

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

23 listopada 2023 r.



2024 rok – stabilniej w gospodarce, choć szeroki wachlarz ryzyk

**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

- Po historycznie silnej skali podwyżek stóp procentowych w latach 2022 – 2023 główne banki centralne najprawdopodobniej zakończyły cykl zacieśniania polityki pieniężnej. Kontynuacja stopniowego procesu dezinflacji oraz sygnały spowolnienia gospodarki globalnej ograniczają potrzebę dalszych podwyżek stóp pomimo utrzymujących się podwyższonych wskaźników inflacji.
- Powolne tempo spadku inflacji odsunie rozpoczęcie cyklu rozluźniania polityki pieniężnej przez Fed i EBC na ostatnie miesiące 2024 r. o ile osłabienie aktywności nie okaże się silniejsze od oczekiwań.
- Bieżące nastroje rynkowe na stopniowe osłabienie aktywności gospodarczej i stosunkowo szybkie obniżki stóp wydają nam się zbyt optymistyczne. Nie oczekujemy zatem dalszego silnego wzrostu rynkowego apetytu na ryzyko, szczególnie przy utrzymujących się czynnikach ryzyka dla sytuacji geopolitycznej oraz wysokiego poziomu zadłużenia sektora publicznego.
- Sytuacja globalna wspierała w 2024 r. nie będzie sprzyjać dalszej aprecjacji złotego. Jednak uruchomienie środków unijnych w ramach Krajowego Planu Odbudowy i bardziej konserwatywna polityka pieniężna RPP będą wspierać utrzymanie kursu złotego w okolicach bieżących mocniejszych poziomów.
- Choć spowalniająca gospodarka globalna oraz zakończenie w 2023 r. krajowych projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE finansowanych w ramach Perspektywy finansowej UE na l. 2014 – 2020 nie będą sprzyjać wyraźnemu ożywieniu polskiej gospodarki, to solidny wzrost wydatków konsumentów dzięki poprawie ich sytuacji dochodowej, powinien stabilizować dynamikę PKB w 2024 r. powyżej 2,0% r/r.
- W 2024 r. oczekujemy dalszego obniżenia inflacji choć jego tempo wyraźnie wyhamuje z powodu czynników administracyjnych. Zakładamy, że na początku roku podwyżka podatku VAT na żywność oraz rozpoczęcie stopniowego podwyższania cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych podwyższą ścieżkę inflacji o ponad 1,5 pkt. proc. W 2024 r. oczekujemy obniżenia wskaźnika CPI do około 5,5% na koniec 2024 r. wobec 6,7% r/r w grudniu br.
- Wyraźne zaostrezenie retoryki RPP w listopadzie oraz zakładany przez nas scenariusz makroekonomiczny znacząco zawężają przestrzeń do dalszego rozluźnienia polityki pieniężnej w 2024 r. Oczekujemy, że w 2024 r. stopy procentowe NBP zostaną obniżone w ograniczonej skali – o 50 pkt. baz. i nastąpi to dopiero w II połowie roku.
- Biorąc pod uwagę istotny wpływ na ścieżkę inflacji decyzji administracyjnych, które ostatecznie będą podejmowane na przetomie 2023 / 2024, w najbliższych miesiącach utrzyma się niepewność prognoz inflacji i tym samym ścieżki stóp procentowych NBP w 2024 r.



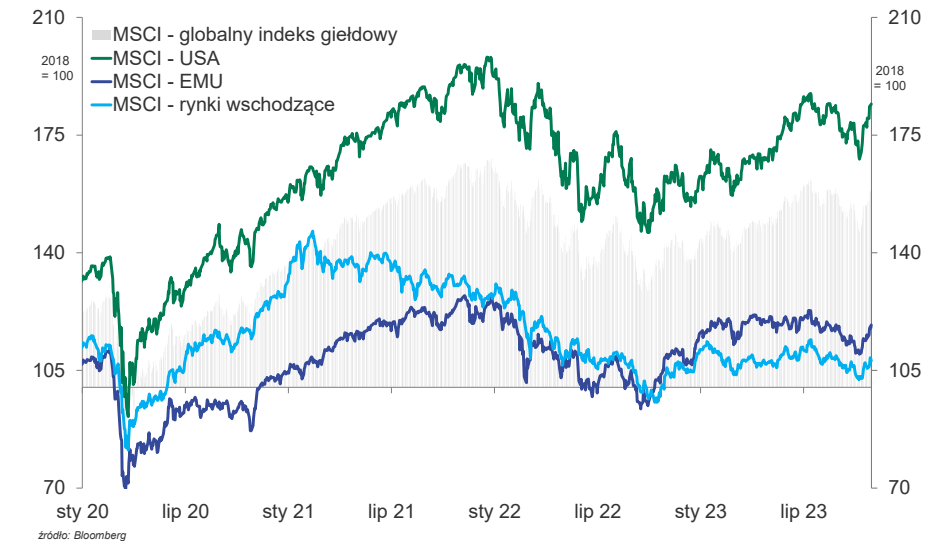
Wzrost nadziei rynkowych na stopniową dezinflację i ograniczoną skalę spowolnienia aktywności

- Nieco niższa od oczekiwań październikowe wyniki inflacji w USA i w strefie euro wzmocniły oczekiwania na kontynuację procesu dezinflacji, przy jednoczesnym uniknięciu silnego spowolnienia aktywności w sferze realnej. Taki scenariusz znacząco poprawił nastroje na globalnym rynku finansowym, wzmacniając zarówno obligacje skarbowe jak i akcje oraz przyniósł wyhamowanie dotychczasowego trendu aprecjacji dolara.
- Tym samym odwróciły się tendencje z III kw., kiedy obawy przed utrzymaniem presji inflacyjnej wzmacniały obawy przed dalszym zacieśnieniem polityki pieniężnej i w dłuższej perspektywie recesją. To szkodziło aktywom finansowym, o wyższym profilu ryzyka pomimo napływających niezłych danych nt. aktywności gospodarki USA.
- Zakładany przez nas scenariusz, w którym gospodarka globalna stopniowo spowolni i kontynuowany będzie spadek inflacji powinien sprzyjać obniżeniu rentowności obligacji skarbowych.
- Z drugiej strony, pomimo bieżących uspokajających danych, należy pamiętać o kumulowaniu się czynników ryzyka dla globalnego rynku finansowego: – ryzyka dot. skali spowolnienia gospodarki globalnej (głównie w USA w reakcji na zacieśnienie polityki pieniężnej), – ryzyka zmian strukturalnych (w rezultacie deglobalizacji, polityki klimatycznej oraz sytuacji surowcowej), – ryzyka sytuacji geopolitycznej, – ryzyko związanego z wysokim zadłużeniem fiskalnym, pomimo solidnej koniunktury w niektórych gospodarkach.
- Biorąc pod uwagę kumulację czynników ryzyka trudno bieżącą sytuację gospodarczą uznawać za stabilną. Z tego względu nie można wykluczyć silniejszego pogorszenia nastrojów rynkowych w warunkach silniejszego spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie (w naszej ocenie najważniejszy czynnik ryzyka). Alternatywnie, pogorszenie nastrojów może spowodować wolniejsze tempo dezinflacji w sytuacji wzrostu cen surowców na skutek eskalacji ryzyka geopolitycznego. Materializacja tych czynników ryzyka może ponadto nasilić niepewność związaną z wysoką podażą długu skarbowego.

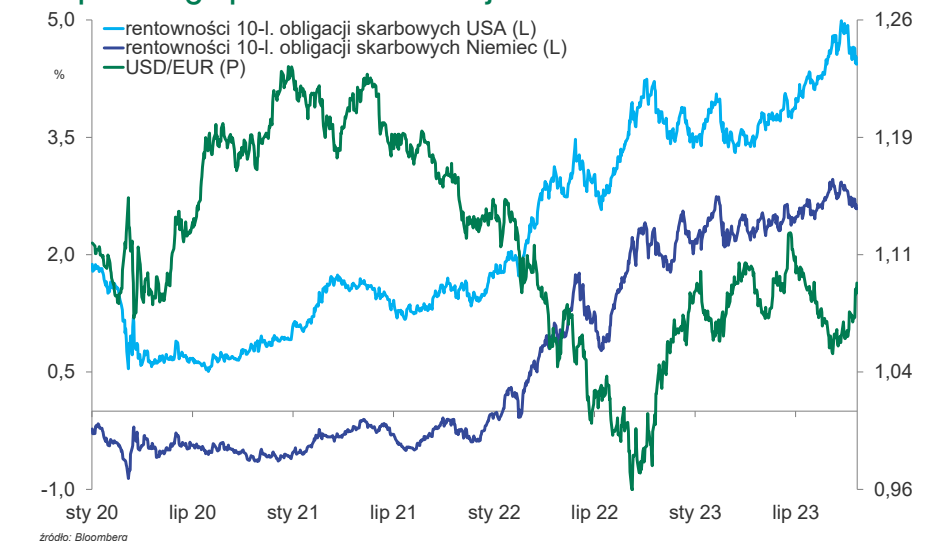
2023-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Poprawa nastrojów na globalnym rynku finansowym...



...przy rosnących oczekiwaniach na kontynuację stopniowego procesu dezinflacji

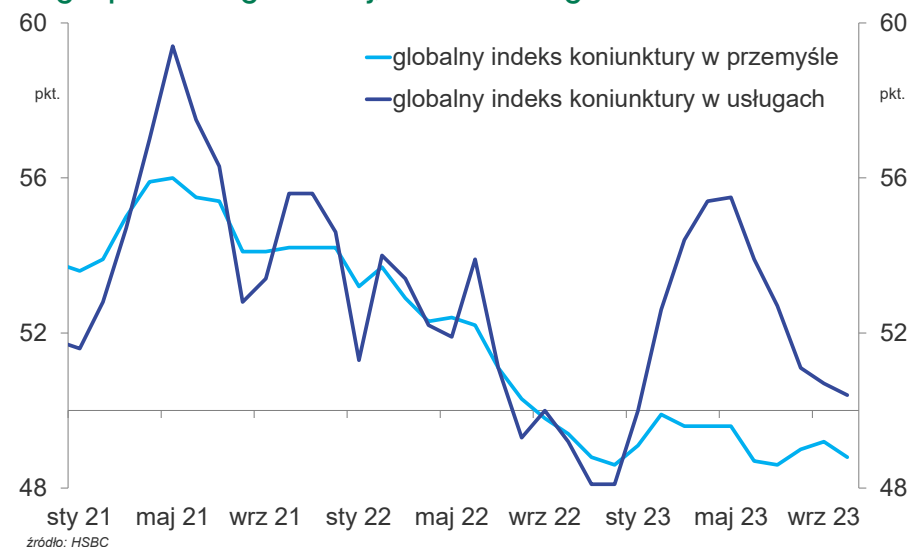




Słabnąca gospodarka globalna przy nadal zaskakująco silnej aktywności w USA

- Indeksy koniunktury wskazują na postępujące spowolnienie aktywności na świecie. Od wielu miesięcy utrzymują się bardzo słabe wyniki w przemyśle, spójne ze stagnacją globalnego handlu. Pod koniec roku silniej pogorszyły się także nastroje w usługach.
- W trakcie roku nasilało się wyraźne zróżnicowanie koniunktury gospodarczej w poszczególnych regionach, tj. silnie spowolniła strefa euro, rozczarowała skala odbicia (po otwarciu gospodarki po pandemii) w Chinach, z kolei zaskakująco dobra koniunktura utrzymała się w USA.
- Zaskakująco mocna aktywność amerykańskiej gospodarki w decydującym stopniu wynikała z utrzymującej się solidnej dynamiki konsumpcji prywatnej.
- Okazało się, że nadwyżkowe „pandemiczne” oszczędności gospodarstw domowych w USA okazały się wyższe od wcześniejszych szacunków, co przy niższej (niż w Europie) skłonności do oszczędzania stymulowało wydatki konsumentów w USA.

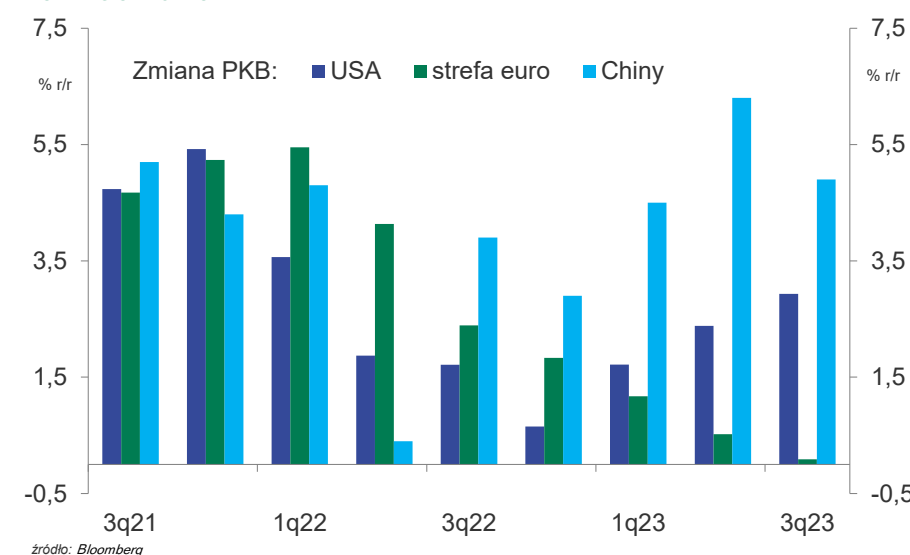
W II połowie 2023 r. wyraźne osłabienie koniunktury w gospodarce globalnej, także w usługach...



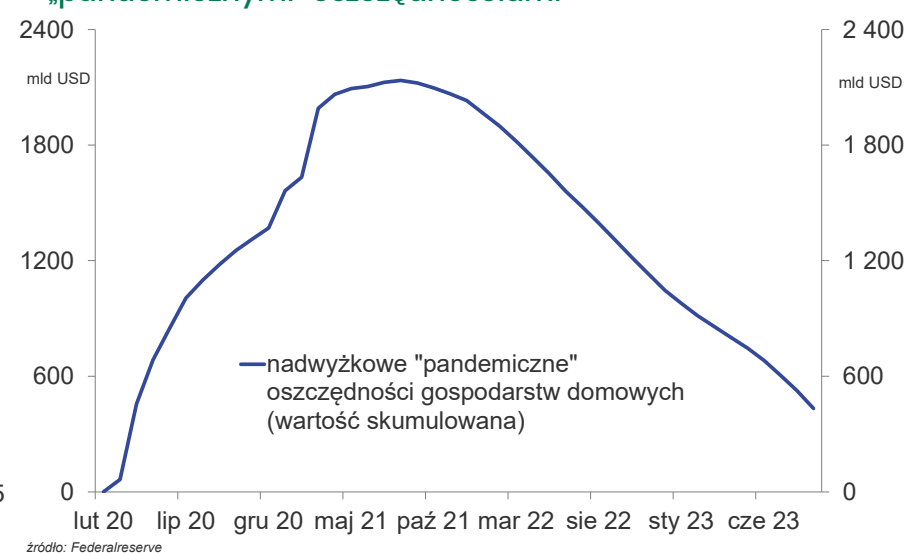
...utrzymująca się stagnacja w globalnym handlu od wielu miesięcy cięży wynikiem przemysłu



Wyniki gospodarcze w poszczególnych regionach bardziej zróżnicowane...



...przy wyższej skali konsumpcji w USA finansowanej „pandemicznymi” oszczędnościami





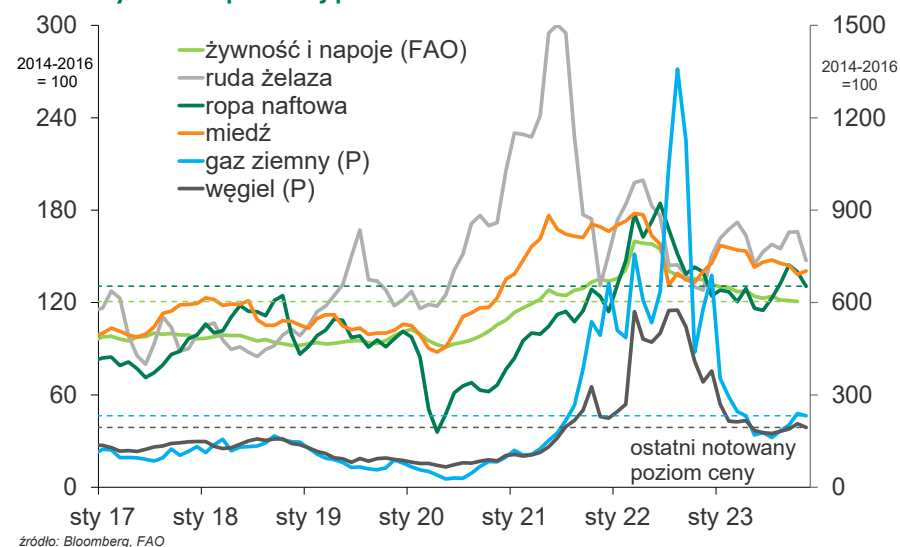
Wolniejszy proces dezinflacji...

- Po wyraźnym spadku cen surowców oraz kosztów transportu w I poł. 2023 r., w II poł. roku generalnie ceny i koszty stabilizowały się. Jednocześnie w przypadku niektórych surowców (żywność, gaz, węgiel) ceny utrzymywały się wyraźnie powyżej długookresowej średniej.
- Przy bardzo wysokich bazach odniesienia (efekt gwałtownego wzrostu cen w I poł. 2022 r.) w II poł. 2023 r. wystąpiła dość powszechnie deflacja cen producentów w przemyśle.
- Te tendencje przyniosły dalszy spadek dynamiki cen detalicznych towarów.
- W dalszym ciągu jednak w gospodarkach rozwiniętych bardzo wolno obniża się inflacja cen usług, na co w głównej mierze wpływa wzrost kosztów pracy oraz opóźnione efekty wzrostu kosztów przedsiębiorstw (z tytułu wyższych cen surowców). Dodatkowo, silniejszy popyt konsumpcyjny w sektorze usług (po ograniczeniu popytu w pandemii) wzmacniał te tendencje.

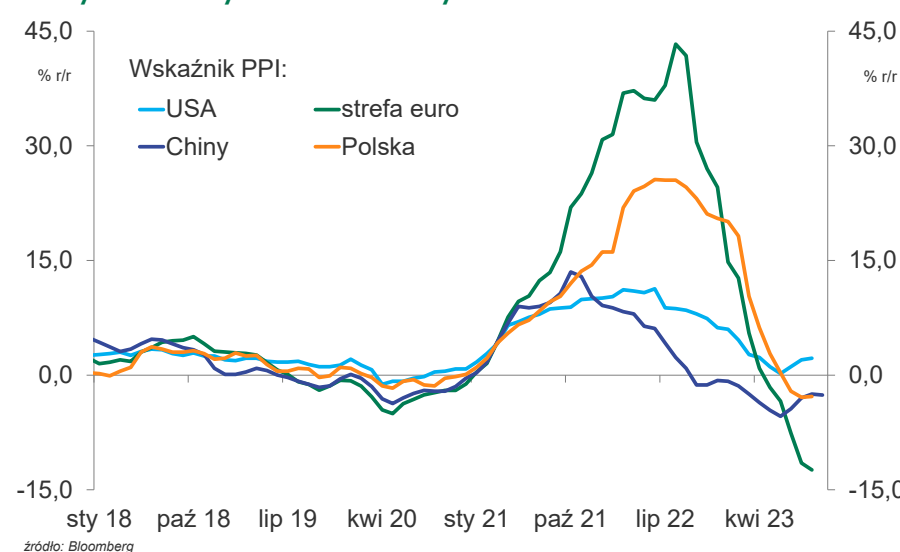
2023-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

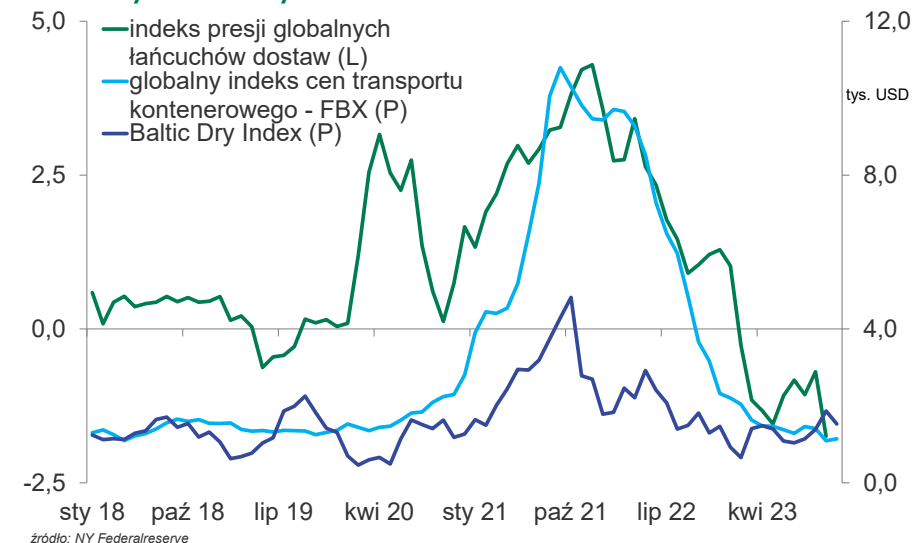
W połowie 2023 r. ceny surowców ustabilizowały się wyraźnie poniżej poziomów z 2022 r.



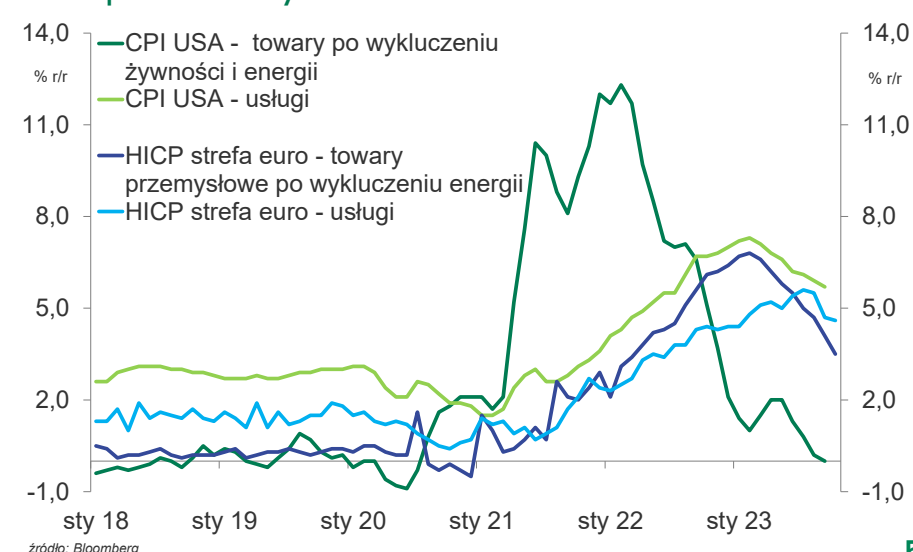
...nasiliło spadek cen producentów w przemyśle i wyraźnie obniżyło indeksy cen detalicznych towarów...



