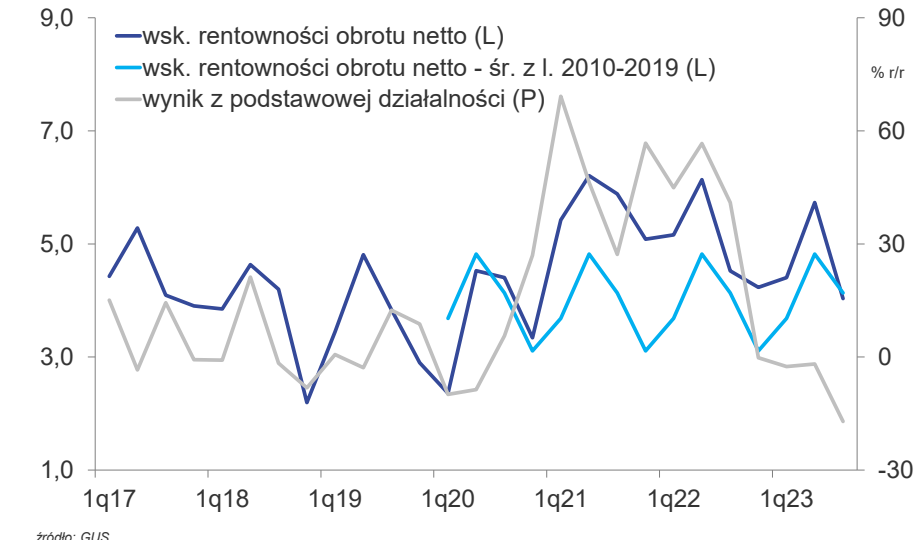
...przy szerokiej w ujęciu branżowym poprawie prognoz popytu...



...co szczególnie istotne, także w zakresie prognoz popytu...



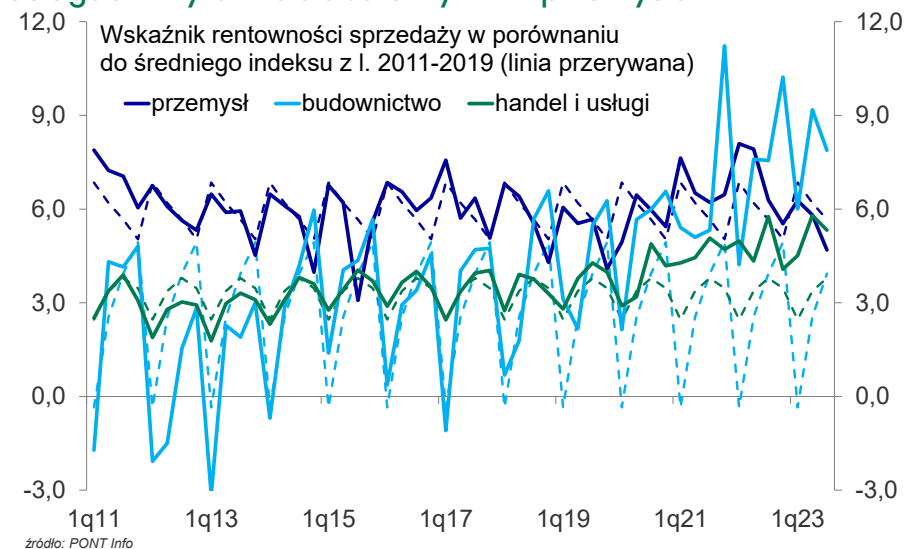
...co wskazuje, że ostatnie słabsze wyniki finansowe firm ogółem nie świadczą o zachwianiu ich stabilności



...pomimo osłabienia wyników finansowych firm w przemyśle

- W 2023 r. istotnie wzrosło zróżnicowanie sytuacji finansowej firm z różnych sektorów gospodarki. Handel, usługi i budownictwo odnotowały wskaźniki rentowności przekraczające wieloletnią średnią, ale w przemyśle były one słabsze.
- Taka sytuacja wynika z silnej dekoniunktury w globalnym i krajowym przemyśle, przy ograniczeniu popytu konsumpcyjnego na dobra trwałe użytku i ograniczenia zapasów (po ich strukturalnym wzroście w I. 2021 – 2022). Ten obraz spójny jest z silnym spowolnieniem produkcji przemysłowej w 2023 r.
- Dodatkowo, na sektor przetwórstwa silniej wpłynęła presja kosztowa związana z pandemią i kryzysem energetycznym.
- Pogorszenie wyników finansowych firm przemysłowych w III kw. wynikało z silnego spadku sprzedaży na eksport. Dlatego dla poprawy wyników w przemyśle szczególnie istotna będzie poprawa koniunktury w globalnym handlu.

Bardzo dobre wyniki finansowe w budownictwie, handlu i usługach. Wyraźnie słabsze wyniki w przemyśle...



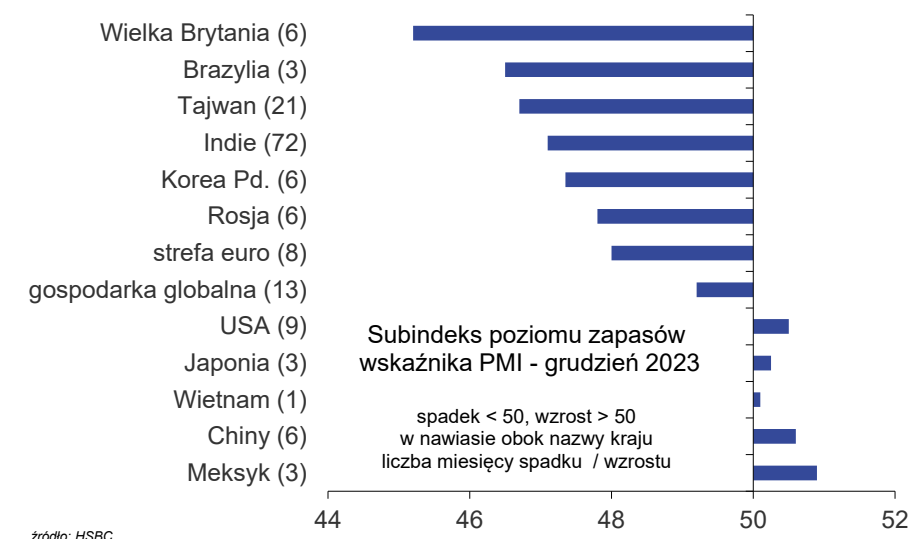
W całym 2023 r. wyraźnie słabsze wyniki produkcji przemysłowej...



...w warunkach silnego pogorszenia sprzedaży zagranicznej w II poł. 2023 r.



...w warunkach globalnego cyklu ograniczania zapasów



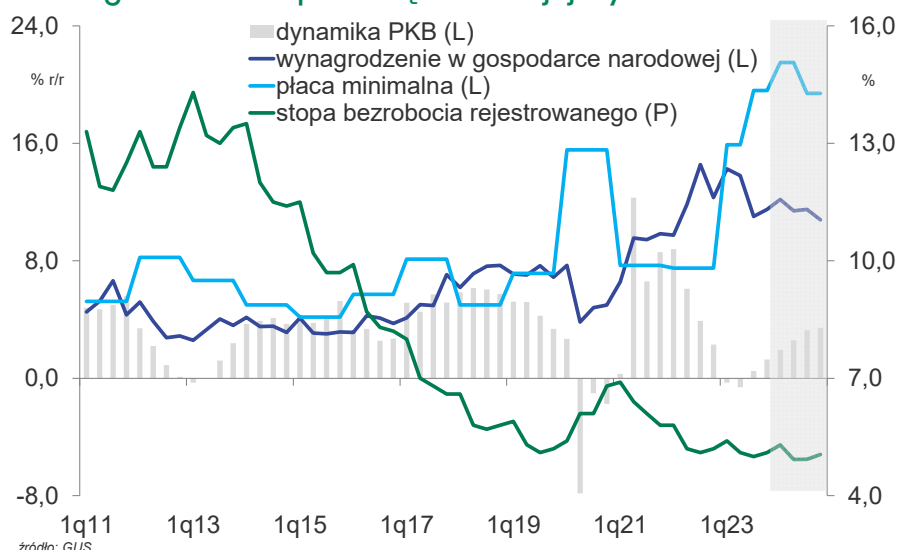
Stabilny rynek pracy i spadek inflacji wspierają siłę nabywczą gospodarstw domowych...

- Zgodnie z oczekiwaniami, pomimo silnego spowolnienia aktywności w 2023 r., pogorszenie sytuacji na rynku pracy było niewielkie, a wraz z poprawą koniunktury firmy sygnalizują lekki wzrost popytu na pracę.
- Ograniczony wzrost liczby aktywnych zawodowo w efekcie negatywnych procesów demograficznych i wolniejszy wzrost liczby migrantów wpłynęły na ostrożność firm w ograniczaniu zatrudnienia. Spadek popytu w większym stopniu ograniczył liczbę wakatów, niż skutkował zwolnieniami. Te same efekty będą w tym roku hamować siłę wzrostu zatrudnienia, pomimo poprawy koniunktury.
- Niższe inflacja i słabszy popyt na pracę osłabiły w II poł. ub.r. żądania płacowe. Z drugiej strony zmiany demograficzne będą wspierać dynamikę płac. W tym roku płace podwyższać będzie też wzrost płacy minimalnej i podwyżki w sferze publicznej.
- Oczekujemy obniżenia dynamiki dochodów z pracy w ujęciu nominalnym, jednak podwyższenie świadczeń rodzinnych, przede wszystkim niższa inflacja pozwolą na dynamiczny wzrost realnych dochodów.

Na przełomie roku sygnały wzrostu popytu na pracę i lekkie osłabienie presji płacowej w firmach



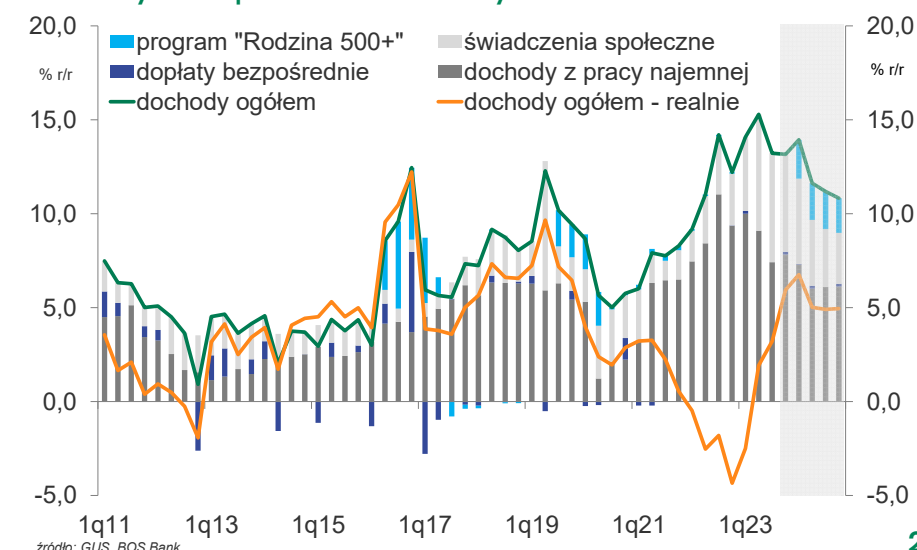
Niższe żądania płacowe obniżą dynamikę płac, ale trendy demograficzne nie pozwolą na silne jej wyhamowanie



Ograniczony wzrost popytu na pracę i wyzwania podażowe będą ograniczać wzrost zatrudnienia...



