

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

21 lutego 2022 r.



Kosztow(n)a inflacja

**Departament Rynków
Finansowych i Analiz**
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl



Synteza

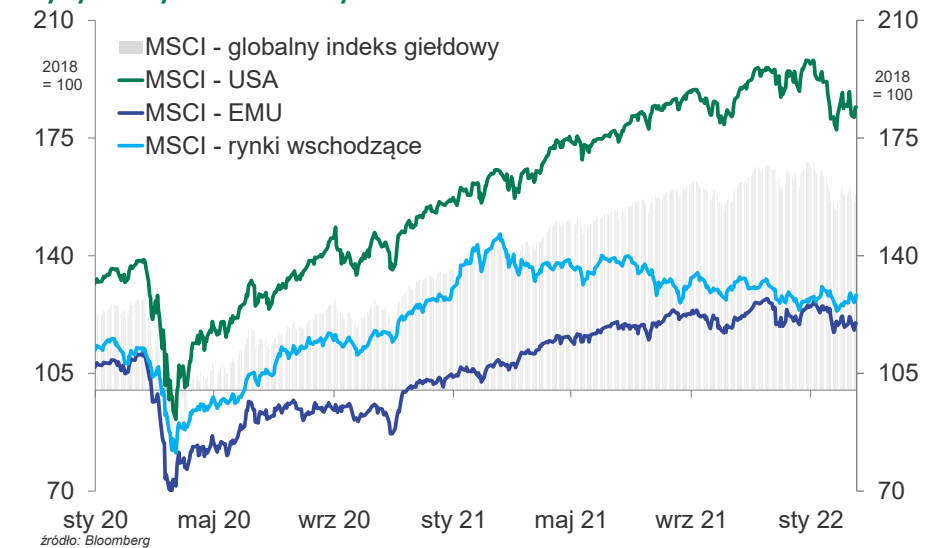
- Początek roku przyniósł nasilenie obaw rynkowych przed wzrostem inflacji w warunkach utrzymujących się problemów w globalnych łańcuchach dostaw oraz kontynuacji wzrostu światowych cen surowców. Choć pogorszenie sytuacji epidemicznej wywołanej wariantem Omikron nie wpłynęło silnie negatywnie na perspektywy popytu, to utrzymało problemy po stronie podaży i presji kosztowej.
- Wzrost inflacji do rekordowych poziomów wpłynął na zmianę retoryki banków centralnych. FOMC zakończył program skupu aktywów i *de facto* zapowiedział podwyżkę stóp w marcu, z kolei EBC odszedł od jednoznacznie gołębiego przekazu co do perspektyw polityki pieniężnej.
- Zmiana oczekiwań dot. polityki pieniężnej głównych banków centralnych poskutkowała silnym wzrostem rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Jednocześnie perspektywa zacieśnienia polityki pieniężnej oraz dalszy wzrost inflacji (głównie o charakterze surowcowym) poskutkowały spadkiem cen aktywów o wyższym profilu ryzyka. Wzrost inflacji w dużej mierze o charakterze kosztowym był głównym powodem korekt w dół prognoz wzrostu gospodarczego, w szczególności w gospodarkach rozwiniętych, pomimo coraz silniejszych oczekiwań na wygasanie wpływu pandemii na globalny popyt.
- Pomimo osłabienia globalnego apetytu na ryzyko, presja deprecjacyjna na kurs złotego osłabła, przy stabilnym napływie kapitału zagranicznego na rynki wschodzące i wciąż korzystnych fundamentach polskiej gospodarki, wspieranych ostatnimi solidnymi danymi makroekonomicznymi. Kurs złotego wsparło także odejście RPP od pro-deprecjacyjnej retoryki.
- Zmiana retoryki RPP co do kursu złotego ma na celu udroźnienie kanału kursowego obniżenia inflacji, która w styczniu wzrosła do poziomu 9,2% r/r. Jednocześnie skalę wzrostu styczniowej inflacji ograniczyły już zmiany podatkowe w ramach rządowej tarczy antyinflacyjnej.
- Przy założeniu normalizacji sytuacji na rynkach surowców, stopniowego osłabienia aktywności w trakcie roku, jak również zakładając wydłużenie w czasie niektórych rozwiązań tarczy antyinflacyjnej oczekujemy, że od lutego do jesieni 2022 r. wskaźnik CPI będzie oscylował w okolicach 8,0%, a na koniec roku obniży się w kierunku 6,0% r/r.
- Choć inflacja pozostanie podwyższona, to zahamowanie trendu wzrostowego inflacji pozwoli Radzie na zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych w okolicach poziomu 3,5% dla stopy referencyjnej NBP. Dla, w większości „gołębiej” – w naszej ocenie Rady – wraz z wyhamowaniem wzrostu inflacji zaczną zyskiwać na znaczeniu obawy przed spowolnieniem wzrostu gospodarczego.
- W I kw. efekty bazy będą jeszcze silnie podbijać dynamikę polskiego PKB, niemniej w II połowie roku oczekujemy spowolnienia wzrostu gospodarczego poniżej 4,0% r/r. Bezpośredni wpływ na krajową gospodarkę ryzyka geopolitycznego (Rosja – Ukraina) poprzez kanał handlu zagranicznego nie jest silny. Najistotniejszym czynnikiem ryzyka jest potencjalny wzrost cen surowców energetycznych.



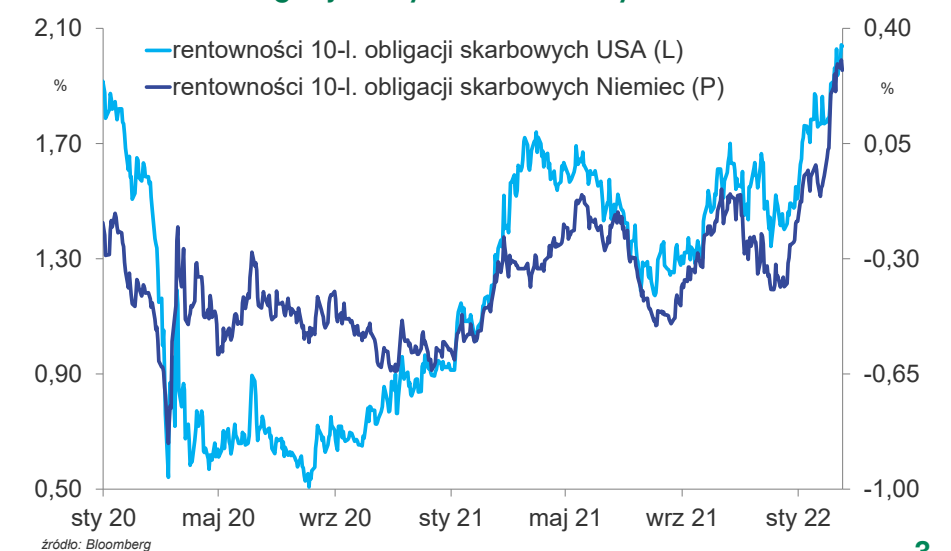
Na przełomie 2021 i 2022 r. ograniczenie globalnego popytu na ryzyko

- Pod koniec 2021 r. oraz na początku 2022 r. sytuacja na globalnym rynku finansowym zmieniła się. Początkowo aktywom o wyższym profilu ryzyka ciążyło pogorszenie sytuacji epidemicznej (Omikron) i obawy o perspektywy popytu, co pomimo rosnącej bieżącej inflacji, ograniczało wzrost rentowności obligacji skarbowych rynków bazowych.
- Z początkiem tego roku obawy przed negatywnym wpływem sytuacji epidemicznej na popyt wygasły, jednocześnie utrzymujące się problemy podażowe (surowa polityka epidemiczna Chin), dalszy wzrost cen surowców oraz skokowy wzrost inflacji poskutkowały wzrostem oczekiwań na zaostrzenie polityki pieniężnej w gospodarkach rozwiniętych.
- W znacznym stopniu podażowy charakter wzrostu inflacji, co pogarsza średnioterminowe perspektywy wzrostu gospodarczego ciążył z kolei zarówno cenom aktywów o wyższym profilu ryzyka, jak i cenom obligacji skarbowych.
- Zakładamy, że w trakcie roku wzrost cen surowców wyhamuje, skutkując obniżeniem inflacji, jednak negatywny wpływ dotychczasowego wzrostu kosztów, wolniejsze tempo wygasania problemów podażowych oraz oczekiwane silniejsze zacieśnienie polityki pieniężnej skutkują korektą w dół prognozy wzrostu gospodarki światowej.
- W tych warunkach w 2022 r. wyzwania dla notowań aktywów o wyższym profilu ryzyka będą utrzymywać się.
- Zacieśnienie polityki Fed, obok wolniejszego wzrostu aktywności w Chinach może także silniej ciżyć aktowym rynków wschodzących, choć dużo niższy niż przed kilkoma laty poziom zadłużenia (w tym zagranicznego) tych gospodarek powinien skutkować bardziej selektywnym charakterem ewentualnego osłabienia popytu na te aktywa.
- Istotniejszym, szczególnie dla regionu Europy Środkowo-Wschodniej, czynnikiem ryzyka jest z kolei napięta sytuacja geopolityczna (konflikt Rosja – Ukraina), głównie przez kanał cen surowców, a następnie przez kanał popytu na aktywa finansowe w regionie.

Na przełomie roku popyt na aktywa o wyższym profilu ryzyka wyraźnie niższy...



...z początkiem 2022 r. wzrost do lokalnych maksimów rentowności obligacji na rynkach bazowych





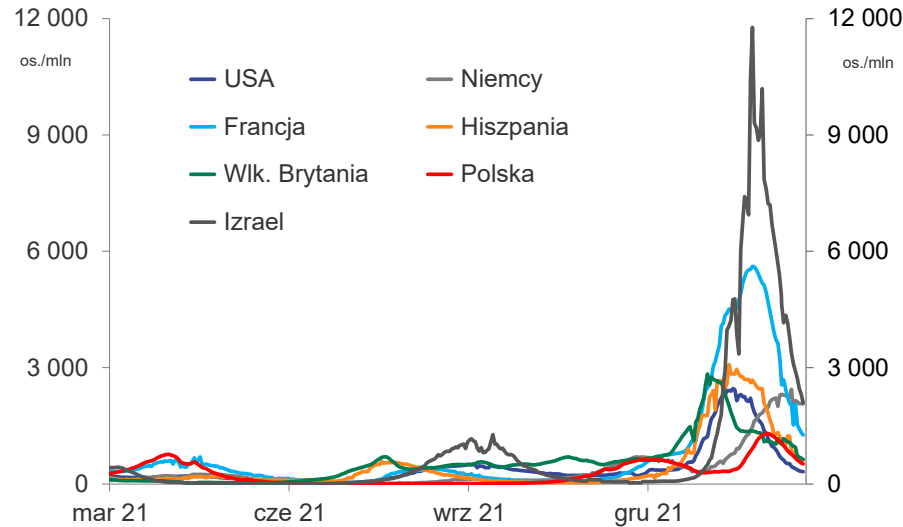
Kolejna fala COVID-19 z coraz mniejszym wpływem na popyt w gospodarce...

- Sytuacja epidemiczna w większości regionów świata w I kw. br. stabilizowała się. Choć wariant Omikron koronawirusa poskutkował eksplozją zakażeń COVID-19, to nie przyniósł równie silnego wzrostu hospitalizacji i zgonów.
- W rezultacie w kolejnych krajach odchodzi się od restrykcji epidemicznych, pomimo wciąż wysokiej liczby zakażeń.
- Na przełomie roku w dużo mniejszej skali wobec wcześniejszych fal epidemii obniżyła się także mobilność gospodarstw domowych, co powinno w zdecydowanie mniejszym stopniu niż dotychczas ciężać aktywności gospodarczej.
- Choć efekty sezonowe wskazują na ryzyka dla sytuacji epidemicznej w Polsce w marcu, to dotychczasowy przebieg kolejnej fali wskazuje na korzystniejszy rozwój sytuacji wobec obaw z przełomu roku.
- Choć trudno o jednoznaczne prognozy w tak niepewnej materii, to dane z I kw. 2022 r. dają szansę na trwalsze ograniczenie ryzyka dla funkcjonowania gospodarki w warunkach pandemii.

2022-02-21

Klauzula poufności: BOS jawne

Gwałtowny wzrost liczby nowych przypadków COVID-19 wraz z rozprzestrzenieniem się mutacji Omikron...



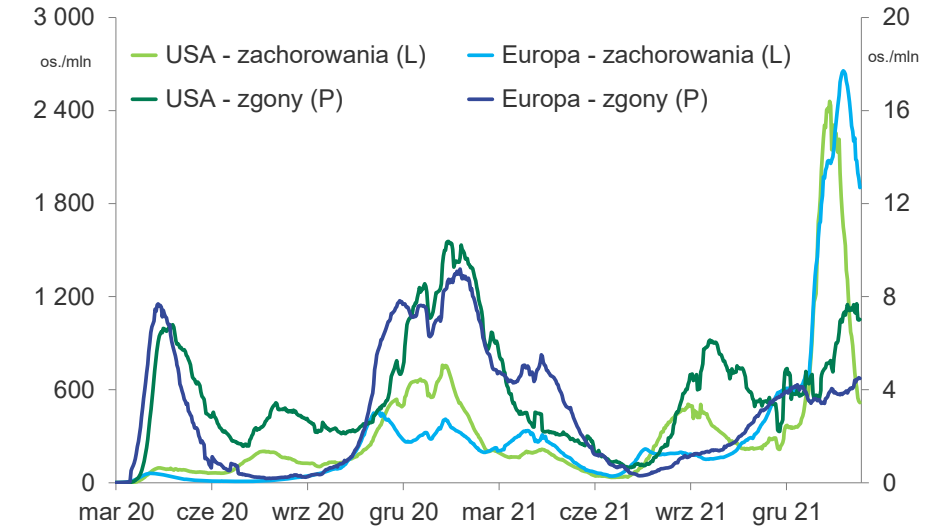
źródło: Johns Hopkins University, Our World in Data

Mniejsza niż w poprzednich falach epidemii skala ograniczenia mobilności gospodarstw domowych



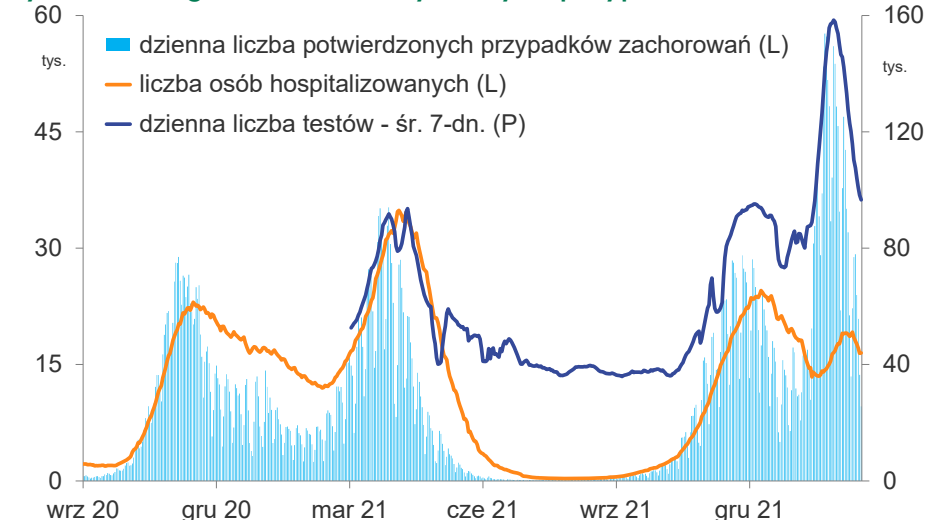
*zmiana wobec styczeń - luty 2020, średnia ważona wartością PKB; 7-dniowa średnia krocząca
źródło: Google Mobility Report, BOS Bank

...ale dużo niższa - jak na liczbę zachorowań - liczba zgonów



źródło: WHO, ECDC

Póki co umiarkowany wzrost hospitalizacji w Polsce pomimo dynamicznego wzrostu liczby nowych przypadków



źródło: Ministerstwo Zdrowia



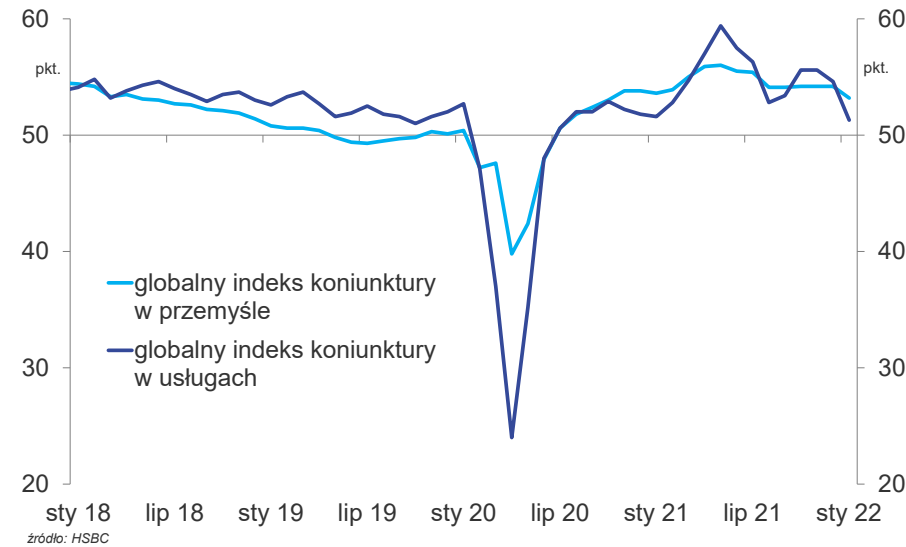
...choć efekty podaźowe nadal istotnym czynnikiem negatywnym...

- Ostatnie dane ze sfery realnej w gospodarkach rozwiniętych utrzymują się na solidnym poziomie, pomimo obniżenia wskaźników koniunktury.
- Pod koniec 2021 roku lekkie ograniczenie problemów podaźowych (m.in. Półprzewodniki w motoryzacji) poprawiło globalne wyniki produkcji przemysłowej.
- Choć na pogorszenie nastrojów widoczne we wskaźnikach koniunktury mogło wpływać pogorszenie sytuacji epidemicznej (czynnik jedynie okresowy), to przedłużające się problemy podaźowe i kolejna fala wzrostu cen surowców będą w średnim okresie silniej ciężać globalnej gospodarce.
- Utrzymanie ultra-restrykcyjnej polityki epidemicznej Chin, ograniczenie aktywności w okresie nowego roku chińskiego oraz w okresie Igrzysk Olimpijskich spowalniają udrażnianie globalnych łańcuchów dostaw.
- Przy utrzymujących się wyzwaniach podaźowych, dodatkowym czynnikiem ryzyka jest sytuacja geopolityczna (konflikt Rosja – Ukraina).

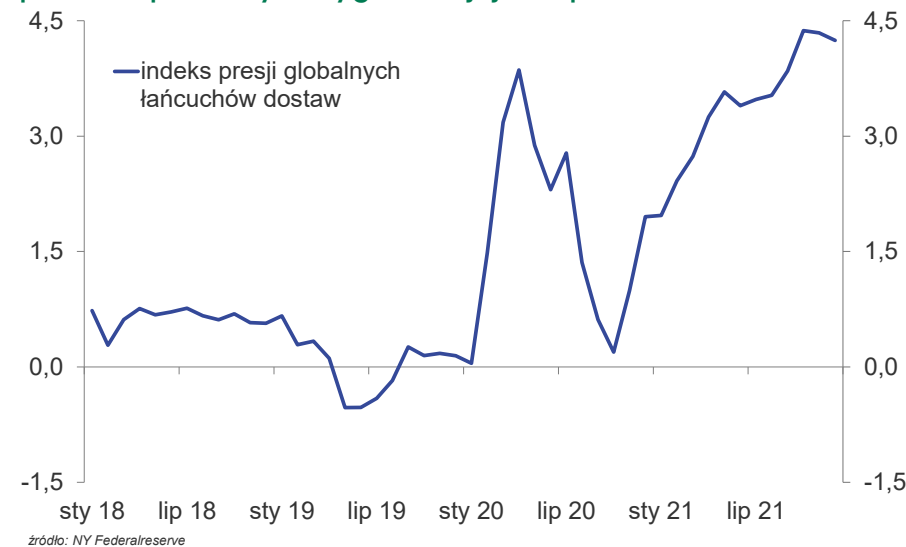
2022-02-21

Klauzula poufności: BOŚ jawne

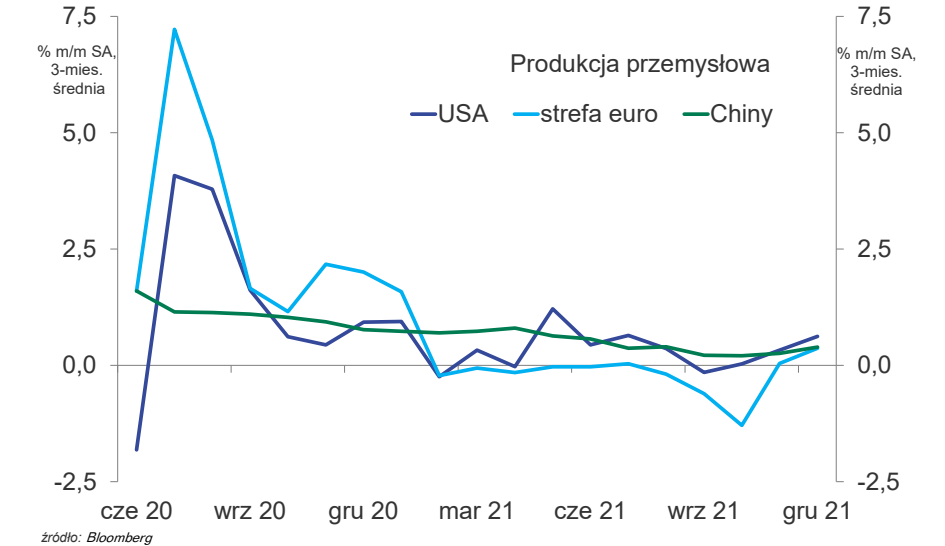
Z początkiem roku słabnąca koniunktura w gospodarce globalnej, szczególnie w usługach...