...co wraz ze spadkiem kosztów w transporcie międzynarodowym...



...ale w mniejszym stopniu wpłynęło na dynamikę cen usług, która pozostała wysoka





...i solidne rynki pracy poskutkowały dalszym zacieśnieniem polityki monetarnej

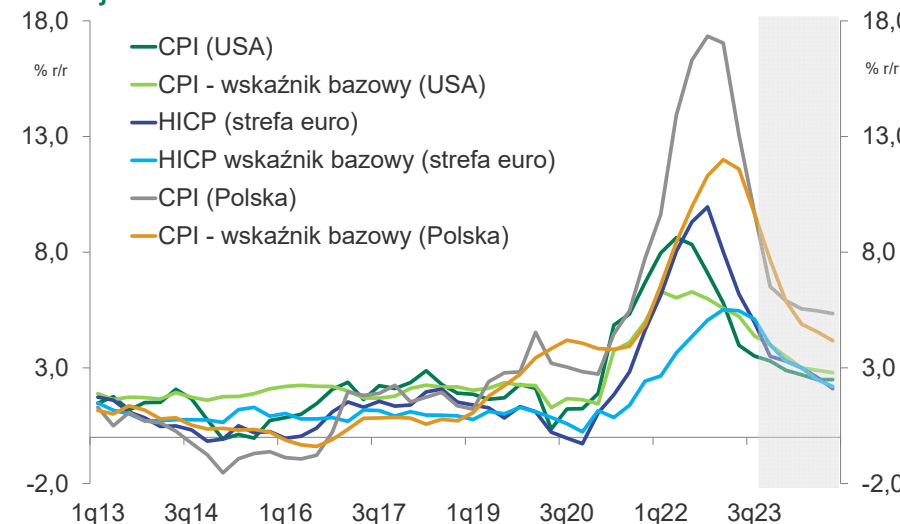
- Choć wyraźne zaostrzenie warunków kredytowania i gwałtowny spadek popytu na kredyt w USA i strefie euro utrzymały się w trakcie 2023 r., główne banki centralne silnie podwyższały stopy procentowe.
- Powolny proces dezinflacji (z powodu wysokiej dynamiki cen usług) oraz wysokie tempo wzrostu kosztów pracy podsycali obawy decydentów przed utrwaleniem podwyższonych oczekiwań inflacyjnych.
- Mniejsza przestrzeń do dalszego spadku inflacji cen towarów, powolna dezinflacja cen usług, mocny rynek pracy w USA oraz trwalszy efekt wzrostu wynagrodzeń w strefie euro (skutek systemu scentralizowanych negocjacji płacowych) dały przesłanki decydentom do oczekiwania odsunięcia w czasie perspektywy powrotu inflacji do celów inflacyjnych banków centralnych.
- Poza trwale wyższym poziomem cen surowców wskaźniki inflacji w średnim okresie podwyższać będą także czynniki strukturalne – deglobalizacja i dekarbonizacja.

Utrzymanie zaostrzonych warunków kredytowania oraz słabego popytu na kredyt w USA...



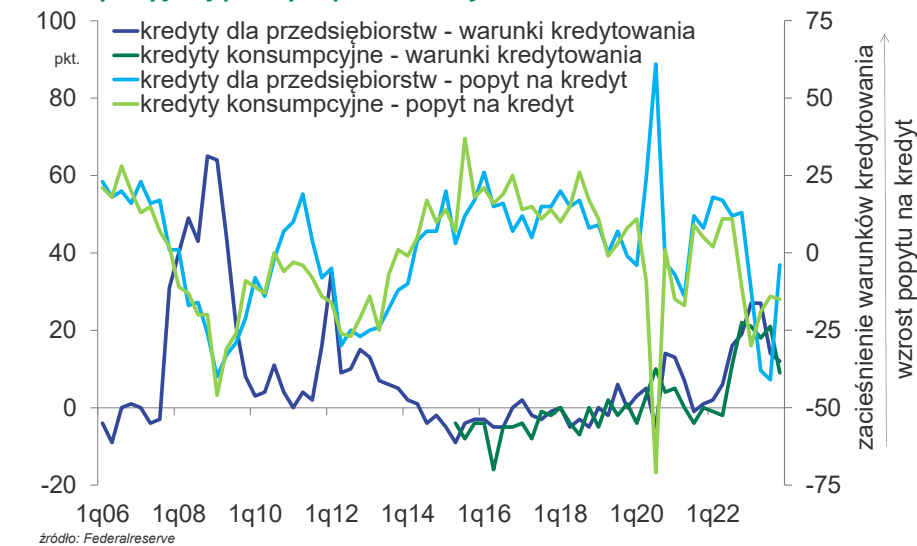
źródło: Federalreserve

...jednak perspektywa wolniejszego od oczekiwań spadek inflacji...



źródło: Bloomberg, BOS Bank

...i w strefie euro czynnikiem wzmacniającym transmisję restrykcyjnej polityki pieniężnej...



źródło: Federalreserve

...oraz podwyższona dynamika wynagrodzeń przesłanką dla kolejnych podwyżek stóp Fed i EBC w III kw.



źródło: Bloomberg



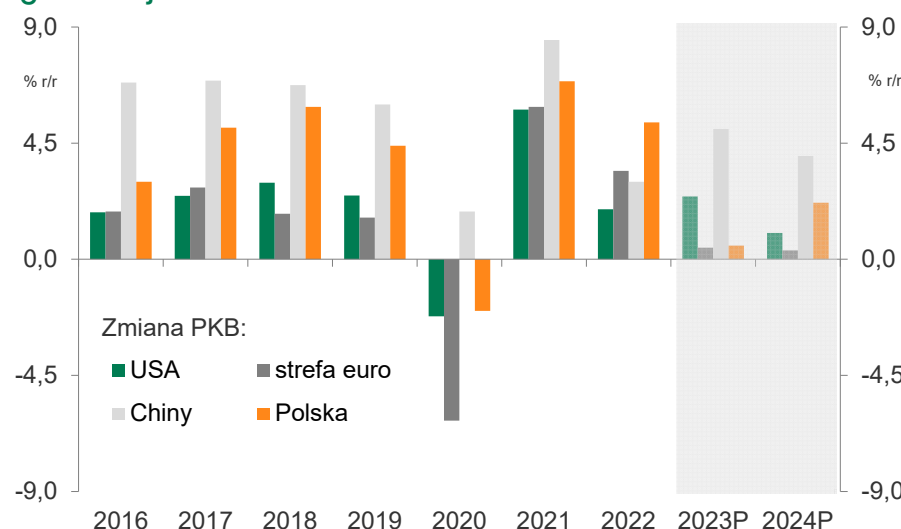
Oczekiwana słabsza aktywność światowej gospodarki w 2024 r., podwyższone ryzyko geopolityczne i sytuacji fiskalnej

- W 2024 r. oczekujemy słabszej koniunktury we wszystkich głównych regionach świata.
- Pomimo słabszej aktywności, wolniejszy proces dezinflacji, wpływa na prognozy jedynie niewielkiej skali obniżek stóp procentowych głównych banków centralnych dopiero pod koniec 2024 r.
- Globalne indeksy niepewności obniżyły się blisko średniej długookresowej. wciąż jednak należy wskazywać na podwyższone ryzyko geopolityczne oraz sytuacji fiskalnej.
- Trwająca wojna w Ukrainie i pogorszenie sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie zwiększają ryzyko dla prognoz cen surowców (ropa naftowa, żywności), jak również zwiększają ryzyko eskalacji konfliktów zbrojnych.
- Wydatki związane z pandemią i kryzysem energetycznym, a potem gwałtowne podwyżki stóp procentowych (skutkujące wzrostem kosztu obsługi długu) znacząco pogorszyły wskaźniki fiskalne większości krajów osłabiając możliwości potencjalnego stabilizowania koniunktury.

2023-11-23

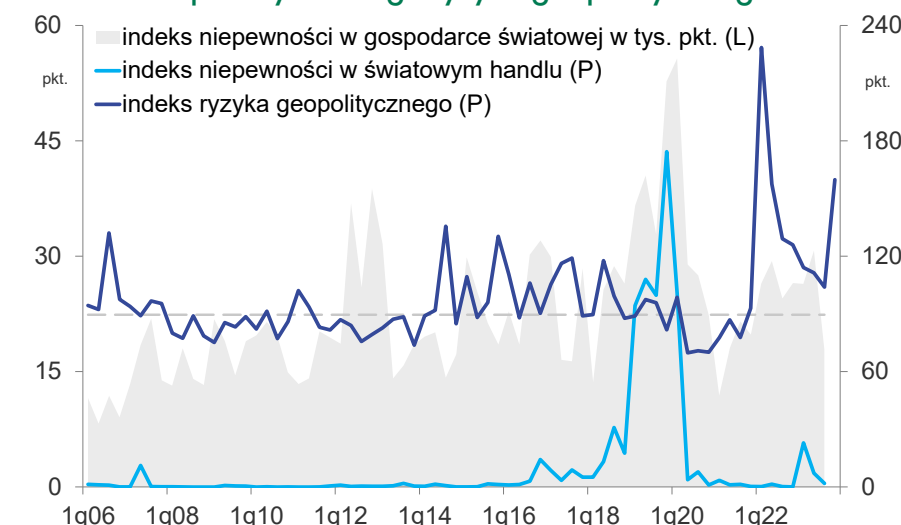
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Prognozowane spowolnienie aktywności gospodarczej globalnej...



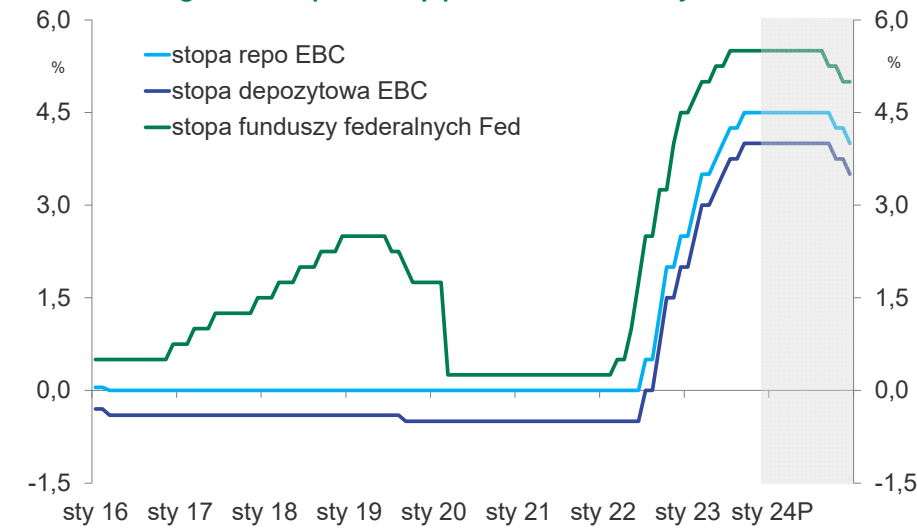
źródło: Bloomberg, BOS Bank

Niepewność prognoz pozostaje wysoka, w szczególności w warunkach podwyższonego ryzyka geopolitycznego...



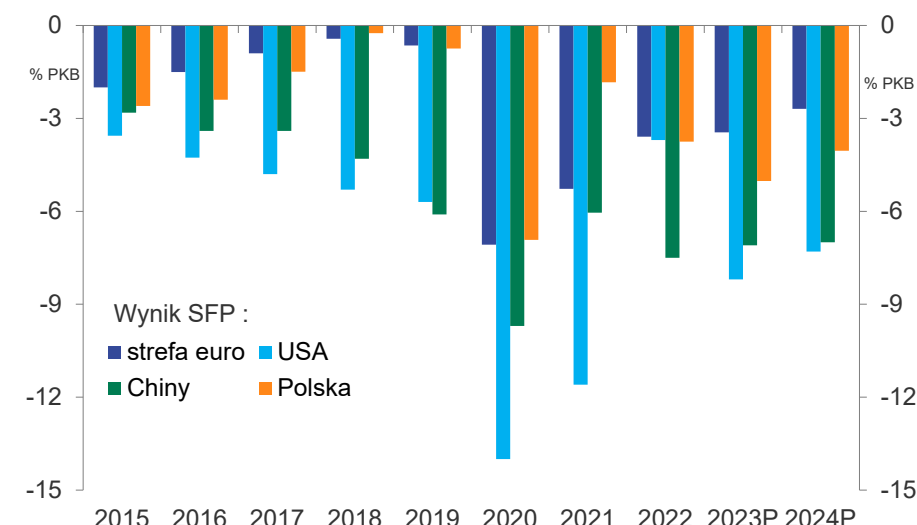
źródło: Economic Policy Uncertainty

...otworzy przestrzeń do obniżek stóp, ale o ograniczonej skali ze względu na powolny proces dezinflacji



źródło: Federal Reserve, EBC, Bloomberg

...i podwyższonego wskaźników fiskalnych



źródło: BOS Bank, MFW



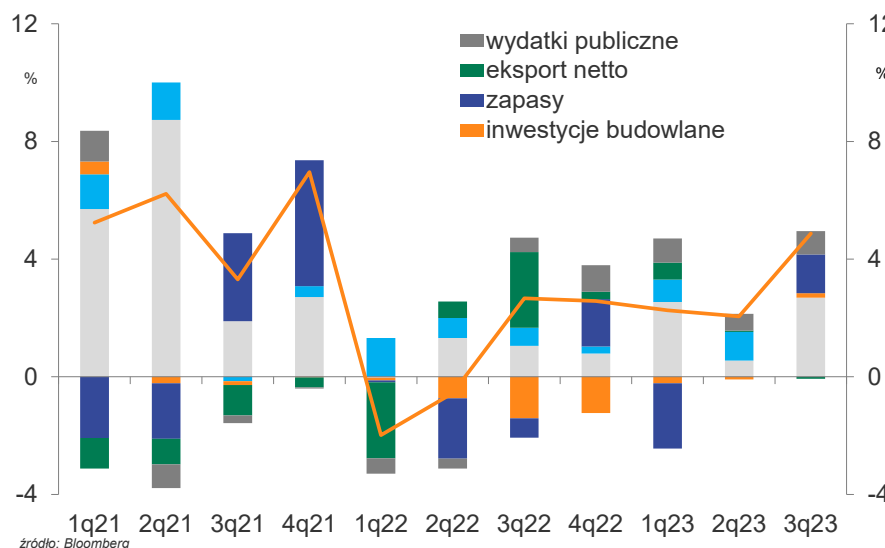
Ponowne przesunięcie i sptyczenie oczekiwanego spowolnienia gospodarki USA...

- Pomimo bardzo dobrych wyników gospodarki USA w tym roku uważamy, że w 2024 r. tempo wzrostu PKB w USA osłabnie do ok. 1,0% wobec 2,4% zakładanych w 2023 r.
- Dotychczasowa odporność gospodarki wynikała głównie z wyższych wobec wcześniejszych oczekiwań nadwyżkowych oszczędności konsumentów po pandemii, które jeszcze wsparły wydatki w II poł. 2023 r.
- Wygaśnięcie tego efektu w kolejnych kwartałach w warunkach wysokich stóp procentowych i ograniczonej przestrzeni do poluzowania polityki fiskalnej skutkuje osłabieniem wzrostu. Na taki scenariusz wskazuje ponowne pogorszenie nastrojów firm i konsumentów oraz osłabienie sytuacji kredytowej konsumentów.
- Z drugiej strony generalnie stabilniejsza na tle ostatnich lat sytuacja finansowa sektora prywatnego oraz dotychczasowa lepsza koniunktura (silniejszy punkt startowy) będą łagodziły skalę tego spowolnienia o ile nie zmaterializują się negatywne scenariusze (np. szok surowcowy w następstwie eskalacji ryzyka geopolitycznego).

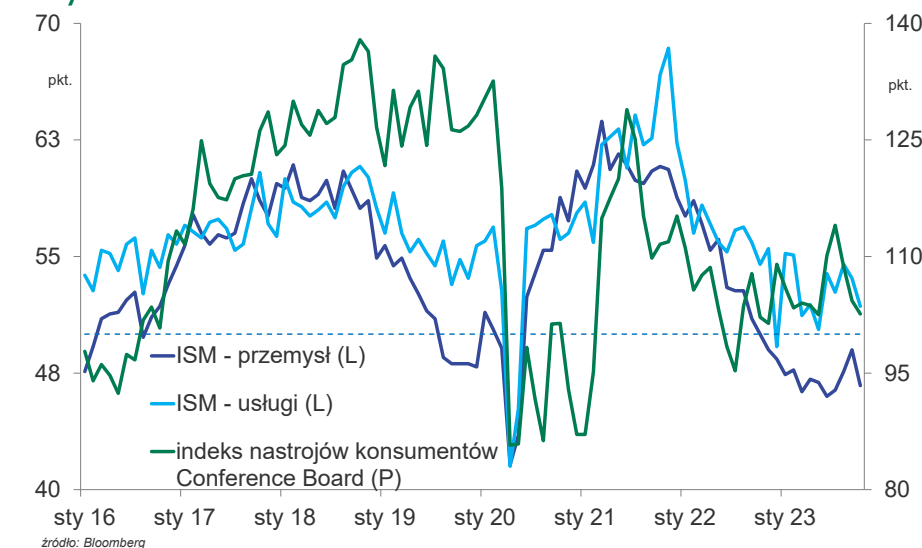
2023-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

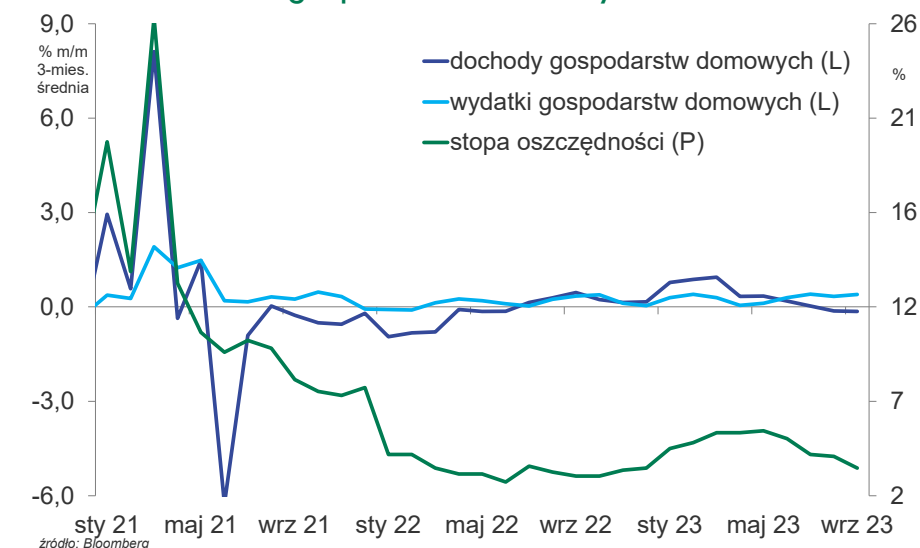
W 2023 r. bardzo silna konsumpcja prywatna...



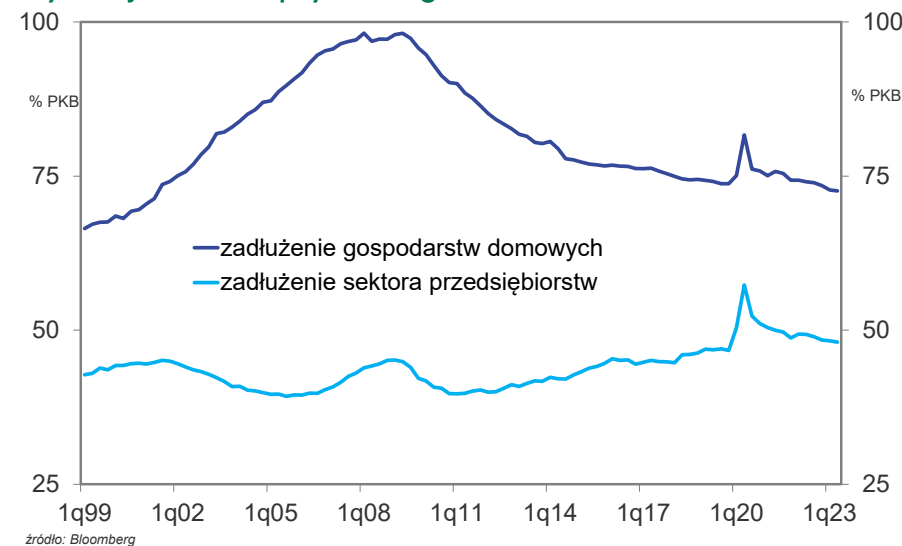
Wskaźniki koniunktury sygnalizują wyhamowanie aktywności...



...finansowana nadwyżkowymi (po pandemii) oszczędnościami gospodarstw domowych



...skalę spowolnienia będzie ograniczać względnie stabilna sytuacja sektora prywatnego





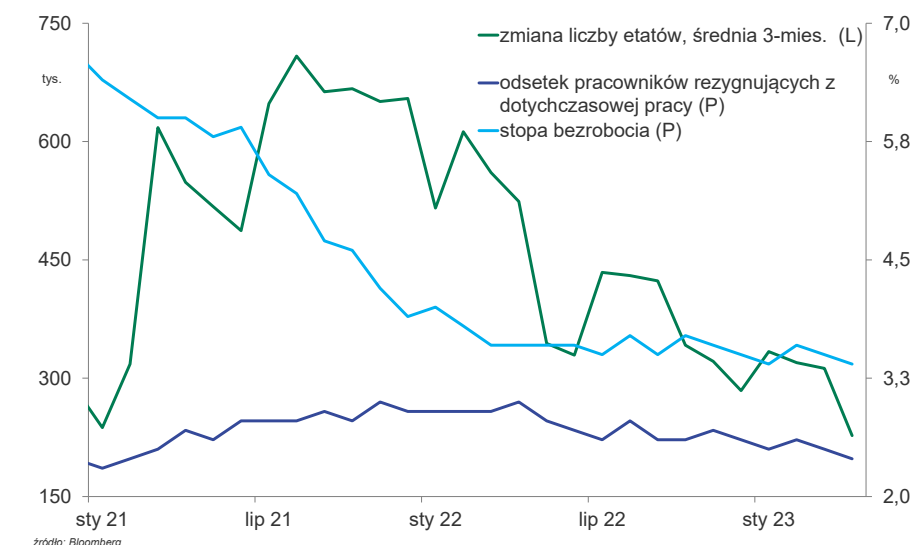
...wydłuży okres wysokich stóp procentowych Fed

- Solidna koniunktura gospodarcza w 2023, stabilizowała także sytuację na amerykańskim rynku pracy. W trakcie roku co prawda pojawiły się sygnały pewnego jego osłabienia (mniejszy wzrost zatrudnienia, spadek odsetka pracowników decydujących się na odejście z pracy, niższa dynamika wynagrodzeń), wciąż jednak skala tych zmian jest zbyt mała, aby przyspieszyć proces dezinflacji, w szczególności w usługach.
- Korzystniejsza od wcześniejszych oczekiwań sytuacja na rynku pracy była powodem większej od oczekiwań skali podwyżek stóp procentowych w 2023 r. i będzie osłabiać potencjał dla ich obniżek w 2024 r. Z drugiej strony, na co zwrócił uwagę prezes Fed, w 2023 r. inflacja co prawda obniżyła się mniej od oczekiwań, to jednak był to wyraźny spadek pomimo dużo korzystniejszej koniunktury gospodarczej. Ten czynnik przełożył się na większą ostrożność podczas ostatnich posiedzeń FOMC co do kolejnych podwyżek stóp.
- Biorąc pod uwagę zakładane przez nas spowolnienie wzrostu gospodarczego poprawiające średnioterminowe perspektywy inflacyjne, oczekujemy, że w bieżącym cyklu zacieśnienia FOMC zakończył już cykl podwyżek stóp procentowych, a w 2024 r. zacznie łagodzić politykę pieniężną.
- Sądzymy jednak, że na obniżki stóp będzie trzeba poczekać do ostatnich miesięcy 2024 r. Będzie to pochodną jedynie łagodnego spowolnienia aktywności i wzrostu bezrobocia, przy wciąż bardzo wysokiej bieżącej inflacji i podwyższonych oczekiwaniach inflacyjnych. Prognozujemy, że pod koniec 2024 r. stopa funduszy federalnych zostanie obniżona do 5,00% z 5,50% obecnie.
- Analizując bilans ryzyka dla prognozy polityki Fed, jako wyższe oceniamy scenariusz głębszego obniżenia stóp, ze względu na wyższe ryzyko silniejszego spowolnienia aktywności. Kombinacja dynamicznego zaostrzenia polityki monetarnej i dotychczasowej wyjątkowej odporności gospodarki na to zacieśnienie (dzięki czynnikom okresowy) to spore ryzyko dla formułowanych prognoz, szczególnie przy niestabilnej sytuacji geopolitycznej.