W 2024 r. dalszy spadek inflacji i podwyższenie świadczeń rodzinnych wsparciem dla realnych dochodów

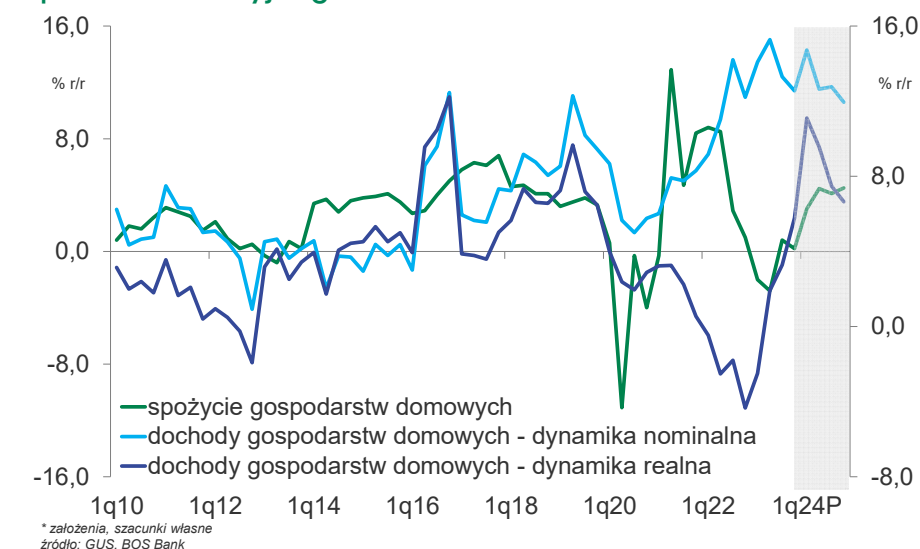




...co pozwala oczekiwać silnego odbicia konsumpcji

- Choć wyniki spożycia gospodarstw domowych w IV kw. 2023 r. rozczarowały, nie zmieniamy naszej prognozy silnego wzrostu dynamiki konsumpcji prywatnej w 2024 r. Oczekujemy, że spożycie gospodarstw domowych wzrośnie o ok. 4,0%, po spadku o 1,0% w 2023 r.
- Kluczowym czynnikiem osłabiającym konsumpcję prywatną na przełomie 2022 i 2023 r. był wyraźny spadek realnych dochodów do dyspozycji. Bardzo wysoka inflacja, która rosła na przełomie roku szybciej niż nominalne dochody, poskutkowała spadkiem siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych.
- Pomimo lekkiego spadku dynamiki dochodów w ujęciu nominalnym w 2024 r. (nieco niższe tempo wzrostu wynagrodzeń, niższa skala waloryzacji rent i emerytur), skokowy spadek inflacji pozwoli na dalszy wzrost dynamiki realnych dochodów, która w połowie 2023 r. powróciła do dodatniego poziomu.
- Przewidywane wyraźne odbicie realnych dochodów, przy niskim ryzyku utraty pracy, nadal poprawiających się nastrojach gospodarstw domowych przyniesie w nadchodzących kwartałach znaczącą poprawę konsumpcji prywatnej.
- Czynnikiem ograniczającym skalę odbicia konsumpcji będzie z kolei konieczność odbudowy oszczędności gospodarstw domowych, po skonsumowaniu nadwyżkowych oszczędności powstałych w 2020 r. w okresie największych ograniczeń pandemicznych. Ten czynnik nie zmieni jednak generalnego kierunku silnego wzrostu wydatków konsumentów.

Ożywienie konsumpcji prywatnej dzięki ograniczeniu „podatku inflacyjnego”



W 2024 r. ograniczone możliwości finansowania wydatków konsumpcyjnych z oszczędności





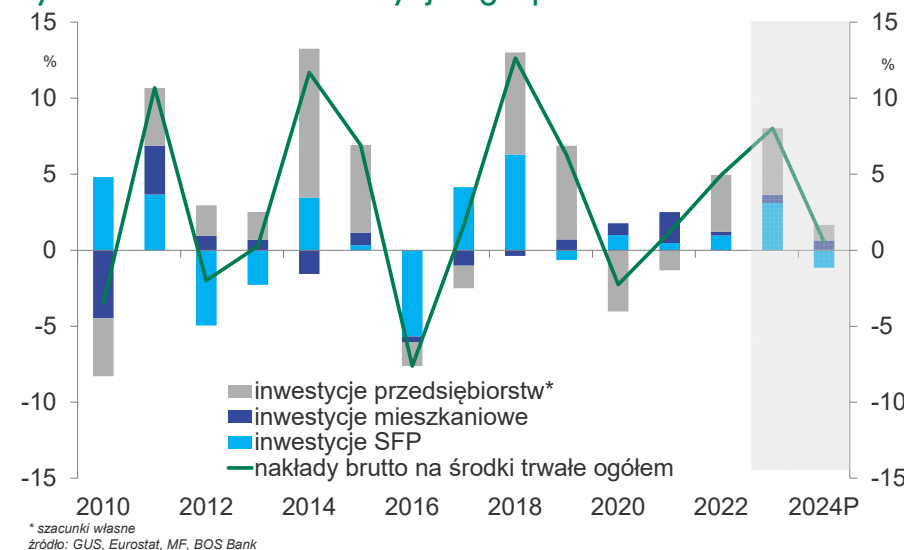
Kalendarz wydatkowania środków UE silnie obniży dynamikę inwestycji, głównie publicznych...

- Konieczność zakończenia projektów współfinansowanych z Perspektywy finansowej UE na I. 2014 – 2020 podbiła inwestycje w 2023 r. Jednocześnie powolny proces rozpoczynania projektów z perspektywy na I. 2021-2027, opóźnienia realizacji Krajowego Planu Odbudowy będą ograniczać skalę wydatków w 2024 r.
- Dane MFIPR nt. realizacji umów i wniosków o płatności (w przybliżeniu określających moment zakończenia projektu) wskazują na wyraźnie mniejszy potencjał wzrostu inwestycji w 2024 r., przede wszystkim inwestycji publicznych.
- W 2024 r. oczekujemy spadku inwestycji SFP (-4,5%, wobec oczekiwanego wzrostu o 18% w 2023 r.), Skalę spadku inwestycji ograniczą natomiast wysokie wydatki zbrojeniowe finansowane ze źródeł krajowych (programy wieloletnie) oraz relatywnie silne inwestycje JST w I kw. 2024 r. (przed wiosennymi wyborami).
- Dalszej poprawy oczekujemy w inwestycjach mieszkaniowych przy solidnym wzroście rozpoczętych inwestycji w 2023 r.

204-02-20

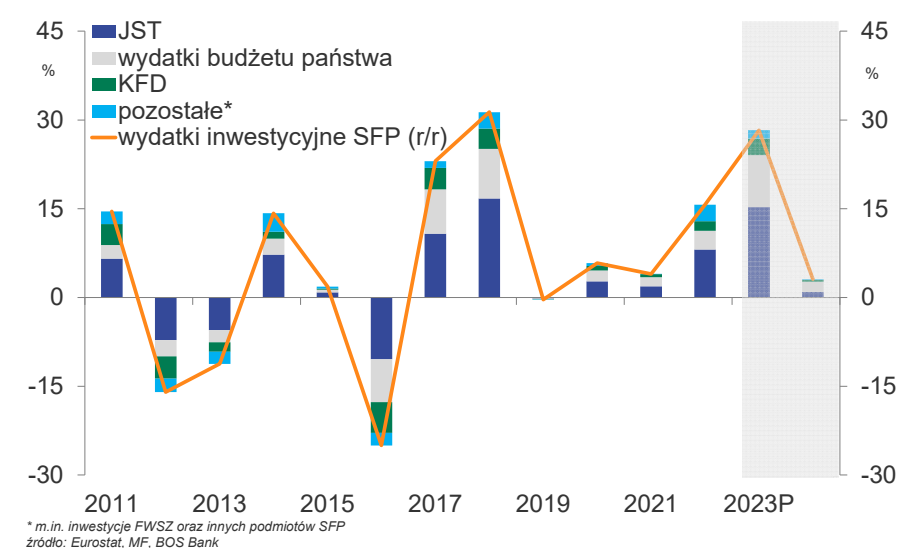
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Po wyraźnym ożywieniu w ub.r. w 2024 r. oczekiwane wyraźne osłabienie inwestycji w gospodarce...



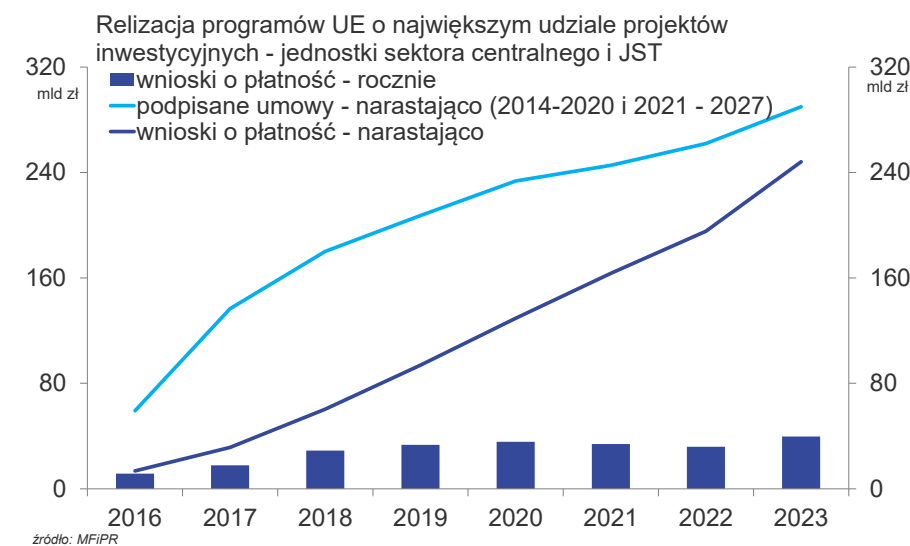
* szacunki własne
źródło: GUS, Eurostat, MF, BOS Bank

...przede wszystkim nakładów sektora publicznego



* m.in. inwestycje FWSZ oraz innych podmiotów SFP
źródło: Eurostat, MF, BOS Bank

...ze względu na cykl wydatkowania środków unijnych



źródło: MFIPR

Prawdopodobne utrzymanie silniejszej aktywności na rynku mieszkaniowym po wcześniejszym zastoju



*oczyszczone z sezonowości - szacunki własne
źródło: GUS, BOS Bank



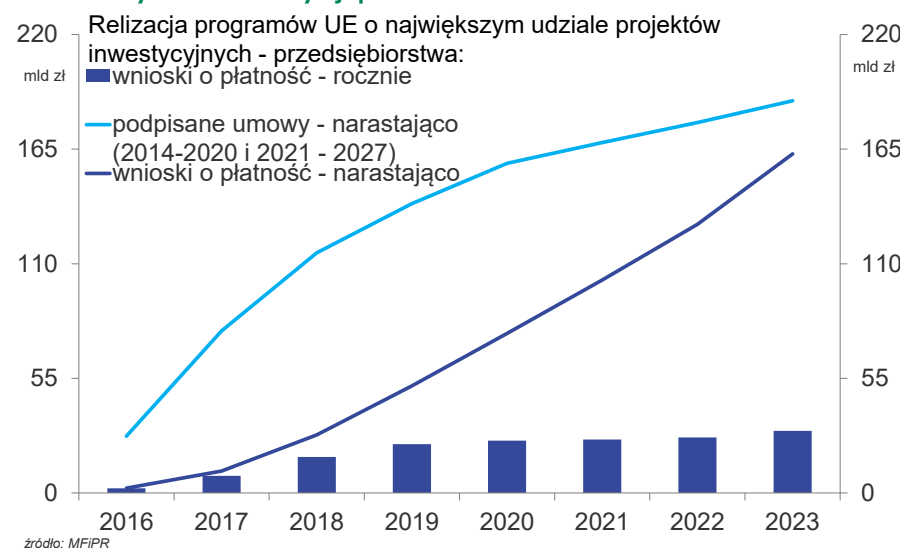
...ale także przedsiębiorstw, przy zbyt słabym ożywieniu cyklu koniunkturalnego