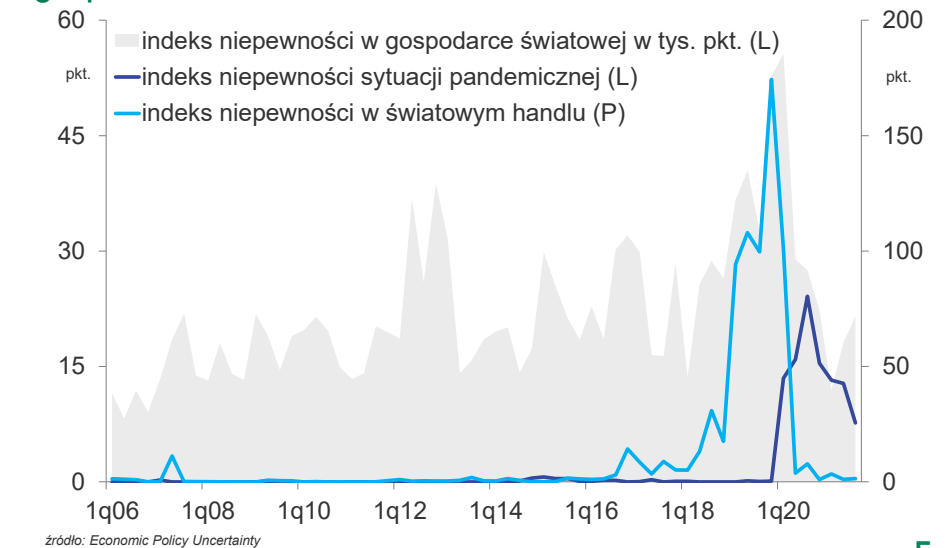
Presja na globalne łańcuchy dostaw wciąż bardzo silna pomimo pierwszych sygnałów jej ustępowania ...



...aktywność w przemyśle wspierana złagodzeniem problemów podaźowych



... co wzmacnia niepewność co do perspektyw światowej gospodarki

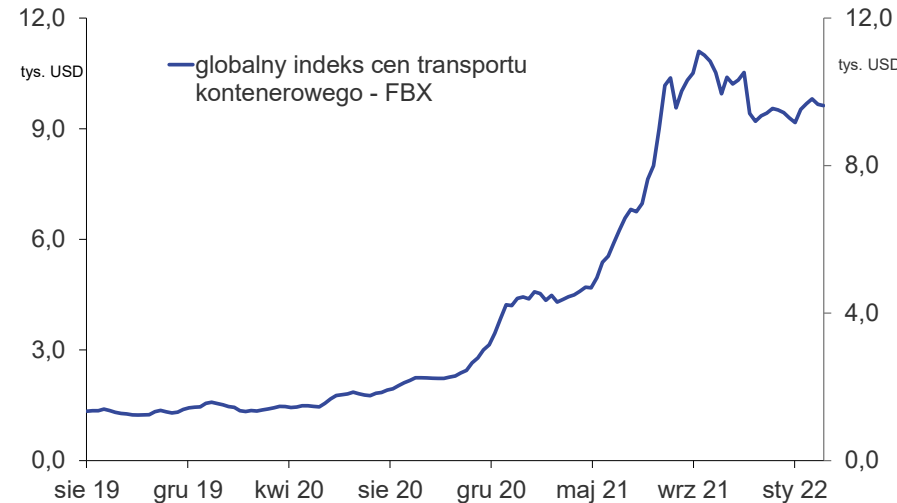




...stymulują dynamiczny wzrost inflacji...

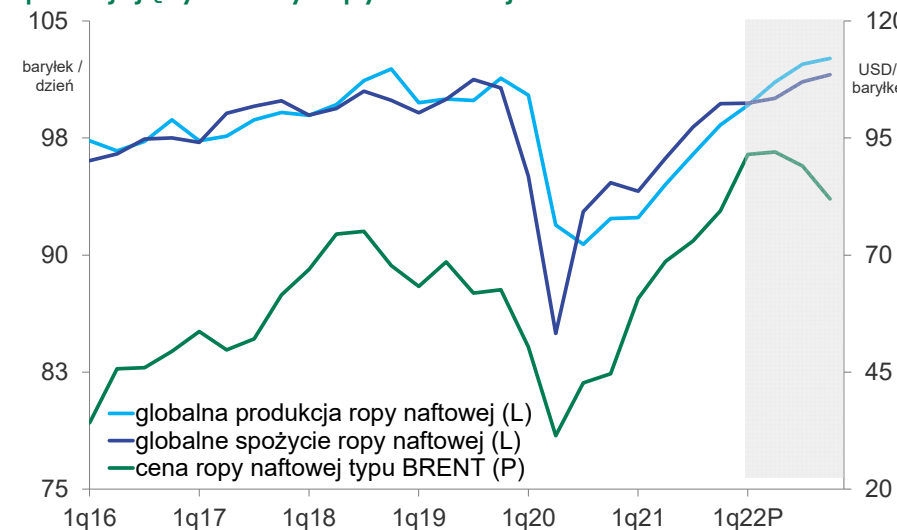
- Utrzymujące się wyzwania podażowe podtrzymują presję kosztową (koszty transportu, ceny surowców i materiałów), która na przełomie roku osłabła się jedynie nieznacznie.
- Dodatkowo, wygasanie obaw przed spadkiem globalnego popytu, a przede wszystkim wzrost ryzyka geopolitycznego (inwazji Rosji na Ukrainę) podbiło ceny surowców (głównie energetycznych).
- Ostatnie odczyty inflacji wskazują na rozszerzanie się skali podwyżek cen, co zdominowało z początkiem roku uwagę rynków finansowych.
- Zakładamy, że ceny ropy naftowej obniżą się w II poł. roku w warunkach oczekiwanego silniejszego wzrostu podaży wobec popytu w trakcie 2022 r., niemniej z bieżącego wyższego poziomu.
- Przedłużający się okres niepewności geopolitycznej będzie także dłużej i silniej ciążył, szczególnie gospodarkom europejskim (zależnym od importu gazu z Rosji).

Ograniczona skala wygasania problemów w globalnych łańcuchach dostaw



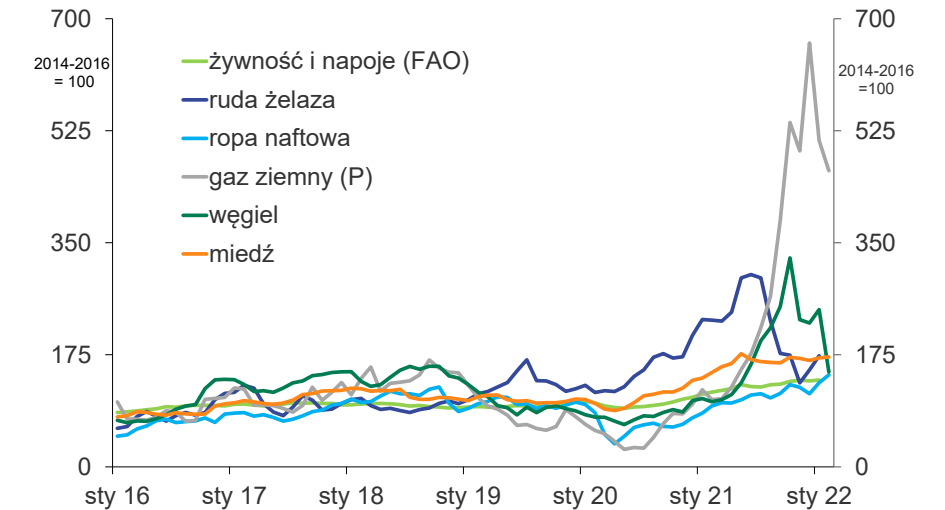
źródło: <https://fbx.freightos.com>

Ryzyko geopolityczne dodatkowym czynnikiem podbijającym ceny ropy naftowej...



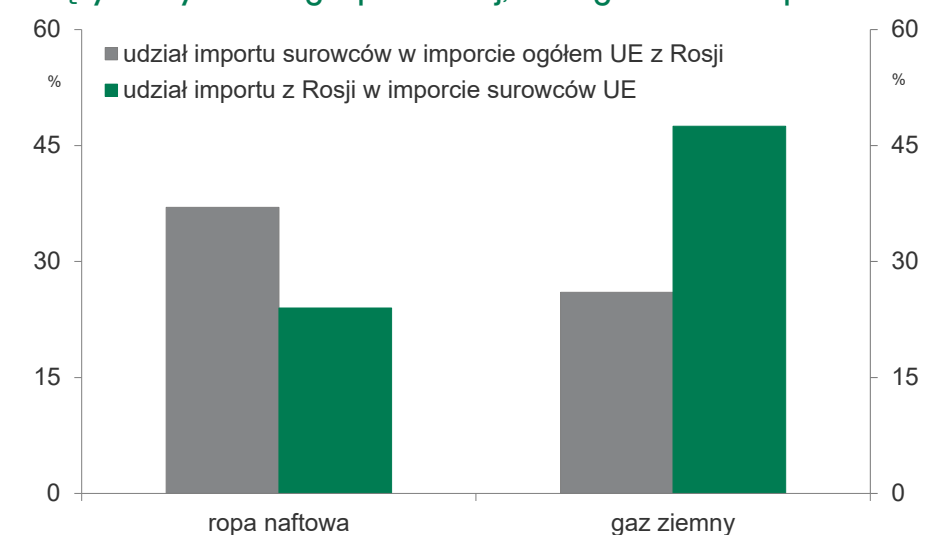
źródło: US Energy Information Administration, BOS Bank

Utrzymuje się presja na ceny surowców, ponowny wzrost cen ropy naftowej



źródło: Bloomberg, FAO

...co obok wyższych cen gazu będzie podbijać inflację i ciężić aktywności gospodarczej, szczególnie w Europie



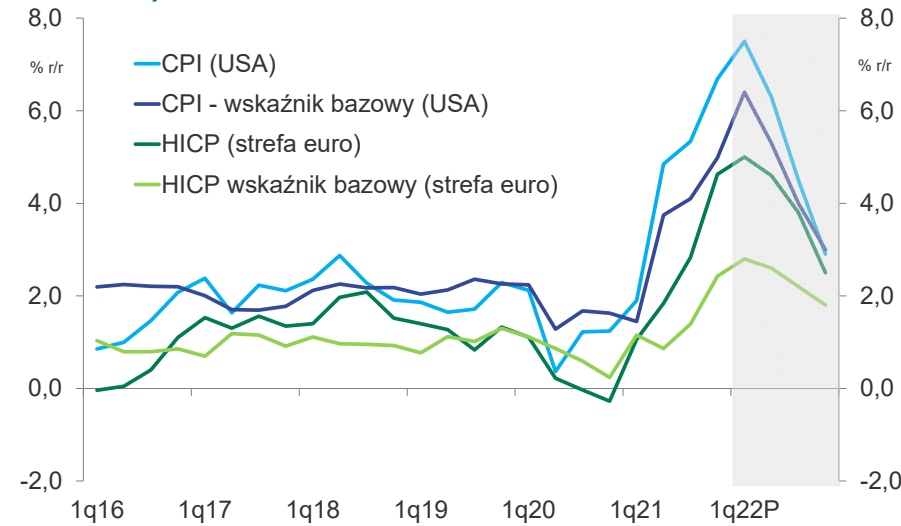
źródło: Barclays



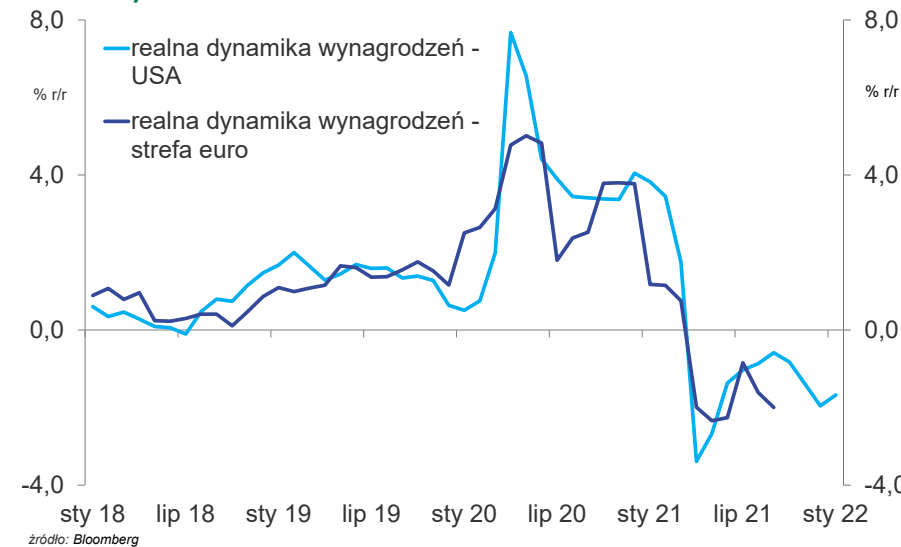
...zwiększając średnioterminowe ryzyko dla wzrostu gospodarczego

- Choć prognozy spadku inflacji w trakcie 2022 pozostają aktualne, to wyższy punkt startowy dla prognozy, wydłużający się okres problemów podażyowych i presji na rynku surowców przekładają się na znaczące korekty w górę prognoz inflacji.
- W warunkach korzystnej bieżącej sytuacji gospodarczej i dynamicznego wzrostu inflacji, główne banki centralne będą zmuszone do zaostrzenia polityki pieniężnej, pomimo dominujących dla inflacji wyzwań o charakterze podażyowym.
- Zaostrzenie kosztów finansowania będzie dodatkowym czynnikiem, poza bezpośrednim efektem wzrostu kosztów obniżającym prognozy wzrostu PKB.
- W bazowym scenariuszu zakładamy utrzymanie relatywnie wysokiej dynamiki wzrostu gospodarczego w krajach rozwiniętych, m.in. jako efekt jeszcze utrzymującego się postpandemicznego nadrobienia aktywności, niemniej ryzyka dla tych prognoz, w związku z ryzykiem prognoz inflacyjnych ponownie wzrosły.

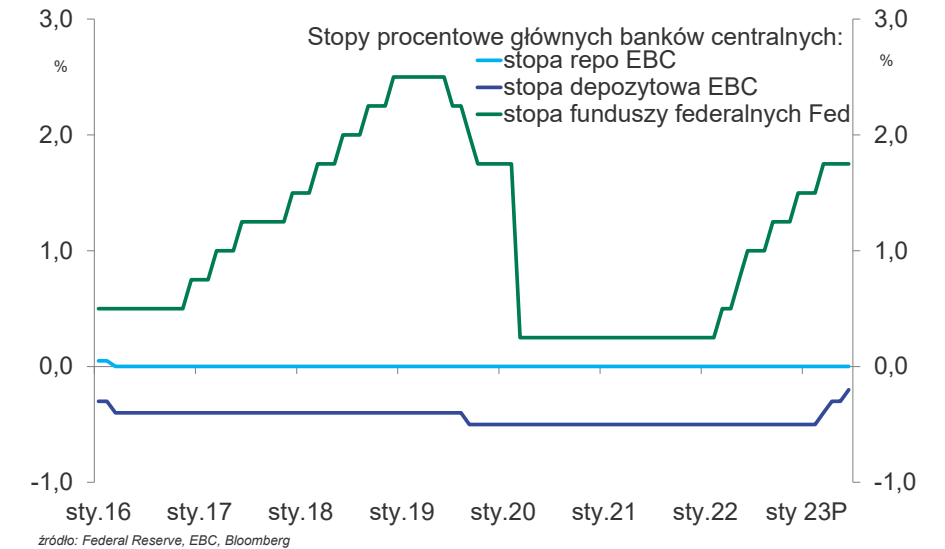
Kolejna korekta w górę prognoz inflacji na rynkach rozwiniętych...



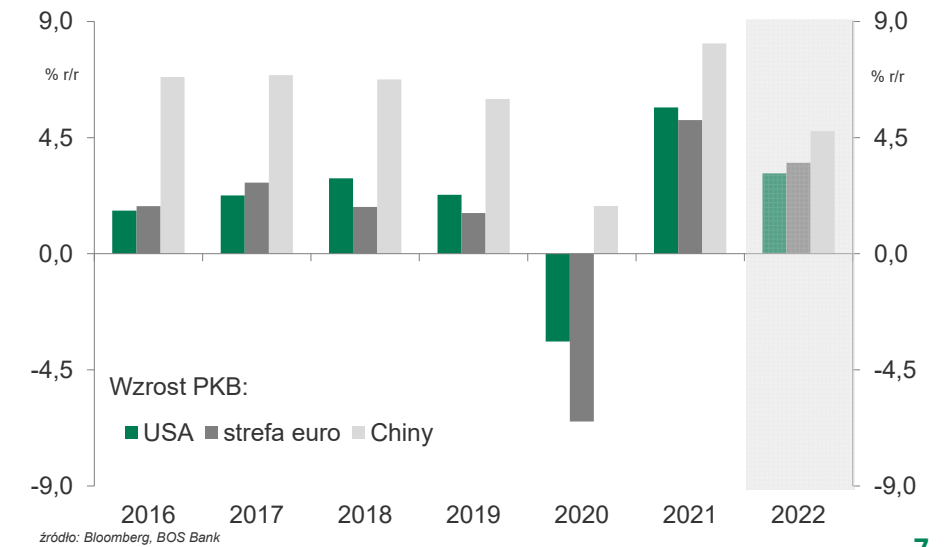
...ostabia się nabywczą dochodów gospodarstw domowych...



...nasila presję na główne banki centralne...



...obniżając prognozy globalnego wzrostu gospodarczego

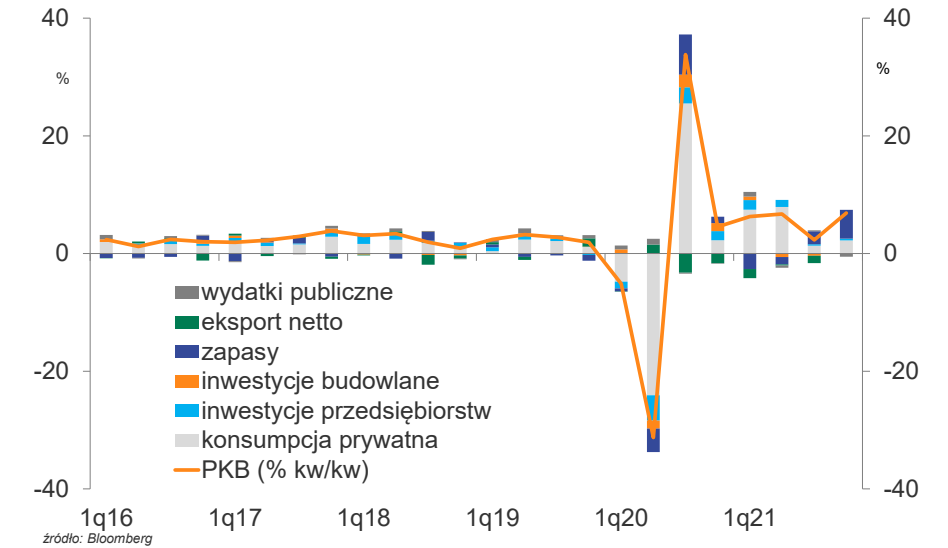




W 2022 r. oczekiwane stopniowe spowolnienie dynamiki PKB w USA...