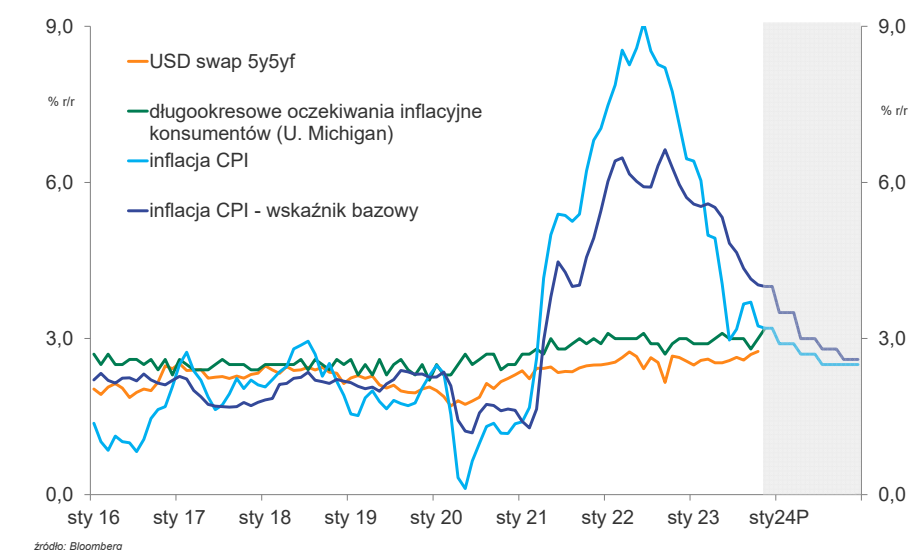
2023-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Rynek pracy słabnie choć bardzo powoli...



...co podsyca obawy Fed o tempo dezinflacji





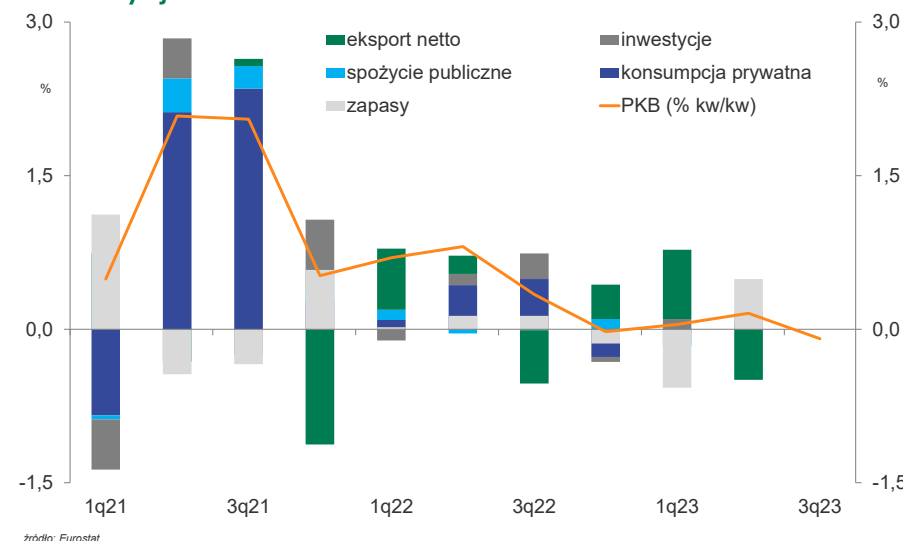
Strefa euro w stagnacji gospodarczej...

- Spadek cen gaz z rekordowych poziomów w 2022 r. pozwolił uniknąć kryzysu w strefie euro, nie uchronił jednak przed wyraźnym spowolnieniem aktywności w reakcji na silne zacieśnienie polityki pieniężnej i nadal wysokie ceny surowców energetycznych.
- W 2023 r. wyraźnie osłabły inwestycje oraz konsumpcja wobec mniejszej skłonności europejskich konsumentów do wydatkowania oszczędności.
- Wskaźniki koniunktury PMI sugerują kontynuację spadku PKB w IV kw. (tj. techniczną recesję). W 2024 r. oczekujemy dalszego lekkiego obniżenia tempa wzrostu PKB do 0,3% z 0,5% w tym roku.
- Silniej spowalnia gospodarka Niemiec, bardziej zależna od sytuacji w przemyśle, sektora dotkniętego m.in. wyższymi cenami surowców energetycznych.
- Wyższe ceny surowców osłabiają gospodarkę europejską, jednak wysokie zapasy gazu wyraźnie obniżają ryzyko kryzysu energetycznego w okresie zimowym i głębokiej recesji.

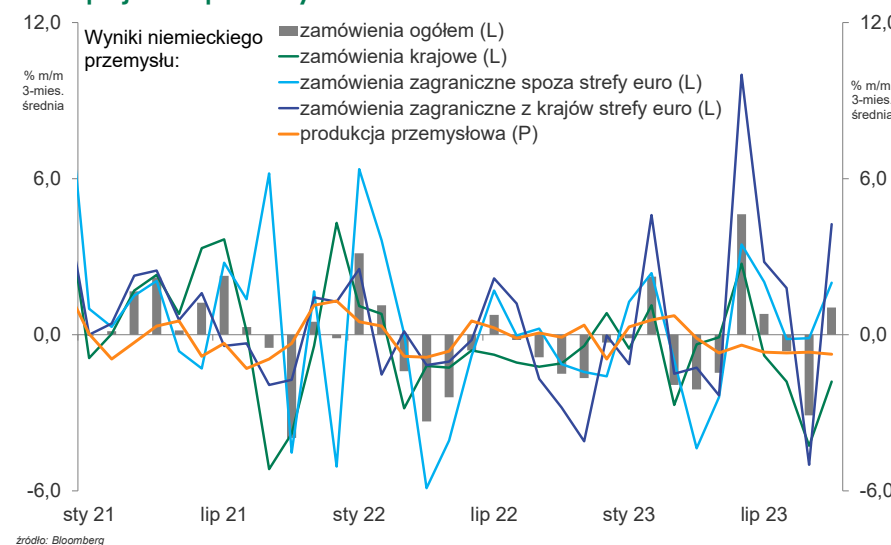
2023-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

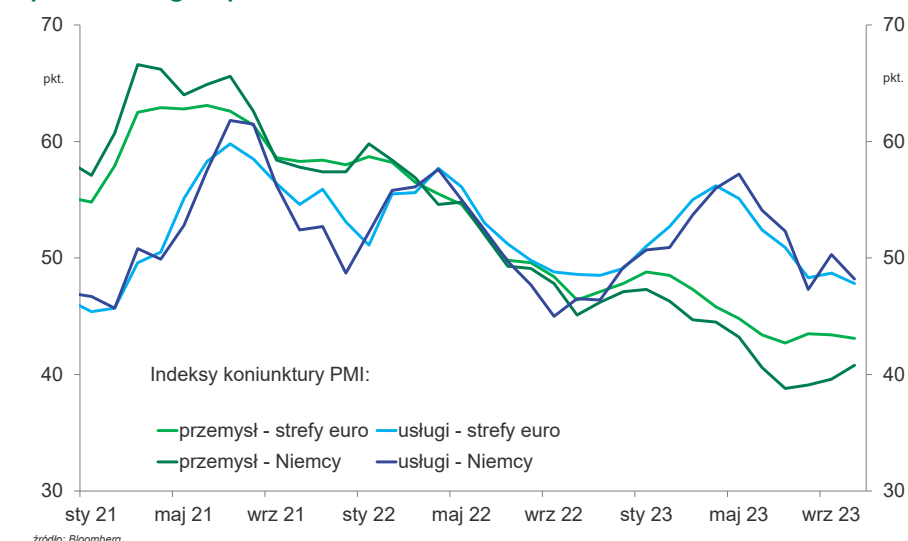
W III kw. spadek PKB przy stagnacji konsumpcji i inwestycji...



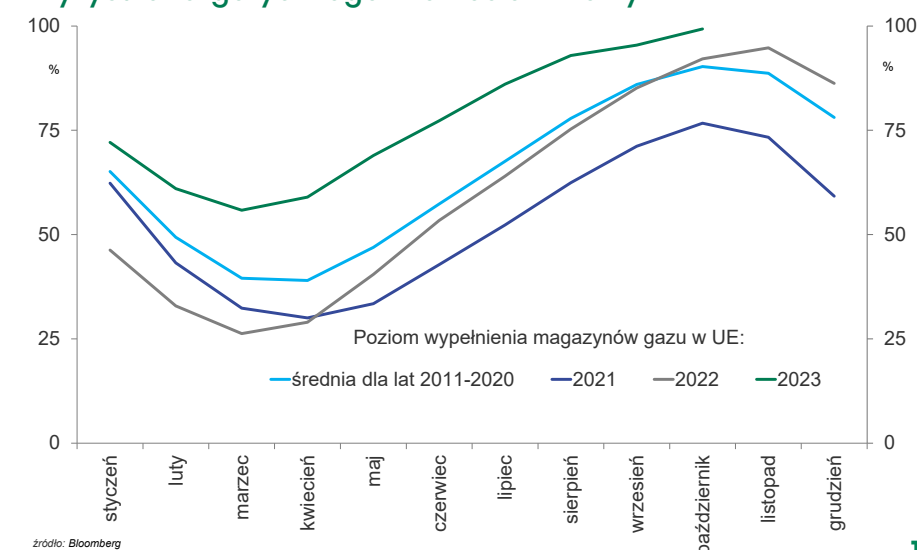
Utrzymująca się od kilku kwartałów dekonunktura w europejskim przemyśle



...a wskaźniki koniunktury wskazują na ryzyko ponownego spadku w IV kw.



Wysoki poziom wypełnienia magazynów gazu obniża kryzysu energetycznego w okresie zimowym

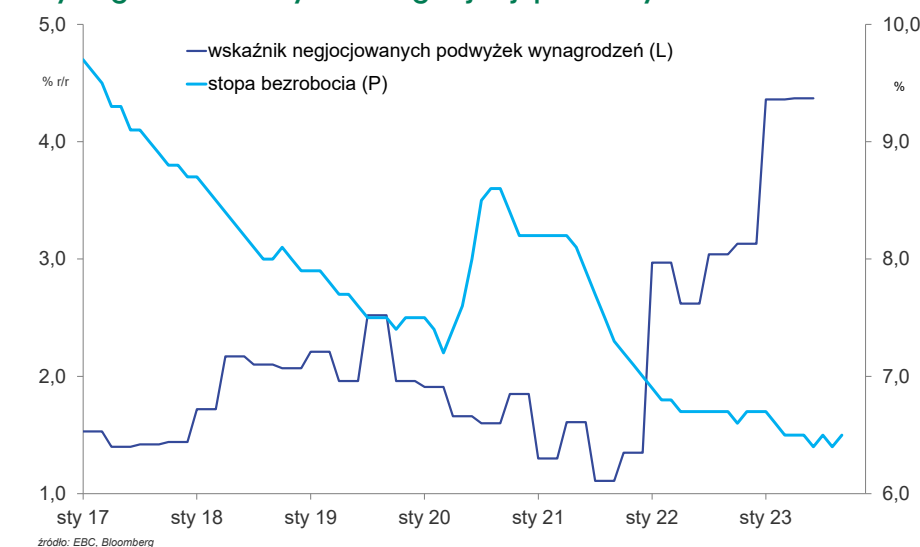




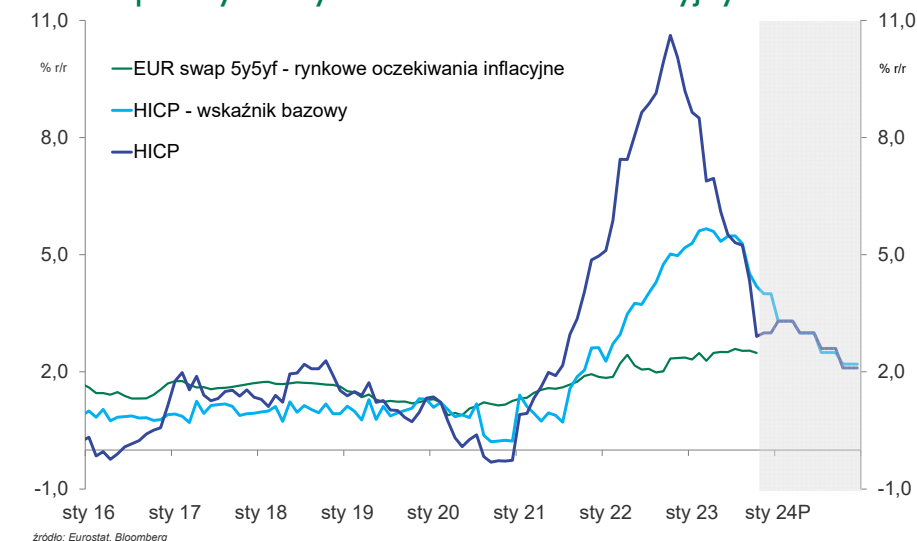
...ale obawy o perspektywy inflacji przesłanką dla jastrzębiego stanowiska EBC

- Pomimo wyraźnych sygnałów spowolnienia gospodarki i zacieśnienia warunków kredytowania, rada EBC w II poł. roku kontynuowała podwyżki stóp procentowych w obawie przed utrwaleniem wysokiej inflacji. Te obawy wzmacniały bowiem wysoka skala podwyżek wynagrodzeń, utrzymujące się podwyższone oczekiwania inflacyjne oraz bardzo powolny spadek inflacji bazowej. Przy mniej elastycznym rynku pracy w większości państw strefy euro (niż np. w USA), scentralizowane negocjacje płacowe w strefie euro obejmują dłuższy horyzont, silniej wpływając na średnioterminowe perspektywy inflacji.
- Oczekując silniejszego spadku inflacji HICP oraz inflacji bazowej pod koniec tego roku, utrzymania spadku PKB oraz lekkiego wzrostu bezrobocia oraz biorąc pod uwagę wyraźną zmianę retoryki EBC we wrześniu, zakładamy, że bieżący cykl zacieśnienia dobiegł końca, choć rada EBC utrzymuje opcję podwyżki stóp.
- Jednocześnie przewidujemy, że rada EBC wstrzyma się z obniżkami stóp do ostatnich miesięcy 2024 r., biorąc pod uwagę oczekiwane podwyższone tempo wzrostu wynagrodzeń i uniknięcie recesji w strefie euro. Zakładamy, że na koniec 2024 r. stopa repo wyniesie 4,00% wobec 4,50% obecnie, a depozytowa 3,50% wobec 4,00% obecnie.
- Oceniając bilans ryzyka dla prognozowanej ścieżki stóp procentowych, wyższe prawdopodobieństwo przypisujemy scenariuszowi wcześniejszych obniżek stóp w 2024 r., gdyby skala spowolnienia gospodarki na przełomie roku pogłębiła się lub stagnacja wydłużała się.
- Pewnym czynnikiem ryzyka pozostaje także trudna sytuacja fiskalna niektórych państw, co będzie dodatkowo komplikować politykę EBC.

Sygnały lekkiego wzrostu bezrobocia, ale wyższy wzrost wynagrodzeń w wyniku negocjacji płacowych...



...wzmocniły obawy EBC o proces. dezinflacji, szczególnie wobec podwyższonych oczekiwań inflacyjnych





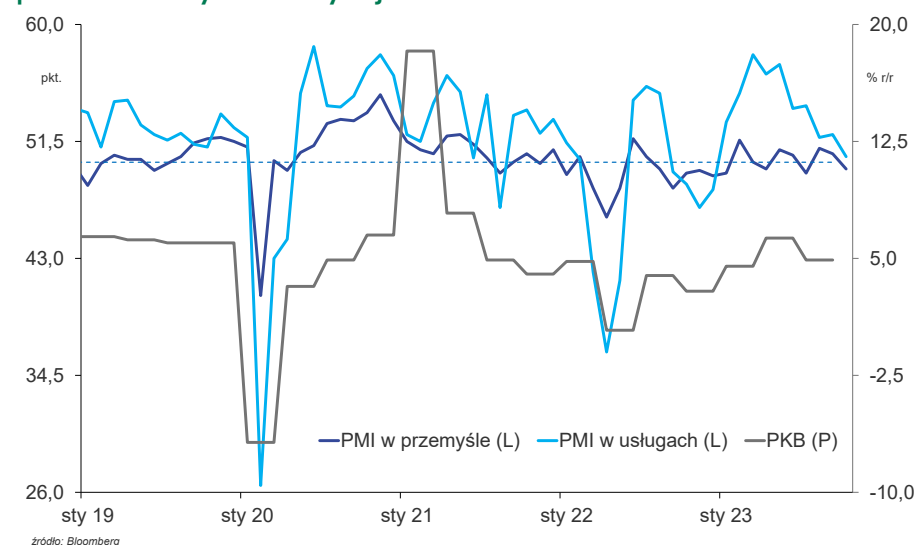
Słabsze post-pandemiczne ożywienie i problemy strukturalne w Chinach

- Dynamika PKB w Chinach w tym roku przyspieszyła (efekt zniesienia ograniczeń epidemicznych z I. 2020–2022), ale skala tego ożywienia rozczarowała.
- Chińskiej gospodarce ciąży słaby popyt globalny oraz pogorszenie sytuacji na rynku pracy po pandemii – efekt dłuższego okresu ograniczeń, mniejszej pomocy publicznej.
- Obok czynników cyklicznych, negatywny wpływ mają czynniki strukturalne – słabość rynku mieszkaniowego (spadek cen nieruchomości, wysokie zadłużenie deweloperów) i wyraźne ograniczenie napływu inwestycji zagranicznych (skutek pandemii i polityki USA) osłabiające perspektywę eksportu.
- Skalę spowolnienia powinno ograniczać poluzowanie polityki fiskalnej. Decyzje władz Chin z ostatnich miesięcy wskazują na wyraźną determinację dla stabilizowania aktywności (decyzja o podwyższeniu w trakcie roku wydatków centralnych, redukcje stóp, stabilizowanie kursu juana).
- Zakładamy, że wzrost PKB w 2024 r. obniży się do 4,0% z 5,1% szacowanych w br.

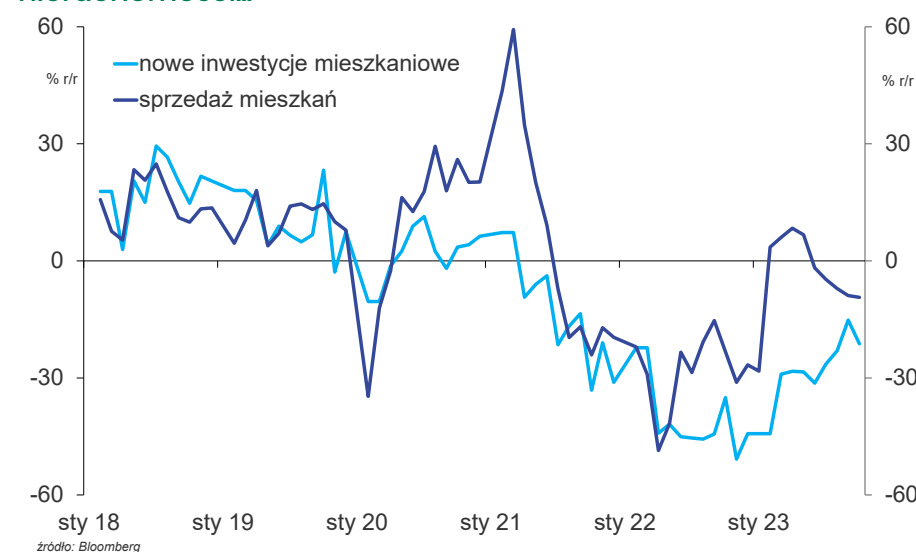
2023-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

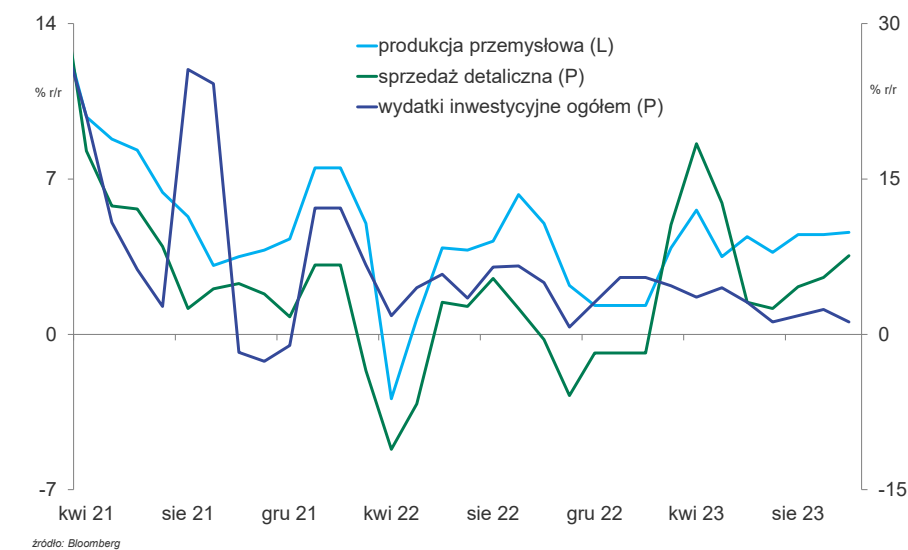
Rozczarowująca skala odbicia aktywności po zniesieniu pandemicznych restrykcji...