- Kalendarz wydatkowania środków unijnych determinuje także inwestycje przedsiębiorstw, w tym przede wszystkim firm publicznych. Analiza danych nt. nakładów inwestycyjnych w zależności od formy własności i sektora gospodarki potwierdza istotne znaczenie tego czynnika.
- Pomimo słabych ogólnych nastrojów firm, wartość nakładów silnie wzrosła, dzięki kumulacji wydatków w największych firmach (głównych beneficjentów finansowania UE). Wskaźniki nastrojów inwestycyjnych ważoną wielkością firmy (NBP „Szybki Monitoring”) wskazały natomiast na silną poprawę optymizmu w ub.r., ale jego pogorszenie z początkiem br.
- Oczekujemy w 2024 r. obniżenia dynamiki inwestycji firm do 1,5% z 5,7% szacowanych w 2023 r. Poprawa warunków popytowych i podażowych (wg NBP istotny czynnik poprawiający skłonność do kontynuacji inwestycji wstrzymywanych po wybuchu wojny w 2022 r.) będą zbyt słabe względem cyklu projektów współfinansowanych ze środków UE.

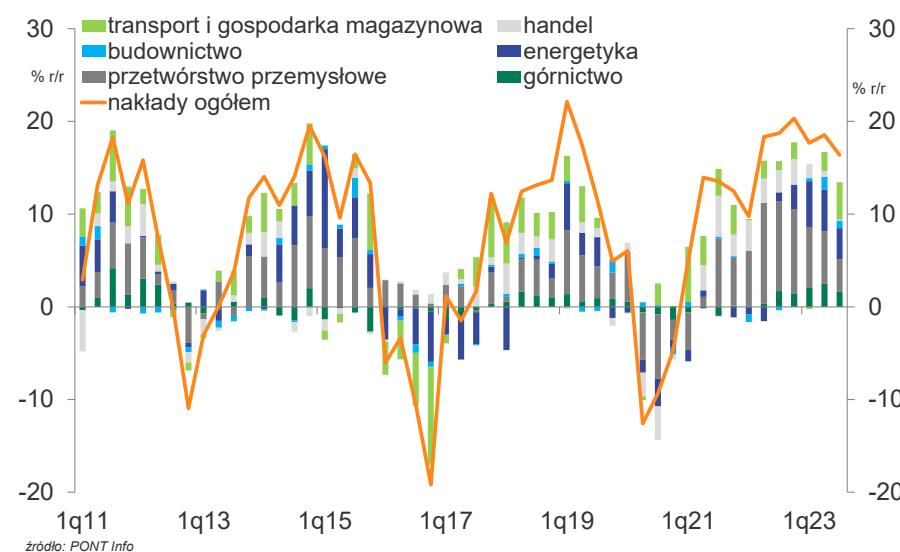
204-02-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Cykl wydatkowania środków unijnych determinuje także słabsze wyniki inwestycji przedsiębiorstw w 2024 r...



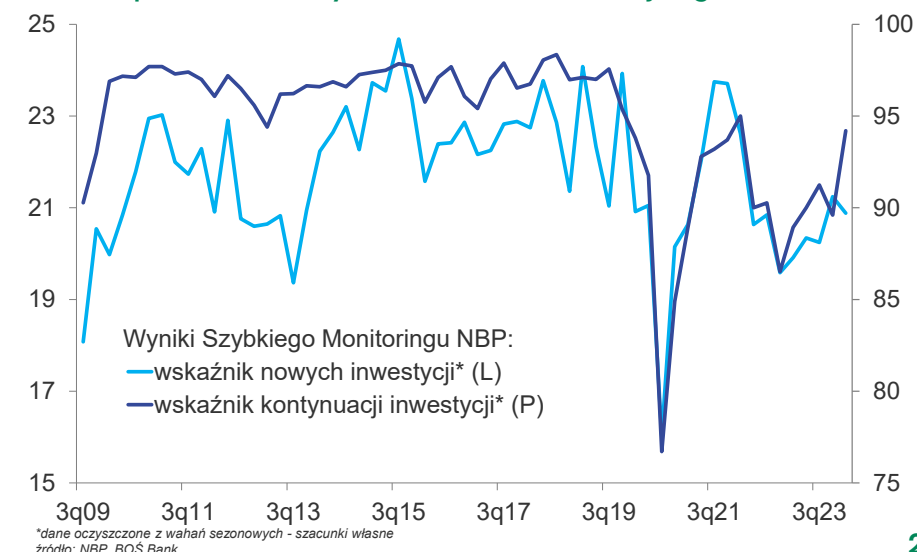
...w branży energetycznej oraz transportowej



...w szczególności w zakresie inwestycji firm publicznych oraz największych przedsiębiorstw krajowych...



Nastroje inwestycyjne firm wciąż zbyt słabe, aby zrekompensować ubytek finansowania unijnego

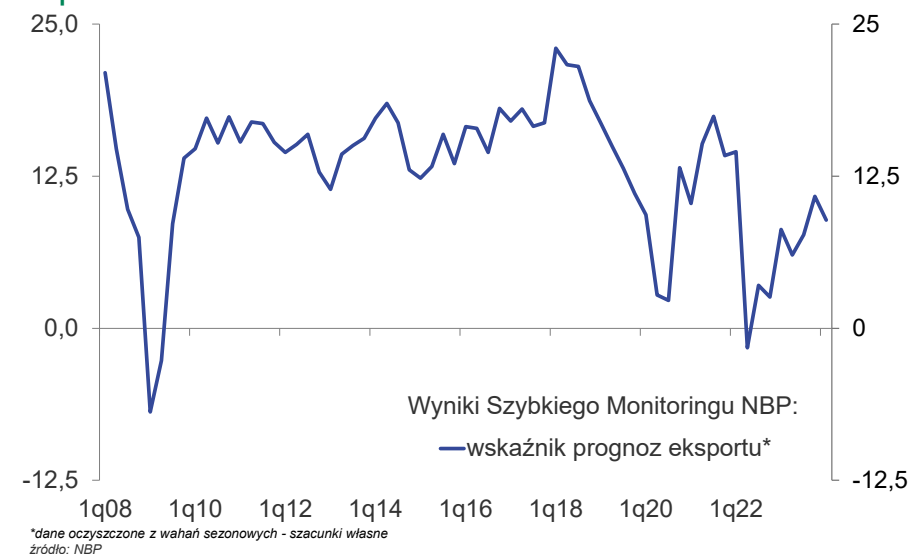




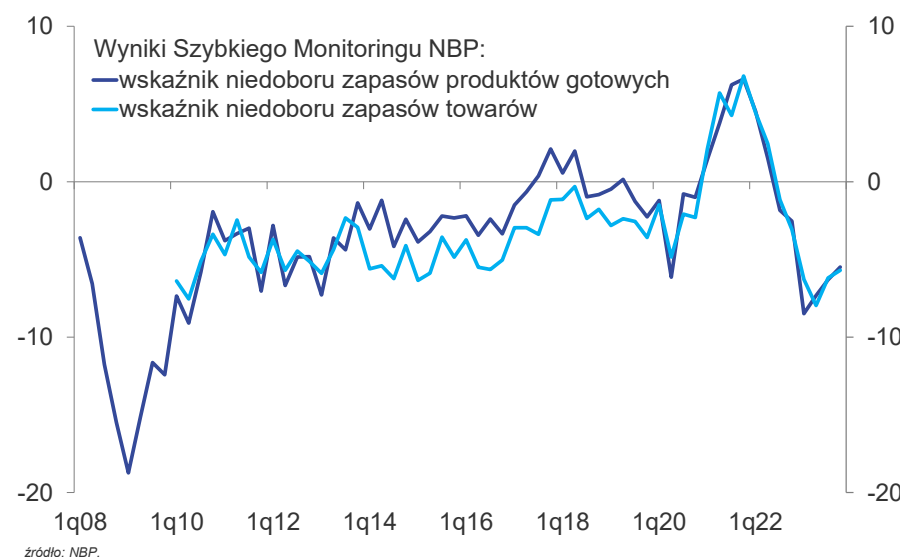
Słaba koniunktura w gospodarce globalnej będzie ograniczać ożywienie eksportu

- Pod koniec 2023 r. nieco osłabł optymizm eksporterów nt. perspektyw popytu – w reakcji na silny spadek eksportu w II poł. roku.
- Perspektywa stopniowej poprawy koniunktury w strefie euro i lepsze wskaźniki koniunktury dla globalnego przemysłu dają szansę na ożywienie w handlu międzynarodowym, dlatego w 2024 r. oczekujemy wzrostu eksportu.
- Jednak wobec wciąż bardzo słabej kondycji niemieckiego przemysłu, poprawa w eksporcie będzie ograniczona.
- Badania NBP wskazują na ograniczenie nadmiarowych zapasów, co sugeruje ograniczenie dotychczasowej głęboko ujemnej kontrybucji zapasów we wzrost PKB. Zmiany po stronie zapasów będą jednak istotnie wpływały na wyniki importu (wysoka importochłonność zapasów), co ograniczy pozytywny wpływ na PKB.
- Zakładając lekkie ożywienie eksportu i silniejszy wzrost importu, oczekujemy w br. spadku kontrybucji eksportu netto.

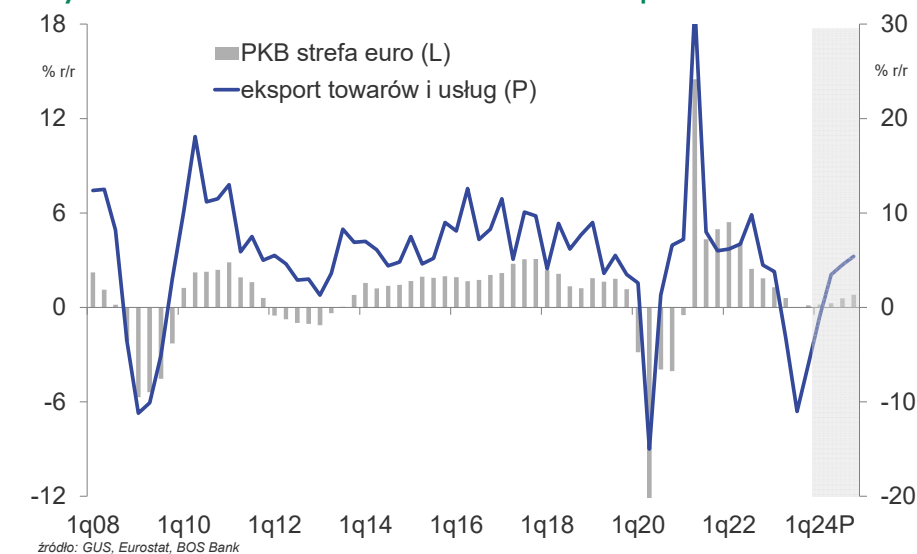
Na przełomie roku lekka weryfikacja prognoz eksporterów...