- W IV kw. dynamika PKB zaskoczyła mocno pozytywnie, niemniej w głównej mierze wzrost ten wynikał z silnej kontrybucji zapasów, co nie zapowiada trwałego wzrostu aktywności.
- Nie zakładamy, że wzrost zapasów w IV kw. jest oznaka gwałtownego ograniczenia popytu, szczególnie w warunkach przyspieszenia wzrostu konsumpcji prywatnej, lecz raczej wynikał z utrzymujących się na przełomie roku problemów w globalnych łańcuchach dostaw. Na taki wniosek wskazuje solidny wzrost sprzedaży detalicznej w styczniu. Pogorszenie sytuacji epidemicznej silniej negatywnie wpłynęło na wyniki aktywności w III kw. (wariant Delta), przy już mniejszej skali negatywnych efektów w IV kw.).
- Jakkolwiek bieżące wskaźniki gospodarcze, w tym wskaźniki koniunktury gospodarczej oraz sytuacja na amerykańskim rynku pracy, nie wskazują na silne osłabienie aktywności, w kolejnych kwartalach zakładamy stopniowe obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w warunkach: – silnie negatywnie oddziałujących wysokich cen surowców i materiałów (pogarszających zarówno sytuację firm, jak i siłę nabywczą gospodarstw domowych), – wygasanie efektu „nadrabiania” aktywności po pandemii (szczególnie konsumpcji prywatnej), które w przypadku gospodarki amerykańskiej rozpoczęło się stosunkowo wcześniej w trakcie 2021 r., – ograniczenie skali luzowania polityki fiskalnej, – zacieśnienie polityki monetarnej (silniejszy wpływ w dłuższym horyzoncie).
- Zakładamy, że w 2022 r. tempo wzrostu PKB obniży się do 3,1% r/r z 5,7% r/r w 2021 r., kontynuując ten trend także w 2023 r.
- Bilans ryzyka dla prognozy w naszej ocenie wskazuje na ryzyko niższego tempa wzrostu PKB. Kluczowe dla prognoz średniookresowych będą wyniki inwestycji w sektorze przedsiębiorstw wpływające na popyt na pracę i na konsumpcję prywatną.

W IV kw. dynamiczny wzrost PKB stymulowany wzrostem kontrybucji zapasów



Niższe wskaźniki koniunktury zapowiadają wyhamowanie wzrostu aktywności z podwyższonych poziomów

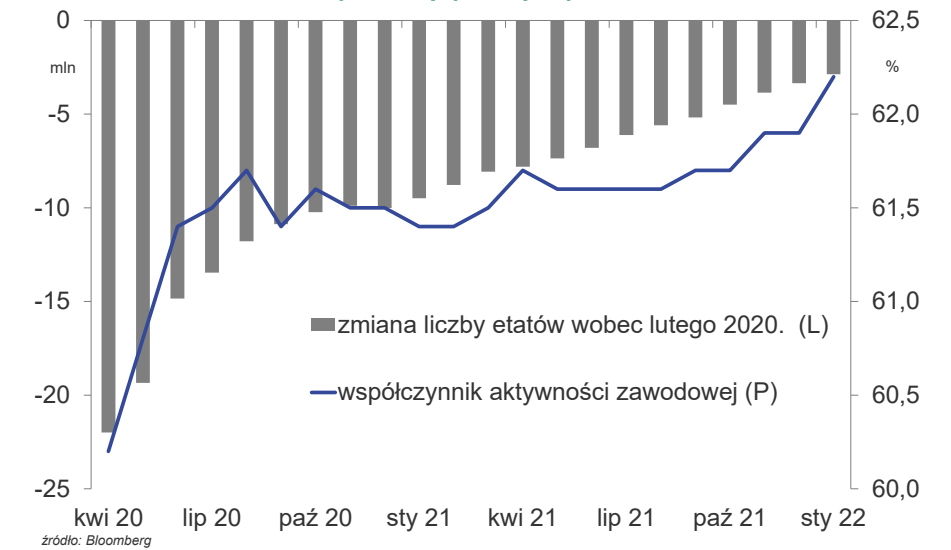




...niemniej bardzo wysoka inflacja oraz stabilna sytuacja na rynku pracy argumentem za zacieśnieniem polityki pieniężnej Fed

- FOMC na posiedzeniach w grudniu i styczniu utrzymał stopę procentową w przedziale 0,00% – 0,25%, jednocześnie przyspieszając proces wygaszania programu skupu aktywów. Zgodnie z decyzją ze stycznia, w I poł. marca Fed zakończy program skupu aktywów.
- Na przełomie roku gwałtowny wzrost inflacji, a przede wszystkim pogorszenie perspektyw średnioterminowych inflacji (utrzymanie wysokiej presji kosztowej), przy korzystnej sytuacji na rynku pracy, poskutkowało wyraźną zmianą retoryki Fed i *de facto* zapowiedzią podwyżki stóp procentowych na marcowym posiedzeniu FOMC.
- Choć powszechnie prognozy inflacyjne wskazują na jej wyraźny spadek w 2022 r., to poziom inflacji pod koniec 2022 r. pozostanie podwyższony, co w sytuacji wyższej dynamiki wzrostu wynagrodzeń oraz ugruntowujących się oczekiwań inflacyjnych, skłania Fed do przyspieszenia (wobec oczekiwań sprzed kilku miesięcy) cyklu podwyżek stóp.
- Prognozujemy, że w 2022 r. stopa funduszy federalnych zostanie podwyższona o 100 pkt. baz. i cykl podwyżek stóp będzie kontynuowany na początku 2023 r. Wobec ryzyka inflacyjnego skierowanego w górę, również prognoza ścieżki stóp procentowych obarczona jest ryzykiem szybszego / większego zacieśnienia polityki monetarnej, w tym ryzykiem podwyżki stóp w marcu w skali 50 pkt. baz.
- W naszej ocenie, w scenariuszu bazowym czynnikiem ograniczającym skalę podwyżek stóp będzie pogorszenie aktywności gospodarki USA. Zakładamy, że Fed będzie preferował szybsze, ale ograniczone podwyżki stóp w celu ograniczenia ryzyka silniejszego wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Biorąc natomiast pod uwagę podażowy charakter wzrostu inflacji oczekujemy silniejszych negatywnych konsekwencji dla gospodarki w średnim okresie.
- Zgodnie z zapowiedziami FOMC oraz zapisem protokołu z posiedzenia styczniowego, zapewne w II poł. br. komitet zdecyduje o rozpoczęciu ograniczania sumy bilansowej Fed.

W 2021 r. wyraźna poprawa sytuacji na rynku pracy, wzrost zatrudnienia i podaży pracy, spadek bezrobocia...



...co obok wzrostu dynamiki płac oraz historycznie wysokiej inflacji skłania Fed do zacieśnienia polityki pieniężnej

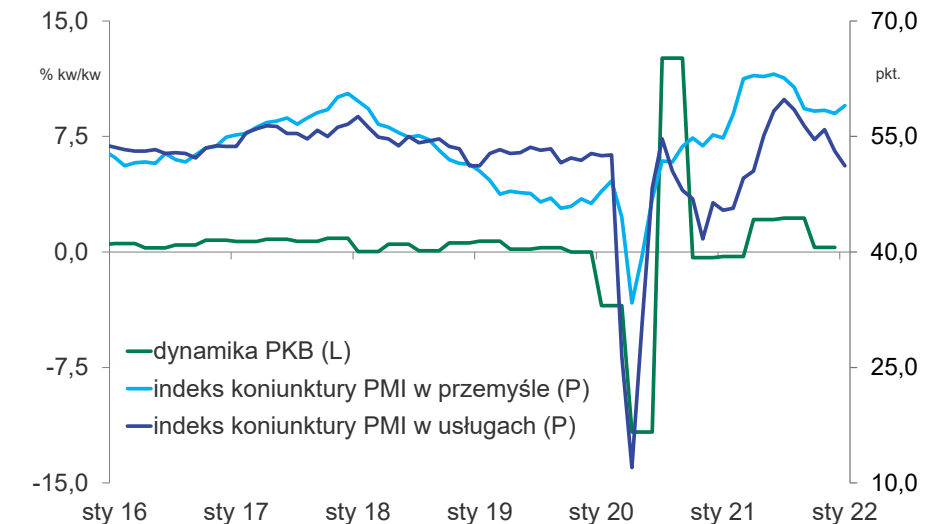




Postpandemiczna normalizacja w gospodarce strefy euro...

- Pogorszenie sytuacji epidemicznej w Europie pod koniec roku poskutkowało silniejszym spowolnieniem wzrostu gospodarczego strefy euro w IV kw., przy wyraźnie niższym wzroście konsumpcji prywatnej. Jednocześnie wciąż rozczarowujące wyniki notował niemiecki przemysł, co z kolei w większym stopniu było wynikiem utrzymujących się problemów podażowych / globalnych łańcuchów dostaw.
- Perspektywa ożywienia aktywności w przemyśle wraz z odblokowywaniem łańcuchów dostaw będzie sprzyjać nadrobieniu produkcji, co cały czas podtrzymuje relatywnie optymistyczne nastroje w sektorze przemysłowym. Jednocześnie w ostatnich miesiącach to indeks zamówień w niemieckim przemyśle zbliżył się do słabych wyników produkcji, a nie produkcja „dogoniła” solidne poziomy zamówień, co wskazuje na okresowy charakter oczekiwanego ożywienia w przemyśle.
- Dodatkowo, przy silnie negatywnym wpływie na gospodarkę, wzrostu kosztów produkcji i inflacji, w kolejnych kwartałach utrzyma się niższe tempo wzrostu konsumpcji pomimo poprawiającej się sytuacji na rynku pracy i wygasania negatywnego wpływu restrykcji epidemicznych.
- Kolejnymi czynnikami osłabiającymi dynamikę wzrostu gospodarczego będzie wygasanie efektu nadrobienia aktywności (głównie konsumpcji prywatnej) po okresie restrykcji epidemicznych oraz ograniczenie luzowania polityki fiskalnej. Jednocześnie czynnikiem wspierającym aktywność gospodarczą w strefie euro powinny być wyższe wydatki inwestycyjne wspierane realizacją projektów w ramach unijnego Funduszu Odbudowy.
- Zakładamy, że w 2022 r. wzrost PKB obniży się do 3,5% r/r z 5,2% r/r w 2021 r., i będzie kontynuował ten trend w 2023 r.

Sytuacja epidemiczna cięży wynikiem gospodarczym w I kw....



źródło: Eurostat, Bloomberg

...w Niemczech wciąż brakuje solidnej poprawy aktywności w przemyśle



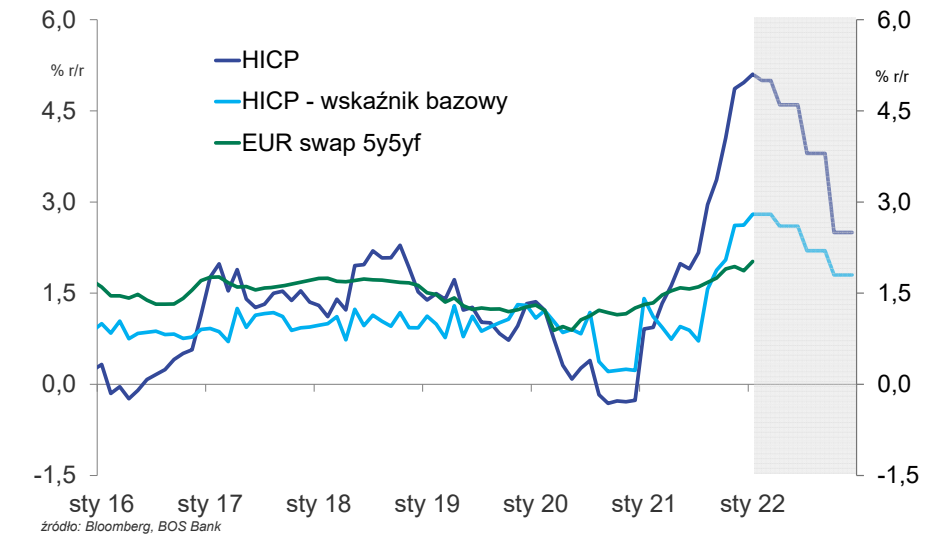
źródło: Bloomberg



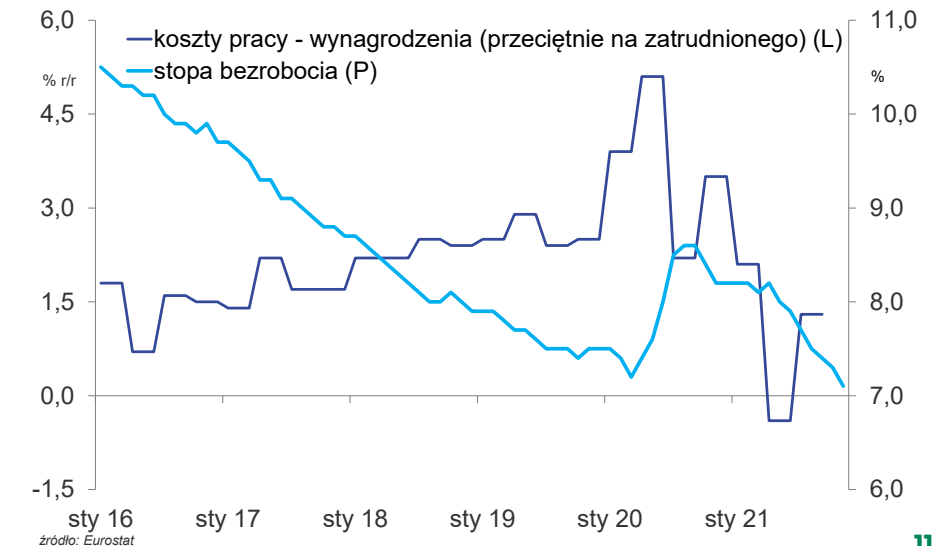
...przy dynamicznym wzroście inflacji otwiera EBC od dawna nieobecne opcje

- Na przełomie roku rada EBC utrzymała stopy procentowe bez zmian (0,0% stopa repo i -0,5% stopa depozytowa). Na posiedzeniu w grudniu rada zdecydowała o zakończeniu w I kw. pandemicznego programu skupu aktywów PEPP, ale jednocześnie zdecydowała o zwiększeniu w II i III kw. 2022 r. skali skupu aktywów w ramach standardowych programów APP.
- Wyraźnie wyższa od oczekiwań inflacja HICP w grudniu i styczniu oraz korekty w górę prognoz średniokresowych (pomimo oczekiwanego spadku w trakcie 2022 r.) poskutkowały w lutym wyraźną zmianą retoryki EBC i *de facto* otwarciem (po ponad 10 latach) na możliwość podwyżki stóp procentowych.
- Prezes EBC Christine Lagarde zapowiedziała, że w marcu, dysponując zaktualizowanymi prognozami makroekonomicznymi, rada EBC dokona pogłębionej oceny perspektyw gospodarczych oraz polityki pieniężnej EBC.
- Choć ryzyko podwyżki stóp EBC w 2022 r. istotnie wzrosło, to jego prawdopodobieństwo oceniamy jako niższe niż 50% i oczekujemy podwyżki stóp w I kw. 2023 r.
- Rada EBC podtrzymała stanowisko, że podwyżki stóp będą poprzedzone zakończeniem programu skupu aktywów. Tym samym, aby podwyższyć stopy w II poł. 2022 r. rada musiałaby znacząco zmienić zapowiedziany w grudniu program skupu aktywów, co obecnie nie jest naszym scenariuszem bazowym, biorąc pod uwagę ryzyka zbyt silnego wzrostu kosztów finansowania (w szczególności na rynkach peryferyjnych).
- Jakkolwiek solidny spadek stopy bezrobocia (poniżej poziomów sprzed pandemii) może ułatwić radzie EBC decyzję o podwyżce stóp, to dotychczasowe tempo wzrostu płac oraz informacje dot. wyników negocjacji płacowych w poszczególnych sektorach gospodarek EMU wskazują na ograniczone ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy, przy wciąż stosunkowo niskim poziomie oczekiwań inflacyjnych.

Historycznie wysoka inflacja zmienia retorykę EBC, jednak umiarkowany wzrost oczekiwań inflacyjnych...



...oraz dynamiki płac nie wskazuje na potrzebę pilnych podwyżek stóp

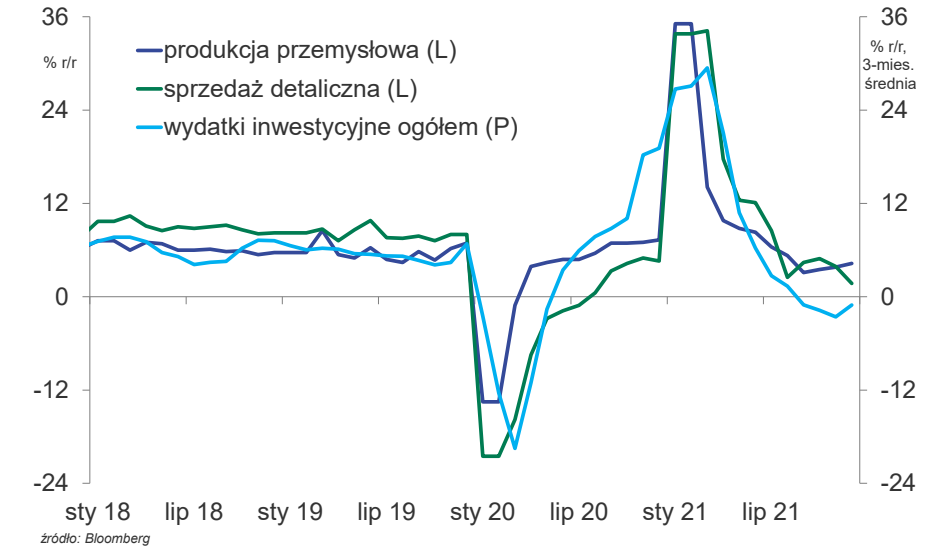




Stabilizowanie się na niższym poziomie aktywności gospodarczej w Chinach

- Opublikowane w ostatnich miesiącach dane wskazują na stabilizowanie się na słabszym poziomie aktywności w Chinach. Stabilny popyt zewnętrzny pozwolił na wsparcie aktywności w przemyśle, w tym inwestycji w sektorze przemysłowym. Z kolei utrzymanie ultra-restrykcyjnej polityki epidemicznej (z początkiem roku zamykanie kolejnych regionów, gdzie wykryty został Omikron) ciążyło na wyniku konsumpcji prywatnej.
- Z początkiem roku poluzowanie polityki monetarnej (redukcje stóp procentowych) oraz ograniczenie dotychczasowego pogorszenia nastrojów, poskutkowało poprawą akcji kredytowej (poza rynkiem nieruchomości mieszkaniowych).
- Pomimo interwencji publicznych utrzymuje się bardzo trudna sytuacja na rynku inwestycji mieszkaniowych, przy kontynuacji spadku liczby transakcji, niższej aktywności budowlanej oraz utrzymujących się obaw o stabilność sektora deweloperskiego.
- Zakładamy, że w całym 2022 r. wzrost PKB utrzyma się poniżej 5,0% r/r (wobec wzrostu w całym 2021 r. o 8,2% r/r), przy utrzymaniu niższej aktywności na rynku nieruchomości i słabszych wynikach konsumpcji prywatnej oraz wolniejszym wzroście gospodarki globalnej, wpływającym na chiński eksport.
- Z kolei czynnikiem hamującym skalę spowolnienia będzie oczekiwane poluzowanie polityki pieniężnej i fiskalnej. Utrzymujący się niski wskaźnik inflacji CPI (0,9% r/r w styczniu) pozwoli na dalsze obniżenie kosztu oraz zwiększenie dostępności finansowania. Po stronie polityki fiskalnej zakładamy zwiększenie skali publicznych wydatków inwestycyjnych, w tym inwestycji rozwojowych oraz proekologicznych, co obok niezłej sytuacji przedsiębiorstw przemysłowych powinno hamować dalszy spadek inwestycji.

Pod koniec roku stabilne, niskie dynamiki aktywności gospodarczej w Chinach.



Wyhamowanie spadku inwestycji publicznych przy nasileniu ich spadku na rynku nieruchomości





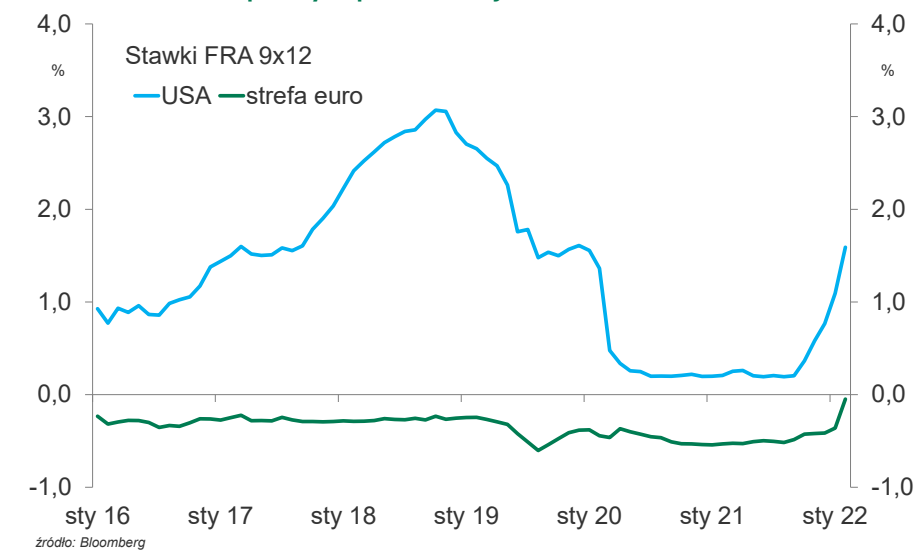
Nasilenie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych głównych banków centralnych nasila presję na ceny obligacji skarbowych na rynkach bazowych

- Silny wzrost bieżącej inflacji, wzrosty cen surowców na rynku globalnym przy ograniczeniu obaw przed silniejszym osłabieniem popytu (z uwagi na sytuację epidemiczną) poskutkowały dalszym wzrostem oczekiwań rynkowych na zacieśnienie polityki pieniężnej Fed i EBC.
- Istotna zmiana tych oczekiwań wspierała dalszy wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, powyżej dotychczasowych lokalnych maksimum, a w przypadku papierów niemieckich do dodatniego poziomu, notowanego po raz pierwszy od 2019 r. (papiery 10-letnie).
- Korekta prognoz dot. ścieżki stóp procentowych cały czas dużo silniej wpływała na ceny obligacji na krótszym końcu skutując wypłaszczeniem krzywej dochodowości.
- W istotnym stopniu podażowy charakter inflacji ograniczał wzrost rentowności papierów 10-letnich. Pomimo wyraźnego oczekiwanego przyspieszenia podwyżek stóp przez członków FOMC, nie zmienili oni oczekiwań co do poziomu stopy procentowej w długim okresie. Oczekiwania te utrzymują się od początku pandemii na poziomie 2,0%.
- Niepewność co do wpływu efektów kosztowych na inflację oraz sferę realną przekłada się na wysokie ryzyka rozstrzelonych scenariuszy dla ścieżki rentowności obligacji skarbowych (ryzyko wyższej inflacji w krótkim okresie, ryzyka sytuacji gospodarczej w dłuższym).
- W scenariuszu bazowym (stopniowy spadek inflacji, wolniejsze od prognoz rynkowych tempo zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed i EBC) oczekujemy stopniowego wygasania presji na wzrost rentowności, choć w krótkim okresie podwyższone ryzyka inflacyjne mogą jeszcze podtrzymywać presję na wzrost rentowności. Jednocześnie zakładając jedynie ograniczoną skalę spowolnienia aktywności gospodarczej w 2022 r. oczekujemy utrzymania rentowności wyraźnie powyżej poziomów obserwowanych w 2021 r.