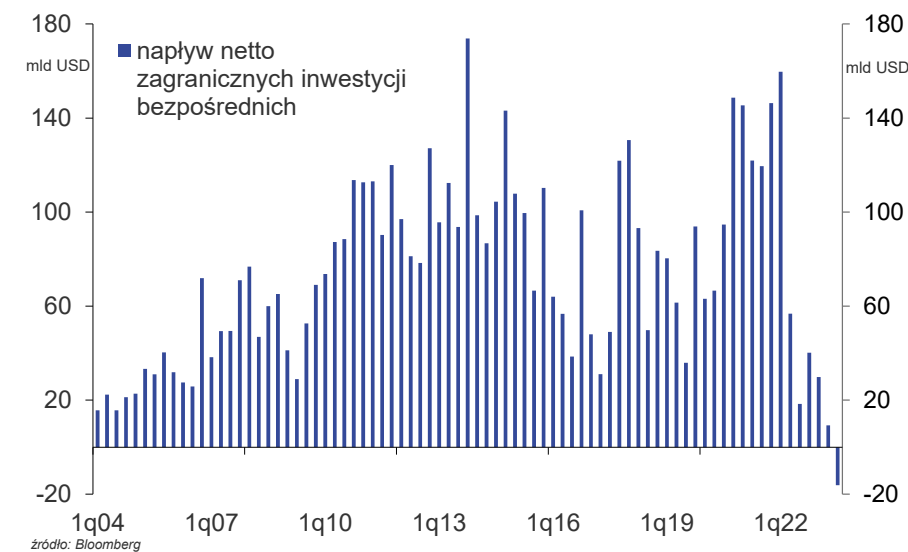
...w efekcie strukturalnych dostosowań na rynku nieruchomości...



...szczególnie silne ograniczenie inwestycji...



...i ograniczeniu napływu inwestycji zagranicznych

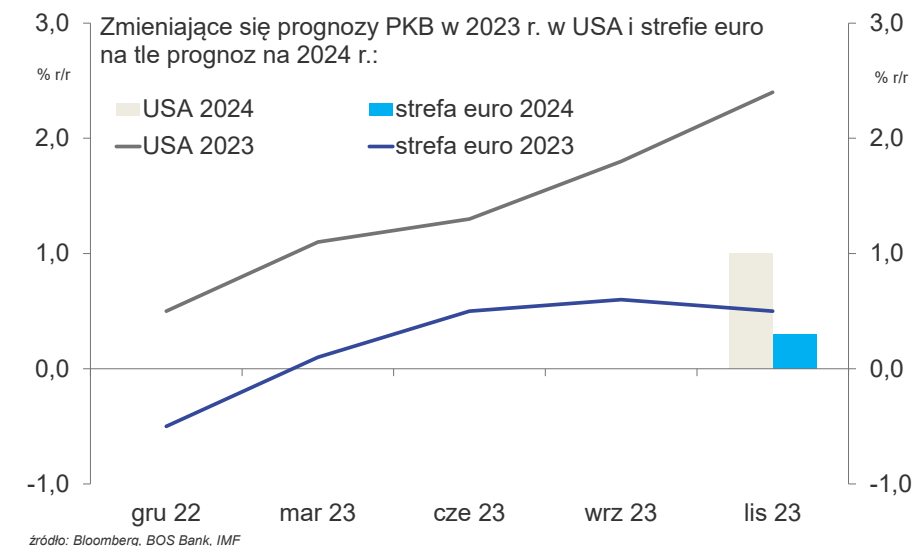




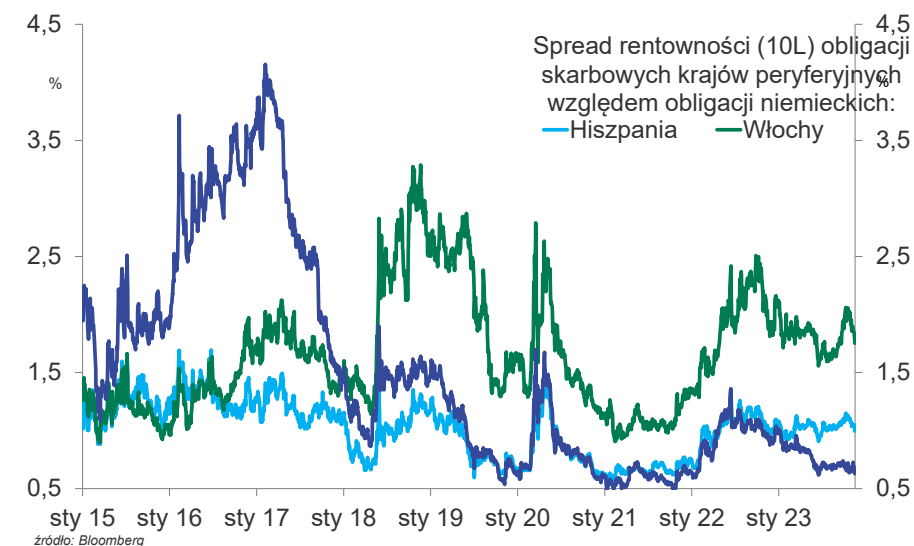
Pod koniec 2023 r. ograniczenie presji na notowania obligacji skarbowych na rynkach bazowych, w 2024 r. szansa na dalsze obniżenie rentowności

- Znacząca skala zacieśnienia polityki pieniężnej Fed i EBC, jak również wzrost obaw przed dłuższym okresem podwyższonych stóp procentowych oraz wyższa premia terminowa poskutkowały wzrostem rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych do niespotykanych od lat poziomów.
- Prognoza stabilizacji stóp procentowych i perspektywa ich obniżek w I. 2024 – 2025 pozwala oczekiwać kontynuacji spadku rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych w 2024 r.
- Czynnikiem hamującym tempo spadku rentowności w naszym scenariuszu bazowym będą oczekiwane przez nas późniejsze (wobec prognoz rynkowych) obniżki stóp procentowych w 2024 r. oraz sytuacja fiskalna i wysokie potrzeby pożyczkowe w warunkach dalszego zacieśnienia ilościowego Fed i EBC,
- Z drugiej strony kumulacja czynników ryzyka wpływa na podwyższone ryzyko scenariuszy alternatywnych w tym: – ograniczenia spadku / wzrostu rentowności w sytuacji nasilenia presji inflacyjnej z tytułu wzrostu oczekiwań inflacyjnych lub wzrostu cen surowców przy niestabilnej sytuacji geopolitycznej; – silniejszego spadku rentowności w warunkach ewentualnego głębszego spowolnienia aktywności (głównie w USA) lub wzrostu globalnej premii za ryzyko. Nieco wyższe prawdopodobieństwo przypisujemy ryzyku silniejszego spadku rentowności w przypadku głębszego spowolnienia aktywności.
- Jednocześnie, nawet w takim scenariuszu uważamy, że sytuacja fiskalna w większym stopniu ciążyłaby słabszym finansowo gospodarkom europejskim i wschodzącym, niż gospodarce USA, właśnie z tytułu obaw przed wzrostem globalnej awersji do ryzyka. Kwestie fiskalne mogą ciżyć obligacji w USA w scenariuszu umiarkowanego spowolnienia, niemniej jako relatywnie niskie oceniamy ryzyko „kryzysowego” wzrostu rentowności obligacji USA. Oceniamy, że w warunkach globalnego wzrostu awersji do ryzyka obligacje USA wciąż zyskałyby biorąc pod uwagę ich status bezpiecznego aktywa.

Presja na rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych przy wyższej inflacji i lepszej koniunkturze



Wyzwania fiskalne wciąż większym ryzykiem dla słabszych gospodarek europejskich niż dla USA

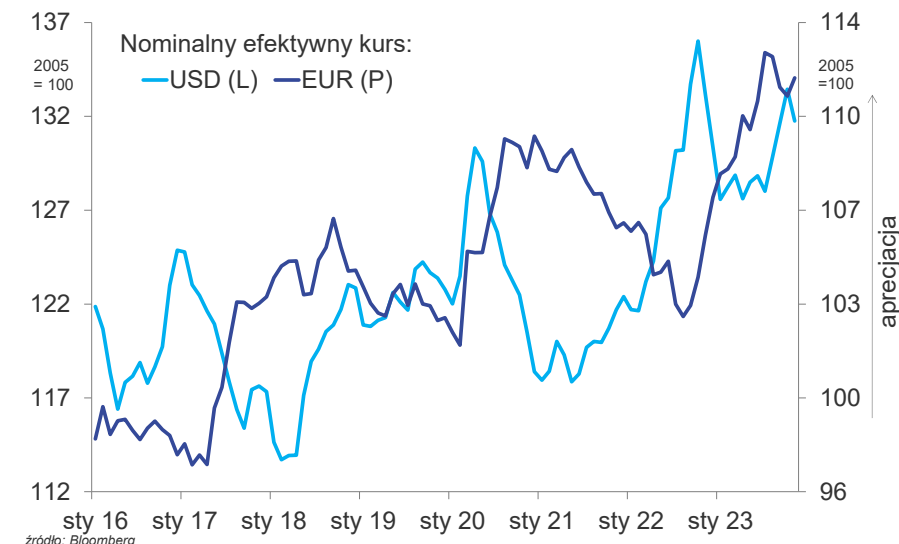




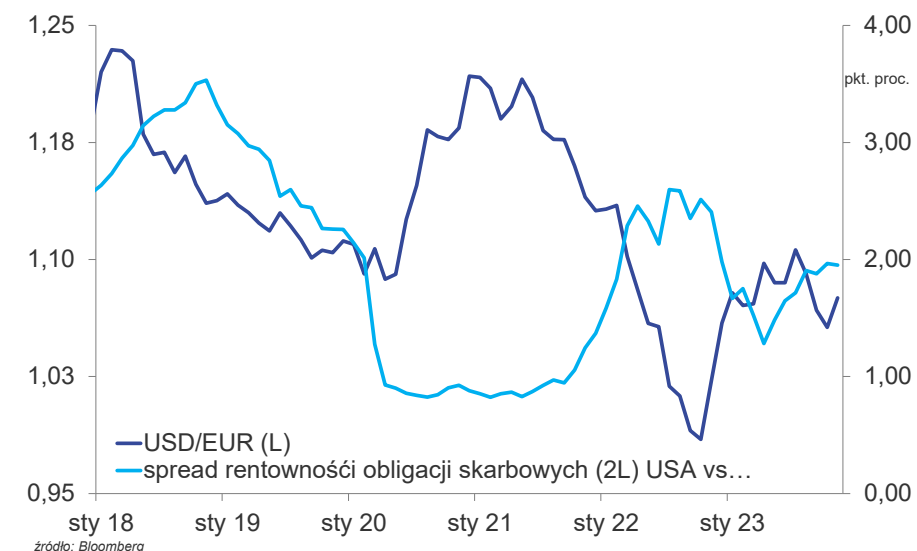
W 2024 r. szansa na kontynuację niskiej zmienności kursu USD/EUR

- W 2023 r. kurs euro wobec dolara wahał się w ograniczonym przedziale 1,05 – 1,10 USD/EUR reagując na zmiany oczekiwań dot. polityki pieniężnej Fed i EBC oraz globalnego poziomu awersji wobec ryzyka.
- W 2024 r. w bazowym scenariuszu oczekujemy utrzymania kursu w podobnym przedziale, pomimo oczekiwanego osłabienia dolara pod koniec br.
- Zakładamy niewielkie różnice w tempie zmian polityki pieniężnej Fed i EBC, stąd nie oczekujemy nasilenia presji deprecjacyjnej dolara, pomimo prognoz redukcji stóp. W dalszym ciągu stopy procentowe w USA pozostaną na relatywnie wysokim poziomie. Podwyższony poziom stóp procentowych powinien także ograniczać silniejsze osłabienie dolara nawet przy dalszym spadku globalnej premii za ryzyko. Nadal notowaniom amerykańskiej waluty powinna także sprzyjać presja na osłabienie notowań chińskiego juana, choć cel chińskich władz stabilizacji kursu będzie ograniczać wpływ tego efektu.
- W przypadku USA oczekujemy silniejszego spowolnienia aktywności, to w większym stopniu wynika to ze spowolnienia po solidnej bieżącej koniunkturze niż znaczącego pogorszenia perspektyw. Ponadto w dalszym ciągu tempo wzrostu gospodarki USA będzie wyższe od aktywności gospodarek europejskich, co powinno wspierać kurs dolara.
- Pomimo podwyższonego ryzyka głębszego osłabienia wzrostu gospodarczego w USA, uważamy, że kluczowym czynnikiem wpływającym na rynek walutowy w takim scenariuszu byłby wzrost globalnej premii za ryzyko (pogorszenie perspektyw gospodarki globalnej), co najprawdopodobniej nawet wzmocniłoby kurs dolara. Podobnego kierunku oczekiwalibyśmy w przypadku wzrostu znaczenia ryzyka geopolitycznego czy nawet fiskalnego. Jakkolwiek wysoki poziom zadłużenia jest wyzwaniem dla amerykańskiej gospodarki, to ewentualna eskalacja tego problemu będzie miała reperkusje globalne, co przy podwyższonej premii za ryzyko, także nie musi osłabić dolara.

W scenariuszu bazowym w 2024 r. możliwe utrzymanie mocniejszych poziomów zarówno euro i dolara...



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

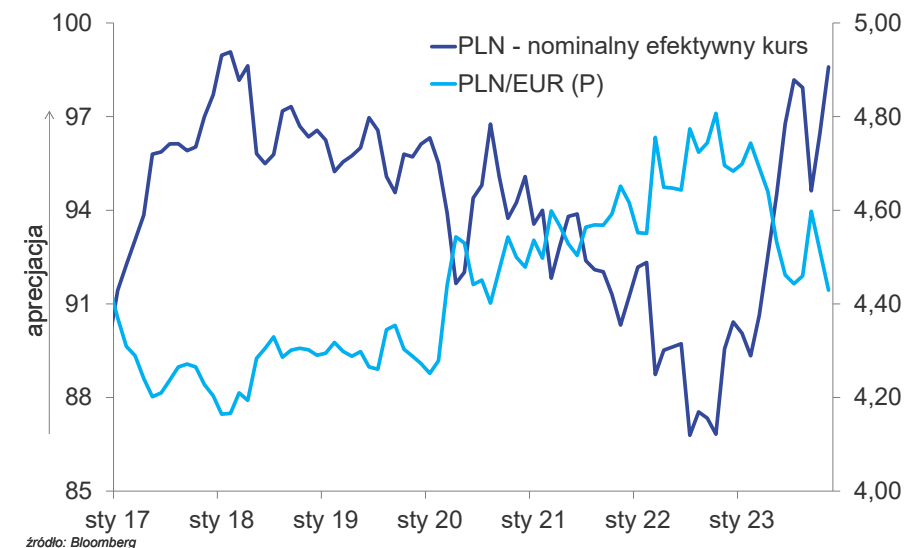




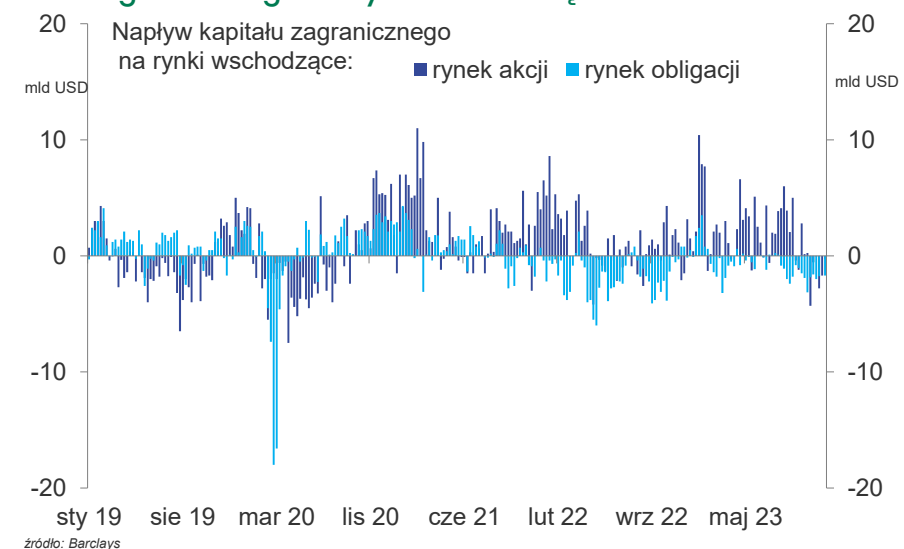
Prawdopodobne utrzymanie mocniejszego złotego

- 2023 r. mija pod znakiem wyraźnego umocnienia kursu złotego. Najważniejszym powodem tego umocnienia (widocznym już w I kw. br.) jest opóźniony efekt uniknięcia eskalacji regionalnego ryzyka geopolitycznego (wojna Rosja – Ukraina) i kryzysu energetycznego (wzrost tego ryzyka w trakcie 2022 r.).
- W trakcie roku zmienność złotego generowały zmiany retoryki RPP oraz (w nieco mniejszym stopniu) zmiany globalnej premii za ryzyko. Silniejszą aprecjację cały czas ograniczał brak perspektywy uruchomienia środków w ramach KPO.
- Pod koniec roku złoty ponownie zyskał bardzo silnie na wartości w warunkach kumulacji czynników : - wzrostu prawdopodobieństwa uruchomienia KPO po wyborach parlamentarnych, - wyraźnego zaostrzenia retoryki RPP w listopadzie (korekta prognoz dot. skali obniżek stóp NBP w 2024 r.) – spadku globalnej premii za ryzyko. W efekcie złoty umocnił się w listopadzie poniżej 4,40 PLN/EUR.
- Zakładając ostateczne decyzje dot. uruchomienia środków w ramach KPO w 2024 r. oraz ograniczoną skalę obniżek stóp procentowych w Polsce jak również jedynie umiarkowaną skalę spowolnienia gospodarki globalnej widzimy potencjał dla utrzymania w przyszłym roku mocniejszego kursu złotego w okolicach 4,45 PLN/EUR. Silniejsze wzmocnienie złotego będzie z kolei hamował ograniczony napływ kapitału zagranicznego na rynki wschodzące (wciąż relatywnie wysokie poziomy stóp procentowych w krajach rozwiniętych, utrzymujące się problemy strukturalne rynków wschodzących oraz utrzymujące się podwyższone ryzyko geopolityczne).
- Jednocześnie przy wymienianej już kumulacji czynników ryzyka należy przede wszystkim liczyć się z podwyższonym ryzykiem zmienności i epizodów osłabienia złotego lub / i słabszego kursu w sytuacji materializacji scenariuszy alternatywnych.

W 2023 r. wyraźne wzmocnienie kursu złotego dzięki ograniczeniu ryzyka kryzysu energetycznego



W 2023 r. umiarkowana skala napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące

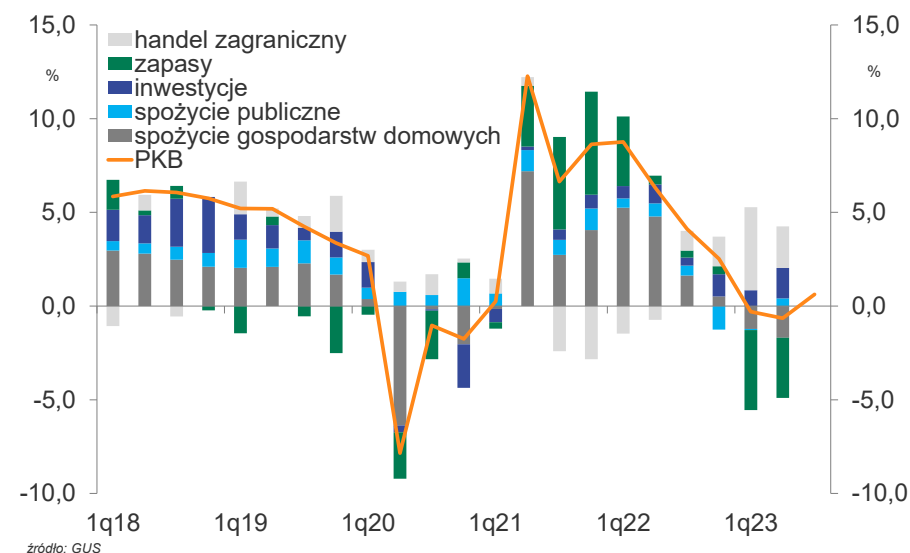




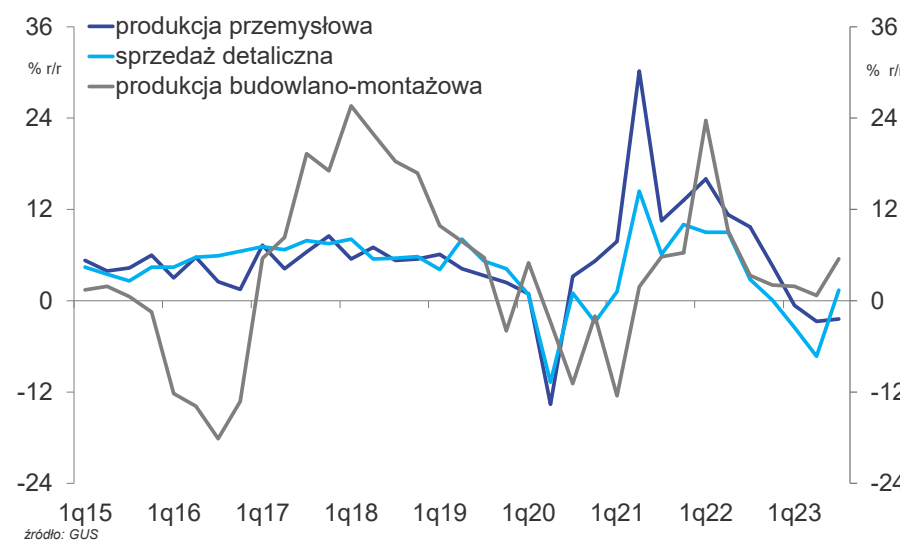
W III kw. powrócił wzrost PKB...

- W III kw. dynamika PKB powróciła do dodatniego poziomu (+0,4% r/r) po spadku w I połowie roku.
- Poprawę koniunktury sygnalizowały miesięczne dane, w tym głównie wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji budowlano-montażowej. Także dane dot. wzrostu zapotrzebowania na energię elektryczną i usługi transportowe sygnalizują poprawę aktywności.
- Poprawa w sprzedaży detalicznej, wyższa realna dynamika dochodów wskazują, że główną przyczyną poprawy PKB było ograniczenie spadku konsumpcji prywatnej.
- W III kw. najprawdopodobniej utrzymał się też wysoki wzrost inwestycji.
- Wyniki badania NBP nt. stanu zapasów firm wskazują, że pomimo spadku utrzymuje się ich zbyt wysoki poziom w stosunku do potrzeb. Oznacza to kontynuację ujemnej kontrybucji zapasów we wzrost, spójne ze słabą koniunkturą w przemyśle i handlu zagranicznym.