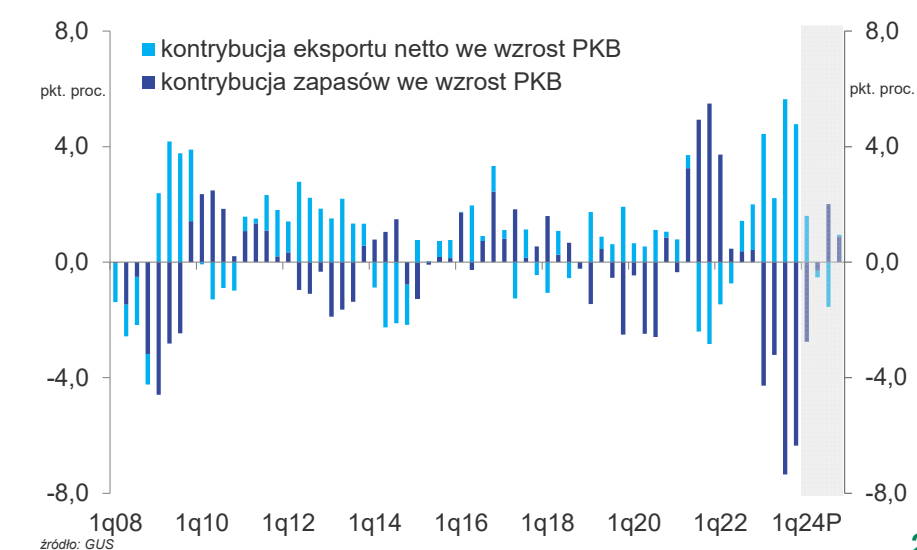
Bardzo stopniowa poprawa ocen firm poziomu zapasów...



...których sprzedaż w II poł. ub.r. silnie osłabła, a powolne ożywienie w strefie euro ostabi odbicie eksportu



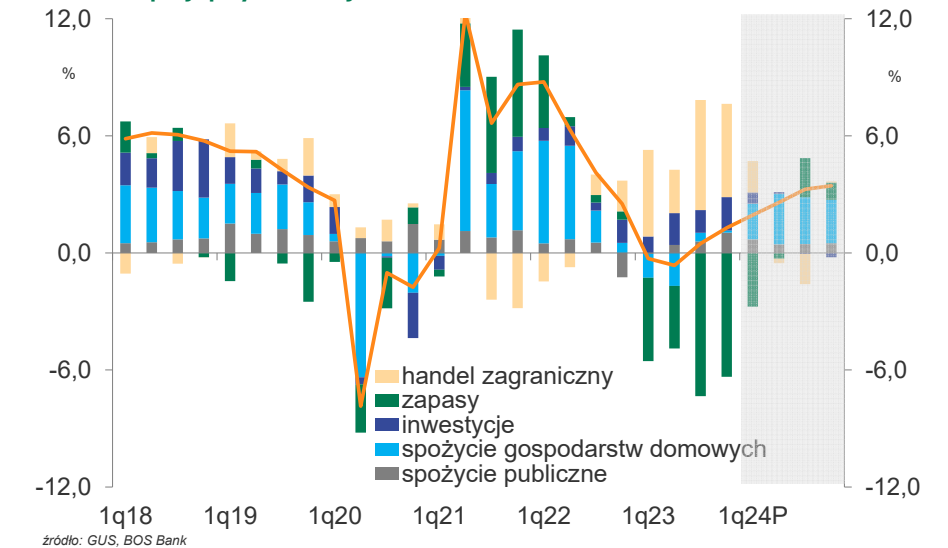
...daje szansę na ograniczenie ich ujemnej kontrybucji we wzrost PKB w 2024 r.



W 2024 r. prognozowany wzrost PKB bliski 3,0%

- Prognozujemy, że w 2024 PKB wzrośnie o 2,8% r/r wobec 0,2% w 2023 r. W I kw. oczekujemy wzrostu PKB w okolicach 2,0% r/r, a w II połowie roku ok. 3,5% r/r.
- Głównym czynnikiem stymulującym wzrost dynamiki PKB będzie wyraźne odbicie dynamiki spożycia gospodarstw domowych (do 4,0% z -1,0% w ub.r.), dzięki znaczącej poprawie ich sytuacji dochodowej.
- Zakładając niskie tempo wzrostu gospodarki globalnej, w szczególności w strefie euro, oczekujemy natomiast bardzo stopniowego wzrostu popytu zagranicznego, po jego silnym osłabieniu w II poł. 2023 r.
- Pomimo generalnie pozytywnych tendencji gospodarczych, w 2024 r. oczekujemy silnego obniżenia dynamiki inwestycji do 0,0% z 8,0% w 2023 r. Wpływ zakończenia w 2023 r. inwestycji współfinansowanych ze środków UE będzie silniejszy względem ogólnej poprawy koniunktury, w tym nastrojów przedsiębiorstw. Szczególnie silnego osłabienia inwestycji oczekujemy w zakresie inwestycji SFP oraz przedsiębiorstw publicznych.
- Bilans ryzyka dla prognozy bazowej ciąży w kierunku wyższego wzrostu PKB, w szczególności w zakresie spożycia gospodarstw domowych i wkładu eksportu netto (słabsze odbicie importu), pomimo wysokiego ryzyka silniejszego dostosowania w zakresie inwestycji. Na ograniczenie negatywnych czynników ryzyka wskazuje także powszechna ocena spadku niepewności funkcjonowania firm.
- Wysokie koszty pracy pozostają główną barierą dla szybszego rozwoju firm, ale czynnikiem ryzyka dla prognoz pozostają przede wszystkim kwestie zewnętrzne. Choć ryzyka z tego tytułu obniżyły się względem poprzedniego kwartału (stabilniejsza sytuacja cykliczna), to sytuacja geopolityczna pozostaje ważnym czynnikiem ryzyka dla rozwoju sytuacji gospodarczej na świecie oraz w kraju.

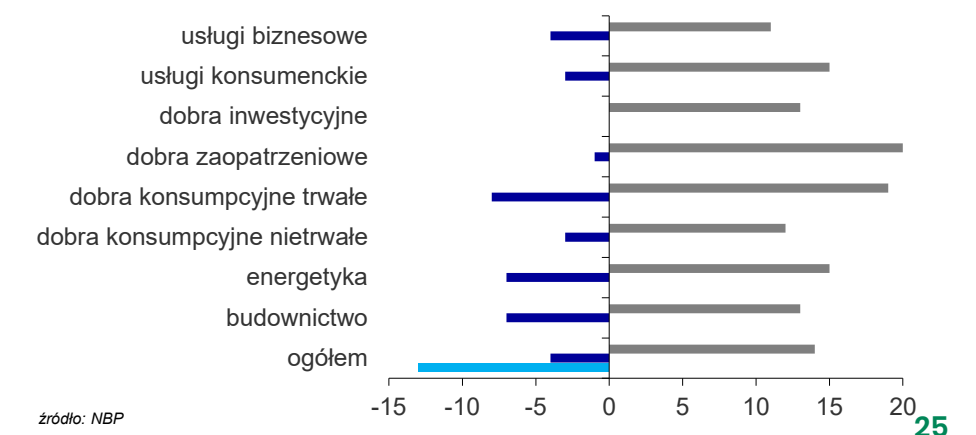
W trakcie 2024 r. wyraźne ożywienie dynamiki PKB, głównie konsumpcji prywatnej



Ryzyka dla prognoz utrzymują się, ale z początkiem br. wyraźnie obniżyła się niepewność działalności firm

Ocena niepewności działalności firm:

- odsetek przedsiębiorstw oceniających niepewność jako wysoką
- zmiana w skali kwartału
- zmiana w skali roku



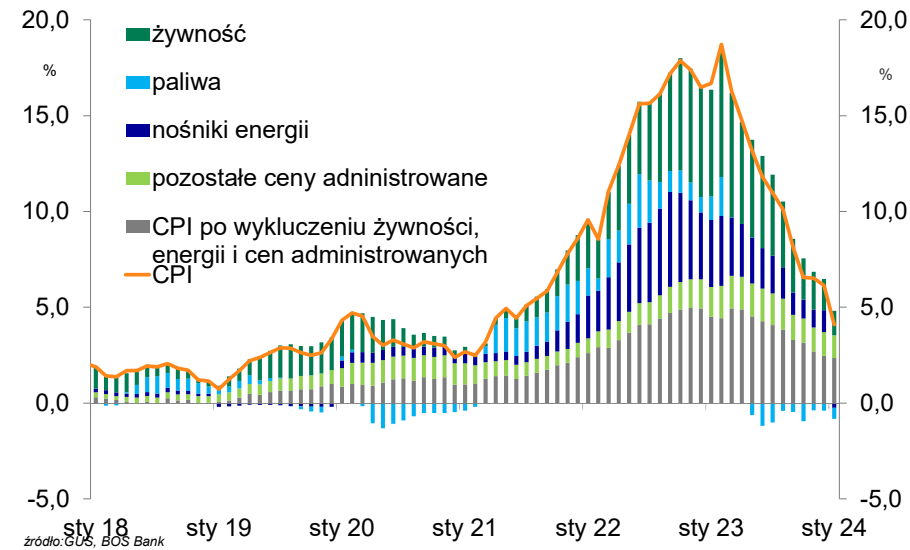
W I kw. 2024 skokowy spadek inflacji CPI w kierunku celu inflacyjnego 2,5%

- W styczniu br. inflacja CPI skokowo obniżyła się do 3,9% r/r – wg szacunku GUS w oparciu o koszyk inflacyjny z 2023 r.
- Przy stabilizacji bieżących cen nośników energii wyższa baza odniesienia (przywrócenie podatku VAT na poziomie 23% w styczniu 2023 r.) spowodowała skokowy spadek rocznego wskaźnika cen nośników energii.
- Utrzymał się także wyraźny spadek rocznego indeksu cen żywności, z uwagi na bieżące niższe wzrosty cen przy bardzo wysokich bazach odniesienia sprzed roku.
- Stopniowo obniżała się także inflacja bazowa. W tym przypadku należy jednak wskazać na szacowany nadal relatywnie wysoki (na tle danych historycznych) styczniowy wzrost cen w skali miesiąca, przy decydującym dla spadku indeksu rocznego znaczeniu wysokiej bazy odniesienia sprzed roku.
- Kontynuacja spadku dynamiki rocznej cen żywności oraz inflacji bazowej przyczyni się do spadku inflacji CPI do poniżej 3,0% w marcu.