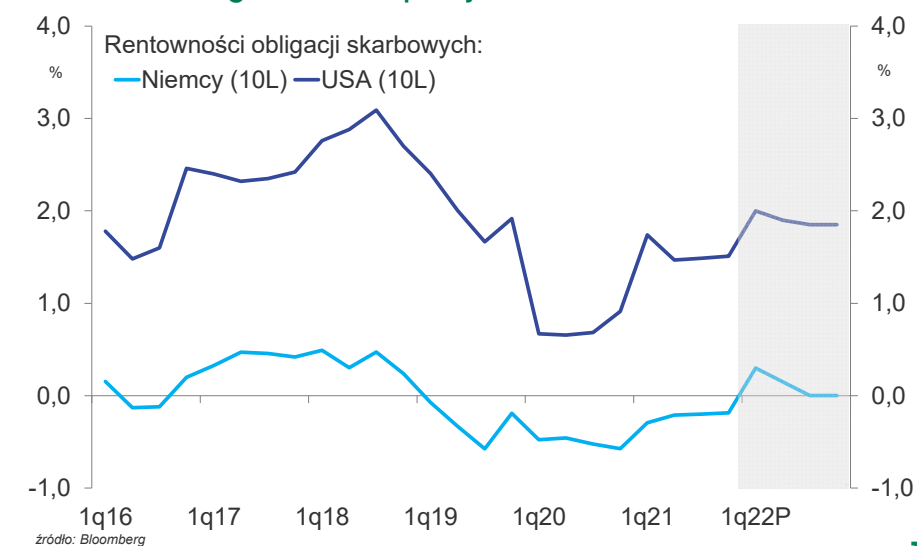
2022-02-21

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Na przełomie roku znacząca skala wzrostu oczekiwań na zaostrzenie polityki pieniężnej Fed i EBC...



...przy założeniu wolniejszego tempa podwyżek stóp oczekiwane ograniczenie presji na wzrost rentowności

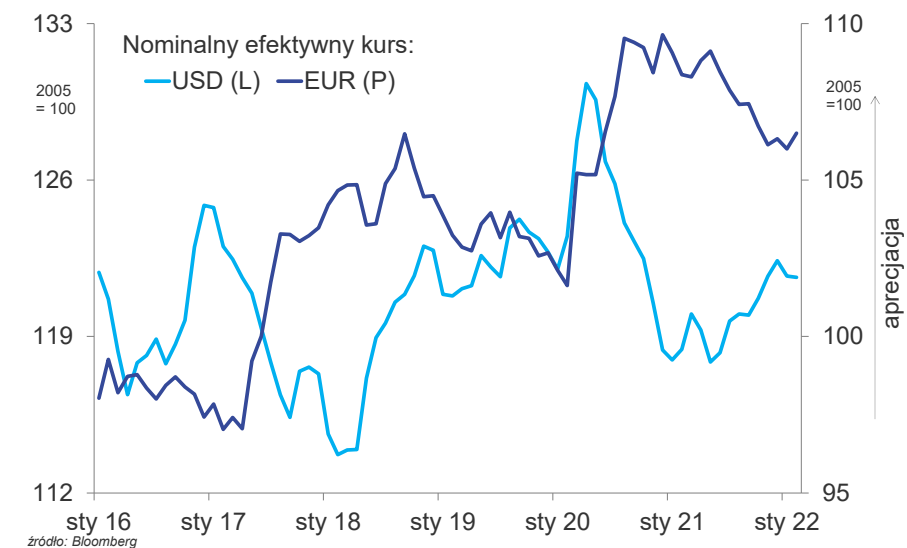




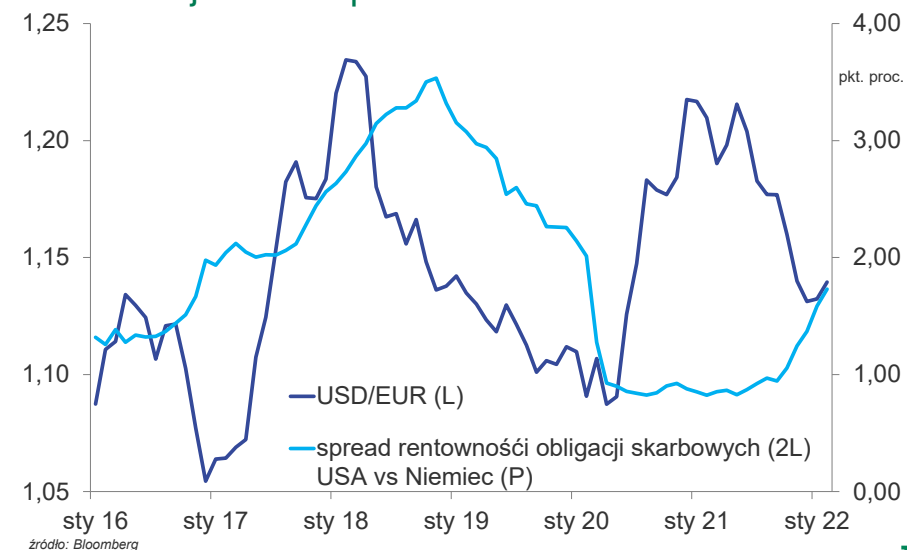
Zmiana retoryki EBC wsparciem dla kursu euro z początkiem roku

- Pod koniec 2022 roku utrzymywała się tendencja wzmocnienia dolara i osłabienia euro i spadku kursu euro wobec dolara okresowo nawet poniżej 1,12 USD/EUR. Tym tendencjom sprzyjały rosnące oczekiwania dot. dysparytetu stóp procentowych w USA i strefie euro, jak również wzrost globalnej awersji do ryzyka (generalnie sprzyjającej dolarowi).
- Z początkiem lutego zmiana retoryki EBC oraz wzrost oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w strefie euro zahamowały tę tendencję i wzmocniły wspólną walutę do ponad 1,14 USD/EUR. Czynnikiem ograniczającym ten wzrost był działający na korzyść dolara ponowny spadek globalnego apetytu na ryzyko, w szczególności w wyniku wzrostu obaw przed eskalacją konfliktu Rosja – Ukraina.
- W scenariuszu bazowym oczekujemy wolniejszego tempa zacieśnienia polityki pieniężnej obu banków centralnych, co netto nie powinno istotnie wpływać na notowania kursu euro wobec dolara. Zakładane ograniczenie czynników ryzyka oraz przyspieszenie wzrostu aktywności gospodarki strefy euro od II kw. 2022 r. powinno z kolei lekko wspierać euro. Z tego względu oczekujemy stabilizowania się kursu bliżej poziomu 1,15 USD/EUR.
- Z drugiej strony ryzyko dla prognoz ścieżki stóp banków centralnych przekładają się na zdecydowanie wyższe ryzyko szybszego tempa podwyżek w USA. Dodatkowo, ewentualne utrzymanie wyższej niepewności co do perspektyw wzrostu gospodarki globalnej i globalnej awersji do ryzyka także może w większym stopniu sprzyjać amerykańskiej walucie, stąd jako przeważające uznajemy ryzyko umocnienia dolara.
- W krótkim okresie szczególnie silny negatywny wpływ na notowania kursu wspólnej waluty może mieć ryzyko eskalacji konfliktu Rosja – Ukraina, biorąc pod uwagę wyższą zależność gospodarek europejskich od kształtowania się sytuacji geopolitycznej – zarówno w obszarze handlu zagranicznego (import surowców do Europy), jak i powiązania rynku finansowego.

Z początkiem roku ograniczenie dotychczasowego trendu wzmocnienia dolara i osłabienia euro...



...przy ograniczeniu wcześniej rosnących różnic co do oczekiwanej ścieżki stóp Fed i EBC

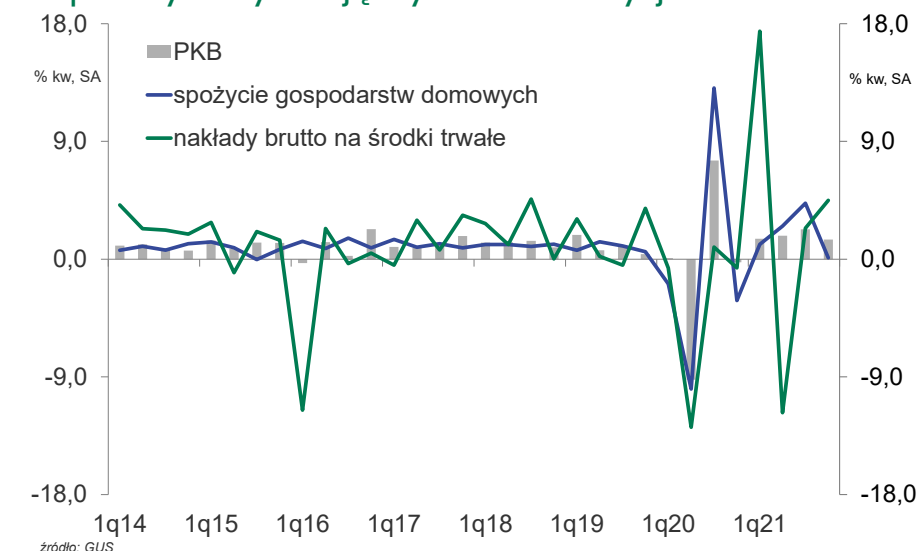




W IV kw. solidny wzrost PKB dzięki niskiej bazie odniesienia i ożywieniu inwestycji, prawdopodobnie publicznych...

- W IV kw. dynamika polskiego PKB (wg szacunku *flash*) wzrosła do 7,3% r/r z 5,3% r/r w III kw. W skali kwartału PKB po oczyszczeniu z efektów sezonowych wzrósł o 1,7%, poniżej wyniku z III kw., kiedy wzrost podbijały efekty nadrabiania (głównie w obszarze konsumpcji) po okresie restrykcji epidemicznych. Pomimo niższego wzrostu w skali kwartału spory skok rocznej dynamiki PKB był oczywiście efektem niskiej bazy odniesienia wynikającej z obowiązujących pod koniec 2020 r. restrykcji epidemicznych w handlu i części usług.
- Choć zazwyczaj przy okazji publikacji szacunku *flash* GUS nie publikuje składowych wzrostu PKB, to wcześniejsza publikacja szacunku rocznego, która wskazała na wzrost PKB w całym 2021 r. o 5,7% r/r, wraz z poszczególnymi składowymi PKB, pozwala na przybliżony szacunek wzrostu podstawowych komponentów PKB w IV kw.
- Dynamika konsumpcji prywatnej skokowo wzrosła w IV kw. do ok. 8,0% r/r, niemniej w całości ten efekt wynikał z niskiej bazy odniesienia, przy obniżeniu dynamiki kwartalnej konsumpcji do ok. 0,0% kw/kw, po jej dynamicznym ożywieniu w II i III kw. (w efekcie nadrabiania aktywności w sektorze usługowym po okresie restrykcji).
- Z kolei wzrost PKB silnie wspierany był w IV kw. przez przyspieszenie dynamiki inwestycji. Biorąc pod uwagę dane dot. struktury produkcji budowlano-montażowej, wybrane dane dot. statystyk SFP oraz nt. wykorzystania środków UE sądzimy, że to przyspieszenie wynikało z silniejszego wzrostu inwestycji publicznych, po rozczarowujących wynikach w I połowie roku 2021 r.
- Wydaje się, że w niewielkim stopniu na dane ze sfery realnej gospodarki polskiej wpłynęło pogorszenie sytuacji epidemicznej, przy nieznacznym obniżeniu mobilności osób w ostatnich tygodniach roku pomimo silnego wzrostu liczby nowych przypadków COVID-19.

Pomimo niższej dynamiki konsumpcji, wzrost PKB w IV kw. wspierany kontynuacją ożywienia inwestycji



Mniejsza niż przed rokiem skala ograniczenia mobilności gospodarstw domowych pomimo kolejnej fali pandemii





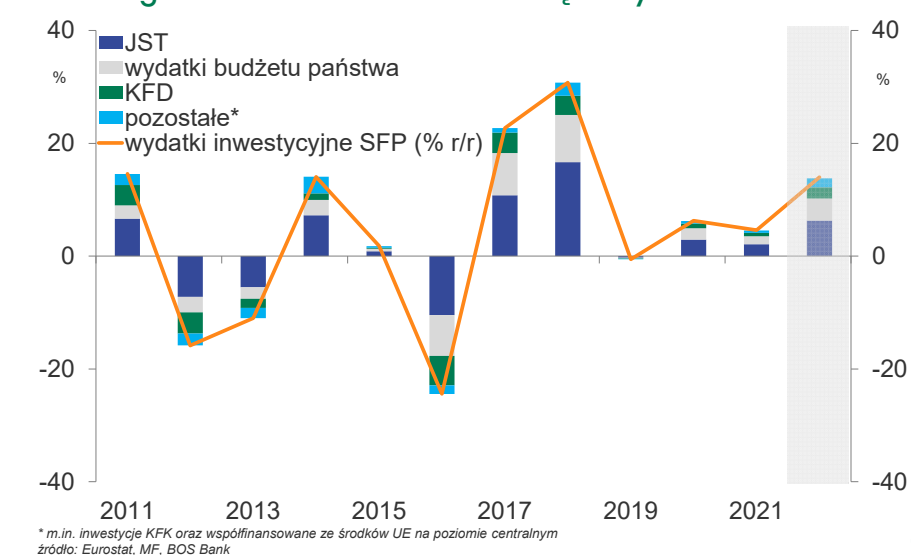
...które powinny wspierać aktywność krajowej gospodarki także w 2022 r.

- Pod koniec 2021 r. i z początkiem 2022 r. poprawiły się wyniki produkcji budowlano-montażowej, silny wzrost notowano także w działach przetwórstwa przemysłowego o wysokim udziale produkcji na rzecz budownictwa. Struktura danych dot. produkcji budowlanej wskazuje na pozytywne odrağowanie wyników produkcji w firmach specjalizujących się w budowlach obiektów inżynierii lądowej i wodnej, co sugeruje poprawę wyników w zakresie publicznych inwestycji infrastrukturalnych. Podobnie, dane dot. produkcji budowlano-montażowej w układzie rodzajowym wskazują na wzrost produkcji w kategorii dróg i autostrad.
- Wydaje się, że po bardzo słabych wynikach inwestycji publicznych w I poł. 2021 r., pod koniec minionego roku te inwestycje przyspieszyły. Oczekujemy także, że wyższa dynamika inwestycji publicznych utrzyma się także w 2022 r.
- Zakładamy, że większa skala projektów inwestycyjnych, przy wzroście finansowania inwestycji współfinansowanych w ramach środków UE, jak również rozpędzanie się wydatków publicznych przed wyborami samorządowymi oraz parlamentarnymi, których termin przypada na jesień 2023 r., będą pozytywnie wpływały na krajową gospodarkę. Dane dot. realizacji projektów współfinansowanych ze środków UE w ramach perspektywy 2014-2020 wskazują na spory potencjał realizacji projektów inwestycyjnych sektora publicznego (przy słabszych wobec oczekiwań wynikach w 2021 r.).
- Szacujemy, że w 2022 r. dynamika inwestycji publicznych przekroczy 10% r/r, po ich niewielkim wzroście w 2020 r. oraz spadku w I poł. 2021 r. Jednocześnie opóźnienia w zakresie wdrożenia KPO przełożyły się na lekką korektę w dół prognozy tej kategorii.
- Silny wzrost liczby nowych inwestycji mieszkaniowych (dotychczasowy dynamiczny wzrost rozpoczynanych inwestycji) będzie z kolei przez sporą część 2022 r. podbijał wyniki budownictwa mieszkaniowego, przy silnym wzroście liczby mieszkańców w budowie, pomimo już wyraźnie niższej skali rozpoczynanych projektów.

W II poł. 2021 r. poprawa wyników w budownictwie, m.in. w zakresie inwestycji infrastrukturalnych



W 2022 r. oczekujemy silniejszego wzrostu inwestycji SFP, w szczególności na szczeblu samorządowym

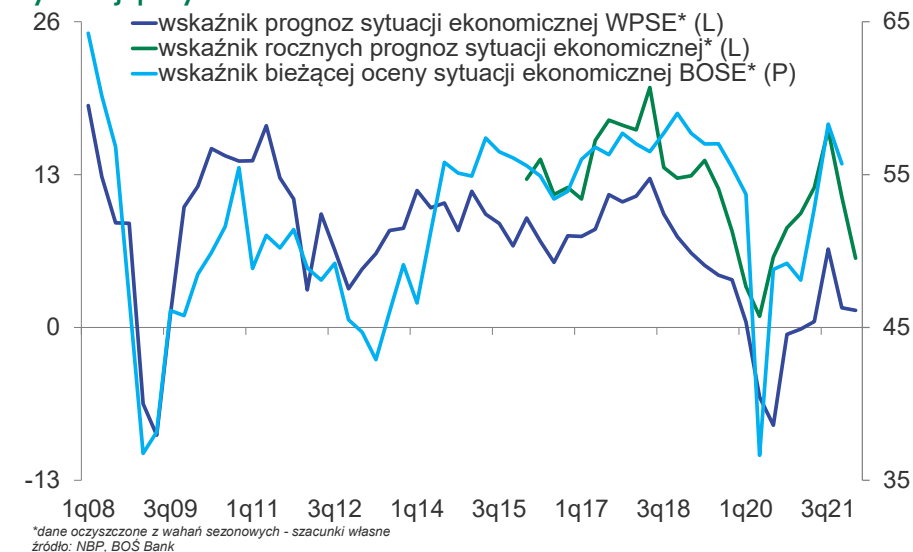




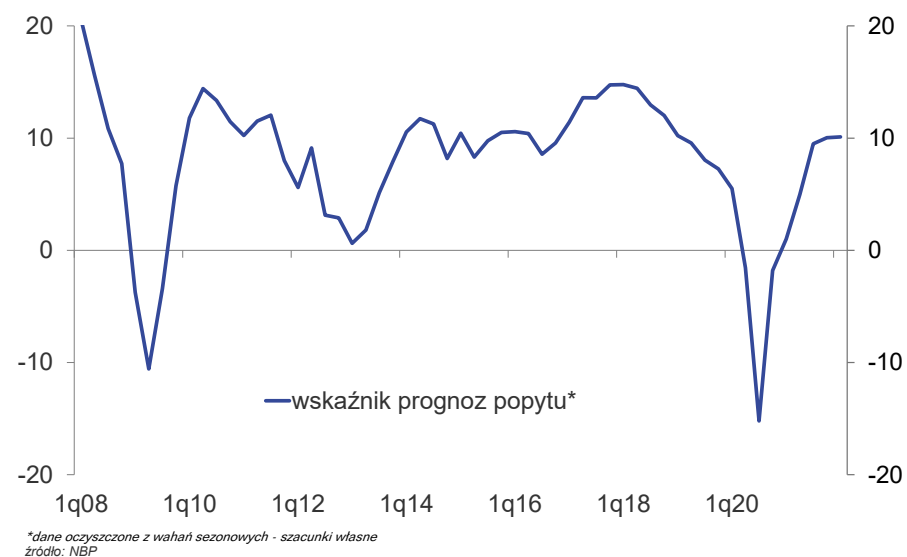
Wyzwania związane ze wzrostem cen surowców coraz silniej ciążą nastrojom firm...