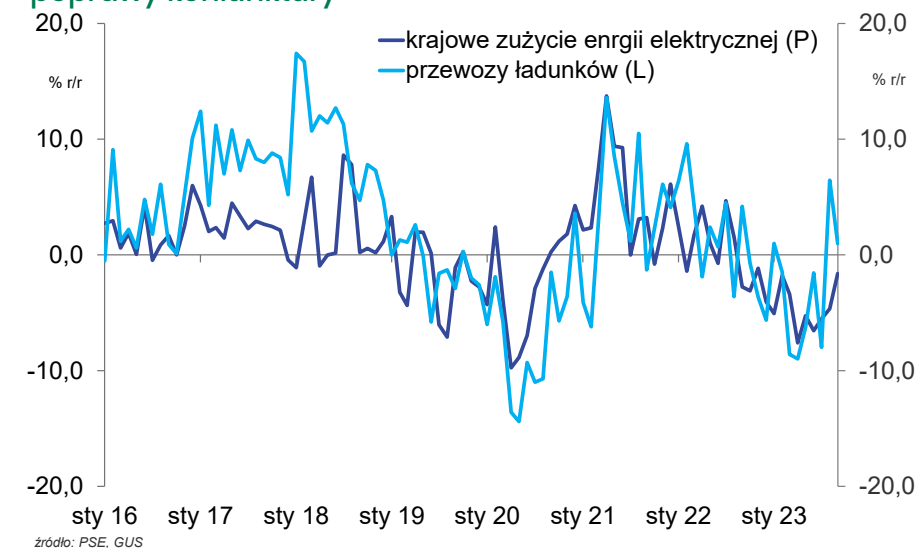
W III kw. Ponownie dodatnia dynamika PKB...



Sprzedaż detaliczna i produkcja budowlana sygnalizują poprawę konsumpcji i utrzymanie silnych inwestycji



...dane z energetyki i transportu spójne z oceną stopniowej poprawy koniunktury



Pomimo lekkiej poprawy wskaźnika niedopasowania zapasów, ich wkład we wzrost PKB pozostaje ujemny

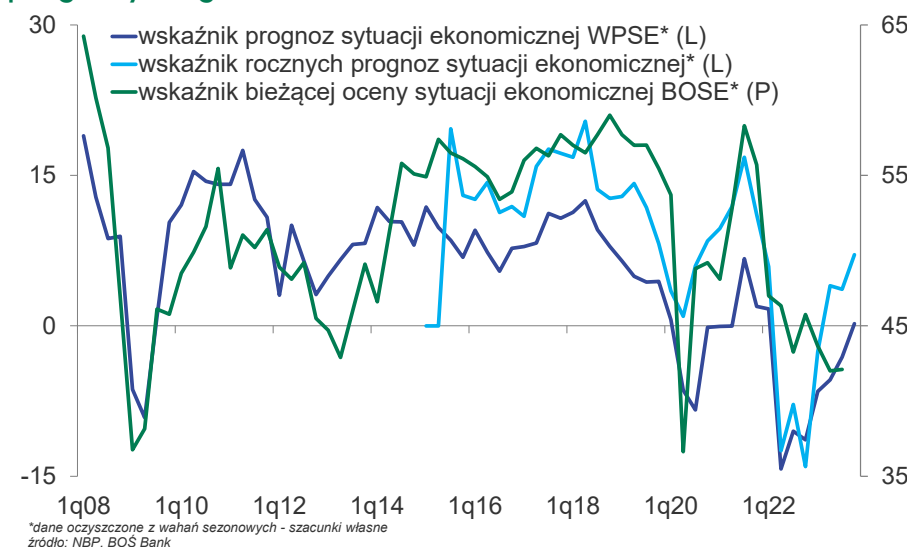




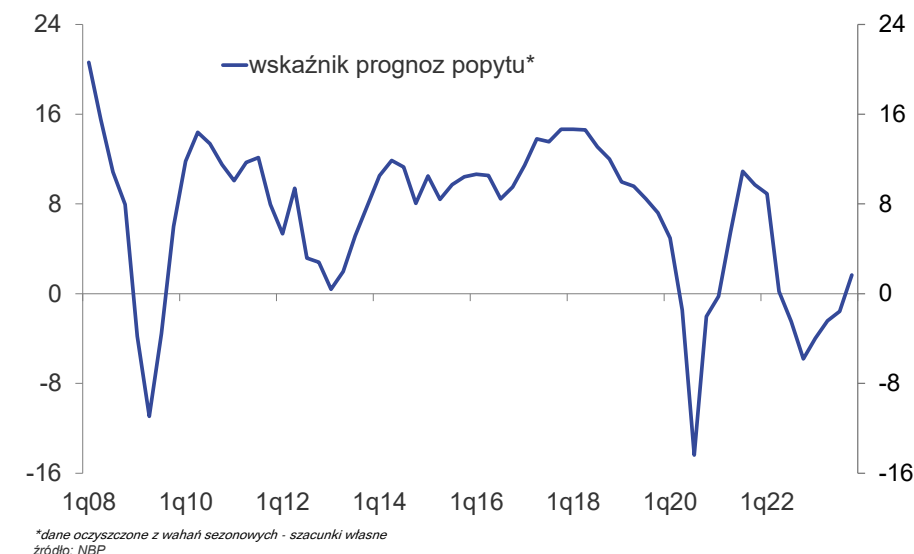
...wskaźniki koniunktury pozwalają oczekiwać dalszej poprawy aktywności

- Wyniki badania koniunktury wśród przedsiębiorstw („Szybki Monitoring” NBP) potwierdzają, że aktywność gospodarcza powinna dalej poprawiać się.
- Oczekiwania przedsiębiorców nadal kształtują się poniżej długookresowych średnich, co ogranicza oczekiwaną skalę ożywienia. Niemniej coraz silniej poprawa oczekiwań wynika z lepszych prognoz popytu, a nie tylko ograniczenia wzrostu kosztów. Co więcej firmy wskazują także na spadek niepewności ich działalności w efekcie wygasania szoków związanych z pandemią i kryzysem energetycznym.
- Wskaźniki koniunktury GUS wskazują na szeroki w ujęciu branżowym efekt poprawy ocen koniunktury gospodarczej.
- Choć wyniki finansowe przedsiębiorstw pogorszyły się w trakcie roku, to w dużej mierze to efekt korekty po dynamicznej poprawie wyników w I. 2021 – 2022. Bieżące wskaźniki rentowności utrzymują się powyżej długookresowej średniej potwierdzając stabilną sytuację firm.

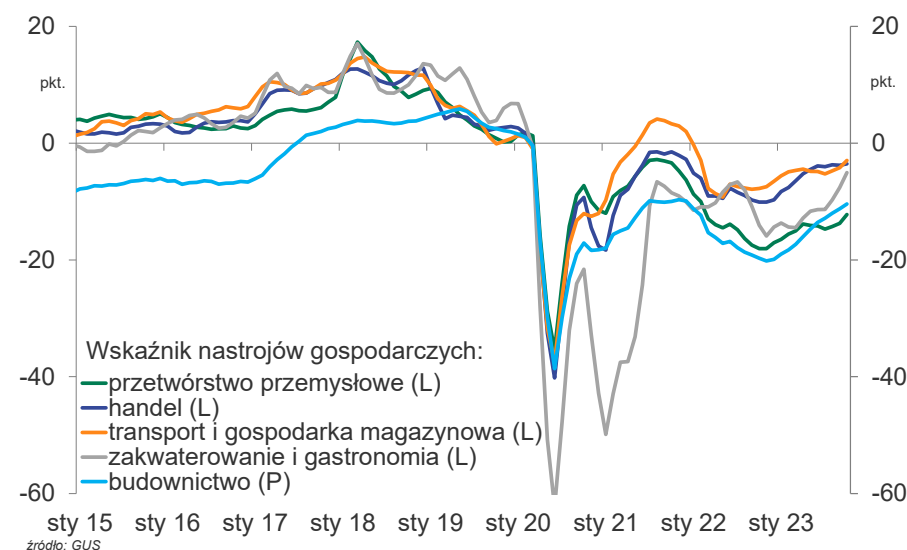
Pod koniec roku oczekiwania firm wyraźnie lepsze, także prognozy długookresowe...



...przy długo wyczekiwanej poprawie prognoz popytu



Większy optymizm notuje większość branż



Pomimo pogorszenia wyników finansowych, sytuacja przedsiębiorstw pozostaje bardzo korzystna





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

- Zgodnie z oczekiwaniami, pomimo silnego spowolnienia aktywności, pogorszenie sytuacji na rynku pracy było niewielkie. Spadek popytu na pracę nie spowodował wzrostu bezrobocia, a firmy sygnalizują obecnie lekki wzrost popytu na pracowników.
- Ograniczony wzrost liczby aktywnych zawodowo w efekcie negatywnych procesów demograficznych i wolniejszy wzrost liczby migrantów przekładają się na ostrożność firm w ograniczaniu zatrudnienia. Spadek popytu w większym stopniu ogranicza liczbę wakatów, niż skutkuje zwolnieniami.
- Niższa inflacja i popyt na pracę osłabiły w ostatnim okresie żądania płacowe i skutkując stopniowym obniżeniem dynamiki wynagrodzeń. Z drugiej strony zmiany demograficzne będą nadal wspierać podwyższoną dynamikę płac.
- W 2024 r. oczekujemy obniżenia dynamiki dochodów z pracy w ujęciu nominalnym, jednak podwyższenie świadczeń rodzinnych, a przede wszystkim niższa inflacja pozwolą na osiągnięcie zdecydowanie wyższej siły nabywczej dochodów wobec I. 2022 – 2023.

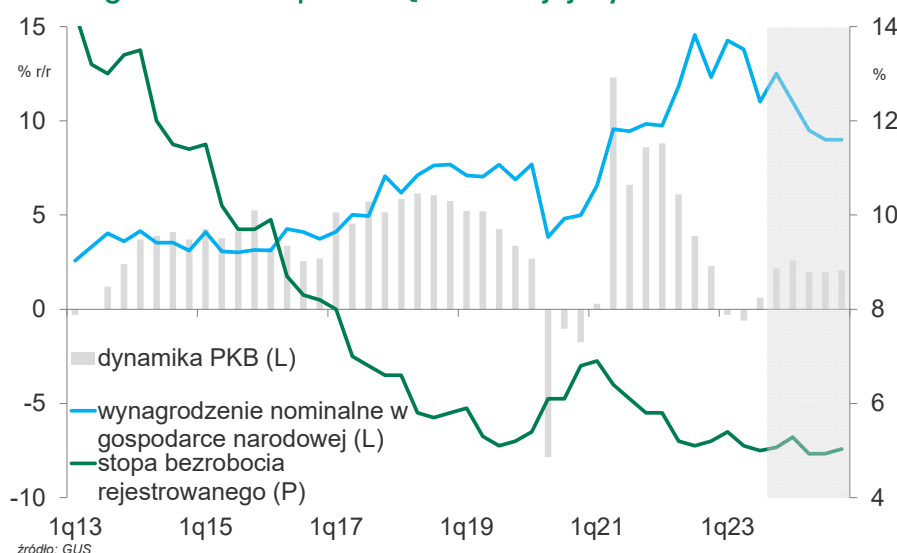
2023-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Pod koniec roku sygnały lekkiego wzrostu popytu na pracę i obniżenia planów firm w zakresie wzrostu wynagrodzeń



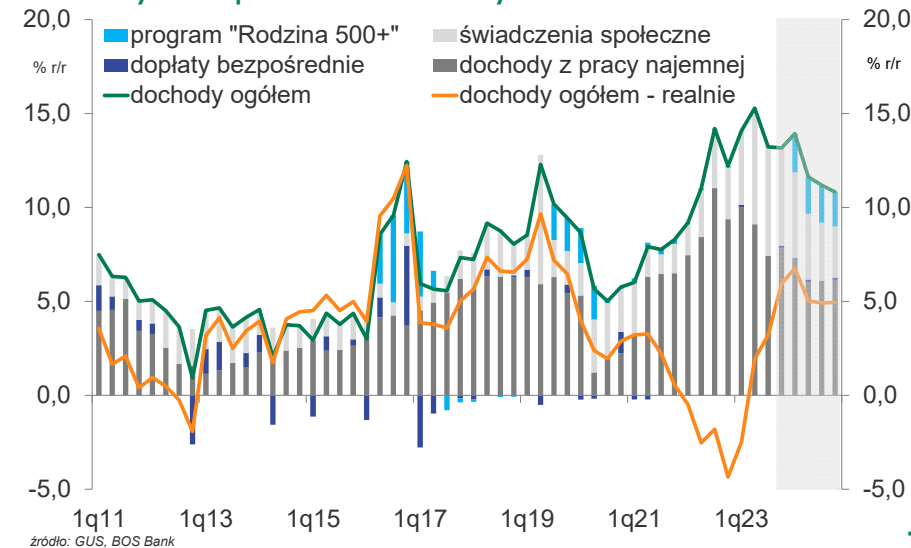
Niższe żądania płacowe obniżą dynamikę płac, ale trendy demograficzne nie pozwolą na silne jej wyhamowanie



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





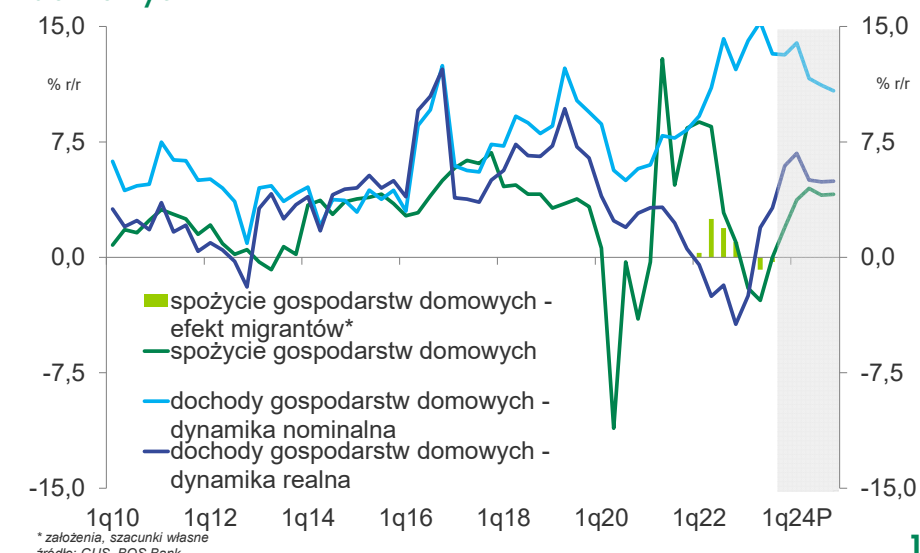
...co pozwala oczekiwać silnego wzrostu spożycia gospodarstw domowych

- Wyniki sprzedaży detalicznej za III kw. wskazują na wyraźne odreagowanie konsumpcji prywatnej. Prognozujemy że w III kw. dynamika spożycia gospodarstw domowych wyniosła ok. 0% r/r, wobec spadku o 2,8% r/r w II kw.
- Prognozy poprawy dochodów gospodarstw domowych oraz utrzymująca się poprawa nastrojów konsumentów pozwalają oczekiwać dalszego jej wzrostu w kierunku 2,0% r/r w IV kw. 2023 r. oraz do około 4,0% r/r w całym 2024 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 stopniowego hamowania dochodów w ujęciu nominalnym w trakcie 2023 r., skokowy spadek inflacji pozwolił z kolei na wzrost dynamiki realnych dochodów, która w połowie roku powróciła do dodatniego poziomu. Przewidywane wyraźne odbicie realnych dochodów pod koniec 2023 r. oraz w trakcie 2024 r., przy generalnie stabilnej sytuacji na rynku pracy i niskim ryzyku utraty zatrudnienia, przyniesie w nadchodzących kwartałach znaczącą poprawę konsumpcji prywatnej.
- Dodatkowym czynnikiem coraz silniej wspierającym roczną dynamikę konsumpcji będzie wygasanie negatywnego efektu bazy z tytułu wydatków migrantów z Ukrainy. Gwałtowny wzrost wydatków migrantów oraz wydatków na pomoc dla uchodźców podbił silnie konsumpcję prywatną w II kw. 2022 r., co przez efekt bazy silnie obniżyło dynamikę spożycia gospodarstw domowych w II kw. 2023. Z kolei ten efekt bazy wygaś od III kw. 2022, gdyż w tym okresie miał miejsce wyraźny odpływ z Polski obywateli Ukrainy.

Spadek inflacji przyczynia się do poprawy nastrojów konsumentów i ich plany zakupowe...



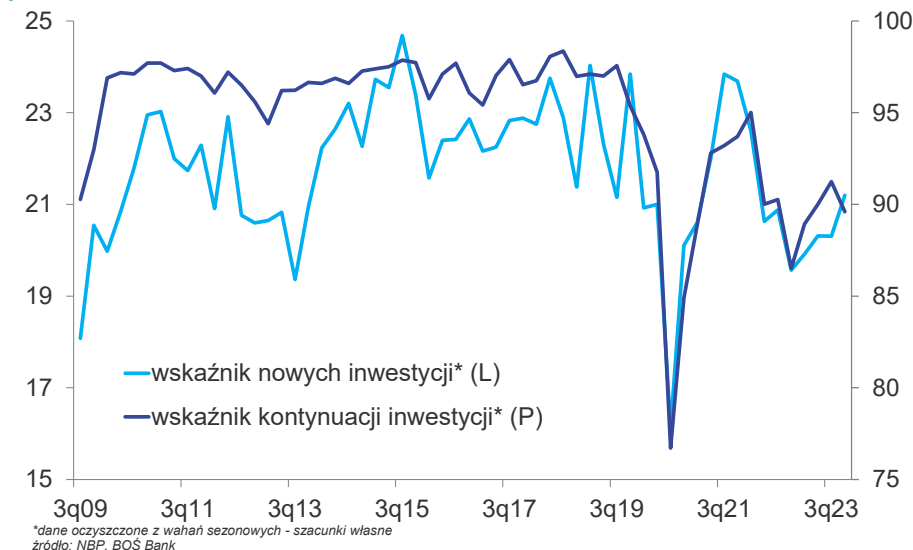
...wspierając siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych



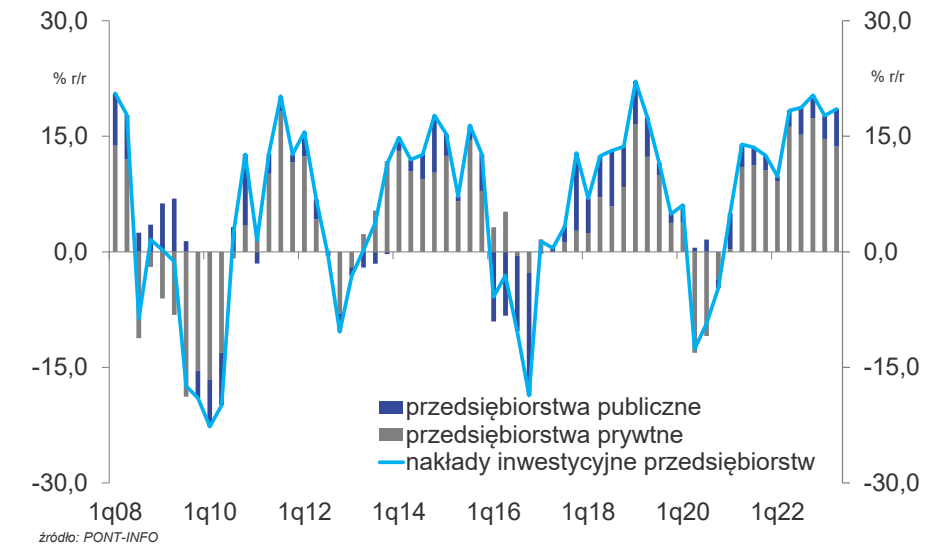
W 2023 r. solidny wzrost inwestycji publicznych oraz przedsiębiorstw...

- W I poł. roku inwestycje wzrosły o blisko 9% r/r. Szacujemy, że w III kw. dynamika utrzymała się na zbliżonym poziomie.
- Na wysoką dynamikę inwestycji wskazują dalsza poprawa nastrojów inwestycyjnych przedsiębiorstw (Szybki Monitoring NBP) oraz wzrost dynamiki produkcji budowlano-montażowej.
- Choć wskaźnik nastrojów firm pozostaje raczej słaby (na tle danych historycznych), niemniej najwyższe plany inwestycyjne deklarują największe firmy, w tym firmy publiczne, co zwiększa wartość nakładów.
- Wyniki produkcji budowlanej potwierdzają utrzymanie silnego wzrostu inwestycji infrastrukturalnych, ale także wskazują na sygnały ożywienia aktywności w zakresie budowy budynków. Te dane w połączeniu z wyraźnym odbiciem liczby nowo rozpoczynanych budów mieszkań w III kw., wskazują, że w połowie roku aktywność na rynku mieszkaniowym osiągnęła dołek. Choć liczba mieszkań w budowie pozostaje mniejsza niż przed rokiem, to skala tego spadku słabnie.

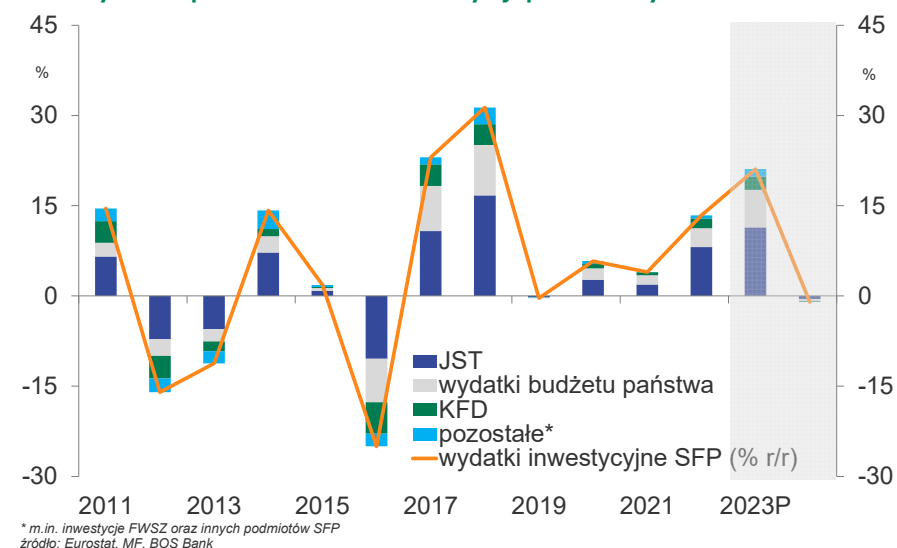
Nastroje inwestycyjne firm w br. poprawiają się bardzo powoli,...