204-02-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

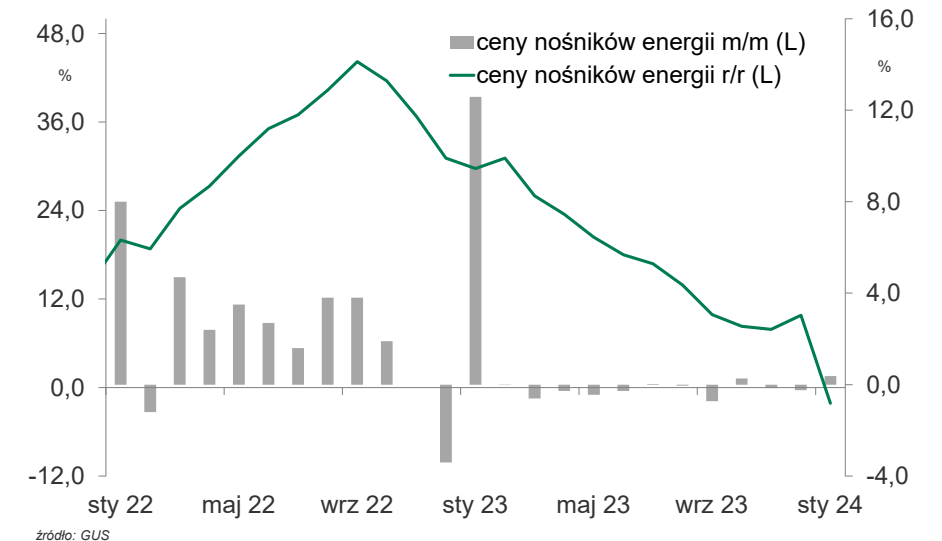
Na początku 2024 r. ponowny skokowy spadek inflacji CPI...



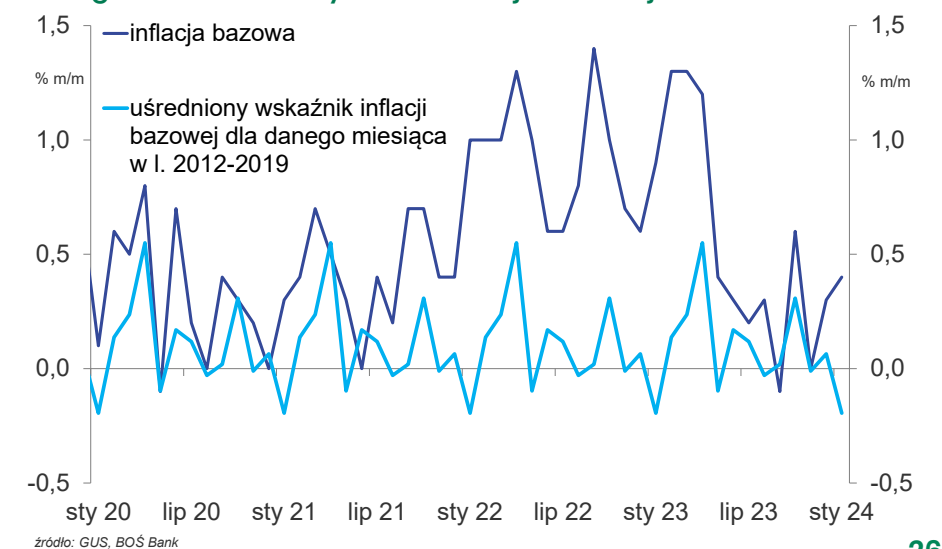
...wyraźnego obniżenia presji na wzrost cen żywności...



...głównie dzięki bieżącej stabilizacji cen nośników energii przy bardzo wysokiej bazie odniesienia...



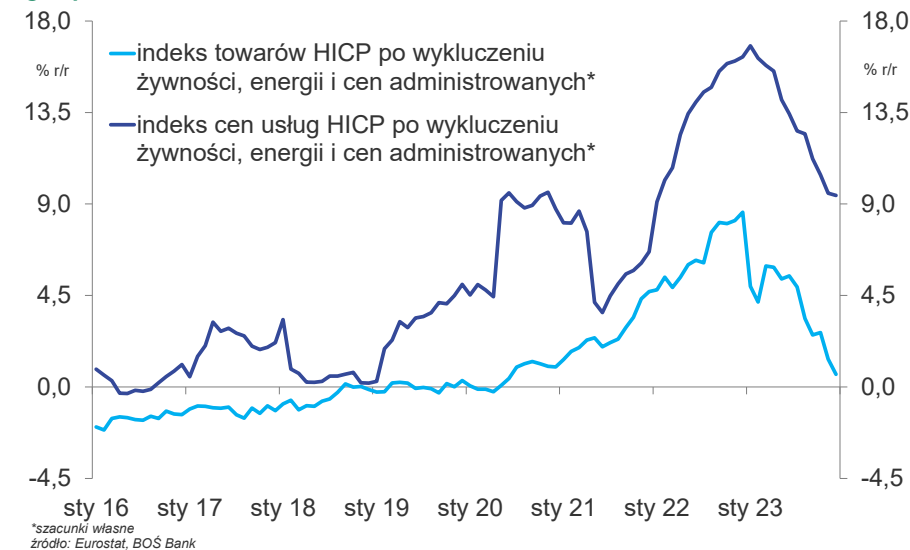
...przy wciąż jedynie stopniowym dostosowaniu w kategoriach zaliczanych do inflacji bazowej



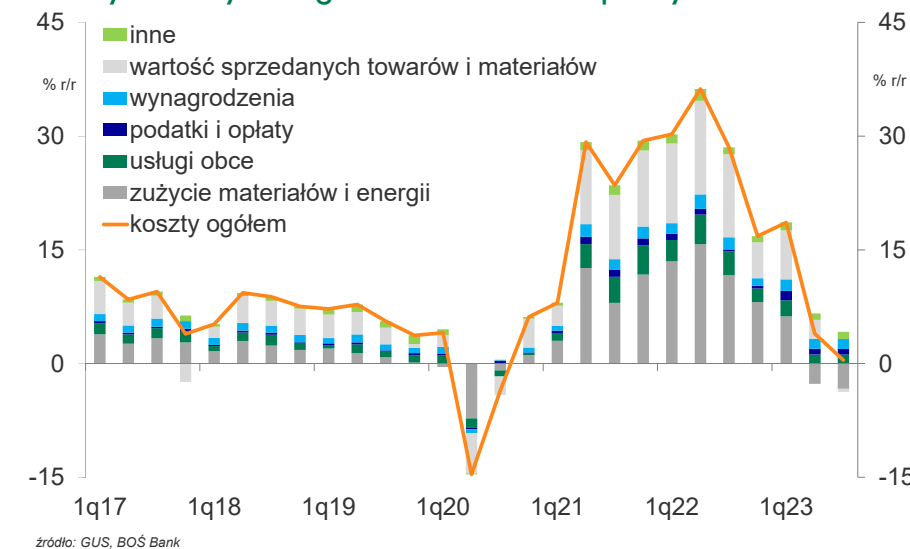
Normalizacja kosztów energii i materiałów sprzyja obniżeniu inflacji bazowej...

- Na przełomie 2023 i 2024 r. utrzymał się spadek inflacji bazowej do ok. 6,5% r/r w styczniu z 8,5% r/r na koniec III kw.
- Cały czas silniej obniżała się dynamika ceny towarów, w reakcji na spadek cen surowców energetycznych i kosztów w globalnym transporcie oraz w efekcie relatywnie niższego popytu konsumentów na towary po boomie w okresie pandemii.
- W usługach dynamika cen obniżała się wolniej, co z kolei wynikało z większego wpływu na te kategorie podwyższonej dynamiki kosztów pracy i relatywnie mocniejszego popytu na usługi.
- Wyniki Szybkiego Monitoringu NBP oraz dane dot. struktury kosztów przedsiębiorstw wskazują jednak na wyczerpywanie się efektu korekty cen surowców i materiałów, szczególnie wobec wzrostu kosztów transportu towarów z Azji do Europy.
- Jednocześnie przy coraz ważniejszym dla firm problemie wysokich kosztów pracy, oceniamy, że w 2024 r. proces dezinflacji będzie przebiegał wolniej niż w 2023 r.

W ub.r. spadki wskaźnika inflacji bazowej, szczególnie w grupie towarów...



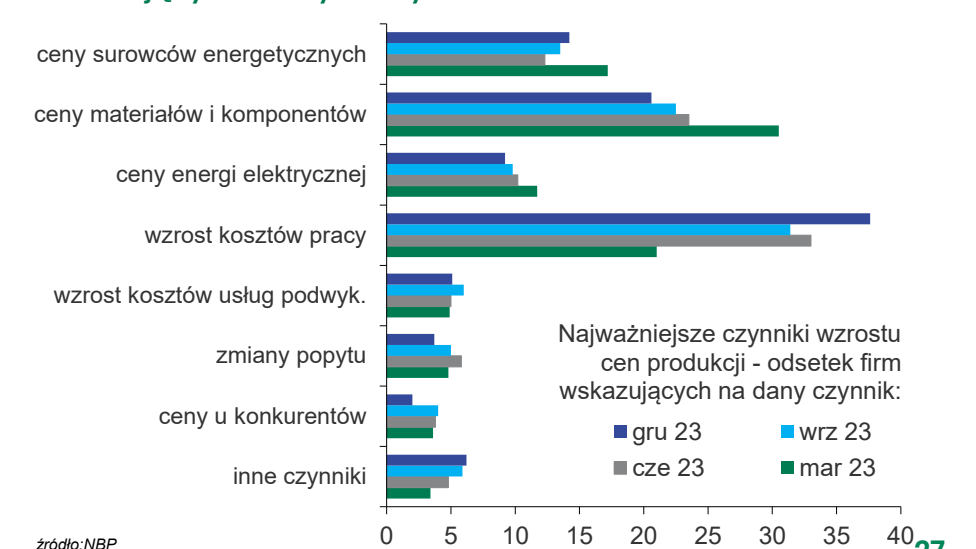
...a deflację kosztów będzie hamować utrzymanie relatywnie wysokiego wzrostu kosztów pracy...



...czemu sprzyjały spadki cen surowców, których jednak wpływ wygasa...



...które stają się coraz ważniejszym czynnikiem kształtującym koszty i ceny





...ale wysokie koszty pracy będą ograniczać skalę tego spadku

- Oczekujemy, że w 2024 r. inflacja bazowa będzie dalej stopniowo obniżać się w kierunku 4,5% r/r wobec 6,9% r/r na koniec 2023 r.
- Choć tempo wzrostu cen będzie obniżać się w warunkach wolniejszego wzrostu kosztów (głównie cen surowców i materiałów) oraz aprecjacji kursu złotego, to tempo tego spadku będą osłabiać opóźnione efekty przerzucania wyższych kosztów działalności na ceny detaliczne, silniejszy wzrost popytu konsumpcyjnego, a przede wszystkim oczekiwana jedynie niewielka skala obniżenia jednostkowych kosztów pracy.
- W rezultacie wskaźnik inflacji bazowej, w tym wskaźnika po wykluczeniu kategorii o istotnym wpływie decyzji administracyjnych na poziom cen, utrzyma się wyraźnie powyżej swojej długookresowej średniej, a proces dalszej dezinflacji będzie postępował bardzo stopniowo.
- W 2023 r. ceny towarów i usług o większym wpływie decyzji administracyjnych rosły relatywnie wolniej, pomimo szoku surowcowego i kosztowego. Takie decyzje wynikały zapewne z wstrzymywania w okresie wyborczym (wybory parlamentarne jesienią 2023 r. oraz samorządowe wiosną 2024), silniejszych podwyżek cen, a nawet ich redukcji – np. darmowe leki dla osób poniżej 18-go i powyżej 65-go roku życia.
- Sądzymy, że po okresie wyborczym tempo wzrostu tych cen będzie relatywnie wysokie, pomimo wygasania szoku kosztowego, właśnie ze względu na przesunięcia podwyżek cen na okres powyborczy (np. ceny miejskiego transportu, opłat związanych z mieszkaniem). Sądzymy, że ten efekt także będzie ograniczał tempo obniżania wskaźnika inflacji bazowej w 2024 r.