- Najnowszy raport NBP (*Szybki monitoring sytuacji sektora przedsiębiorstw*) wskazał, że pomimo bieżących korzystnych danych ze sfery realnej gospodarki, nastroje przedsiębiorstw wyraźnie pogorszyły się (szczególnie w odniesieniu do przyszłości).
- Wskaźniki przyszłej sytuacji firm spadły poniżej długookresowej średniej, dodatkowo na przełomie roku silnie wzrosła niepewność prowadzenia działalności.
- Pogorszenie nastrojów nastąpiło w większości sektorów gospodarki. W niewielkim stopniu wynikało ono z wyższych obaw związanych z kolejną falą COVID-19.
- Firmy nie oczekują także w najbliższym kwartale spowolnienia popytu.
- Powodem dalszego osłabienia optymizmu firm jest kontynuacja wzrostu cen surowców i materiałów oraz gwałtowny wzrost obaw przed obniżeniem marż i wyników finansowych. Wysokie koszty surowców zdecydowanie dominują wśród barier rozwoju przedsiębiorstw.

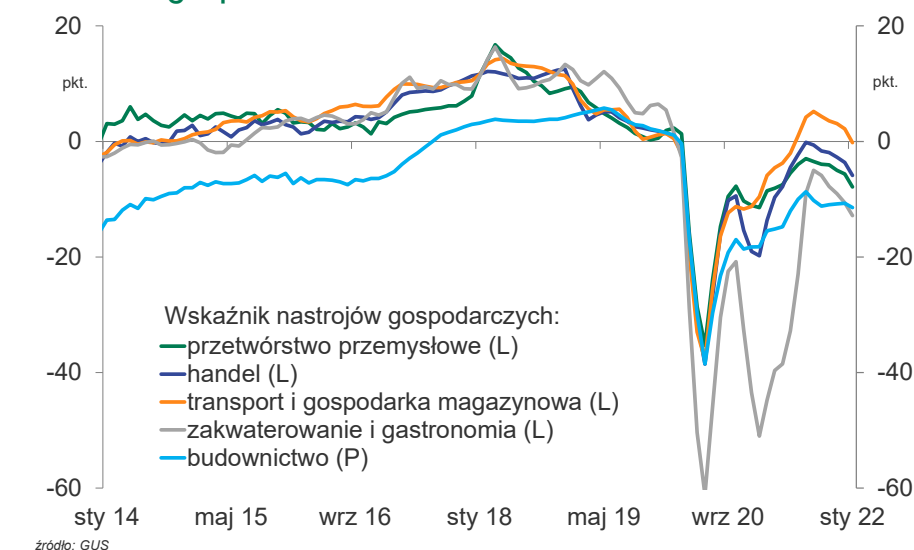
W I kw. dalsze pogorszenie ocen przedsiębiorstw dot. ich sytuacji przyszłości...



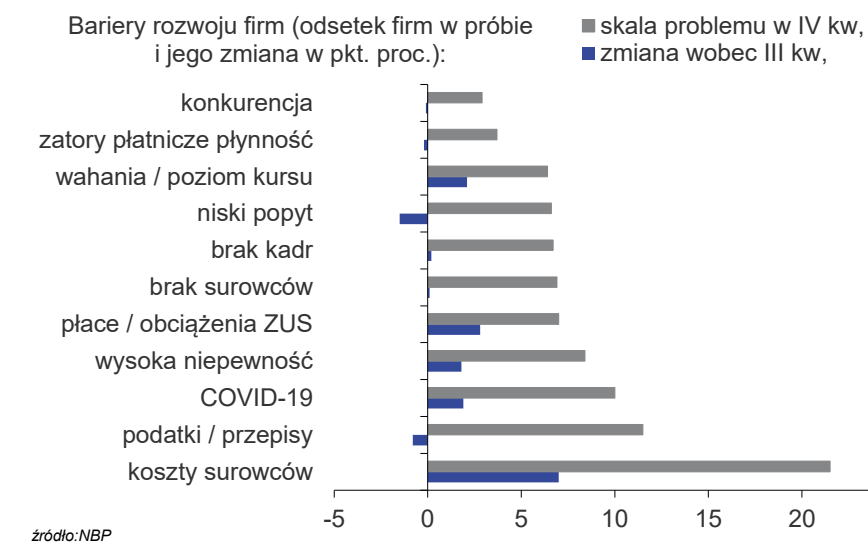
Przy stabilnych prognozach wzrostu popytu...



...pogorszenie ocen koniunktury notowane w większości sektorów gospodarki



...pogorszenie nastrojów efektem dalszego silnego wzrostu kosztów materiałów i surowców





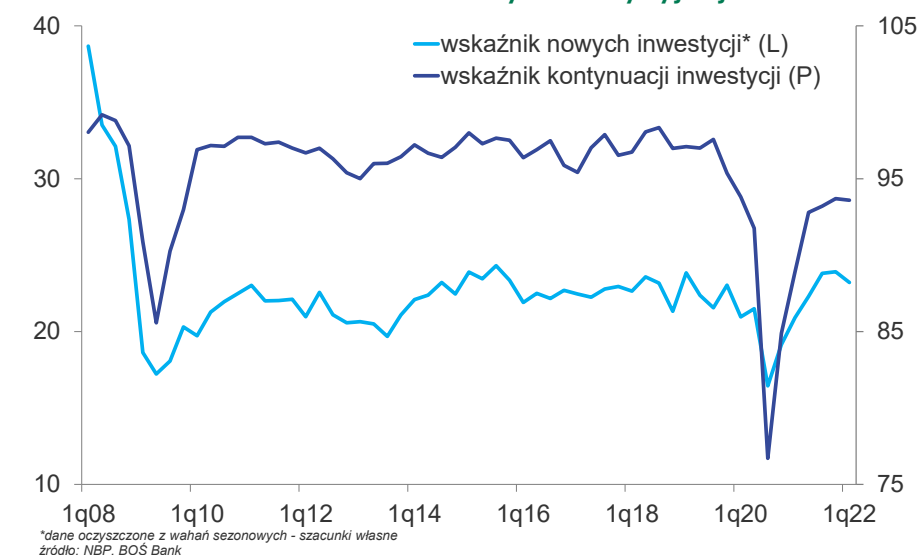
...i obniżają prognozy wzrostu inwestycji przedsiębiorstw

- Choć cykl inwestycyjny w sektorze przedsiębiorstw wskazuje na potencjał do utrzymania w nadchodzących kwartałach wyższych dynamik wzrostu nakładów brutto na środki trwałe, słabsze nastroje przedsiębiorców są istotnym źródłem ryzyka dla tej prognozy. Te obawy potwierdzają wskaźniki koniunktury inwestycyjnej w przedsiębiorstwach, które z początkiem br. obniżyły się po kilku kwartałach wzrostu.
- Czynnikiem nadal silnie sprzyjającym wzrostowi inwestycji będzie wciąż relatywnie mocne (pomimo spowolnienia) tempo wzrostu aktywności gospodarczej, potrzeby inwestycyjne w zakresie poprawy wydajności (silny wzrost kosztów produkcji, w tym pracy). W kolejnych kwartałach oczekujemy także utrzymania wyższego popytu spółek Skarbu Państwa, realizujących projekty środowiskowe, infrastrukturalne, w tym współfinansowane ze środków UE.
- Jednocześnie wydaje się, że w kolejnych kwartałach optymizm firm w zakresie planów inwestycyjnych będzie hamowany trudną sytuacją na rynku surowców (dla części firm oznaczającą wyższe ryzyko działalności) i niepewnością związaną z ograniczeniami podażowymi. Prognozy także w tej kategorii obniża także opóźnienie implementacji Krajowego Planu Odbudowy. Jednocześnie, choć kredyt bankowy nie jest głównym źródłem finansowania inwestycji polskich przedsiębiorstw, to znacząca skala podwyżek stóp procentowych jaka miała miejsce na przełomie roku, także będzie czynnikiem hamującym wzrost inwestycji firm.
- Ponadto utrzymanie wskaźnika kontynuacji inwestycji na poziomie poniżej długookresowej średniej (według raportu NBP) może wskazywać na trwalsze ograniczenie inwestycji w branżach silniej dotkniętych skutkami pandemii.
- Biorąc pod uwagę powyższe, prognozujemy, że w całym 2022 r. dynamika inwestycji przedsiębiorstw obniży się w kierunku 7,0% r/r, poniżej szacunku dla całego 2021 r. na poziomie ok. 12,0% r/r, nieco poniżej naszych dotychczasowych oczekiwań.

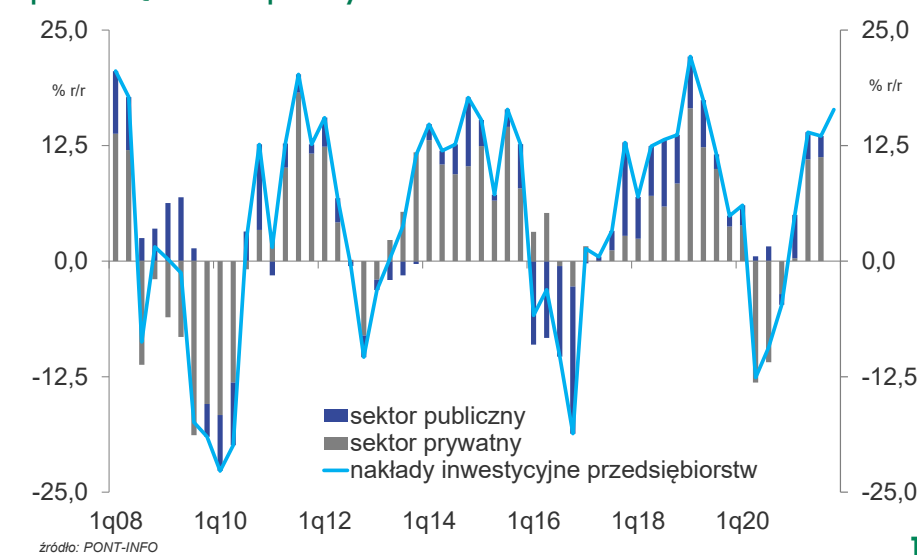
2022-02-21

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Z początkiem br. wyhamowanie dotychczasowych wzrostów wskaźników koniunktury inwestycyjnej firm...



...zwiastuje ograniczenie w 2022 r. wzrostu nakładów przedsiębiorstw po ożywieniu w 2021 r.

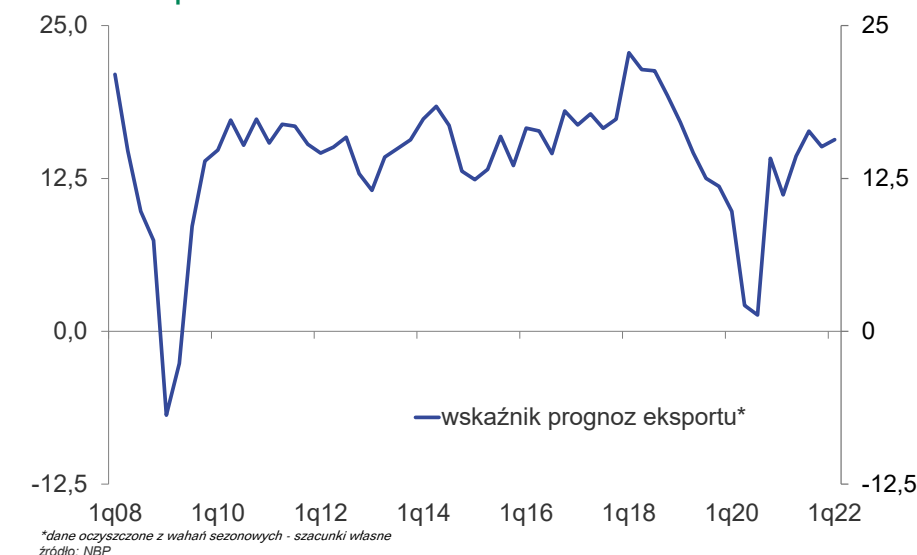




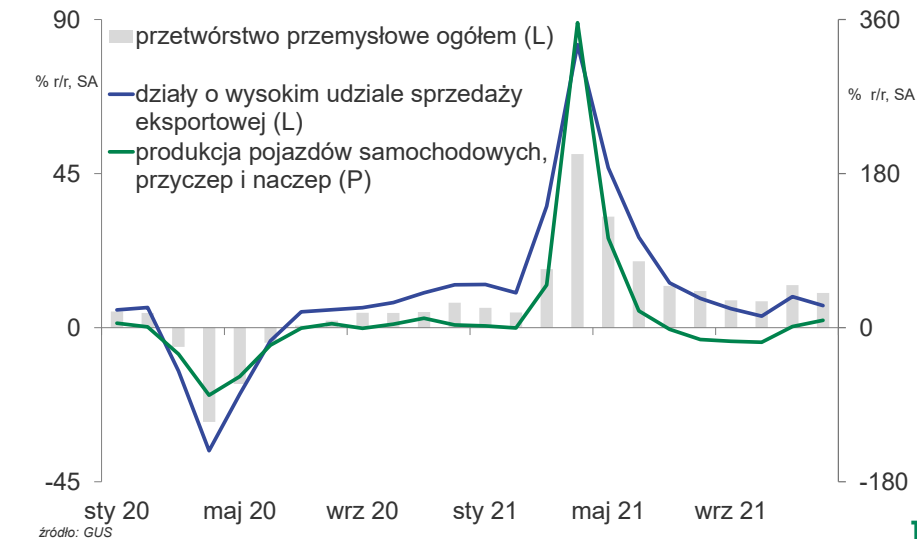
Dynamika eksportu powinna stabilizować się na nieco niższym poziomie

- Pewne ograniczenie problemów podażowych w globalnych łańcuchach dostaw oraz utrzymanie solidnego popytu zagranicznego na towary ograniczyło z początkiem roku obniżenie prognoz popytu na eksport (według raportu NBP).
- Ten efekt, głównie dzięki poprawie aktywności w motoryzacji, był w ostatnich miesiącach 2021 r. ważnym czynnikiem poprawiającym wyniki produkcji przemysłowej, w tym w działach o wysokim udziale produkcji na eksport.
- Efekty „nadrabiania” po pandemii mogą jeszcze wspierać wyniki produkcji z początkiem tego roku, taką ocenę mogą potwierdzać bardzo dobre wyniki styczniowej produkcji przemysłowej, szczególnie w działach przemysłu silnie powiązanych z eksportem.
- Podtrzymujemy jednak naszą prognozę wolniejszego wzrostu popytu zagranicznego i krajowego eksportu po jego silnym ożywieniu w 2021 r.
- W warunkach wolniejszego tempa globalnego wzrostu gospodarczego oczekujemy spadku dynamiki eksportu w 2022 r. do ok 8,0% r/r, wobec prognozowanych 12,0% r/r w br. Wolniejsze tempo wzrostu gospodarczego, oraz globalny efekt ograniczenia popytu na towary na rzecz usług będzie przekładał się także na wyhamowanie wzrostu aktywności krajowego przemysłu, w tym produkcji na rzecz eksportu wobec bieżących podwyższonych poziomów.

Na przełomie 2021 i 2022 r. stabilizacja prognoz popytu wśród eksporterów...



...wygasanie problemów podażowych wsparciem dla krajowego przemysłu





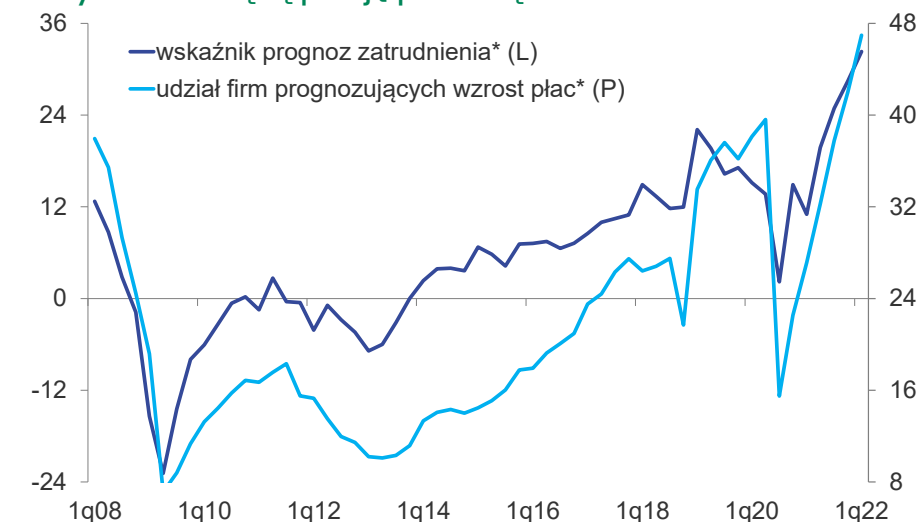
Sytuacja na krajowym rynku pracy pozostaje bardzo dobra...

- Zgodnie z wynikami badania NBP dot. koniunktury w przedsiębiorstwach firmy cały czas zwiększają popyt na pracę oraz wskazują na rosnącą presję płacową. Udział firm planujących podwyższyć wynagrodzenia wzrósł w I kw. br. do rekordowo wysokiego poziomu blisko 50%.
- Biorąc pod uwagę solidny wzrost popytu na pracę oraz założenia stabilizowania się podaży pracy zaburzonych w okresie pandemii (wcześniejsze ograniczenie podaży pracy migrantów, studentów), oczekujemy w 2022 r. dalszego wzrostu zatrudnienia pomimo obniżenia dynamiki PKB w trakcie roku. O ile nie dojdzie do silniejszego tąpnięcia aktywności, ważniejszym ograniczeniem wzrostu dynamiki zatrudnienia i pracujących będzie raczej niska podaż pracy związana z ograniczeniami demograficznymi niż ograniczenie popytu.
- Te efekty demograficzne będą natomiast wpływać na utrzymanie wysokiej dynamiki wynagrodzeń w gospodarce. W warunkach generalnie solidnego popytu na pracę i utrzymujących się wyzwań podażowych, które tylko w części będą mitygowane przez dalszy wzrost liczby pracujących migrantów oraz wzrostu aktywności zawodowej, oczekujemy utrzymania solidnego tempa wzrostu wynagrodzeń na poziomie blisko 10,0% r/r (powyżej naszej wcześniejszej prognozy).
- Dynamika wynagrodzeń będzie wypadkową z jednej strony solidnego popytu na pracę i ograniczeń podaży, z drugiej strony już słabnącego tego popytu oraz silnego pogorszenia sytuacji finansowej firm związanej z gwałtownym wzrostem kosztów działalności firm (kosztów surowców i materiałów). Zakładamy, że relatywnie łagodna skala spowolnienia aktywności będzie w średnim okresie ograniczać potencjalne napięcia i ryzyka dla aktywności. Jednocześnie przy bieżącym wzroście inflacji utrzymuje się ryzyko prognozy rozwoju sytuacji na rynku pracy – z potencjałem do silniejszej poprawy w krótkim okresie, a następnie pogorszenia w średniej perspektywie.

2022-02-21

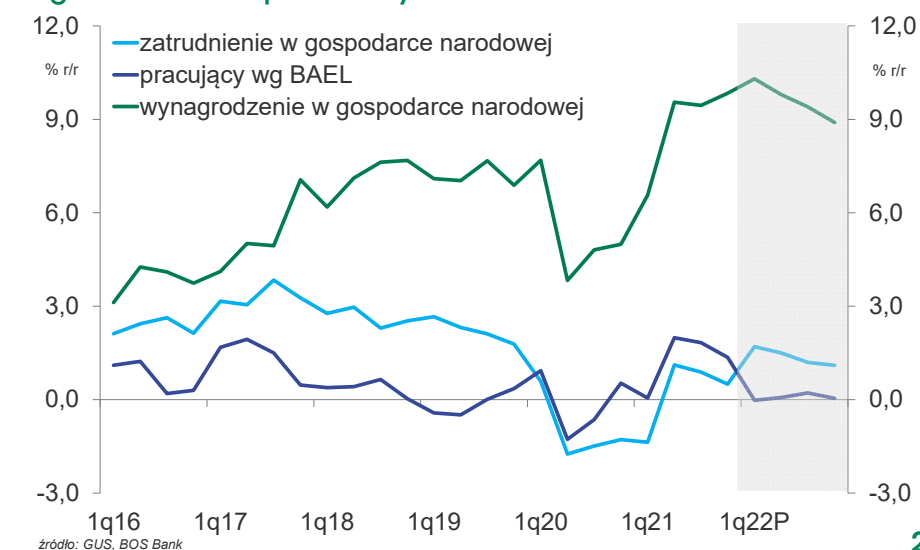
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Przedsiębiorcy wskazują na wysoki popyt na pracę oraz cały czas rosnącą presję płacową...