...ale koncentracja tej poprawy w największych firmach (w tym publicznych) silnie podwyższa wartość nakładów



Kalendarz wyborczy oraz kumulacja wydatków środków z UE silnym wsparciem dla inwestycji publicznych w 2023 r.



W III kw. wzrost rozpoczętych inwestycji mieszkaniowych zwiastuje punkt zwrotny cyklu

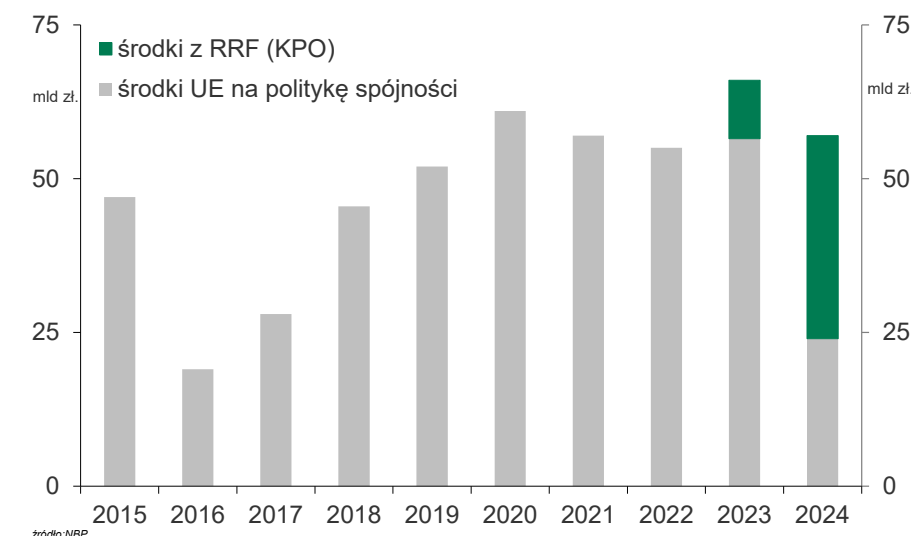




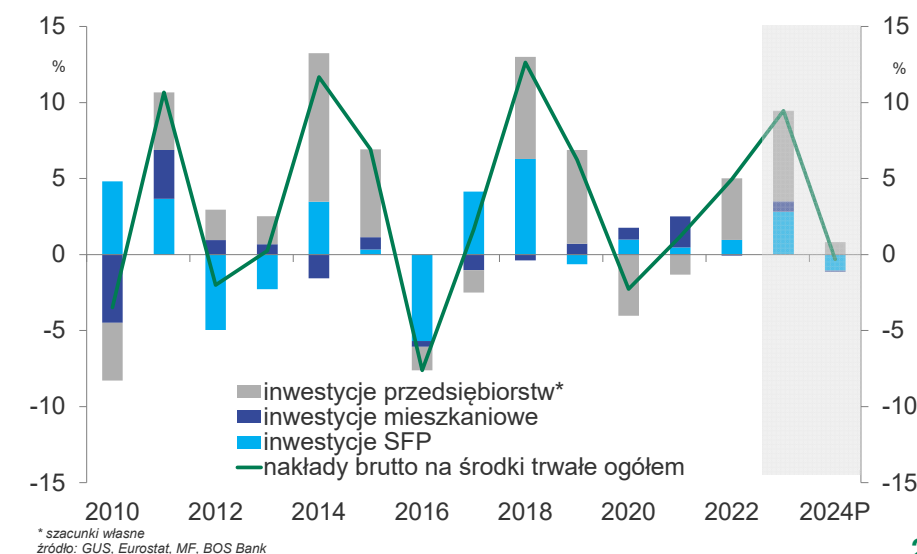
...osłabnie w 2024 r. w związku z cyklem realizacji projektów współfinansowanych ze środków UE

- Kluczowym czynnikiem determinującym cykl inwestycyjny w 2023 r. i 2024 r. jest wykorzystanie funduszy UE.
- Oceniamy, że konieczność zakończenia w tym roku projektów inwestycyjnych współfinansowanych z Perspektywy finansowej UE na I. 2014 – 2020 silnie podbija wzrost inwestycji w 2023 r. Dane MFiPR nt. realizacji umów i wniosków o płatności (w przybliżeniu określających moment zakończenia projektu) wskazują na bardzo wysoki potencjał wzrostu tych inwestycji w II połowie roku zarówno w zakresie inwestycji publicznych (szczególnie centralnego i samorządowego), jak i sektora przedsiębiorstw (głównie firmy publiczne).
- Powolny proces rozpoczynania projektów współfinansowanych z kolejnej perspektywy finansowej UE, opóźnienia realizacji programów finansowanych z Krajowego Planu Odbudowy będą natomiast ograniczać skalę wydatków inwestycyjnych w 2024 r. po ich kumulacji w 2023 r. Dane historyczne wskazują na istotne znaczenie dla cyklu inwestycyjnego cyklu wykorzystania środków z UE.
- Oczekujemy, że dynamika nakładów brutto na środki trwałe obniży się w 2024 r. do blisko 0% r/r wobec blisko 10% r/r w 2023 r.
- Jednocześnie, czynnikiem ograniczającym spadek dynamiki inwestycji w 2024 r. będzie: – utrzymanie podwyższonych wydatków na wyposażenie wojska finansowanych ze źródeł krajowych (efekt wieloletnich programów uruchamianych w ostatnich miesiącach), – nadal silne inwestycje JST w I kw. 2024 r. przed wiosennymi wyborami (szczególnie przy bardzo wysokiej skali bieżących projektów), – poprawa koniunktury gospodarczej, lepsze nastroje przedsiębiorstw oraz poprawa ich wyników finansowych, – dalsza stopniowa poprawa aktywności inwestycyjnej na rynku mieszkaniowym.

Terminarz wykorzystania środków unijnych...



...kluczowy dla cyklu inwestycji w I. 2023 – 2024

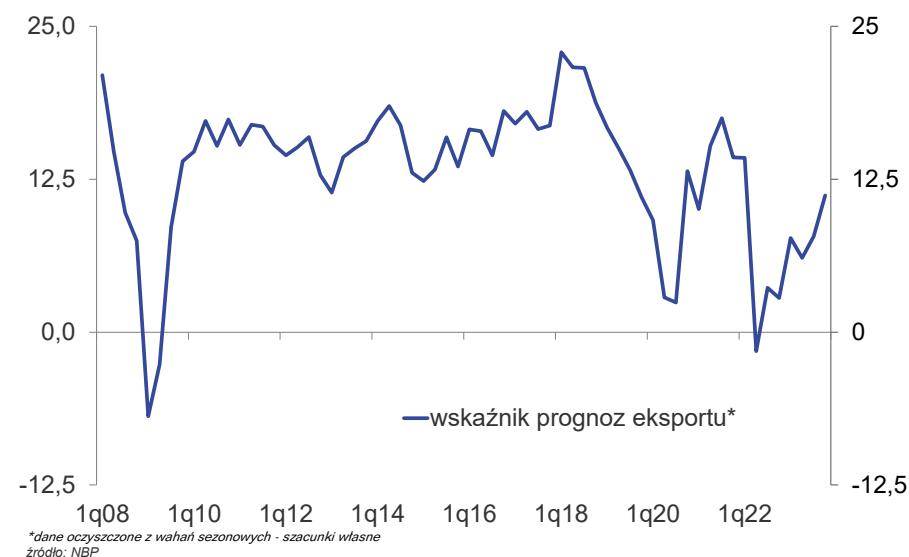




Słaba koniunktura gospodarki globalnej będzie ograniczać ożywienie eksportu

- Pozytywne nastroje eksporterów dot. popytu („Szybki Monitoring” NBP) zaskakują biorąc pod uwagę wyraźne osłabienie eksportu w połowie roku oraz spadek dynamiki produkcji przemysłowej w firmach o najwyższym udziale sprzedaży eksportowej w III kw. i na początku IV kw.
- Biorąc pod uwagę założenia stagnacji w strefie euro oczekujemy utrzymania słabych wyników eksportu na przełomie 2023 i 2024 oraz jedynie stopniowej jego poprawy w II poł. 2024 r.
- Zakładamy, że bieżąca ujemna kontrybucja zapasów we wzrost będzie stopniowo wygasać, co będzie z kolei ograniczy spadek importu. Czynnikiem wspierającym import pozostaną także podwyższone wydatki na zbrojenia, które w części są zakupami zagranicznymi.
- Oczekując jedynie stopniowego ożywienia eksportu i relatywnie silniejszego ożywienia importu oczekujemy w 2024 r. spadku kontrybucji eksportu netto we wzrost PKB.

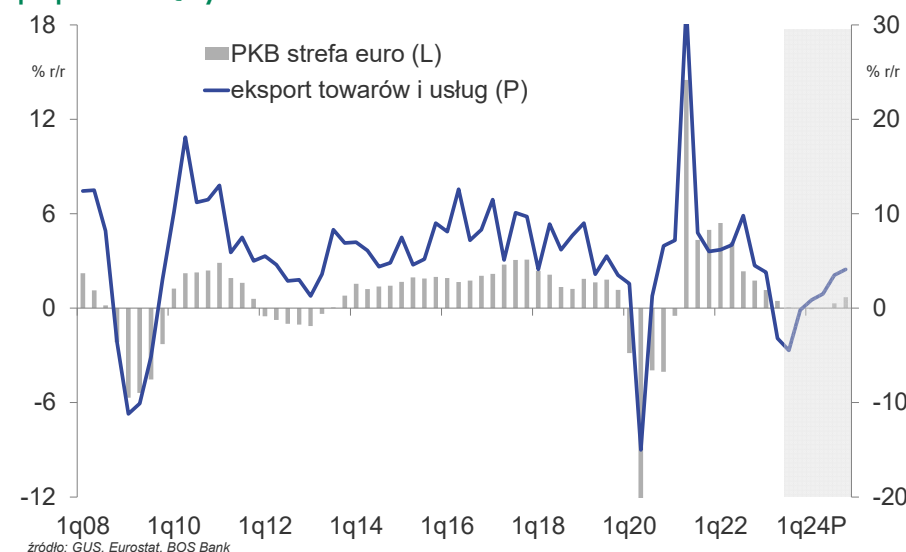
Prognozy eksporterów pozostają dość optymistyczne,...



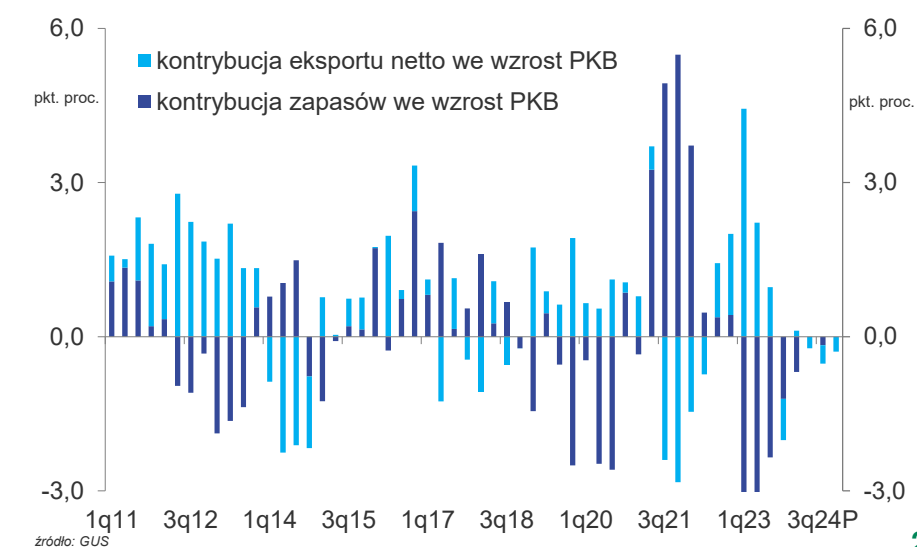
...pomimo wyraźnych sygnałów ograniczenia popytu zagranicznego...



...który przy słabej koniunkturze globalnej w 2024 r. poprawi się tylko nieznacznie



W 2024 r. poprawa kontrybucji zapasów we wzrost PKB, ale pogorszenie kontrybucji eksportu netto

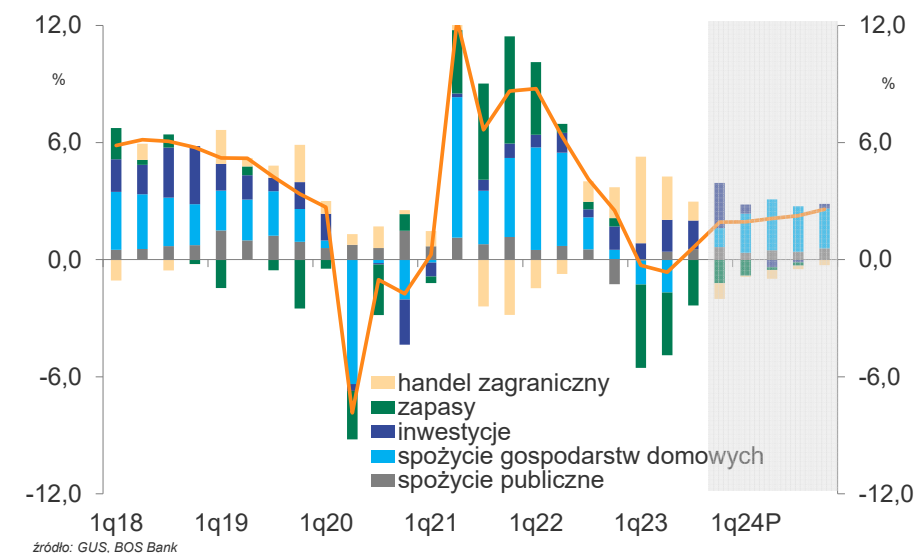




W 2023 r. wzrost PKB w okolicach 0,5%, w 2024 r. ponad 2,0%

- Szacujemy, że w IV kw. 2023 r. dynamika PKB wzrośnie w kierunku 2,0% r/r. W trakcie 2024r. oczekujemy jedynie stopniowego wzrostu dynamiki w kierunku 2,5% pod koniec roku, przy wzroście PKB w całym 2023 r. o 2,2% r/r.
- Głównym czynnikiem stymulującym wzrost dynamiki PKB będzie wyraźne odbicie dynamiki spożycia gospodarstw domowych dzięki rosnącej sile nabywczej dochodów gospodarstw domowych.
- Zakładając niskie tempo wzrostu gospodarki globalnej, w szczególności w strefie euro, oczekujemy natomiast jedynie niewielkiego wzrostu popytu zagranicznego.
- Z kolei zakończenie projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE z Perspektywy finansowej UE na l. 2014 – 2020 przy ograniczonej skali rozpoczętych projektów z kolejnej perspektywy budżetowej, spowoduje spadek dynamiki inwestycji.
- Ważnym czynnikiem hamującym silniejsze odbicie gospodarki będą utrzymujące się problemy strukturalne tj. wciąż podwyższone ceny surowców i materiałów w Europie oraz rosnące koszty wynagrodzeń będące ważną barierą rozwoju przedsiębiorstw.
- Ponadto podwyższona niepewność dot. sytuacji geopolitycznej wpływająca m.in. na niepewność co do przyszłych cen surowców, pozostaje istotnym czynnikiem ryzyka dla prognoz, szczególnie przy coraz bardziej ograniczonych możliwościach poluzowania polityki fiskalnej w warunkach rozszerzającego się ryzyka globalnego silnego wzrostu zadłużenia sektora publicznego.

Pod koniec 2023 r. i w trakcie 2024 r. wzrost PKB około 2,0% r/r



Wyższe koszty działalności firm wciąż będą hamować silniejsze ożywienie





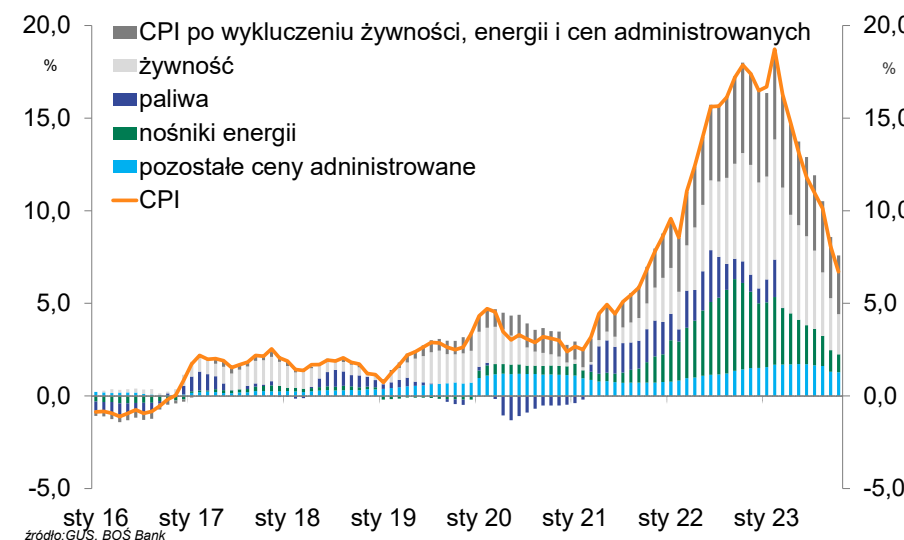
Od marca do października skokowy spadek inflacji do 6,6% r/r

- W II i III kw. nastąpił skokowy spadek wskaźnika inflacji CPI do 6,6% r/r w październiku wobec 18,4% r/r w lutym.
- Spadek inflacji to przede wszystkim efekt wysokich baz odniesienia sprzed roku w wyniku skokowego wzrostu cen w reakcji na gwałtowne wzrosty cen surowców po agresji Rosji na Ukrainę i utrzymujących się w ub.r. podwyższonych kosztów w globalnym transporcie w 2022 r.
- W 2022 r. szczególnie silnie wzrosły ceny żywności i energii, stąd w tym roku silniejsze spadki rocznych indeksów tych cen. W ujęciu zmian miesięcznych dynamiki cen w 2023 r. kształtują się już blisko długookresowych średnich.
- Wskaźniki inflacji bazowej w ujęciu m/m utrzymały się powyżej średnich z lat minionych, stąd mniejszy jej spadek – do 8,0% r/r w październiku z 12,3% r/r w marcu.
- Na przełomie II i III kw. spadek inflacji CPI wzmacniły decyzje administracyjne (wyższe progi zużycia energii elektrycznej dla wyższych stawek cen, darmowe leki dla dzieci i seniorów 65+).

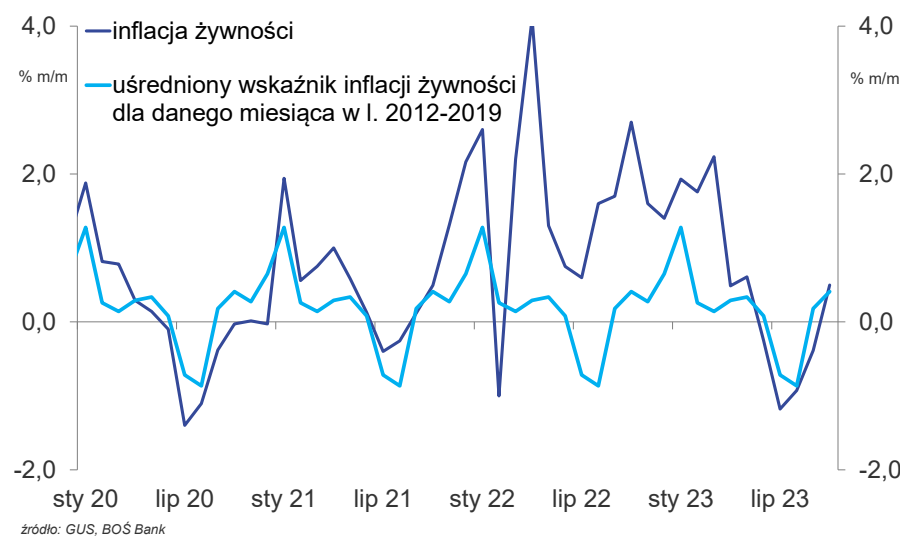
2023-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

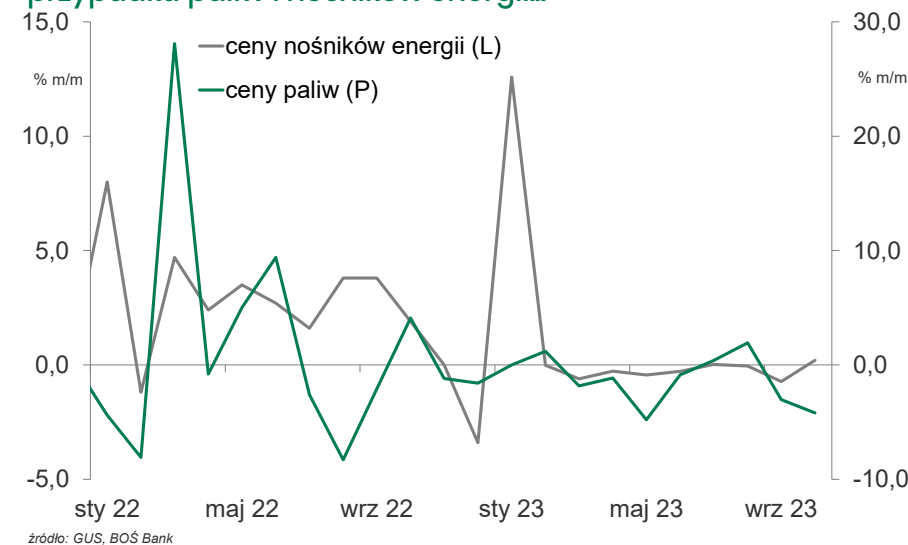
Od marca do października skokowy spadek inflacji CPI...



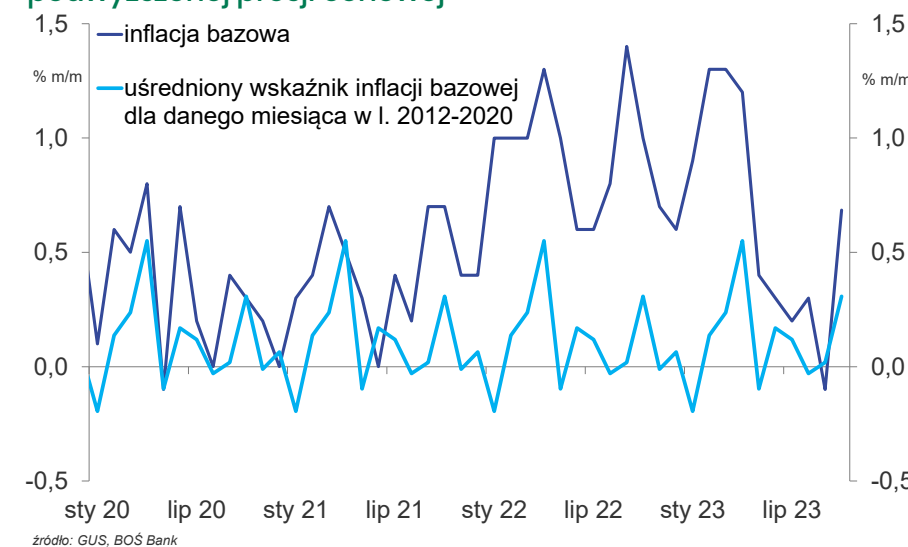
...oraz żywności



...w warunkach historycznie wysokich baz odniesienia w przypadku paliw i nośników energii...