Czynniki podażowe sprzyjające dezinflacji, ale cykliczne i strukturalne będą ten proces hamować



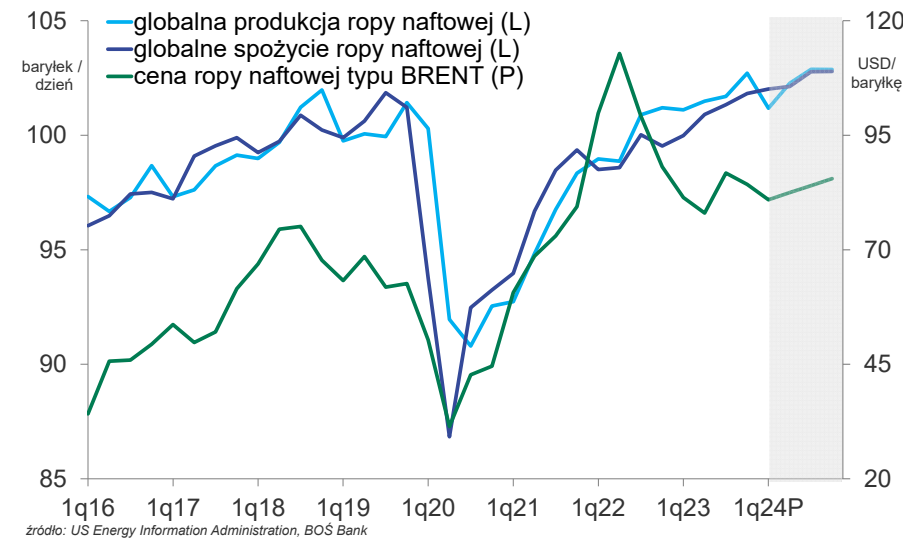
Po okresie wyborczym prawdopodobne podwyżki cen administrowanych



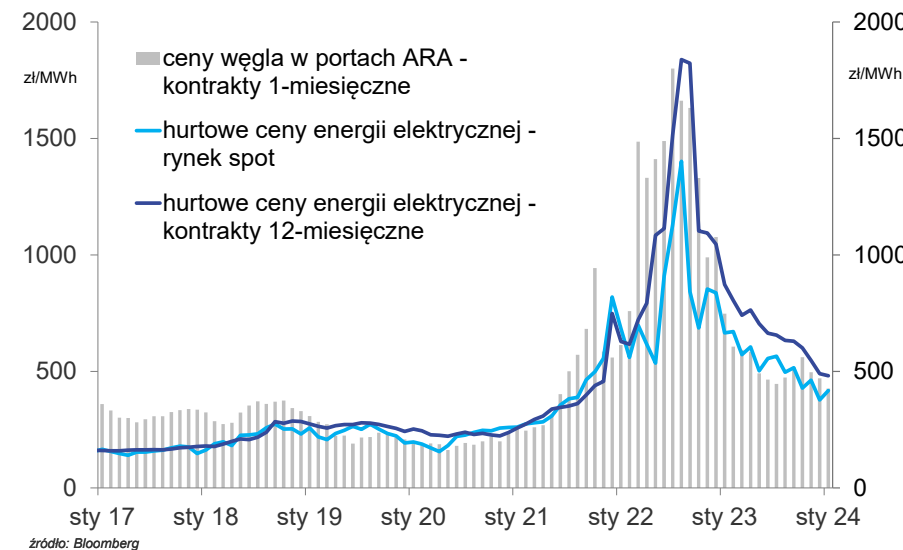
W II połowie roku oczekiwany wyraźny wzrost cen energii...

- Przy niższym ryzyku dla popytu (wyniki chińskiej gospodarki) i podwyższonym ryzyku geopolitycznym dla podaży, zakładamy utrzymanie wyższych cen ropy naftowej – ok. 85 USD/baryłkę ropy Brent.
- Przy tym założeniu i uwzględniając efekty bazy odniesienia oczekujemy dalszego wzrostu rocznej dynamiki cen paliw nieco powyżej zera począwszy od II kw. 2024 r.
- Dla cen nośników energii kluczowe będą z kolei decyzje administracyjne. Spadek cen na rynku hurtowym ogranicza ryzyko gwałtownych dostosowań cen detalicznych, niemniej przy wciąż cenach wyższych od historycznych, wzrost cen detalicznych za energię wydaje się bardzo prawdopodobny.
- Zakładamy, że po okresie wyborczym w II połowie roku ceny nośników energii zostaną podwyższone, choć nie w tak znaczącej skali jak implikowałoby to ich pełne urynkowienie. Ostateczna skala podwyżek cen jest sporą niepewnością, zakładamy, że od lipca rachunek za energię elektryczną wzrośnie o ok. 20% a za gaz o ok. 10%.

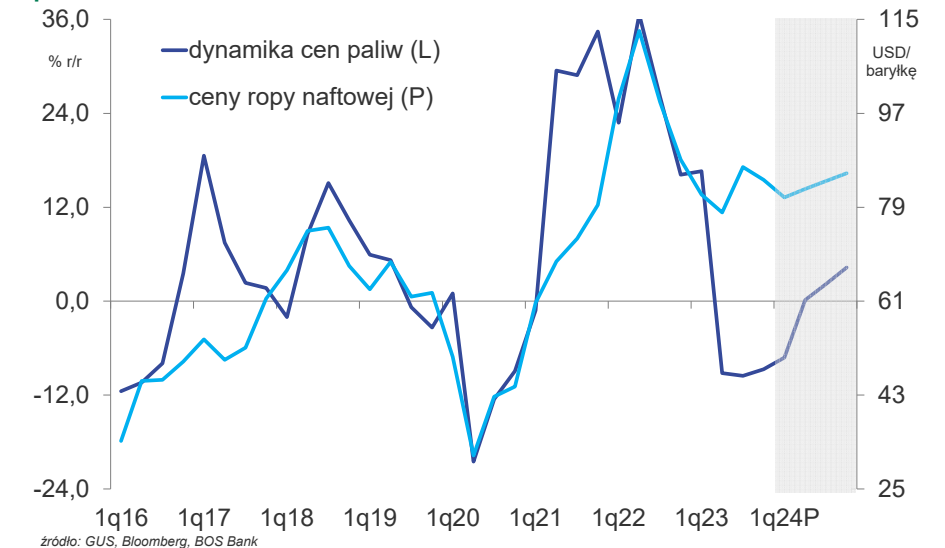
Zakładamy, że ceny ropy naftowej będą w 2024 r. kształtować się w okolicach 85 USD/baryłkę...



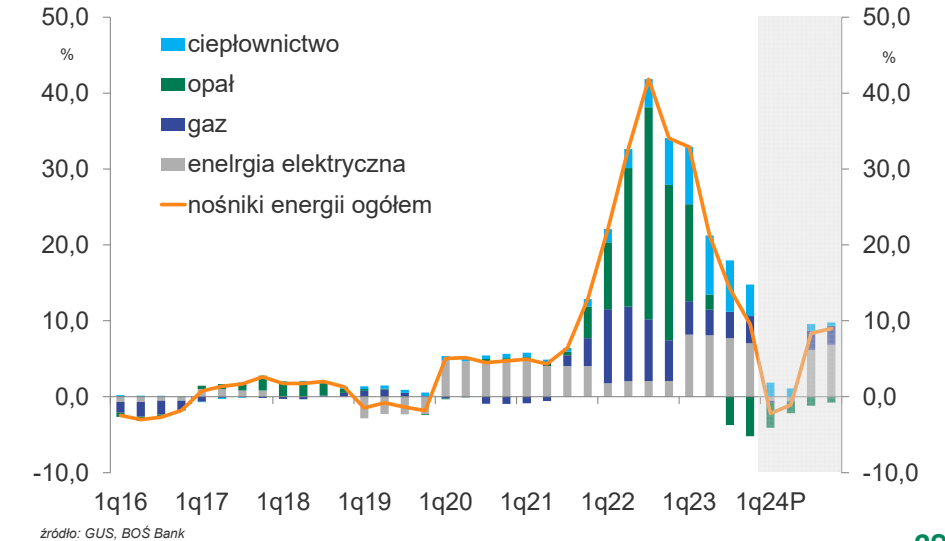
Utrzymujące się podwyższone ceny surowców energetycznych...



...co implikuje powrót dynamiki cen paliw do dodatniego poziomu



...w II poł. roku zostaną prawdopodobnie częściowo przerzucone na gospodarstwa domowe





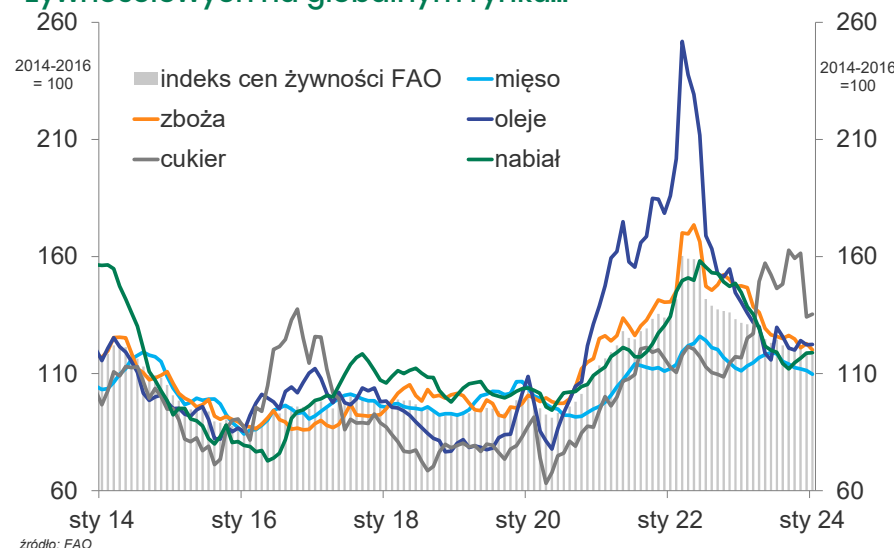
...oraz żywności w wyniku przywrócenia podatku VAT

- Przy wyraźnym spadku cen surowców żywnościowych, nawozów i kosztów energii, oczekujemy dalszego spadku dynamiki cen żywności, przede wszystkim przetworzonej.
- Dotychczasowa skala spadku cen surowców sugerowałaby deflację cen żywności przetworzonej. Zakładamy jednak, że podwyższone koszty produkcji (energii, pracy), będą osłabiać wpływ niższych cen surowców na ceny detaliczne.
- Na ścieżkę cen wpłyną jednak decyzje administracyjne tj. przywrócenie najpóźniej w połowie roku stawki podatku VAT do 5% wobec 0% (obowiązującej nadal w I kw.).
- Zakładamy, że wzrost VAT tylko w części (ok. 3,5%) zostanie przerzucony na klientów, co podwyższy dynamikę cen żywności w II poł. br. do ok 5% r/r. Bardzo dobra sytuacja finansowa podmiotów handlowych (notowana w 2023 r.) wskazuje na opcję nawet słabszego wzrostu cen z tego tytułu.
- Dodatkowo, znacząca skala napływu na rynek UE tańszych produktów rolnych z Ukrainy może przyczynić się do niższej dynamiki cen żywności w krótkim okresie.