*dane oczyszczone z wahań sezonowych - szacunki własne
źródło: NBP, BOŚ Bank

...co powinno wspierać dynamikę wynagrodzeń, przy ograniczeniach podażowych wzrostu zatrudnienia



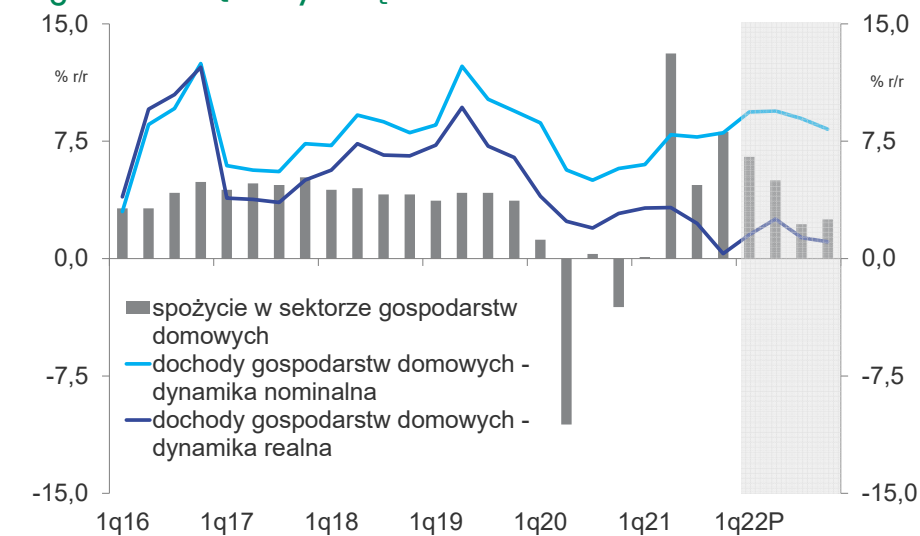
źródło: GUS, BOŚ Bank



...ale dynamiczny wzrost inflacji ogranicza dochody do dyspozycji i wydatki gospodarstw domowych

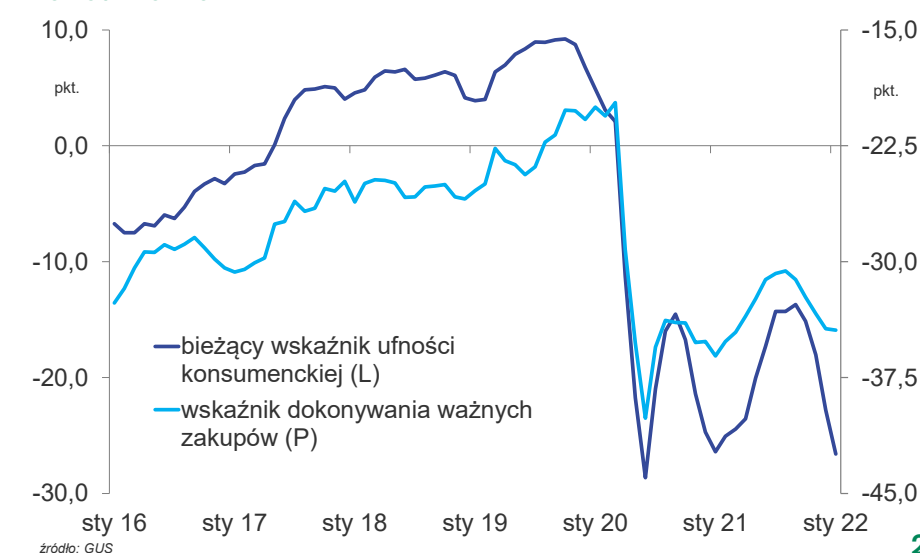
- Choć nominalne tempo wzrostu dochodów gospodarstw domowych (mierzonych dochodami z pracy najemnej i świadczeniami społecznymi) w 2022 r. wzrośnie nieco silniej niż w 2021 r., to prognozowana wysoka inflacja przełoży się na wyraźne obniżenie tempa wzrostu dochodów w ujęciu realnym.
- Przy jednocześnie stopniowo wygasającym efekcie nadwyżkowych oszczędności (generowanych poprzez ograniczenie konsumpcji w okresach restrykcji epidemicznych) oczekujemy w trakcie 2022 r. wyraźnego obniżenia dynamiki konsumpcji prywatnej w kierunku 4,0% r/r wobec 6,2% r/r w 2021 r. Z początkiem 2022 r. roczna dynamika spożycia gospodarstw domowych będzie jeszcze silnie podbijana przez efekty bazy, tj. obowiązujące w I kw. 2021 r. restrykcje epidemiczne.
- To właśnie wzrost obaw przed wysoką inflacją był przyczyną wyraźnego pogorszenia nastrojów konsumentów na przełomie 2021 i 2022 r., w tym spadku subindeksu planów zakupowych.
- Czynnikiem, który z kolei powinien ograniczać skalę obniżenia dynamiki spożycia gospodarstw domowych w 2022 r. powinien być silniejszy wzrost dochodów do dyspozycji w grupie gospodarstw domowych o najniższym poziomie dochodów (i wyższej skłonności do konsumpcji) oraz stabilna (dużo stabilniejsza np. w porównaniu ze spowolnieniem w l. 2012–2013) sytuacja finansowa gospodarstw domowych w zakresie ich oszczędności i zadłużenia oraz kondycji rynku pracy (bieżący niski poziom bezrobocia).

Pomimo solidnego wzrostu dochodów, wyższa inflacja ogranicza siłę nabywczą dochodów...



źródło: GUS, BOS Bank

...i przekłada się na wyraźne pogorszenie nastrojów konsumentów



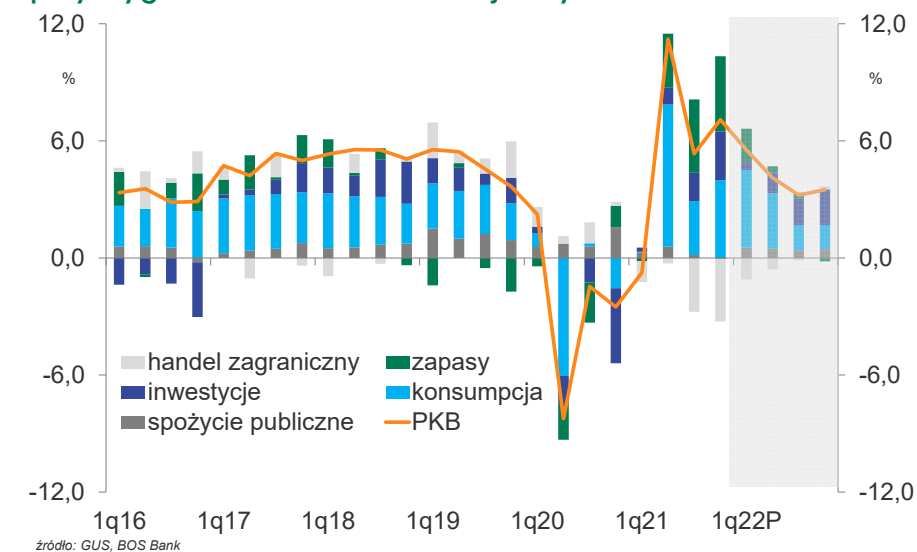
źródło: GUS



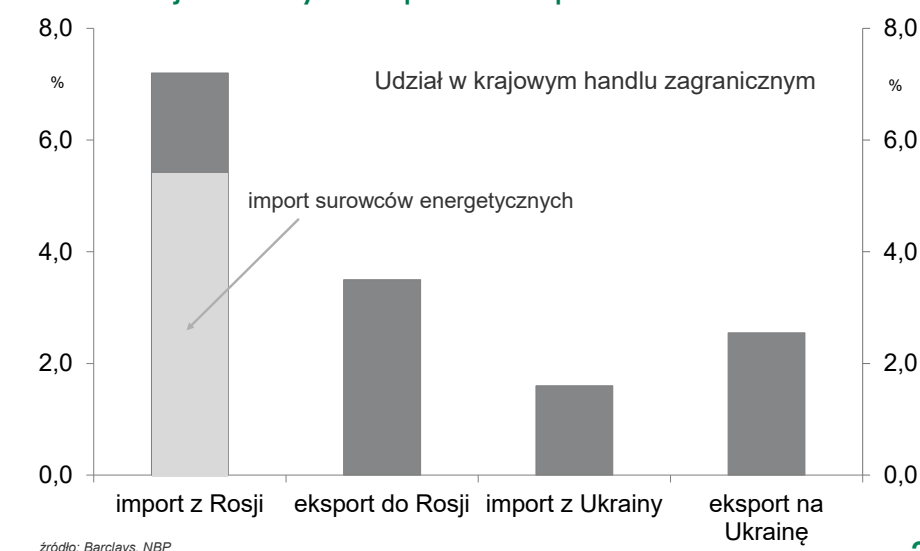
Oczekujemy wzrostu PKB w 2022 r. ok. 4,0% r/r, po wzroście o 5,7% r/r w 2021 r.

- Pomimo silniejszego od naszych oczekiwań wzrostu PKB w IV kw. 2021 r. obniżyliśmy prognozę wzrostu PKB w 2022 r. do ok. 4,0% r/r., z uwagi na: - nasilenie presji kosztowej i inflacji konsumenckiej, która może ograniczać aktywność części przedsiębiorstw, a w szczególności będzie hamowała tempo wzrostu spożycia gospodarstw domowych, - korekty prognoz wzrostu gospodarki globalnej, - opóźnienie we wdrażaniu Krajowego Planu Odbudowy, dodatkowo ograniczające tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w trakcie 2022 r.
- Efekty bazy odniesienia (restrykcje epidemiczne obowiązujące w I kw. 2021 r.) wpłyną na utrzymanie z początkiem roku wysokiej blisko 6,0% dynamiki PKB. Dopiero wygaśnięcie tego efektu skutkuje obniżeniem wzrostu PKB poniżej 4,0% r/r w II połowie roku.
- Oceniamy, że ryzyko dla prognoz gospodarczych pozostaje wysokie, głównie w związku z niepewnością co do kształtowania się cen surowców (wpływ na sytuację finansową przedsiębiorstw oraz na spożycie gospodarstw domowych), z przedłużającymi się problemami w zakresie globalnych łańcuchów dostaw oraz z niepewną sytuacją geopolityczną.
- Bezpośredni wpływ ewentualnej eskalacji konfliktu Rosja – Ukraina, przy założeniu, że nie dojdzie do jego rozszerzenia na inne kraje, na wyniki polskiej gospodarki byłby ograniczony przy niewielkim udziale Rosji i Ukrainy w wymianie handlowej Polski. Negatywny wpływ ewentualnego pogorszenia sytuacji miałby kluczowe znaczenie dla krajowej gospodarki w aspekcie presji na dalszy wzrost cen surowców energetycznych oraz poprzez kanał finansowy tj. presję na osłabienie notowań krajowych aktywów finansowych.

W II poł. roku oczekujemy wyraźnego spadku dynamiki PKB przy wygaśnięciu efektów niskiej bazy odniesienia



Ograniczony (poza importem surowców energetycznych) udział Rosji i Ukrainy w eksporcie i imporcie Polski

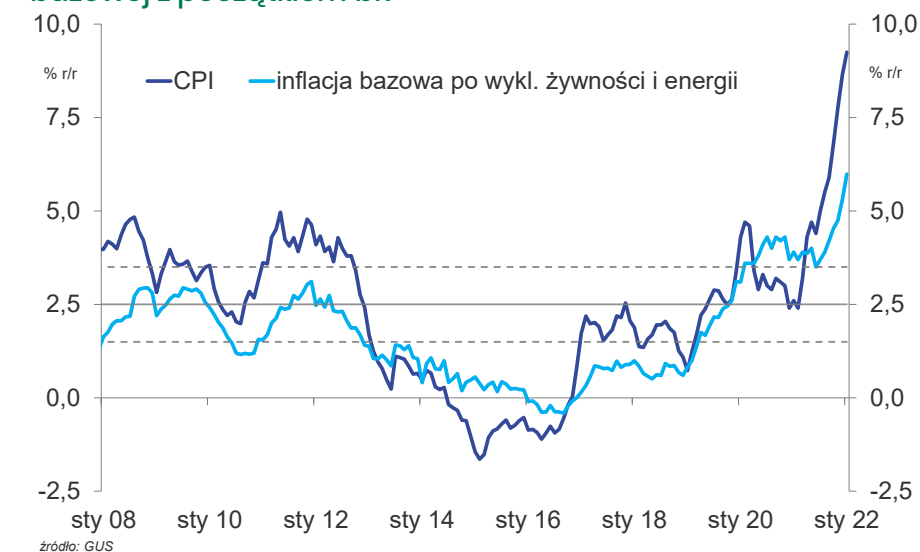




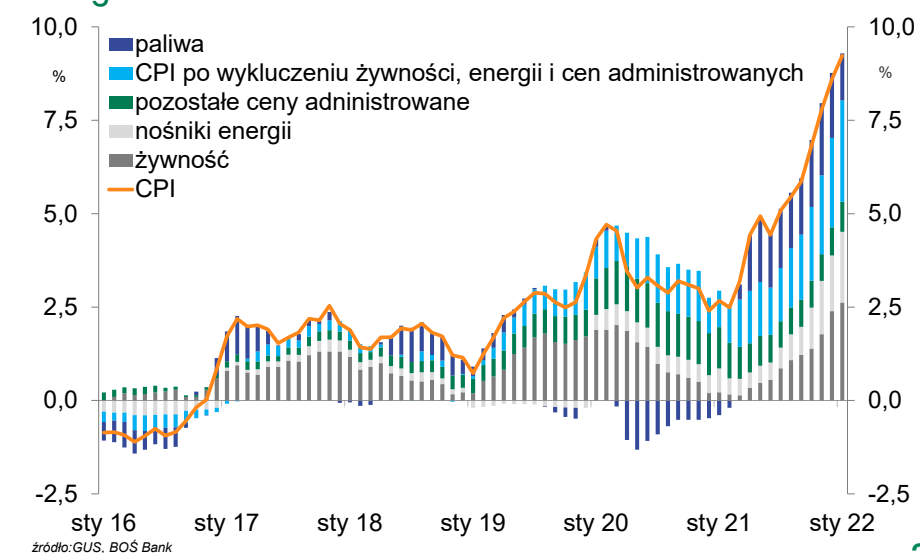
Z początkiem 2022 r. wzrost inflacji CPI do rekordowego poziomu 9,2% r/r, wzrost inflacji byłby silniejszy bez rozwiązań tarczy antyinflacyjnej...

- Na przełomie 2021 i 2022 r. wskaźnik inflacji CPI wrósł do kolejnych maksimów na poziomie 8,6% r/r w grudniu 2021 r. oraz 9,2% r/r w styczniu 2022 r. Choć w tym okresie silniej rosły ceny żywności oraz energii, to także szacowana inflacja bazowa wzrosła do historycznie wysokich poziomów ok. 6,0% r/r w styczniu.
- Do wzrostu inflacji w tym okresie przyczyniła się większość głównych kategorii towarów i usług: ceny żywności (przy bardzo silnym wzroście żywności przetworzonej), nośników energii (bardzo wysoka styczniowa podwyżka cen energii elektrycznej i gazu, wysokie wzrosty cen opału i energii cieplnej) oraz inflacja bazowa.
- Styczniowy skokowy wzrost inflacji bazowej (szacunek na podstawie wstępnych danych nt. styczniowego wskaźnika CPI) to zapewne efekt szerokich podwyżek w następstwie corocznych zmian cenników. Silniejszy (wobec dotychczasowego wzorca sezonowego) styczniowy wzrost inflacji bazowej, to oczywiście efekt dynamicznego wzrostu kosztów przedsiębiorstw (ceny surowców, materiałów) i „przerzucania” tych kosztów na finalne ceny dóbr i usług.
- Jednocześnie w styczniu obowiązywały już rozwiązania Tarczy Antyinflacyjnej 1.0 tj. obniżone stawki akcyzy na paliwa oraz obniżone stawki VAT na energię elektryczną oraz gaz. Te efekty obniżyły wskaźnik inflacji w styczniu o ponad 1,5 pkt. proc.
- Choć ryzyka dla prognoz inflacji utrzymują się, to znaczące rozszerzenie działań w zakresie obniżenia obciążeń podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej 2.0 powinno silniej obniżyć wskaźnik CPI od lutego. Z tego względu zakładamy, że styczniowy wzrost inflacji osiągnął swoje lokalne maksimum.

Nienotowane od dekad wzrosty inflacji CPI i inflacji bazowej z początkiem br.



Dynamiczny wzrost cen w większości kategorii towarów i usług

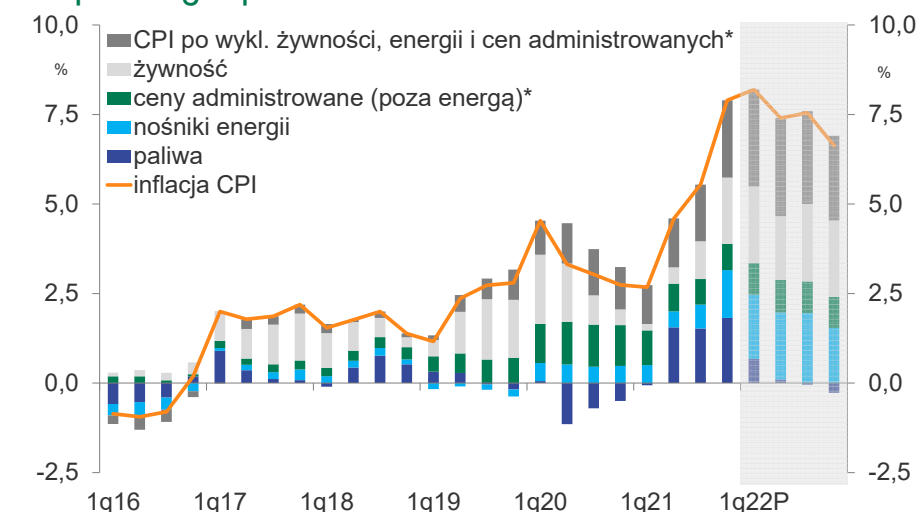




...rozwiązania tarczy istotnym czynnikiem dla ścieżki inflacji w całym 2022 r.

- Oczekujemy, że w 2022 r. wskaźnik średniorocznej inflacji wyniesie ok. 7,5% r/r. Prognozujemy, że od lutego do III kw. inflacja CPI będzie utrzymywać się powyżej 7,0% r/r, z kolei w IV kw. obniży się w kierunku 6,0% r/r. Na tę prognozę, poza standardowymi założeniami dot. ścieżki cen surowców, kosztów przedsiębiorstw, nietypowo, silnie wpłynąć będą założenia co do decyzji politycznych w zakresie rozwiązań tarczy antyinflacyjnej.
- Na obecnym etapie zaproponowane rozwiązania uwzględniają utrzymanie obniżonych stawek podatków pośrednich do końca lipca: - stawki akcyzy oraz stawki VAT (5%) na energię elektryczną, - stawki VAT (0%) na gaz, - stawki VAT (5%) na ciepło, - stawki akcyzy i VAT (8%) na paliwo, - stawki VAT (0%) na podstawowe produkty żywnościowe.
- Przy założeniu powrotu do pierwotnych stawek podatków pośrednich w sierpniu oraz naszych założeń dot. presji surowcowej, kosztowej, w sierpniu doszłoby do ponownego skokowego wzrostu inflacji CPI wyraźnie powyżej 9,0% r/r. Przy istotnym problemie politycznym jakim jest podwyższony poziom inflacji, w szczególności w podstawowych kategoriach koszyka inflacyjnego (żywność, opłaty związane z mieszkaniem) sądzimy, że rząd zdecyduje się na wydłużenie obowiązywania tarczy, aby nie dopuścić do ponownego wzrostu inflacji. Ponadto, wydaje się, że bardziej preferowanym scenariuszem będzie rozłożony w czasie powrót stawek podatku do pierwotnych poziomów.
- Biorąc pod uwagę koszty budżetowe oraz siłę oddziaływania na ostateczną cenę detaliczną przyjmujemy „techniczne” założenie, że latem przywrócona zostanie 5-proc. stawka podatku na żywność, na przełomie III i IV kw. przywrócone zostaną wyższe stawki podatku na paliwa, z kolei w przypadku nośników energii, obniżone stawki podatków zostaną utrzymane przynajmniej do końca bieżącego roku.
- Przy tak skomplikowanym się scenariuszu inflacyjnym (niespotykana skala presji surowcowej, globalnych problemów podażowych oraz zmian podatkowych) należy podkreślić bardzo wysokie ryzyko dla prognozy inflacji.

Po styczniowym wzroście od lutego oczekujemy stopniowego spadku indeksu CPI...



*szacunki własne
źródło: GUS, Eurostat, BOŚ Bank

...przy kluczowym dla prognozowanej ścieżki inflacji znaczeniu tarczy antyinflacyjnej



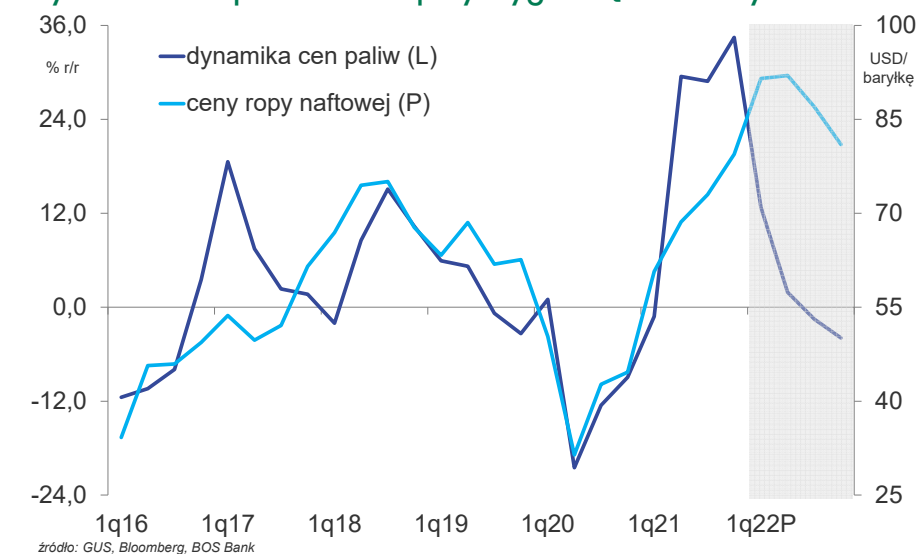
źródło: GUS, szacunki BOŚ



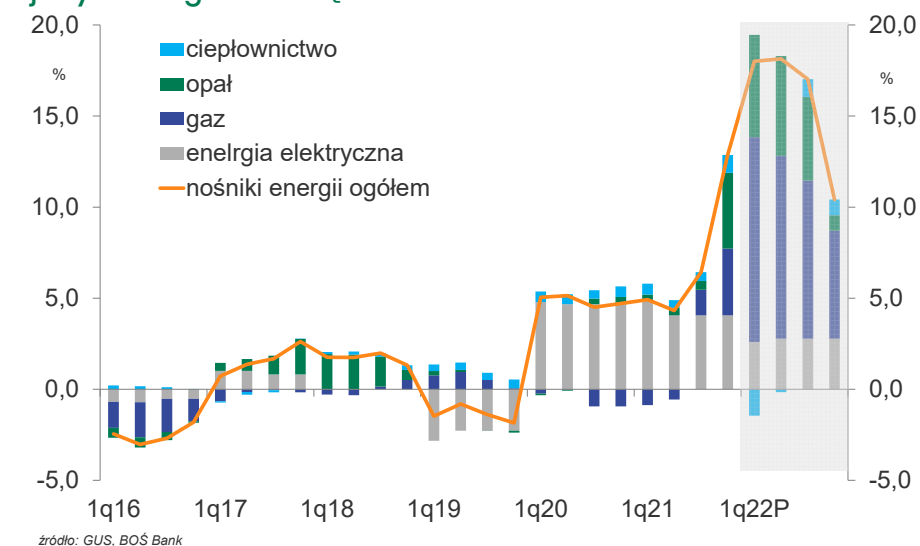
Wpływ tarczy antyinflacyjnej kluczowy dla ścieżki cen energii...

- Po styczniowym spadku rocznej dynamiki cen paliw oczekujemy wyraźnego pogłębienia tego spadku w trakcie roku przy efektach: - redukcji obciążeń podatkowych w ramach tarczy antyinflacyjnej (od lutego dodatkowa redukcja podatku VAT na gaz z 8% do 0% oraz na ciepło z 8% do 5%) - lekkiego spadku cen ropy naftowej (głównie w II połowie roku). Zakładamy, że bieżące wzrosty cen ropy naftowej mają w części związek z ryzykiem geopolitycznym i w dalszej części roku efekty podaży i popytu przełożą się na lekki spadek cen surowca.
- Szacujemy, że w II połowie roku dynamika roczna cen paliw będzie oscylować wokół 0%, tj. na poziomie zbliżonym do oczekiwań sprzed kwartału.
- Lekko w górę wobec naszej listopadowej prognozy podwyższyliśmy natomiast prognozowaną ścieżkę cen nośników energii. Niewielka korekta prognozy jest wypadkową istotnych zmian tj.: - dużo silniejszej skali podwyżek cen netto energii elektrycznej oraz gazu (grudniowa decyzja URE), - redukcji stawek podatku VAT i akcyzy na te towary, - redukcji stawek VAT na energię cieplną obniżająca prognozowaną ścieżkę cen w całym roku.
- Z początkiem br. URE zaakceptował bardzo silny wzrost cen energii elektrycznej i gazu ziemnego implikujący wzrosty rachunków o odpowiednio ok. 24% i 54%. Zmiany podatkowe obniżyły skalę tego wzrostu do odpowiednio ok. 6,0% i 30%. Z tego względu ostateczna decyzja o terminie przywrócenia pierwotnych stawek podatkowych ma bardzo istotny wpływ na ścieżkę cen nośników energii w II poł. roku.
- Przy naszych założeniach co do wydłużenia okresu obniżonych stawek podatkowych, bilans ryzyka dla prognozy bazowej jest przechylony w górę. W średnim okresie z kolei na prognozowaną ścieżkę cen istotny wpływ będzie miało kształtowanie się rynkowych cen energii i gazu.

Lekki spadek cen ropy naftowej pozwoli na silny spadek dynamiki cen paliw nawet przy wygaśnięciu tarczy...



...w przypadku cen nośników energii tarcza antyinflacyjna jedynie złagodzi skalę wzrostu cen

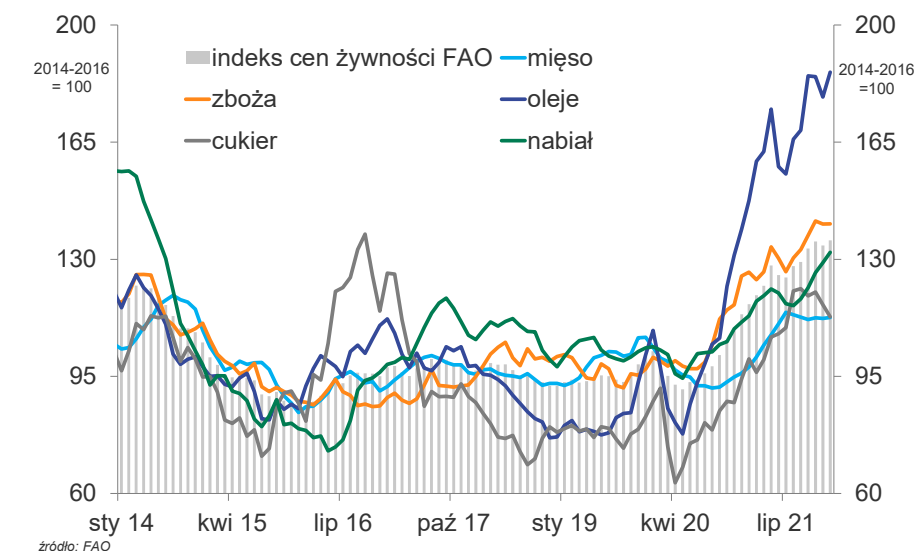




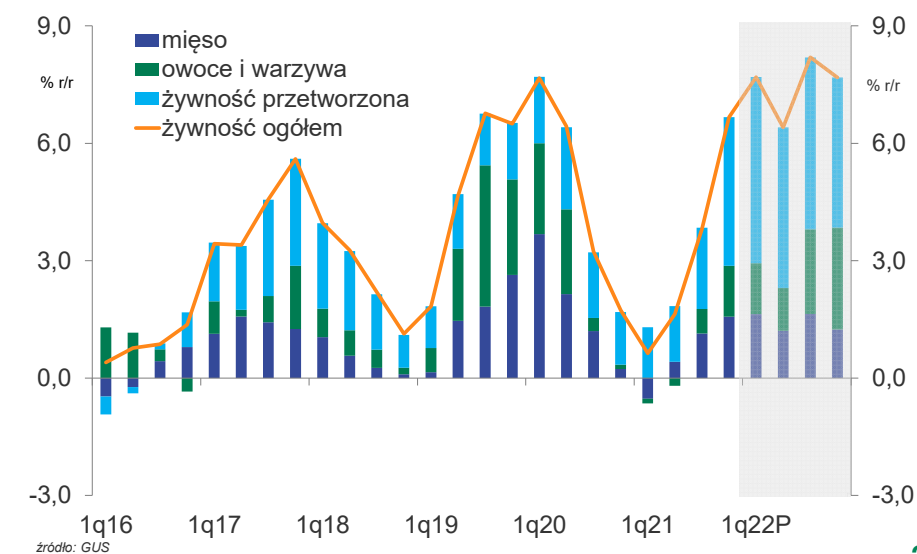
...w mniejszym stopniu także dla ścieżki cen żywności...

- W stosunku do prognozy z poprzedniego numeru *Przeglądu* podwyższyliśmy prognozowaną na 2022 r. ścieżkę cen żywności, przy materializującym się ryzyku (wskazywanym przed kwartałem) utrzymania presji na rynku surowców żywnościowych.
- Jakkolwiek okresowa redukcja stawki podatku VAT na podstawowe produkty żywnościowe obniży ścieżkę cen żywności w okresie I – III kw., to nie zdoła zrekompensować efektu wyższych cen surowców, jak również wyższego wzrostu kosztów, co przy sztywniejszym w przypadku żywności popycie będzie skutkowało utrzymaniem presji na wyższe ceny żywności.
- W kolejnych miesiącach oczekujemy utrzymania podwyższonej dynamiki cen żywności przetworzonej (kontynuacja wzrostu cen surowców, w szczególności olejów i nabiału). Generalny wzrost kosztów oraz dynamiczny wzrost cen nawozów (nawet przy obniżonej stawce podatku VAT) przełoży się też na wyższą, wobec wzorca sezonowego, ścieżkę cen owoców i warzyw, dodatkowo przy niższych bazach podbijając w II poł. roku roczną dynamikę cen.
- Skalę wzrostu cen żywności ogółem powinny natomiast ograniczać ceny mięsa, przy utrzymującej się wysokiej podaży mięsa wieprzowego na rynku europejskim oraz niższe wzrosty cen napojów bezalkoholowych, których dynamika w 2021 r. silnie wzrosła z tytułu wejścia w życie opłaty cukrowej.
- Oczekujemy, że w ujęciu średniorocznym ceny żywności w 2022 r. wzrosną o ok. 7,5%, wobec 3,2% r/r w 2021 r.
- Biorąc pod uwagę dynamiczny wzrost cen surowców żywnościowych oraz utrzymującą się presję kosztową uważamy, że cały czas ryzyka dla cen żywności w nadchodzących kwartałach są przechylone w kierunku wyższej dynamiki.

Presja na rynku surowców żywnościowych utrzymuje się...



...co podbija prognozowaną ścieżkę inflacji cen żywności

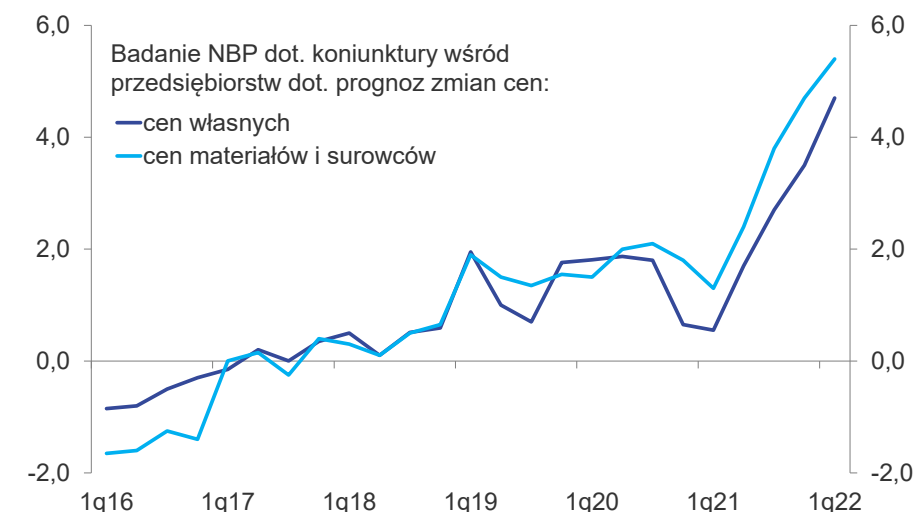




...i bez wpływu na prognozy inflacji bazowej

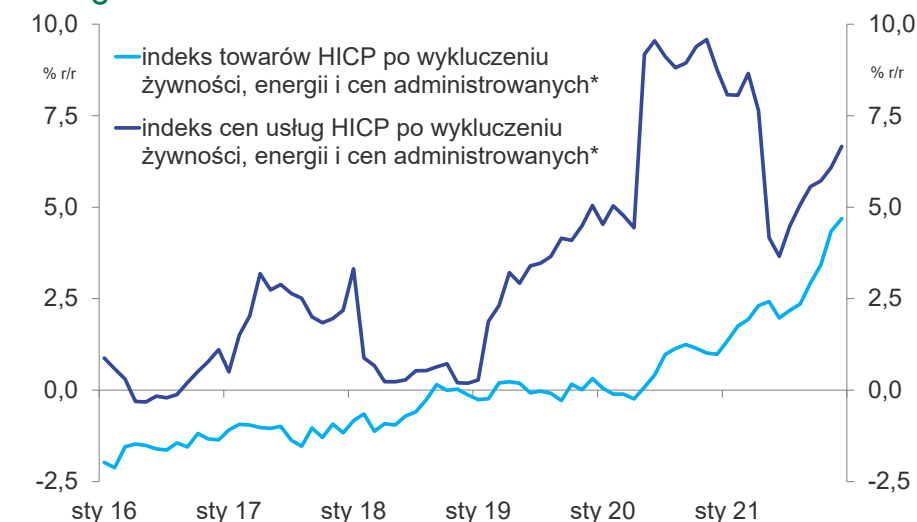
- Kategorią, która najsilniej wpłynęła na podwyższenie prognozy inflacji na 2022 r., jest z inflacja bazowa, w szczególności wskaźnik po wykluczeniu kategorii pozostających pod istotnym wpływem decyzji administracyjnych. W przypadku tych dóbr i usług nie będą miały bowiem zastosowania żadne rozwiązania tarczy antyinflacyjnej.
- Utrzymujące się wyzwania w zakresie cen surowców i materiałów, w tym gwałtowne wzrosty kosztów energii dla przedsiębiorstw pod koniec 2021 r., przekładają się na nasilenie planów firm podwyżek cen własnych produktów. Wydłużający się okres podwyższonych cen surowców, materiałów i transportu ogranicza możliwości redukcji marż i wyniku finansowego.
- Zgodnie z wynikami badania NBP „Szybki monitoring” udział przedsiębiorstw prognozujących wzrost cen materiałów i surowców i w efekcie cen własnych wzrósł pod koniec 2021 r. do najwyższych poziomów od ponad dekady.
- Choć efekty wzrostu cen surowców i materiałów w przeważającej części dotyczą rynku towarów i to właśnie ta kategoria była powodem wzrostu inflacji bazowej, to negatywny efekt wzrostu kosztów energii i silniejszego wzrostu wynagrodzeń w połączeniu z ożywieniem popytu na usługi (wraz z wygasaniem ryzyka sytuacji pandemicznej) będzie jeszcze z początkiem 2022 r. podbijać silniej także ceny w usługach.

Przedsiębiorstwa deklarują dalsze podwyżki cen własnych...



źródło: NBP

...przy rozszerzającej się skali podwyżek cen towarów i usług



*szacunki własne
źródło: Eurostat, BOŚ Bank



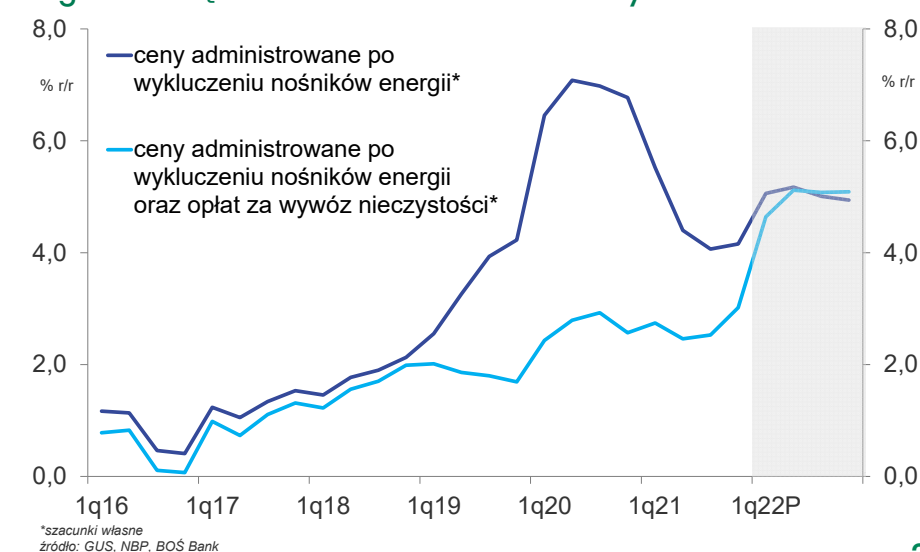
Dynamiczne wzrosty cen surowców i energii powodem nienotowanej dotychczas skali wzrostu inflacji bazowej

- Biorąc pod uwagę kumulację efektów kosztowych: – dynamiczny wzrost cen importu (głównie efekt dynamicznego wzrostu cen surowców energetycznych), – dynamiczny wzrost cen energii elektrycznej i gazu dla przedsiębiorstw, należy liczyć się z dalszym wzrostem inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii i pozostałych cen administrowanych z początkiem 2022 r. w kierunku 7,0% r/r.
- W trakcie 2022 r., zakładając stopniowe wygasanie presji na wzrost cen surowców i materiałów, przy dynamicznie rosnących bazach odniesienia i jednocześnie hamującym wzroście popytu konsumpcyjnego, wskaźnik inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii i pozostałych cen administrowanych, powinien obniżyć się. Obawiamy się jednak, że skala tego spadku będzie relatywnie niewielka.
- Przy założeniu materializacji tego scenariusza przedsiębiorstwa będą zapewne „odrabiać” wcześniejsze spadki marż (brak możliwości pełnego przerzucenia wyższych kosztów na ceny finalne), w ograniczonym stopniu będą natomiast skłonne do redukcji oferowanych cen. Wydaje się, że scenariusz silniejszej korekty cen byłby możliwy w sytuacji głębszej skali spowolnienia popytu z większymi negatywnymi implikacjami dla gospodarki realnej.
- W przypadku wskaźnika cen administrowanych (po wykluczeniu cen nośników energii) zakładamy jego stabilizację na podwyższonym poziomie (wzrost akcyzy na alkohol i papierosy, efekty kosztowe związane ze wzrostem cen surowców i materiałów). Jednocześnie zakładamy, że indeks ten obniży się wobec poziomów z lat 2019–2020, kiedy gwałtowny jego wzrost podbijany był przez blisko 100-procentowy wzrost opłat za wywóz śmieci (w okresie dwóch lat). Zakładamy, że w 2022 r. skala wzrostu opłat za wywóz nieczystości będzie już zdecydowanie niższa w porównaniu z ostatnimi dwoma latami.

Skala wzrostu cen surowców podbija inflację bazową, pomimo oczekiwanego spowolnienia konsumpcji



Wygaśnięcie efektu podwyżek opłat za wywóz śmieci tagodzi skalę wzrostu cen administrowanych





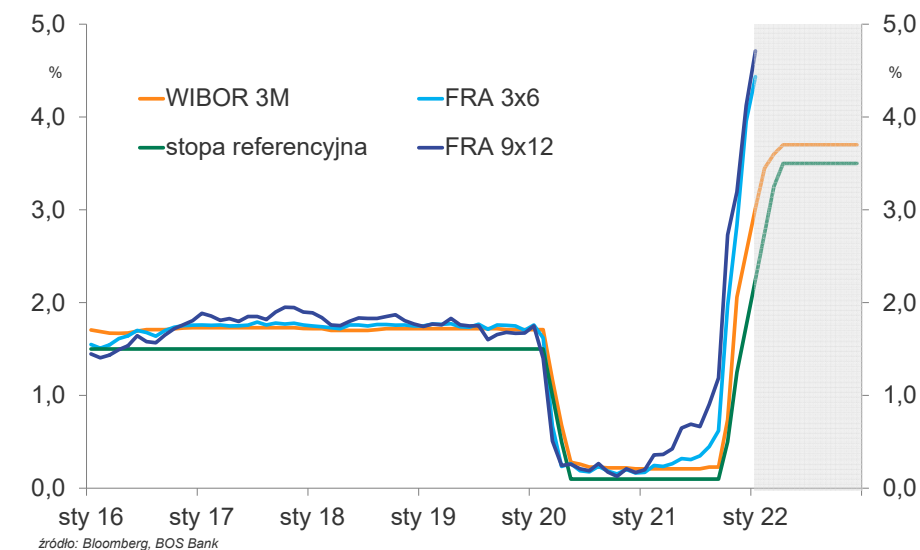
Oczekujemy, że wraz ze spadkiem bieżącej inflacji, RPP zakończy cykl podwyżek stóp procentowych

- Silniejszy od wcześniejszych oczekiwań wzrost bieżącej inflacji poskutkował utrzymaniem znaczącej skali zacieśnienia stóp procentowych przez RPP na przełomie roku. Do lutego stopa referencyjna NBP wzrosła do 2,75%, a prezes NBP podczas konferencji prasowej zapowiedział kontynuację podwyżek stóp procentowych. Biorąc pod uwagę zapowiedzi prezesa oczekujemy w marcu podwyżki stóp o 50 pkt. baz.
- Podczas lutowej konferencji prasowej prezes wzmocnił „jastrzębi” przekaz zmieniając jednocześnie retorykę dot. kursu złotego wskazując na pożądanie przez Radę mocniejszego kursu złotego. W tym samym tonie RPP zmieniła także zapisy komunikatu dot. kursu złotego.
- Wzrost bieżącej inflacji oraz zmiana retoryki prezesa NBP wzmocniły oczekiwania rynkowe co do skali zacieśnienia polityki pieniężnej.
- W naszej ocenie jednak zmiana retoryki prezesa Glapińskiego w większym stopniu wynikała z chęci wzmocnienia złotego (poprzez samą zmianę retoryki) niż ze zmiany preferencji dot. skali podwyżek stóp – gdyby Rada chciała uwiarygodnić chęć wzmocnienia kursu wyższą skalą podwyżek, mogłaby w lutym podwyższyć stopy o 75 pkt. baz.
- Wraz ze wzrostem kosztu finansowania oraz mniejszym optymizmem dot. perspektyw sfery realnej gospodarki, coraz większe znaczenie dla Rady będą miały kwestie sfery realnej gospodarki, które w naszej ocenie są dla generalnie gotębiej RPP bardzo istotne.
- Historycznie kluczowym czynnikiem determinującym podwyżki stóp procentowych był wzrost bieżącego wskaźnika inflacji. Sądzymy zatem, że jeżeli zmaterializuje się nasz scenariusz wyraźnego spadku inflacji CPI od lutego br. (informacja znana w połowie marca), to presja na podwyżki stóp, w kontekście przyczyn inflacji oraz obaw dot. wzrostu gospodarczego osłabnie.
- W bazowym scenariuszu oczekujemy zakończenia bieżącego cyklu podwyżek stóp w II kw. br. na poziomie 3,50%. Bilans ryzyka dla prognozy jest przechylony w kierunku wyższego poziomu stóp (ryzyka dla prognozowanej ścieżki inflacji w najbliższych miesiącach).

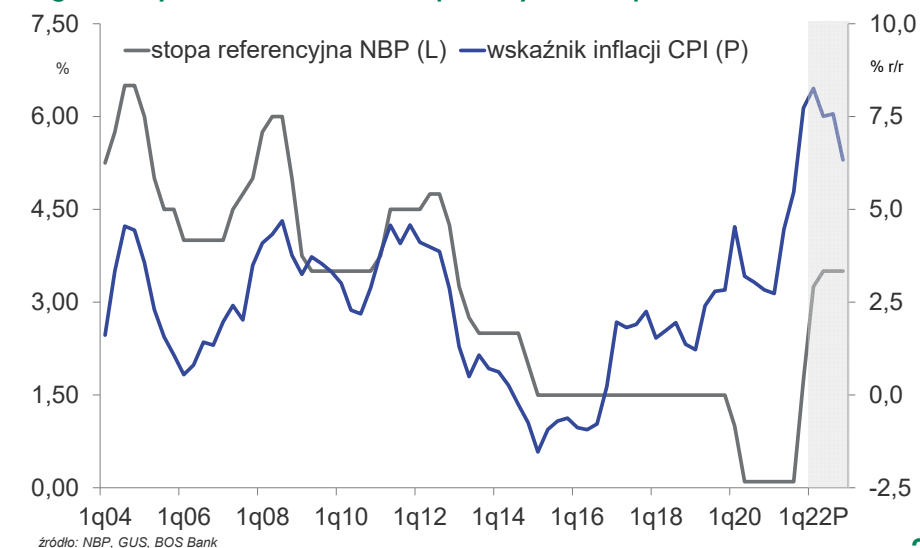
2022-02-21

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Wzrost inflacji bieżącej i zaostrenie retoryki prezesa NBP podbiły oczekiwania rynkowe na podwyżki stóp



Oczekujemy, że odwrócenie trendu bieżącej inflacji ograniczy skłonność RPP do podwyżek stóp

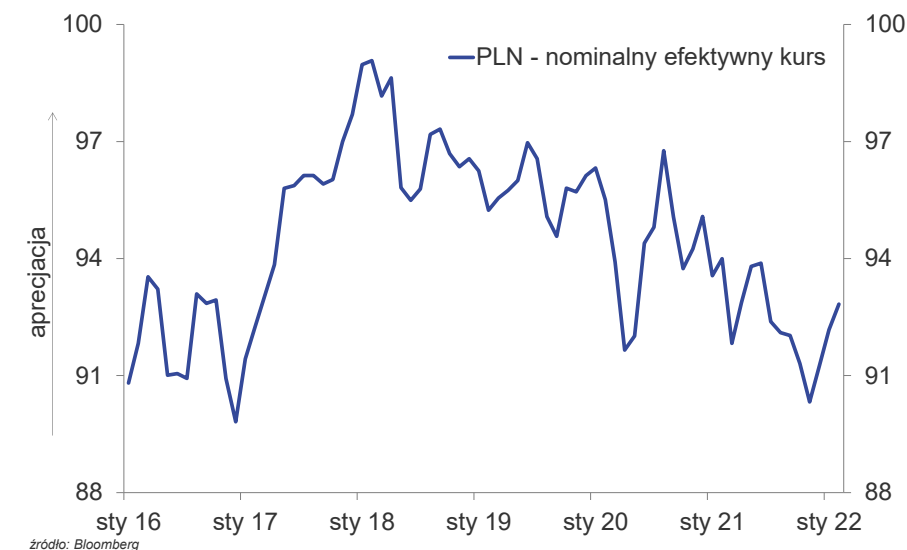




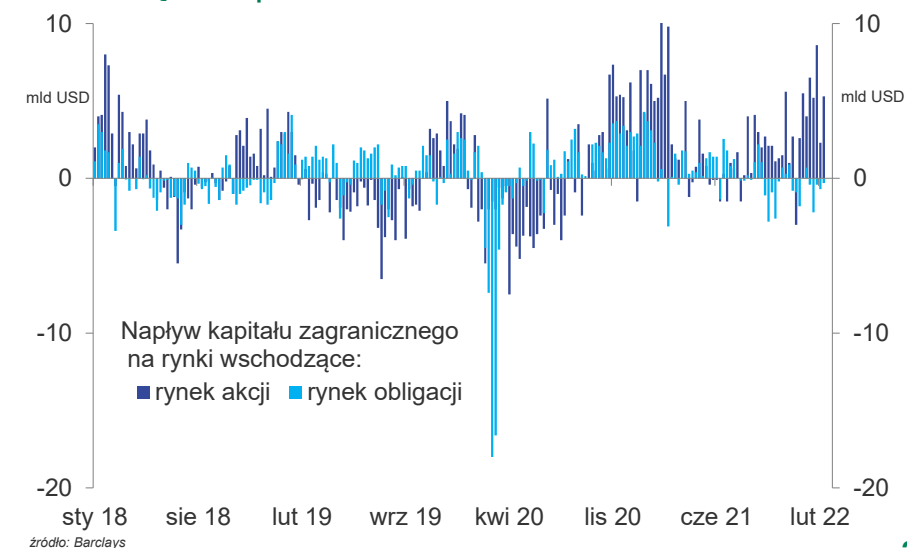
Z początkiem roku ograniczenie presji na osłabienie złotego...

- Na przełomie roku kurs złotego ograniczył wcześniejsze straty (presja deprecjacyjna na jesieni), na co mogło wpłynąć: – wygaśnięcie listopadowego efektu zamykania roku obrotowego przez największe instytucje finansowe, – utrzymanie korzystnej skali napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące, – wzmocnienie notowań euro wraz z nasileniem oczekiwań na zacieśnienie polityki pieniężnej EBC, – zacieśnienie krajowej polityki pieniężnej i zmiana na pro-aprecjacyjną retoryki NBP.
- Nadal uważamy, że kurs złotego pozostaje relatywnie słaby w porównaniu do czynników fundamentalnych (tempo wzrostu PKB, ograniczona skala pogorszenia wyniku rachunku obrotów bieżących) oraz skali spadku globalnej premii za ryzyko w trakcie ub.r.
- Przy założeniu naszego scenariusza sytuacji globalnej (ograniczona skala spowolnienia, ostrożne tempo zacieśnienia polityki pieniężnej głównych banków centralnych), oraz ostatecznego osiągnięcia kompromisu w zakresie KPO mogłoby sprzyjać nawet dalszej aprecjacji złotego w kierunku 4,40 PLN/EUR. Choć rozwiązania tarczy antyinflacyjnej będą hamować poprawę wyniku krajowych finansów publicznych, to nie oczekujemy z tego tytułu silnego pogorszenia wyniku, z kolei ograniczenie ryzyka średnioterminowego inflacji powinno w dłuższym horyzoncie wspierać złotego.
- Nie uważamy także, aby złotemu zaszkodziła mniejsza od prognoz rynkowych skala zakładanej przez nas podwyżki stóp. W naszej ocenie poziom krajowych stóp ma jedynie okresowy wpływ na notowania złotego. Sądzymy nawet, że polityka NBP może wspierać notowania złotego poprzez odejście od wielomiesięcznej pro-deprecjacyjnej retoryki (poprzez ograniczenie obaw rynkowych przed interwencją NBP w celu osłabienia złotego), oczywiście przy założeniu pozytywnego scenariusza rozwoju sytuacji globalnej.
- Jednocześnie dopóki będą utrzymywać się wyższe ryzyka dla globalnej sytuacji gospodarczej, a przede wszystkim ryzyka sytuacji geopolitycznej w regionie kursu złotego pozostanie powyżej 4,50 PLN/EUR.

Na przełomie roku aprecjacja kursu złotego



Solidny napływ kapitału zagranicznego na rynki wschodzące na przełomie roku





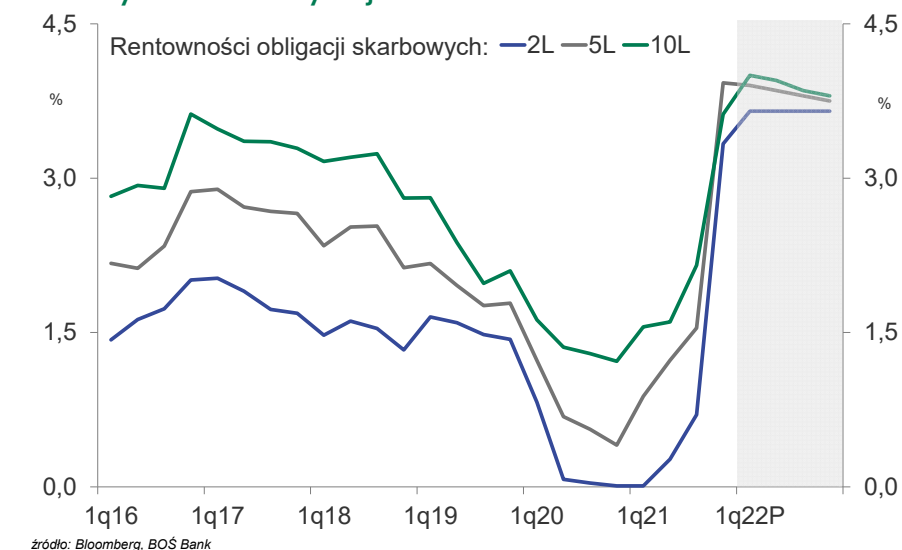
...z kolei zacieśnienie polityki pieniężnej nasila presję na ceny obligacji skarbowych

- Silniejsza od prognoz skala podwyżek krajowych stóp procentowych poskutkowała dalszym wzrostem rentowności krajowych obligacji skarbowych do nienotowanych od wielu lat poziomów.
- Na wzrost rentowności wpływa także wzrost długoterminowych stóp procentowych na rynkach bazowych, jak również utrzymująca się podwyższona (w porównaniu do okresu sprzed pandemii) wartość potrzeb pożyczkowych SFP. Inaczej też niż w 2020 i z początkiem 2021 r., wzrostu rentowności nie mityguje popyt NBP, który wygasił swój program skupu aktywów.
- Przy założeniu prognoz krajowej polityki pieniężnej (niższa wobec oczekiwań rynkowych prognoza podwyżek stóp NBP) oraz wygaszenia presji wzrostowej na rentowności na rynkach bazowych, oczekujemy w kolejnych kwartałach ograniczenia presji na rentowności krajowych SPW, w szczególności na dłuższym końcu krzywej dochodowości.
- Rentowności prawdopodobnie utrzymają się z kolei na podwyższonym (wobec wcześniejszych miesięcy) poziomie z uwagi na dłuższy okres podwyższonej inflacji (i utrzymujące się ryzyko podwyżek stóp procentowych NBP) jak również utrzymania wyższej skali potrzeb pożyczkowych. Wciąż uważamy, że czynnikiem łagodzącym wycofanie się NBP ze skupu obligacji powinna pozostać natomiast wysoka nadpłynność krajowego sektora bankowego.
- Przy utrzymujących się ryzykach dot. skali zacieśnienia polityki pieniężnej bilans ryzyka prognozy krótkoterminowej wskazuje na przeważające ryzyko wyższych rentowności wobec prognozy bazowej. Coraz słabiej ta presja będzie natomiast wpływać na rentowności na dłuższym końcu. Z kolei gdyby skala podwyżek stóp wyraźnie przekroczyła nasze oczekiwania (wzrost stopy referencyjnej powyżej 4,0%) nie można wykluczyć korekty spadkowej rentowności w oczekiwaniu na redukcję stóp procentowych w dłuższym okresie.

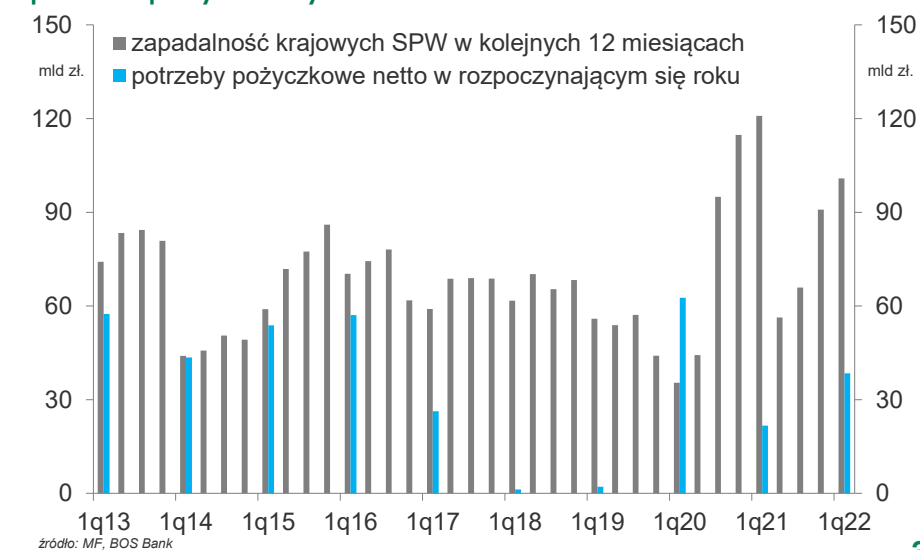
2022-02-21

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Oczekujemy wygaszenia presji na wzrost rentowności na dłuższym końcu krzywej dochodowości



W 2022 r. utrzymanie wyższych niż przed pandemią potrzeb pożyczkowych SP



Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	4,2	3,1	4,8	5,4	4,7	-2,5	5,7	4,0
Popyt krajowy	% r/r	3,7	2,3	4,9	5,6	3,6	-3,4	8,2	4,7
Spożycie indywidualne	% r/r	3,8	3,9	4,8	4,3	4,0	-3,0	6,2	4,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	8,0	7,1
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0,6	0,9	0,1	0,0	1,3	0,6	-0,3	-0,4
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1 801	1 863	1 990	2 122	2 293	2 327	2 594	2 882
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,9	-0,8	-0,3	-1,3	0,5	2,9	-0,9	-1,7
	mld EUR	-3,9	-3,4	-1,5	-6,5	2,5	15,3	-5,2	-10,8
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	13,0	10,0	11,1	15,7	16,3	19,0	17,5	17,3
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	10,5	8,9	7,3	6,1	5,4	5,9	6,0	5,4
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,9	2,3	3,3	2,6	2,2	-1,0	0,3	1,5
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	8,8	9,6
	% r/r, real.	4,3	4,4	3,2	5,4	4,7	2,4	3,6	1,9
Inflacja CPI	% r/r, śr.	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	7,5
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	0,3	-0,2	0,7	0,7	2,0	3,9	4,1	6,5
Depozyty ogółem	% r/r	7,4	9,4	4,2	9,1	8,2	13,8	10,9	6,0
Kredyty ogółem	% r/r	6,9	4,9	3,8	7,1	5,0	0,7	5,1	6,2
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-3,6	-3,3
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	51,3	54,2	50,6	48,8	45,6	57,4	55,8	53,0
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	3,50
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	4,50
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,00	1,25	2,50
WIBOR 3M	%, k.o.	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,54	3,70
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,56	2,01	1,69	1,33	1,43	0,01	3,33	3,65
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,21	2,87	2,66	2,13	1,79	0,41	3,93	3,75
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	2,94	3,62	3,29	2,81	2,10	1,22	3,62	3,80
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,26	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,40
PLN/USD	PLN, k.o.	3,90	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	4,06	3,86
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,94	4,12	3,57	3,82	3,92	4,26	4,45	4,20
założenia zewnętrzne		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P
PKB - USA	% r/r	2,7	1,7	2,3	2,9	2,3	-3,4	5,7	3,1
PKB - strefa euro	% r/r	1,9	1,8	2,7	1,9	1,4	-6,5	5,2	3,5
PKB - Chiny	% r/r	7,0	6,8	6,9	6,8	6,0	1,8	8,2	4,8
Inflacja (CPI) - USA	% r/r, śr.	0,2	1,3	2,1	2,4	1,9	1,2	4,7	5,3
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, śr.	0,2	0,4	1,4	1,4	1,2	0,3	2,6	4,0
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	0,50	0,75	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	1,50
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	1,60
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,28	2,46	2,42	2,70	1,92	0,91	1,51	1,85
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,50
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,58	-0,19	0,00
SARON	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,72
USD/EUR	USD, k.o.	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,22	1,14	1,14
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	52,4	43,8	54,3	71,0	64,1	42,3	70,5	87,1

% 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

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		1q21	2q21	3q21	4q21	1q22P	2q22P	3q22P	4q22P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	-0,8	11,2	5,3	7,3	5,9	4,0	3,2	3,3
Popyt krajowy	% r/r	0,3	12,4	8,6	11,2	7,4	4,9	3,5	3,5
Spożycie indywidualne	% r/r	0,1	13,1	4,7	8,2	6,8	4,8	2,2	2,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	1,7	5,6	9,3	11,9	3,1	7,1	8,2	8,3
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-1,1	-1,2	-3,3	-3,9	-1,5	-0,9	-0,2	-0,1
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	2,7	1,8	0,7	-0,9	-1,5	-1,8	-1,9	-1,7
	mld EUR	2,7	1,1	-3,5	-5,4	-1,1	-0,4	-4,7	-4,7
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	6,4	6,0	5,6	5,4	5,6	5,2	5,2	5,4
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1,4	1,1	0,9	0,5	1,9	1,6	1,3	1,1
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	6,6	9,6	9,4	9,8	10,3	9,8	9,4	8,9
	% r/r, real.	3,7	4,9	3,8	2,0	1,9	2,1	1,6	2,1
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	3,2	4,4	5,9	8,6	7,6	7,7	7,9	5,9
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	3,9	3,5	4,2	5,3	6,3	6,6	6,4	6,2
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	0,10	0,10	0,10	1,75	3,25	3,50	3,50	3,50
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	2,25	4,25	4,50	4,50	4,50
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,00	0,00	0,00	1,25	2,25	2,50	2,50	2,50
WIBOR 3M	%, k.o.	0,21	0,21	0,23	2,54	3,60	3,70	3,70	3,70
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	0,01	0,27	0,70	3,33	3,65	3,65	3,65	3,65
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	0,88	1,23	1,54	3,93	3,90	3,85	3,80	3,75
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	1,56	1,60	2,15	3,62	3,95	3,95	3,85	3,80
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,66	4,52	4,63	4,60	4,53	4,50	4,44	4,40
PLN/USD	PLN, k.o.	3,97	3,80	3,99	4,06	4,01	3,98	3,90	3,86
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,21	4,12	4,27	4,45	4,33	4,31	4,24	4,20

założenia zewnętrzne		1q21	2q21	3q21	4q21	1q22P	2q22P	3q22P	4q22P
PKB - USA	% r/r	0,5	12,2	4,9	5,5	4,3	3,2	3,1	1,9
PKB - strefa euro	% r/r	-1,1	14,4	3,9	4,6	5,1	3,9	2,4	2,7
PKB - Chiny	% r/r	18,3	7,9	4,9	4,0	4,5	4,5	5,0	5,0
Stopa funduszy federalnych Fed*	%, k.o.	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00	1,25	1,50
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	0,60	1,10	1,35	1,60
Obligacje USA 10L	%, k.o.	1,74	1,47	1,49	1,51	1,95	1,90	1,85	1,85
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-0,55	-0,55	-0,55	-0,50
Obligacje GER 10L	%, k.o.	-0,29	-0,21	-0,20	-0,19	0,20	0,15	0,00	0,00
SARON	%, k.o.	-	-	-	-	-0,72	-0,72	-0,72	-0,72
USD/EUR	USD, k.o.	1,17	1,19	1,16	1,14	1,13	1,13	1,14	1,14
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	60,7	68,6	73,0	79,4	91,5	92,0	87,0	78,0

% 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.