Wolniejszy spadek inflacji bazowej przy wciąż podwyższonej presji cenowej

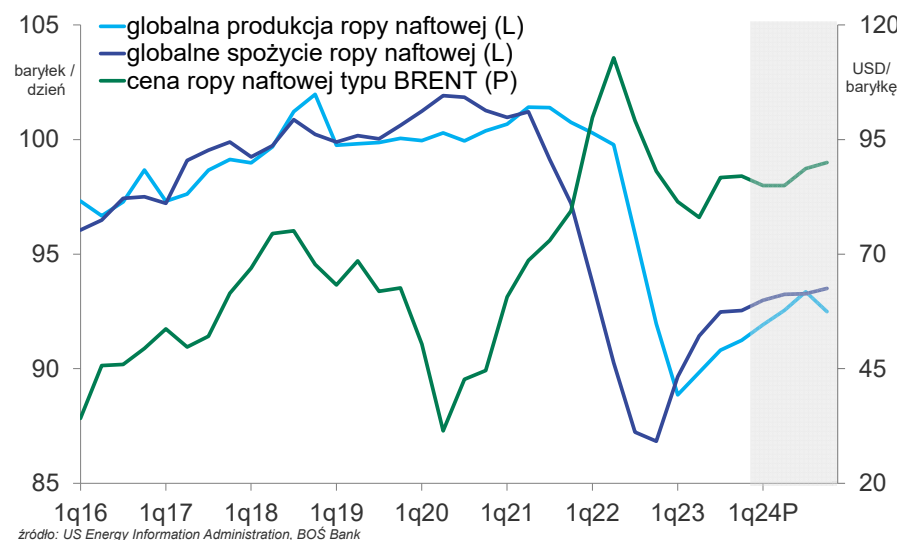




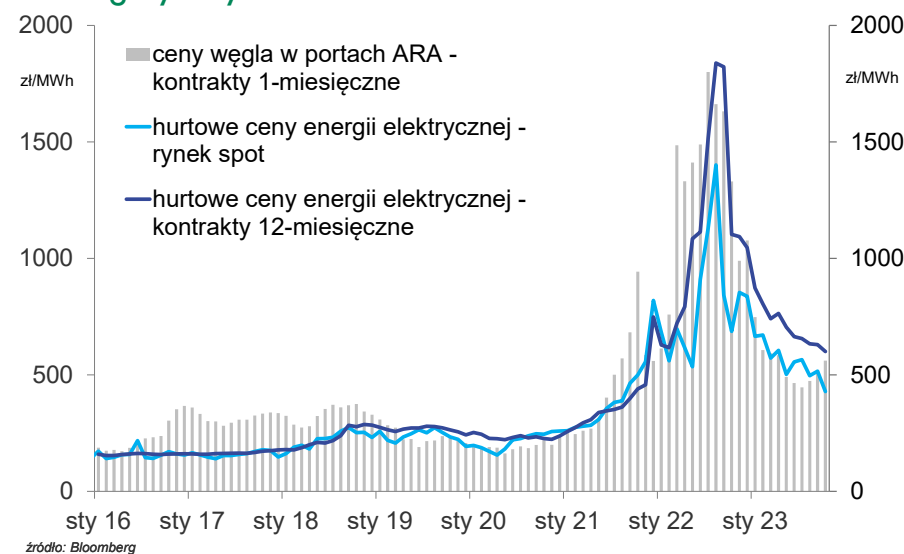
Wygasanie historycznie wysokich baz odniesienia oraz decyzje administracyjne prawdopodobnie ograniczą w 2024 r. spadek dynamiki cen nośników energii...

- Słaba koniunktura globalna będzie ciążyć popytowi na ropę naftową, jednak wyzwania podażowe będą utrzymywać podwyższone ceny (ok. 90 USD/baryłkę).
- Przy tym założeniu i uwzględniając coroczne wzrosty stawek opłaty paliwowej oczekujemy wzrostu rocznej dynamiki cen paliw nieco powyżej zera od II kw. 2024 r.
- Wygaśnięcie baz odniesienia, przy wciąż podwyższonych cenach surowców w naszej ocenie spowodują wyhamowanie spadku rocznej dynamiki cen nośników energii.
- Kluczowe dla tej prognozy będą decyzje administracyjne dot. cen energii elektrycznej. Nie sądzimy, aby rząd zaakceptował kilkudziesięcioprocentowe wzrosty rachunków w scenariuszu pełnego uwolnienia cen. Z drugiej strony nie sądzimy, aby w sytuacji oczekiwanego utrzymania podwyższonych cen energii zapadła decyzja o utrzymaniu zamrożonych cen z 2022 r.
- Zakładamy, że w 2024 r. wzrost rachunku za energię elektryczną przeciętnego gospodarstwa domowego wyniesie 20%.

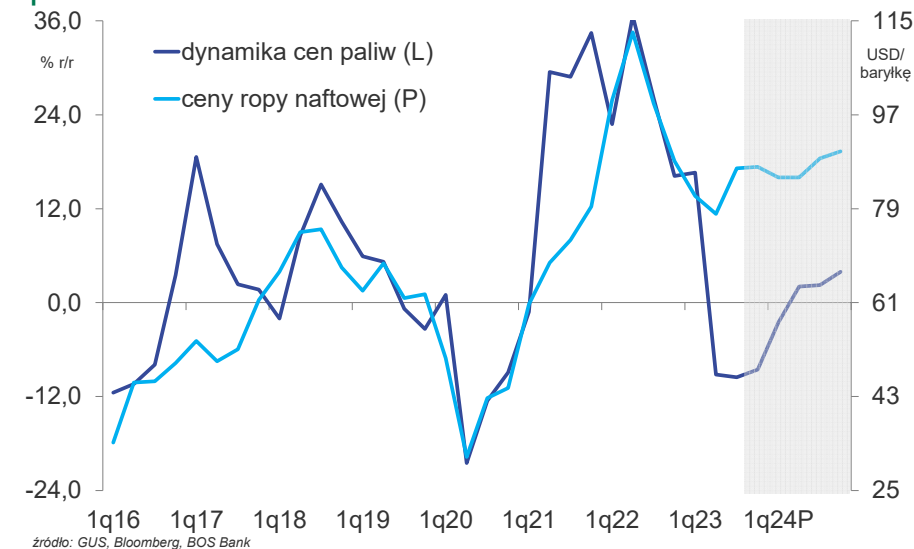
Zakładamy, że ceny ropy naftowej będą w 2024 r. kształtować się w okolicach 90 USD/baryłkę...



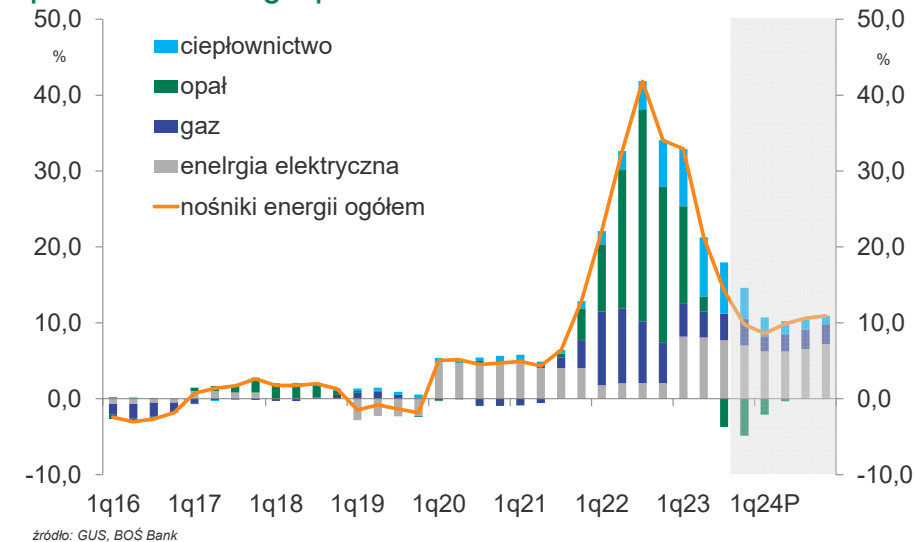
Utrzymujące się podwyższone ceny surowców energetycznych...



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



...w średnim okresie będą prawdopodobnie stopniowo przeliczane na gospodarstwa domowe





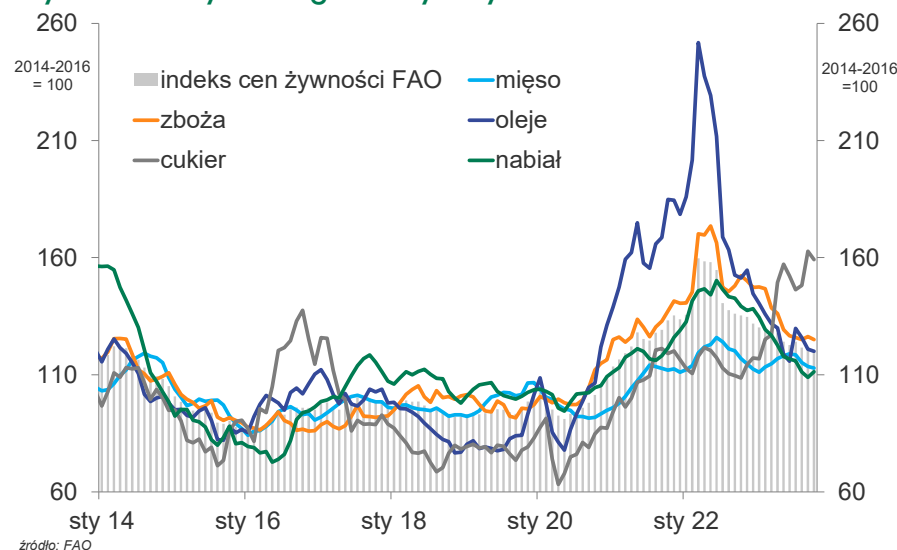
...oraz żywności

- Notowane w br. silne spadki cen surowców żywnościowych mogłyby „zapowiadać” deflację cen żywności przetworzonej. Zakładamy jednak, że podwyższone ceny produkcji (koszty energii, pracy), będą osłabiać wpływ niższych cen surowców na ceny detaliczne.
- Zakładamy jednak, że skala wpływu tych czynników będzie już słabsza niż w I. 2022 – 2023, przy niższych wzrostach cen energii, płac i nawozów.
- Niższa dynamika kosztów powinna także sprzyjać ograniczeniu wzrostu cen mięsa, owoców i warzyw i powrotu dynamik tych cen bliżej średnich z wcześniejszych lat\.
- Choć trendy surowcowe i kosztowe sprzyjają dalszemu spadkowi dynamiki cen żywności, to oczekujemy, że w 2024 r. ta dynamika ustabilizuje się na poziomie ok. 6,0% r/r (tj. z końca 2023 r.). Zakładamy, że od stycznia zostanie przywrócona podstawowa (5%) stawka podatku VAT na żywność. Takie rozwiązanie wejdzie w życie automatycznie, o ile nie zostanie uchwalona ustawa przedłużająca zerowy VAT na żywność.

2023-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

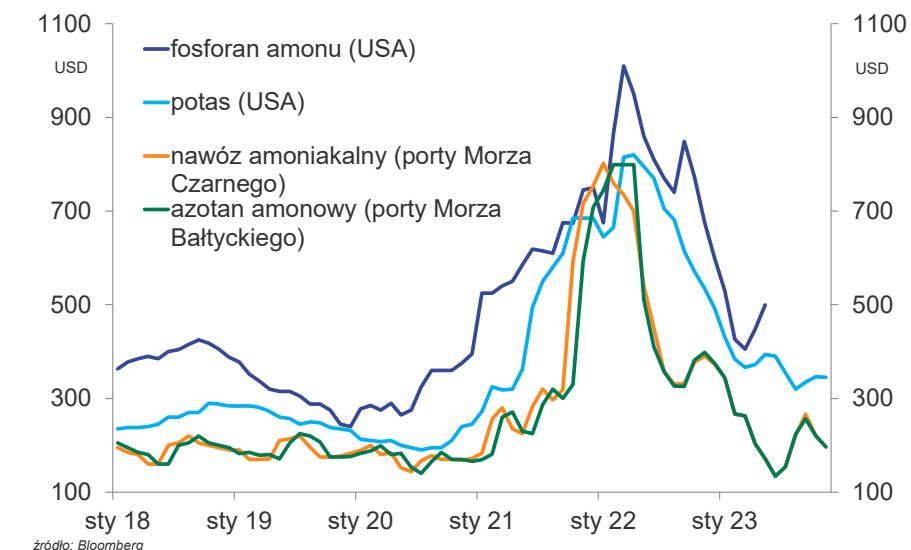
W 2023 r. wyraźny spadek cen większości cen surowców żywnościowych na globalnym rynku...



...sprzyja dalszemu spadkowi dynamiki cen żywności przetworzonej



...oraz kontynuacja spadku cen nawozów...



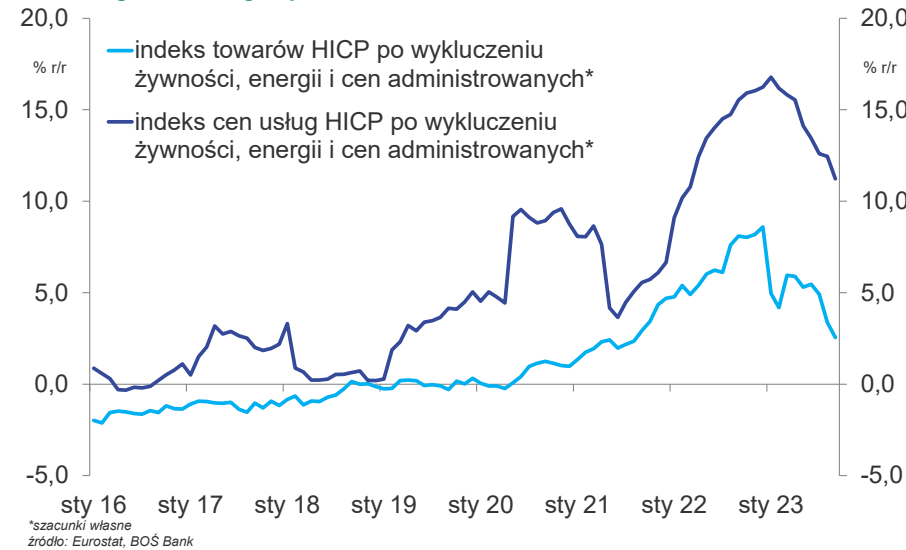
W 2024 r. spadek dynamiki cen żywności zahamuje jednak przywrócenie 5-proc. stawki VAT na żywność.



Normalizacja kosztów przedsiębiorstw sprzyja obniżeniu inflacji bazowej...

- Po silnym wzroście w I kw. 2023 r. do 12% r/r, wskaźnik inflacji bazowej obniżył się do 8,0% w październiku.
- W tym okresie silniej obniżały się ceny towarów, w reakcji na spadek cen surowców energetycznych oraz kosztów w globalnym transporcie oraz w efekcie relatywnie niższego popytu gospodarstw domowych 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.
- Znaczący wzrost odsetka firm, które nie oczekują podwyżek cen własnych wspiera oczekiwania dalszego obniżenia inflacji bazowej. Z drugiej strony wciąż większość respondentów planuje podwyżki cen, przy rosnącym znaczeniu czynnika kosztów pracy. Dodatkowo, prognozy skali wzrostu cen własnych przestały obniżać się, stabilizując się na podwyższonym poziomie.

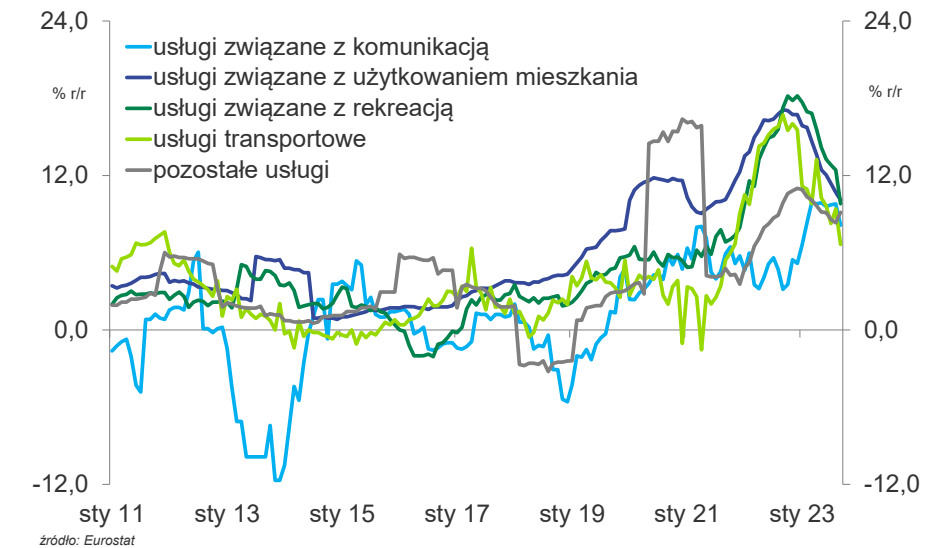
W trakcie br. spadki wskaźnika inflacji bazowej, szczególnie w grupie towarów...



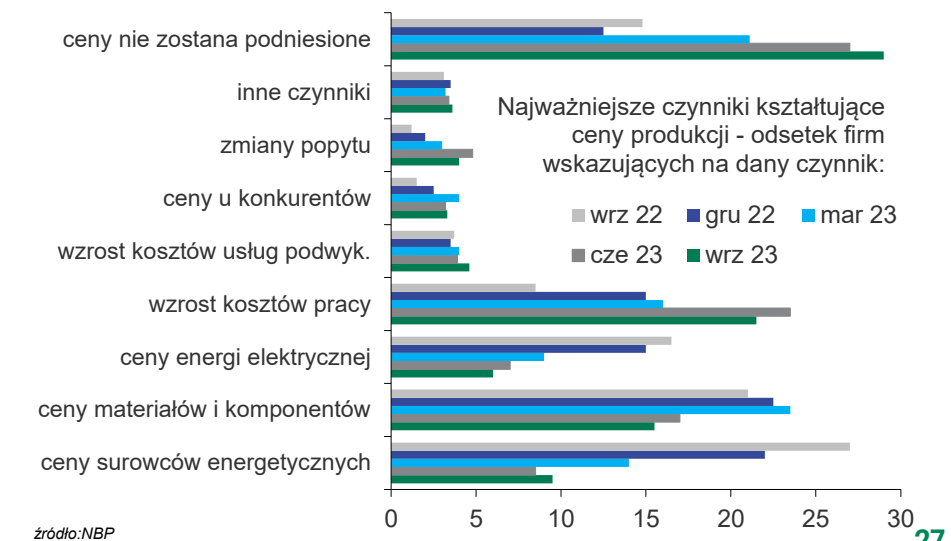
Stabilizacja cen surowców sprzyja dezinflacji, choć planowane podwyżki cen wciąż dość wysokie...



...przy wolniejszej dezinflacji cen usług



...przy wciąż wysokich kosztach działalności



...w 2024 r. tempo obniżania inflacji bazowej będzie nadal stopniowe

- Oczekujemy, że w 2024 r. inflacja bazowa będzie dalej stopniowo obniżać się w kierunku 4,0% r/r wobec poniżej 7,5% r/r szacowanego na koniec 2023 r.
- Choć tempo wzrostu cen będzie obniżać się w warunkach wolniejszego wzrostu kosztów (w tym kosztów pracy, energii) oraz aprecjacji kursu złotego, to tempo tego spadku będą osłabiać opóźnione efekty przeliczania wyższych kosztów działalności na ceny detaliczne oraz silniejszy wzrost popytu konsumpcyjnego.
- 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 dezinflacji pozostanie bardzo stopniowy.
- 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 (jak np. darmowe leki dla osób poniżej 18-go i powyżej 65-go roku życia).
- Sądzymy, że po okresie wyborczym tempo wzrostu tych cen może pozostać relatywnie wysokie, pomimo wygasania szoku kosztowego, właśnie ze względu na przesunięcia podwyżek cen na okres powyborszy. Ten efekt także będzie ograniczał tempo obniżania wskaźnika inflacji bazowej w 2024 r.

Czynniki podażowe sprzyjające dezinflacji, ale popytowe będą ten proces hamować



Po okresie wyborczym prawdopodobne podwyżki cen administrowanych





W 2024 r. decyzje administracyjne kluczowe dla tempa spadku CPI

- Oczekujemy, że w 2024 r. wskaźnik średniorocznej inflacji obniży się w kierunku 5,5% wobec 11,5% w 2023 r., oraz wobec 6,7% na koniec br.
- Stabilizacja cen surowców energetycznych i żywnościowych w dalszym ciągu powinna wspierać proces dezinflacji z tytułu czynników podażowych, zarówno w grupie cen żywności, energii oraz inflacji bazowej. Jednocześnie jednak wciąż wysoki poziom kosztów działalności firm, procesy strukturalne (deglobalizacja, dekarbonizacja), jak również utrzymująca się niepewność dot. kształtowania się cen surowców (ryzyko geopolityczne dla cen surowców energetycznych, ryzyko atmosferyczne dla cen żywności) będą spowalniać proces dezinflacji.
- W 2024 r. kluczowym czynnikiem, który będzie hamował silniejszy spadek inflacji będą jednak decyzje administracyjne tj. podwyżka stawki podatku VAT na żywność oraz oczekiwany wzrost cen nośników energii z początkiem roku. W naszych założeniach te czynniki podwyższą łącznie ścieżkę inflacji o ponad 1,5 pkt. proc.
- Jednocześnie biorąc pod uwagę, że ostateczne decyzje nie zostały jeszcze podjęte, to założenie pozostaje kluczowym czynnikiem niepewności prognozy. Tę niepewność zwiększa także wysoce prawdopodobna zmiana rządu w następstwie październikowych wyborów parlamentarnych, zarówno ze względu na większą niepewność co do priorytetów polityki nowego rządu, jak również krótki okres na podjęcie decyzji i wprowadzenie ich w życie (prawdopodobna zmiana rządu może nastąpić dopiero około połowy grudnia).
- Biorąc pod uwagę te ograniczenia czasowe nie można także wykluczyć, że ostateczne zmiany wejdą w życie w trakcie I kw., co może zwiększyć zmienność wskaźnika inflacji w tym okresie.

W 2024 powolny spadek inflacji bazowej, ale wyhamowanie spadków dynamiki cen żywności i energii...