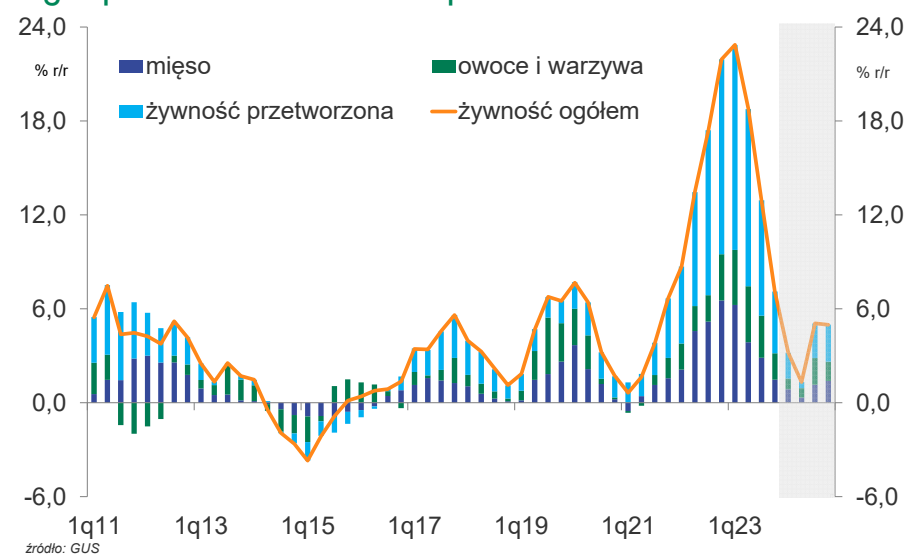
204-02-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Wyraźny spadek cen większości cen surowców żywnościowych na globalnym rynku...



W II poł. roku oczekiwany wzrost dynamiki cen żywności gł. z powodu wzrostu stawki podatku VAT...



...sprzyja prognozie spadku dynamiki cen żywności, przede wszystkim przetworzonej...



...który może jednak zostać zaabsorbowany przez handlowców dzięki ich korzystnej sytuacji finansowej

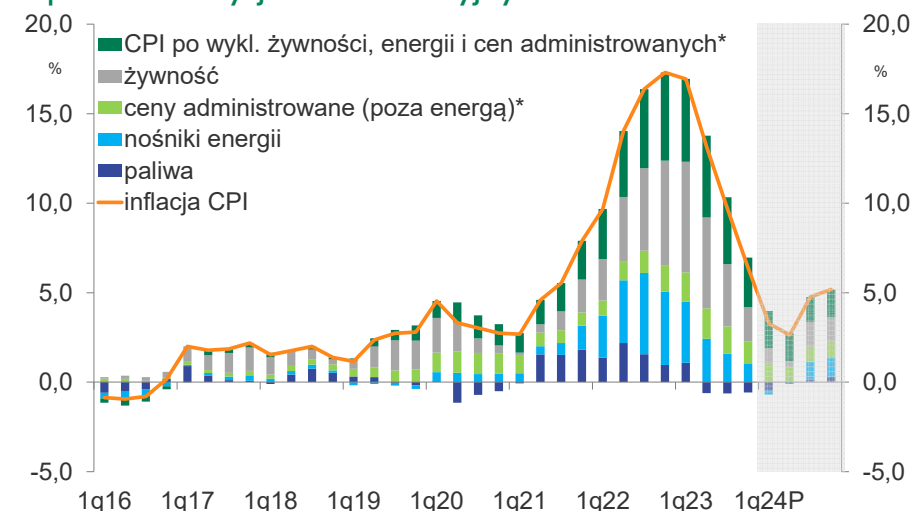




W 2024 r. decyzje administracyjne kluczowe dla ścieżki CPI

- Oczekujemy, że w 2024 r. wskaźnik średniorocznej inflacji CPI obniży się do 4,0% wobec 11,6% w 2023 r., oraz wobec 6,2% na koniec 2023 r.
- W 2024 r. stabilizacja cen surowców energetycznych i żywnościowych w dalszym ciągu powinna wspierać proces dezinflacji, zarówno żywności, energii oraz inflacji bazowej. Jednocześnie jednak wciąż wysoki poziom kosztów działalności firm (przede wszystkim pracy), procesy strukturalne (deglobalizacja, dekarbonizacja) oraz utrzymująca się niepewność dot. kształtowania się cen surowców (ryzyko geopolityczne) będą spowalniać proces dezinflacji.
- Dla ścieżki inflacji w 2024 r. kluczowe znaczenie będą miały decyzje administracyjne. Pod koniec 2023 r. rząd przedłużył do końca I kw. br. utrzymanie 0% stawki VAT na żywność oraz do końca II kw. „zamrożone” ceny nośników energii.
- Zakładamy, że w trakcie 2024 r. rząd częściowo wycofa się z tych działań ostonowych. Zakładamy, że podwyżki zostaną wprowadzone w II poł. roku, po zakończeniu okresu wyborczego (wybory samorządowe w kwietniu i do Parlamentu Europejskiego w maju). W oparciu o te założenia prognozujemy, że spowoduje to na wzrost wskaźnika CPI do ok. 5% r/r w II poł. roku wobec poniżej 3,0% pod koniec I kw.
- Do chwili obecnej nie zapadły decyzje dot. skali wzrostu cen energii (nie sądzimy, aby zostały one w pełni urynkwione, gdyż poskutkowałoby to wzrostem rachunków za energię elektryczną o ponad 50%). Drugim czynnikiem niepewności jest moment przywrócenia i skala „przerzucenia” wyższej stawki VAT na żywność na ceny detaliczne.
- Bilans ryzyka dla prognozy ciąży w kierunku niższego wskaźnika inflacji wobec scenariusza bazowego, głównie w zakresie kształtowania się cen żywności. Ryzyko wyższej inflacji w głównej mierze jest natomiast związane z sytuacją geopolityczną (wzrost cen w globalnym transporcie, presja na wzrost cen surowców).

W II połowie 2024 r. oczekiwany wzrost inflacji CPI głównie z powodu decyzji administracyjnych...



...których kształt wciąż nie jest znany, co podwyższa ryzyko dla prognozy

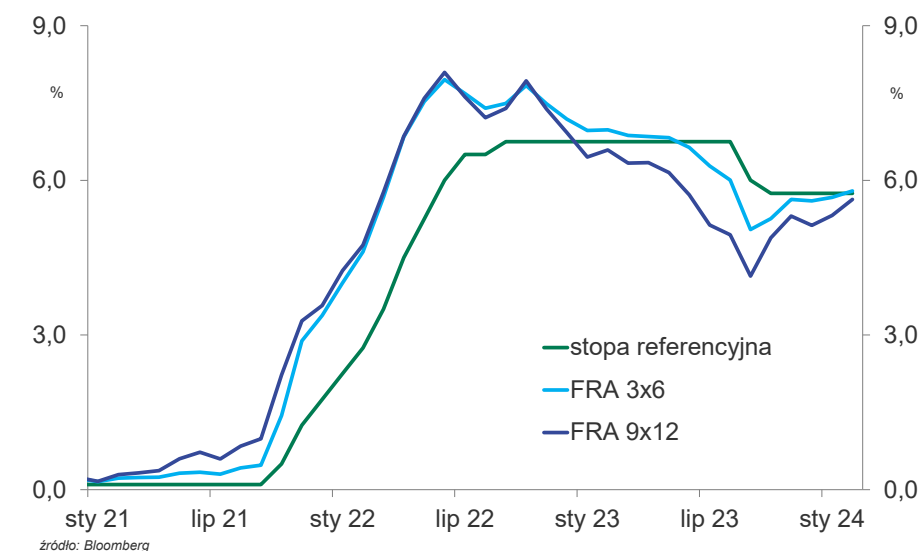




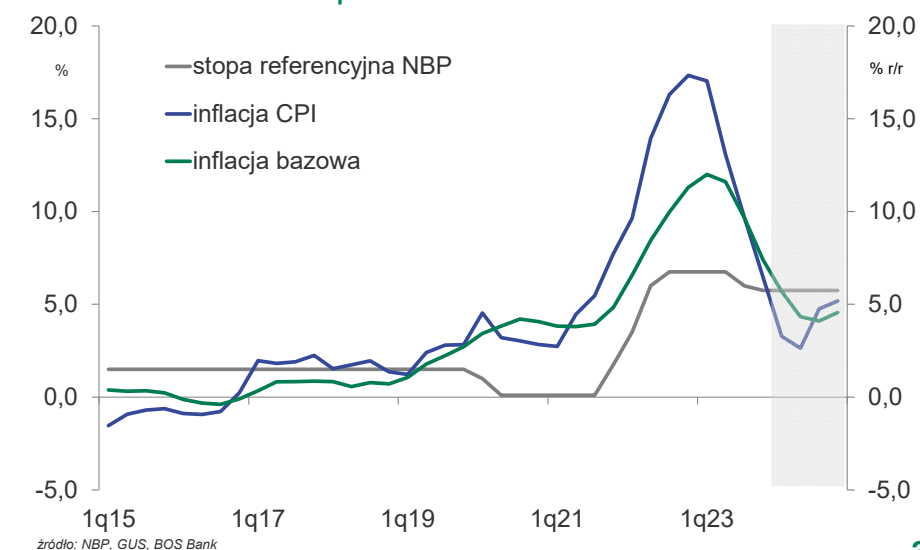
Oczekiwany wzrost inflacji w II połowie roku i bardzo konserwatywna narracja RPP implikują stabilizację stóp procentowych NBP w całym 2024 r...

- Z początkiem 2024 r. Rada Polityki Pieniężnej jeszcze zaostrzyła retorykę, po jej zmianie z bardzo gołębiej na konserwatywną w listopadzie 2023 r. Podczas konferencji prasowej po lutowym posiedzeniu RPP prezes NBP powiedział, że „w jego opinii do końca bieżącego nie powstanie w RPP większość gotowa do poparcia obniżki stóp”.
- W uzasadnieniu konserwatywnego stanowiska wskazał na niepewność prognoz inflacyjnych z tytułu czynników regulacyjnych i fiskalnych (stawka VAT na żywność, ceny energii elektrycznej, wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym).
- W oparciu o naszą prognozę wzrostu CPI do ok. 5% r/r w II poł. 2024 r. oraz ostatnie silne zaostrzenie retoryki RPP skorygowaliśmy nasz scenariusz i obecnie oczekujemy utrzymania stabilnych stóp procentowych przez cały bieżący rok. Uważamy, że przy tak restrykcyjnym stanowisku Rady poziom realnych dodatnich stóp procentowych w II połowie roku będzie zbyt niski dla redukcji stóp, a argument silniejszego spadku inflacji bazowej czy też perspektywy obniżenia inflacji w 2025 r. nie będzie miał dla Rady znaczenia wobec wzrostu bieżącej inflacji.
- Na podstawie przekazu Rady oraz scenariusza makroekonomicznego jako niskie oceniamy prawdopodobieństwo wzrostu stóp procentowych, stąd bilans ryzyka dla prognozy jest asymetryczny, w kierunku niższego poziomu stóp.
- Wśród czynników, które mogłyby skłonić Radę do złagodzenia polityki pieniężnej w trakcie 2024 r. można wskazać – silniejsze spowolnienie gospodarki globalnej i krajowej i gwałtowne obniżki stóp głównych banków centralnych, – silniejsze trwałe umocnienie kursu złotego, – dużo słabszy od naszej prognozy wzrost inflacji w II połowie roku, np. w scenariuszu głębszego spadku inflacji bazowej, deflacji cen żywności np. w sytuacji mniejszego wpływu wzrostu VAT na ceny żywności.