...pod wpływem decyzji administracyjnych, choć niepewność co do ich ostatecznego kształtu utrzymuje się





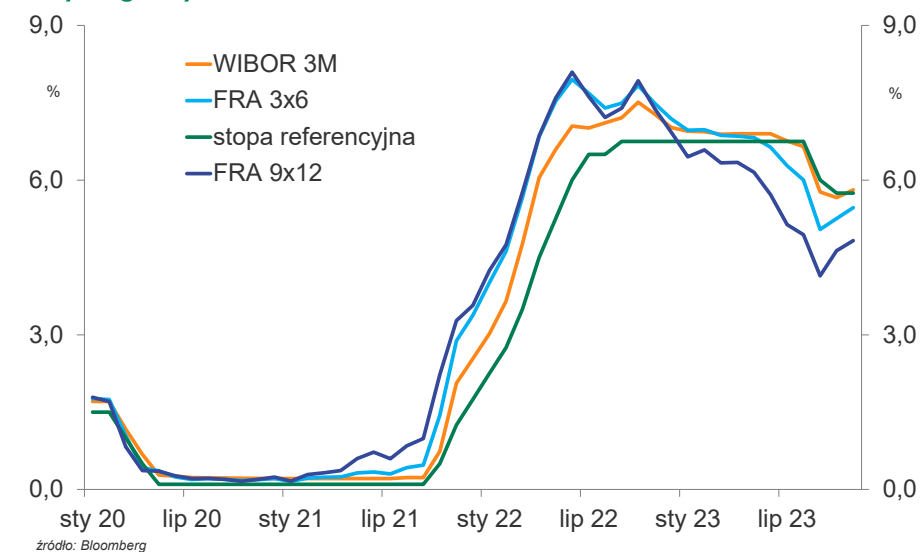
Wyhamowanie spadku inflacji w 2024 r. i bardziej konserwatywna funkcja reakcji RPP ograniczają przestrzeń do obniżek stóp procentowych...

- We wrześniu i październiku Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe łącznie o 100 pkt. baz. i istotnie złagodziła retorykę, co wzmacniało oczekiwania rynkowe na dalsze poluzowanie polityki monetarnej.
- Wbrew dominującym oczekiwaniom na dalsze obniżki, w listopadzie Rada utrzymała niezmienną stopę i wyraźnie zaostrzyła retorykę. W uzasadnieniu wskazała na dotychczasowe silne poluzowanie polityki monetarnej i niepewność prognoz inflacyjnych z tytułu czynników regulacyjnych i fiskalnych (stawka VAT na żywność, ceny energii elektrycznej, wynagrodzenia w sektorze publicznym).
- Podobnie jak w miesiącach wcześniejszych, RPP nie wskazała na żadne parametry, które mogłyby być wskazówką nt. nowej funkcji reakcji Rady. Podczas konferencji prasowej w listopadzie prezes NBP powiedział, że nie jest możliwe obecnie wskazanie jak długa okaże się pauza w obniżkach stóp. Natomiast marcowa projekcja NBP uwzględniająca nowe informacje administracyjne i regulacyjne została wskazana jako bardzo istotny czynnik dla kolejnych decyzji. Wnioskujemy zatem, że do marca poluzowanie polityki monetarnej jest bardzo mało prawdopodobne.
- Zakładamy, że dalsze obniżki stóp procentowych będą wymagały spadku wskaźnika bieżącej inflacji w okolice / poniżej stopy referencyjnej NBP oraz utrzymania w horyzoncie projekcji (2026 r.) prognozy inflacji poniżej 3,5% r/r. Nasz scenariusz inflacyjny wskazuje, że przestrzeń do stopniowych obniżek stóp pojawi się dopiero w połowie 2024 r. Oczekujemy, że w II poł. roku RPP obniży stopy o 50 pkt. baz. do 5,25% na koniec roku dla stopy referencyjnej. Głębszej redukcji stóp oczekujemy w 2025 r.
- Ryzyko dla prognozy stóp pozostaje podwyższone, zarówno ze względu na niepewność dot. ścieżki inflacji w 2024 r., jak również niepewność co do konserwatyzmu Rady. Nie można wykluczyć, że warunkiem dalszych obniżek będzie spadek bieżącej inflacji mocniej poniżej stopy referencyjnej, co mogłoby odsunąć poluzowanie polityki pieniężnej do 2025 r.

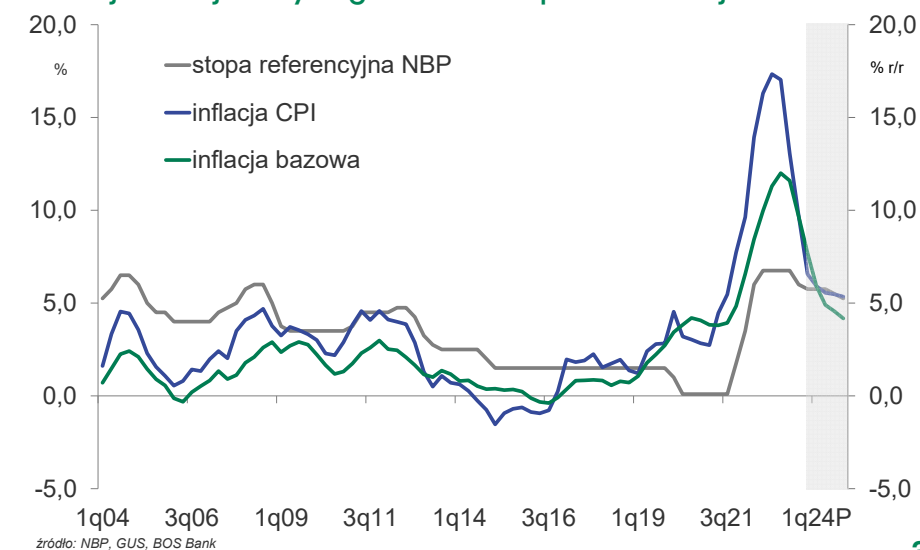
2023-11-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Oczekiwania rynkowe na obniżki stóp w 2024 r. wydają się zbyt agresywne...



...przy założeniu utrzymania bardziej konserwatywnej funkcji reakcji Rady i ograniczenie spadku inflacji w 2024 r.

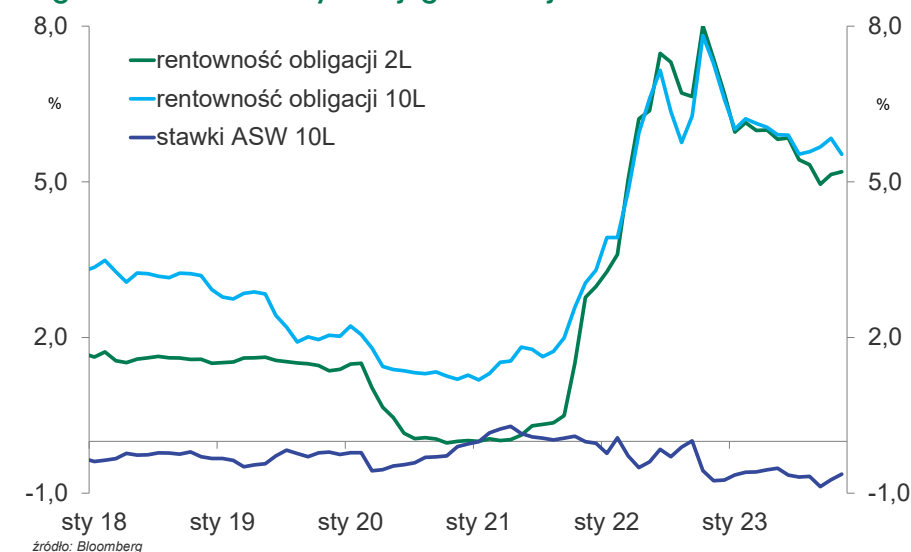




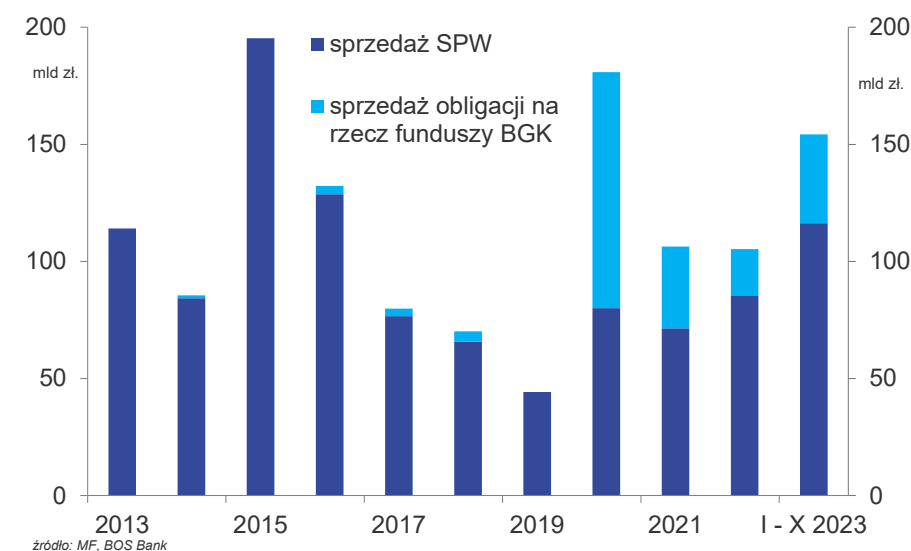
...co ograniczy skalę spadku rentowności krajowych obligacji skarbowych

- W 2023 r. rentowności krajowych obligacji skarbowych obniżyły się o ponad 100 pkt. baz. dzięki ograniczeniu dalszych podwyżek stóp procentowych NBP, a w II poł. roku ich redukcji. Jednocześnie spadek ryzyka kraju z tytułu sytuacji geopolitycznej (agresja Rosji na Ukrainę) i energetycznej wsparło obniżenie rentowności krajowych obligacji.
- W tym okresie czynnikiem hamującym silniejsze spadki rentowności był wzrost stóp procentowych na rynkach bazowych i wysoki poziom podaży krajowego długu.
- Biorąc pod uwagę prognozę bazową spadku rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych oraz lekkiego poluzowania krajowej polityki pieniężnej w 2024 r. i perspektywy większych obniżek stóp w 2025 r., oczekujemy dalszego spadku rentowności krajowych SPW w trakcie 2024 r., choć jego skala może być już mniejsza niż w 2023 r.
- Sytuacja fiskalna i wyższa podaż długu pozostanie czynnikiem ograniczającym spadek rentowności (utrzymanie podwyższonych spreadów między rentownościami SPW a stawkami IRS).
- Pomimo utrzymania podwyższonego poziomu deficytu SFP w I. 2023 – 2024 nie sądzimy natomiast, aby potencjalna presja na wzrost rentowności z tytułu narastania globalnych obaw fiskalnych była 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.
- Choć w przypadku silniejszego spowolnienia gospodarki globalnej wzrosłyby oczekiwania na szybsze i głębsze obniżki stóp za granicą i w kraju, co wspierałoby silniejszy spadek rentowności obligacji, to w takim scenariuszu równoczesny wzrost globalnej premii za ryzyko osłabiłby wpływ oczekiwań dot. polityki pieniężnej, szczególnie na dłuższym końcu krzywej dochodowości. Także potencjalne czynniki ryzyka sytuacji geopolitycznej, wskazują, że bilans ryzyka dla scenariusza bazowego jest zbilansowany.

W 2024 r. oczekiwany dalszy spadek rentowności obligacji, gł. dzięki zmianie sytuacji globalnej



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

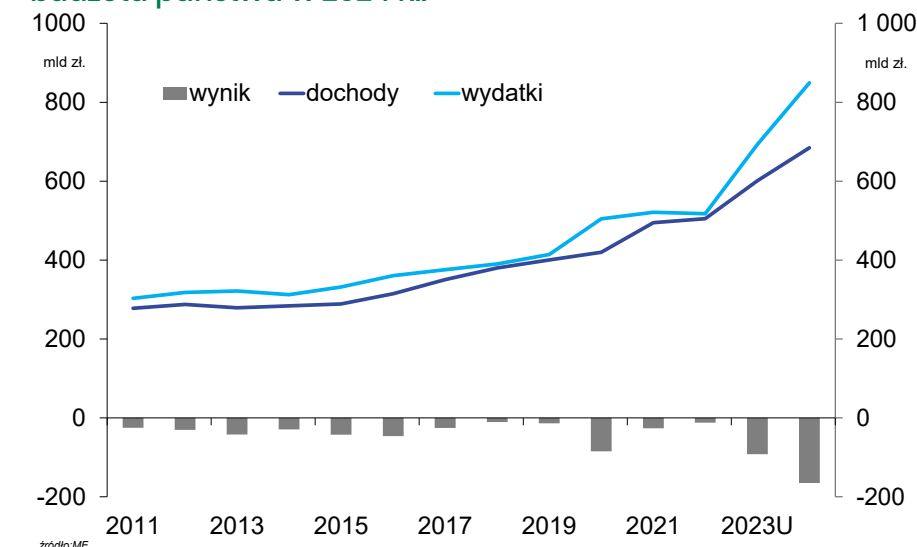




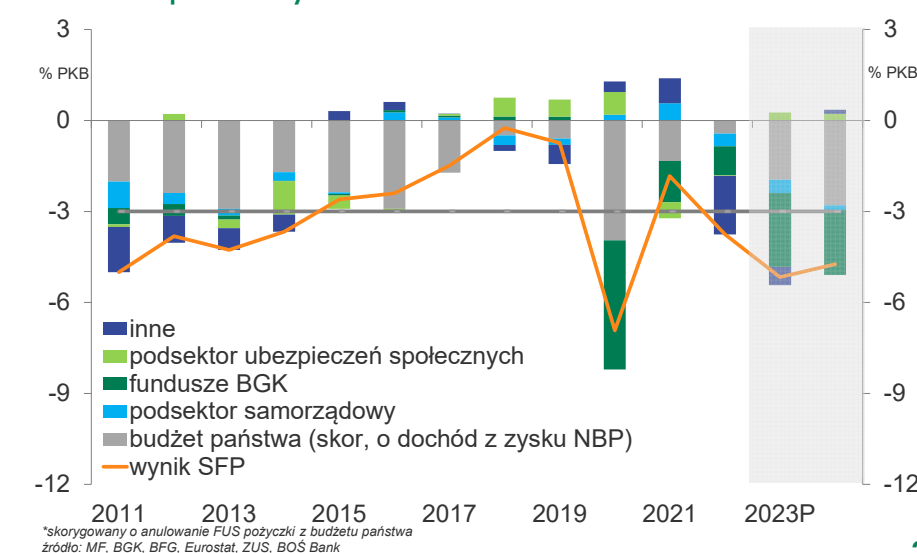
W I. 2023 – 2024 deficyt SFP powinien wahać się wokół 5,0% PKB

- Zgodnie z założeniami deficyt budżetu państwa w 2024 r. ma wzrosnąć do blisko 165 mld zł z 92 mld zł planowanych na 2023 r. W decydującym stopniu te założenia wynikają z zaplanowanego znaczącego wzrostu wydatków budżetowych.
- Z istotniejszych wydatków na 2024 r., gdzie zaplanowano istotny wzrost należy wskazać podwyższenie kwoty świadczenia 500+ (wzrost wydatków o 20 - 25 mld zł). W uzasadnieniu do założeń budżetu wskazano także na znaczący wzrost wydatków majątkowych, głównie związanych z obronnością. W wielu kategoriach faktyczny wzrost wydatków może być natomiast mniejszy, a w części (np. wsparcie podmiotów związane z kryzysem energetycznym) jest szansa na ich spadek w stosunku do 2023 r.
- Ustawa budżetowa zapewne zakłada także ostrożniejsze plany wydatkowe i deficytu. Na podstawie danych nt. wykonania budżetu do września, zakładamy, że w 2023 r. ostateczny poziom deficytu będzie niższy o ok. 20 mld zł wobec tego założonego w znowelizowanym planie budżetowym (czyli ok. 75 mld zł).
- Być może tak silny planowany wzrost poziomu wydatków wynika także z planu powrotu finansowania możliwie największej części wydatków centralnych do budżetu państwa i ograniczenia skali wzrostu bilansów funduszy BGK (Fundusz Przeciwdziałania COVID, Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych). Co jednak ważne, taka zmiana nie będzie miała wpływu na szacunki deficytu całego sektora finansów publicznych. Zakładamy, że po wzroście do 5,2% PKB w 2023 r., w 2024 r. deficyt SFP obniży się do 4,7% PKB.
- Należy zastrzec, że po prawdopodobnej zmianie rządu pod koniec roku nastąpią korekty w budżecie państwa (lub jego nowelizacja w trakcie roku).
- Jednocześnie bieżąca znacząca skala finansowania wydatków publicznych z funduszy BGK, które nie zapewniają tak dokładnej jak budżet państwa informacji nt. realizacji dochodów i wydatków skutkuje podwyższonym ryzykiem prognoz sytuacji fiskalnej.

Nie sądzimy, aby plan znaczącego wzrostu deficytu budżetu państwa w 2024 r...



...implikował również silny wzrost deficytu całego sektora finansów publicznych



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	0,5	2,2
Popyt krajowy	% r/r	5,4	6,3	3,3	-2,7	8,5	5,2	-1,2	2,6
Spożycie indywidualne	% r/r	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,2	-0,7	4,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	4,9	9,5	0,3
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,1	-0,2	1,2	0,6	-1,1	0,2	1,6	-0,2
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1 983	2 127	2 288	2 338	2 631	3 067	3 424	3 687
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,3	-1,3	-0,2	2,5	-1,3	-2,4	0,0	-0,4
	mld EUR	-1,5	-6,5	-1,2	12,8	-7,4	-15,7	-0,3	-3,3
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	11,1	15,7	16,3	19,0	17,5	18,6	18,0	17,0
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	0,5	0,4
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	5,3	7,2	7,2	5,3	8,8	12,1	12,9	9,6
	% r/r, real.	3,2	5,4	4,7	1,9	3,6	-2,0	1,2	3,8
Inflacja CPI	% r/r, śr.	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,4	11,5	5,6
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	4,9
Depozyty ogółem	% r/r	4,2	9,1	8,2	13,8	10,9	5,7	6,9	5,1
Kredyty ogółem	% r/r	3,8	7,1	5,0	0,7	5,1	1,7	-0,7	3,1
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,8	-5,2	-4,7
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	50,8	48,7	45,7	57,2	53,6	49,3	50,8	52,4
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,25
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	5,75
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,00	1,25	6,25	5,25	4,75
WIBOR 3M	%, k.o.	1,72	1,72	1,71	0,21	2,54	7,02	5,85	5,25
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,69	1,33	1,43	0,01	3,33	6,63	5,35	5,00
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,66	2,13	1,79	0,41	3,93	6,83	5,45	4,90
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	3,29	2,81	2,10	1,22	3,62	6,83	5,60	4,85
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,45	4,45
PLN/USD	PLN, k.o.	3,48	3,76	3,80	3,76	4,06	4,40	4,10	4,14
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,57	3,82	3,92	4,26	4,45	4,77	4,64	4,60
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	2,4	1,0
PKB - strefa euro	% r/r	2,7	1,9	1,4	-6,2	5,9	3,4	0,4	0,3
PKB - Chiny	% r/r	6,9	6,8	6,0	1,8	8,5	3,0	5,1	4,0
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	5,7	2,7
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	5,00
SOFR ON	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	5,30	4,80
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,42	2,70	1,92	0,91	1,51	3,88	4,50	3,50
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	4,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	4,00	3,45
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,42	0,24	-0,19	-0,58	-0,19	2,56	2,60	2,20
Stopa SNB	%, k.o.	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	1,00	1,75	1,75
SARON	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	1,47	1,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,20	1,15	1,12	1,22	1,14	1,07	1,09	1,07
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	54,3	71,0	64,1	42,3	70,6	100,0	83,3	87,2

% 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 (gł. WPR) oraz rachunku kapitałowego (fundusze strukturalne)

** górna granica przedziału celu Fed (szerokość przedziału 25 pkt. baz.)

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

2023-11-23

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	0,4	1,9	1,9	2,1	2,3	2,6
Popyt krajowy	% r/r	-4,8	-2,9	-0,5	2,8	2,1	2,7	2,5	2,9
Spożycie indywidualne	% r/r	-2,0	-2,8	0,0	1,9	3,3	4,5	4,0	4,1
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,8	10,5	9,0	10,4	3,5	-2,2	-0,8	1,0
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	4,5	2,3	1,0	-0,9	-0,2	-0,6	-0,2	-0,3
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,7	-0,1	0,3	0,0	-0,4	-0,5	-0,3	-0,4
	mld EUR	5,1	1,2	-2,8	-3,7	2,5	0,5	-1,8	-4,4
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	5,4	5,1	5,0	5,1	5,3	4,9	4,9	5,0
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	1,8	1,5	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	14,3	13,8	11,0	12,5	11,0	9,5	9,0	9,0
	% r/r, real.	-2,4	0,6	1,2	5,6	4,8	3,7	3,3	3,5
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	16,1	11,5	8,2	6,7	6,1	6,6	7,6	5,6
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	12,3	11,1	8,4	7,3	5,5	5,0	-99,5	-100,0
Stopa referencyjna NBP	% k.o.	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25
Stopa kredytu lombardowego NBP	% k.o.	7,25	7,25	6,50	6,25	6,25	6,25	6,00	5,75
Stopa depozytowa NBP	% k.o.	6,25	6,25	5,50	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75
WIBOR 3M	% k.o.	6,89	6,90	5,77	5,85	5,80	5,65	5,50	5,25
Obligacje skarbowe 2L	% k.o.	5,97	5,75	4,93	5,35	5,35	5,30	5,15	5,00
Obligacje skarbowe 5L	% k.o.	5,93	5,62	5,22	5,45	5,40	5,25	5,10	4,90
Obligacje skarbowe 10L	% k.o.	6,03	5,75	5,89	5,60	5,45	5,30	5,15	4,85
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,68	4,45	4,64	4,45	4,45	4,45	4,45	4,45
PLN/USD	PLN, k.o.	4,29	4,11	4,37	4,10	4,12	4,13	4,14	4,14
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,69	4,56	4,80	4,64	4,64	4,62	4,61	4,60
założenia zewnętrzne		1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24
PKB – USA	% r/r	1,7	2,4	2,9	2,7	2,2	1,6	0,3	0,0
PKB – strefa euro	% r/r	1,2	0,5	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,8
PKB – Chiny	% r/r	4,5	6,3	4,9	4,5	3,5	4,0	4,0	4,5
Stopa funduszy federalnych Fed*	% k.o.	5,00	5,25	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00
SOFR ON	% k.o.	-	-	-	5,30	5,30	5,30	5,05	4,80
Obligacje USA 10L	% k.o.	3,47	3,84	4,57	4,50	4,20	3,90	3,65	3,50
Stopa repo EBC	% k.o.	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,00
EURIBOR 3M	% k.o.	-	-	-	4,00	4,00	4,00	3,90	3,45
Obligacje GER 10L	% k.o.	2,29	2,39	2,84	2,60	2,50	2,40	2,30	2,20
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	1,73	1,75	1,75	1,75	1,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,08	1,09	1,06	1,09	1,08	1,08	1,08	1,08
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	81,4	78,0	86,7	87,0	85,0	85,0	88,7	90,0

% 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 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.