Duża zmienność oczekiwań rynkowych dot. perspektyw stóp NBP



Wzrost inflacji CPI w II połowie roku argumentem dla RPP dla braku obniżek stóp





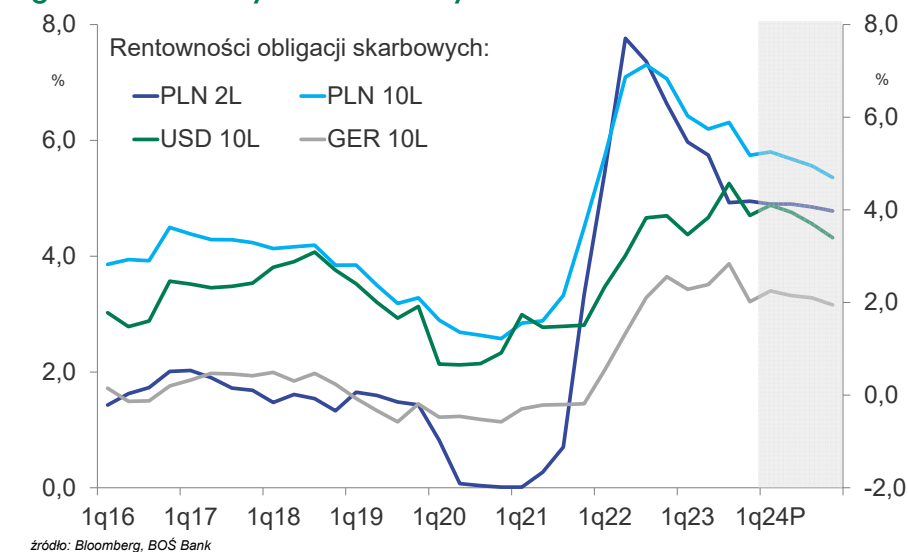
...co ograniczy skalę obniżenia rentowności krajowych obligacji skarbowych

- Na przełomie 2023 i 2024 r. utrzymywała się podwyższona zmienność rentowności krajowych obligacji skarbowych, głównie w ślad za sytuacją na rynkach globalnych (ich silny spadek pod koniec 2023 r. i wzrost na początku 2024 r.). Dodatkowo korekta oczekiwań w kierunku bardziej konserwatywnej polityki RPP dodatkowo wsparła wzrost rentowności.
- Prognozując spadek rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych oczekujemy też dalszego spadku rentowności krajowych obligacji w trakcie 2024 r., pomimo korekty prognozy stóp NBP. Jednocześnie scenariusz wolniejszego tempa obniżek stóp Fed i EBC będzie skutkował wolniejszym (niż miało to miejsce pod koniec 2023 r.) spadkiem rentowności.
- Przy mniejszym wpływie czynników globalnych na krótki koniec krzywej, w trakcie roku rentowności obligacji 2-letnich obniżą się w niewielkim stopniu, choć prawdopodobne utrzymanie wysokiego popytu sektora bankowego na te papiery będzie wspierać relatywnie niskie rentowności tych papierów.
- Z drugiej strony wpływającym nadal negatywnie na ceny obligacje będzie utrzymująca się w ostatnich kwartałach wysoka podaż papierów skarbowych, która może ograniczać skalę spadku rentowności. Oczekujemy, że w 2024 r. deficyt SFP utrzyma się powyżej 5% PKB, na wysokim poziomie utrzyma się także podaż obligacji (Skarbu Państwa i emitowanych przez BGK), co w warunkach globalnego efektu wysokich podaży i zapadania obligacji w posiadaniu NBP będzie ciążyć cenom krajowych obligacji.
- Jednocześnie podtrzymujemy stanowisko, że pomimo utrzymania podwyższonego poziomu deficytu SFP w I. 2023 – 2024 potencjalna presja na wzrost rentowności z tytułu ewentualnego narastania obaw o sytuację fiskalną (także globalnie) nie powinna być szczególnie silna w przypadku Polski (poza ewentualnym wpływem wyższej premii za ryzyko z tytułu czynników zewnętrznych). Wciąż bowiem poziom długu publicznego Polski poniżej 55% PKB pozostaje umiarkowany na tle innych krajów.

204-02-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

W 2024 r. oczekiwany dalszy spadek rentowności obligacji, głównie dzięki rynkom bazowym



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



Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,2	2,8
Popyt krajowy	% r/r	5,4	6,3	3,3	-2,7	8,5	5,2	-4,2	3,0
Spożycie indywidualne	% r/r	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,2	-1,0	4,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	4,9	8,0	0,4
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,1	-0,2	1,2	0,6	-1,1	0,2	4,3	-0,1
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1 983	2 127	2 288	2 338	2 631	3 067	3 380	3 574
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,3	-1,3	-0,2	2,5	-1,3	-2,4	2,0	0,8
	mld EUR	-1,5	-6,5	-1,2	12,8	-7,4	-15,7	14,7	6,1
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	11,1	15,7	16,3	19,0	17,5	18,6	13,5	12,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% śr.	7,3	6,1	5,4	6,0	6,4	5,4	5,2	5,1
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	3,3	2,6	2,2	-1,0	0,4	2,2	0,6	0,4
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	5,3	7,2	7,2	5,3	8,8	12,1	12,6	11,5
	% r/r, real.	3,2	5,4	4,7	1,9	3,6	-2,0	1,0	7,2
Inflacja CPI	% r/r, śr.	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,4	11,5	4,0
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	0,7	0,7	2,0	3,9	4,1	9,1	10,2	4,7
Depozyty ogółem	% r/r	4,2	9,1	8,2	13,8	10,9	5,7	9,6	5,5
Kredyty ogółem	% r/r	3,8	7,1	5,0	0,7	5,1	1,7	0,0	3,3
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,8	-5,5	-5,0
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	50,8	48,7	45,7	57,2	53,6	49,3	51,5	53,6
Stopa referencyjna NBP	% k.o.	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75
Stopa kredytu lombardowego NBP	% k.o.	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25
Stopa depozytowa NBP	% k.o.	0,50	0,50	0,50	0,00	1,25	6,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	% k.o.	1,72	1,72	1,71	0,21	2,54	7,02	5,88	5,90
Obligacje skarbowe 2L	% k.o.	1,69	1,33	1,43	0,01	3,33	6,63	4,95	4,80
Obligacje skarbowe 5L	% k.o.	2,66	2,13	1,79	0,41	3,93	6,83	5,00	4,75
Obligacje skarbowe 10L	% k.o.	3,29	2,81	2,10	1,22	3,62	6,83	5,18	4,70
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,45
PLN/USD	PLN, k.o.	3,48	3,76	3,80	3,76	4,06	4,40	3,94	4,14
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,57	3,82	3,92	4,26	4,45	4,77	4,68	4,73
założenia zewnętrzne		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
PKB - USA	% r/r	2,3	2,9	2,3	-2,2	5,8	1,9	2,5	1,8
PKB - strefa euro	% r/r	2,7	1,9	1,4	-6,2	5,9	3,4	0,5	0,5
PKB - Chiny	% r/r	6,9	6,8	6,0	1,8	8,5	3,0	5,2	4,8
Inflacja CPI - USA	% r/r, śr.	2,1	2,4	1,9	1,2	4,7	8,0	4,1	2,6
Inflacja HICP - strefa euro	% r/r, śr.	1,4	1,4	1,2	0,3	2,6	8,4	5,5	2,3
Stopa funduszy federalnych Fed**	% k.o.	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	4,75
SOFR ON	% k.o.	-	-	-	-	-	4,30	5,38	4,55
Obligacje USA 10L	% k.o.	2,42	2,70	1,92	0,91	1,51	3,88	3,88	3,40
Stopa repo EBC	% k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,75
EURIBOR 3M	% k.o.	-	-	-	-	-	-	-	3,30
Obligacje GER 10L	% k.o.	0,42	0,24	-0,19	-0,58	-0,19	2,56	2,02	1,95
Stopa SNB	% k.o.	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	1,00	1,75	1,75
SARON	% k.o.	-	-	-	-	-	-0,24	1,46	1,74
USD/EUR	USD, k.o.	1,20	1,15	1,12	1,22	1,14	1,07	1,10	1,07
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	54,3	71,0	64,1	42,3	70,6	100,0	82,6	83,2

% 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

2024-02-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	-0,3	-0,6	0,5	1,0	1,9	2,6	3,1	3,4
Popyt krajowy	% r/r	-4,8	-2,9	-5,2	-3,8	0,4	2,9	5,0	3,6
Spożycie indywidualne	% r/r	-2,0	-2,8	0,8	0,0	3,0	4,5	4,1	4,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,8	10,5	7,2	7,5	4,3	0,5	-0,3	-1,0
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	4,5	2,3	5,7	4,8	1,6	-0,4	-1,9	-0,2
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,7	0,0	1,0	2,0	1,9	1,5	0,9	0,8
	mld EUR	5,1	1,6	1,9	6,2	4,8	-0,9	-2,6	4,8
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	5,4	5,1	5,0	5,1	5,3	4,9	4,9	5,1
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	1,0	0,8	0,4	0,0	0,2	0,3	0,4	0,7
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	14,3	13,8	11,0	11,5	12,2	11,4	11,5	10,8
	% r/r, real.	-2,4	0,6	1,2	4,7	8,6	8,5	6,4	5,3
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	16,1	11,5	8,2	6,2	2,7	3,3	5,0	5,3
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	12,3	11,1	8,4	6,9	5,0	4,3	4,0	4,4
Stopa referencyjna NBP	% k.o.	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Stopa kredytu lombardowego NBP	% k.o.	7,25	7,25	6,50	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Stopa depozytowa NBP	% k.o.	6,25	6,25	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	% k.o.	6,89	6,90	5,77	5,88	5,90	5,90	5,90	5,90
Obligacje skarbowe 2L	% k.o.	5,97	5,75	4,93	4,95	4,95	4,90	4,85	4,80
Obligacje skarbowe 5L	% k.o.	5,93	5,62	5,22	5,00	5,20	5,05	4,90	4,75
Obligacje skarbowe 10L	% k.o.	6,03	5,75	5,89	5,18	5,35	5,20	5,00	4,70
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,68	4,45	4,64	4,35	4,36	4,39	4,42	4,45
PLN/USD	PLN, k.o.	4,29	4,11	4,37	3,94	4,06	4,08	4,11	4,14
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,69	4,56	4,80	4,68	4,66	4,68	4,70	4,73

założenia zewnętrzne		1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24
PKB – USA	% r/r	1,7	2,4	2,9	3,1	3,0	2,5	1,3	0,6
PKB – strefa euro	% r/r	1,3	0,6	0,0	0,1	0,2	0,3	0,6	0,8
PKB – Chiny	% r/r	4,5	6,3	4,9	5,2	4,3	5,4	5,0	4,5
Stopa funduszy federalnych Fed*	% k.o.	5,00	5,25	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00	4,75
SOFR ON	% k.o.	4,82	5,09	5,31	5,38	5,30	5,05	4,80	4,55
Obligacje USA 10L	% k.o.	3,47	3,84	4,57	3,88	4,10	3,95	3,70	3,40
Stopa repo EBC	% k.o.	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75
EURIBOR 3M	% k.o.	-	-	-	-	3,95	3,75	3,50	3,30
Obligacje GER 10L	% k.o.	2,29	2,39	2,84	2,02	2,25	2,15	2,10	1,95
Stopa SNB	% k.o.	1,50	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
SARON	% k.o.	0,98	1,45	1,70	1,70	1,72	1,75	1,75	1,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,08	1,09	1,06	1,10	1,08	1,08	1,08	1,08
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	81,4	78,0	86,7	84,3	80,9	82,5	84,0	85,5

% 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.

2024-02-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne