

Analizy makroekonomiczne

# PRZEGLĄD KWARTALNY

20 maja 2022 r.



---

## Pandemia, geopolityka, stagflacja

---

---

**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

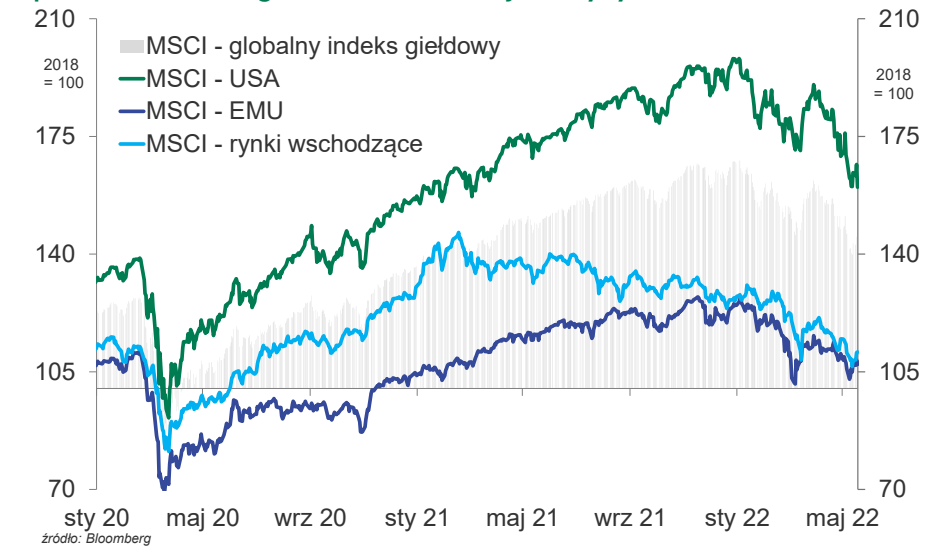
- Inwazja Rosji na Ukrainę i związany z nią kryzys na rynku surowców energetycznych i żywnościowych poskutkował znaczącą korektą w górę prognoz inflacji oraz korektą w dół prognoz tempa wzrostu gospodarczego na świecie, w szczególności w Europie.
- Wojna oraz utrzymanie ultra-restrykcyjnej polityki anty-epidemicznej w Chinach zatrzymało wcześniejszy proces stabilizowania się sytuacji w globalnych łańcuchów dostaw dodatkowo zwiększając presję inflacyjną i osłabiając aktywność gospodarczą.
- Wzrost inflacji do rekordowych poziomów wpłynął na zaostrzenie polityki pieniężnej i retoryki głównych banków centralnych, pomimo pogorszenia perspektyw gospodarczych.
- Zakładamy, że dzięki notowanej w minionych kwartałach poprawie gospodarka globalna uniknie scenariusza „twardego lądowania”, choć kumulacja czynników ryzyka sugeruje bardzo wysokie ryzyko materializacji scenariuszy negatywnych.
- Efekty geopolityczne oraz wzrost globalnej awersji do ryzyka silnie ciążył w ostatnim okresie notowaniom krajowych aktywów finansowych, a trwalsze skutki wojny ograniczają potencjał dla silnego wzrostu popytu na krajowe aktywa w średnim okresie.
- W bazowym scenariuszu oczekujemy spowolnienia dynamiki PKB w Polsce w kierunku 2,0% r/r w II połowie roku oraz 1,5% r/r z początkiem 2023 r., zakładając niższe tempo wzrostu eksportu, spożycia gospodarstw domowych oraz inwestycji przedsiębiorstw. Z kolei aktywność gospodarczą wspierać będzie przyspieszenie wydatków publicznych, w tym inwestycyjnych.
- Globalny szok surowcowy jest głównym powodem korekty w górę prognozy inflacji. Szacujemy, że do czerwca wskaźnik CPI wzrośnie do ok. 14,5% r/r, po czym stopniowo będzie się bardzo stopniowo obniżać. Do I kw. 2023 r. inflacja utrzyma się na dwucyfrowym poziomie. Bardzo trudna sytuacja na rynku żywności to główny czynnik ryzyka dla prognozy inflacji.
- Biorąc pod uwagę wyraźnie adaptacyjną funkcję reakcji RPP zakładamy, że po oczekiwanych podwyżkach stóp w czerwcu i lipcu (łącznie o kolejne 125 pkt. baz.), następnie stopy procentowe NBP pozostaną na niezmiennym poziomie 6,5% dla stopy referencyjnej NBP. Prognoza ta opiera się na zatrzymaniu w czerwcu trendu wzrostowego inflacji.
- Bilans ryzyka dla prognozy inflacji oznacza także wyższe ryzyko silniejszego od oczekiwanego przez nas zacieśnienia polityki pieniężnej, choć w średnim okresie, w warunkach wyraźnego osłabienia wzrostu gospodarczego, to ryzyko będzie się stopniowo obniżać.



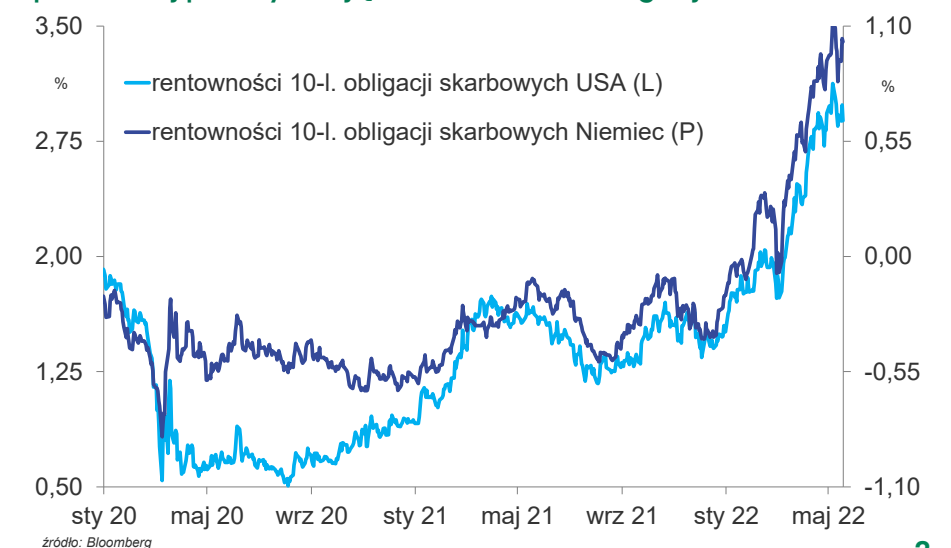
## Wzrost globalnej awersji do ryzyka w warunkach materializujących się scenariuszy stagflacyjnych

- Inwazja Rosji na Ukrainę wyzwoliła gwałtowny wzrost awersji do ryzyka w warunkach pogarszających się perspektyw gospodarki globalnej. Dodatkowo, obawy przed globalnym spowolnieniem wzmocniła restrykcyjna polityka epidemiczna w Chinach.
- Głównym powodem korekt prognoz dynamiki aktywności gospodarki globalnej jest kryzys na rynku surowców energetycznych i żywnościowych, co jednocześnie silnie podwyższa prognozy inflacji. W warunkach post-pandemicznego ożywienia aktywności i szoków podażowych ostatnie miesiące przyniosły silny wzrost inflacji w większości regionów i oczekiwania na zacieśnienie polityki pieniężnej, co dodatkowo wzmocnia obawy przed głębokim spowolnieniem aktywności gospodarczej.
- W tych warunkach spadkom cen aktywów o wyższym profilu ryzyka towarzyszy wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, co dodatkowo stymuluje spadek popytu na aktywa rynków wschodzących i silniejsze spadki ich cen.
- Biorąc pod uwagę, że to efekty pro-inflacyjne są głównym czynnikiem ryzyka dla aktywności gospodarczej w nadchodzących tygodniach trudno oczekiwać zmiany bieżących tendencji tj. presji, przy podwyższonej zmienności, zarówno na rynku stopy procentowej, jak i na rynku akcji. Utrzyma się także silniejsze zróżnicowanie geograficzne, przy wyższym ryzyku dla gospodarek europejskich i wolniejszym tempie zacieśnienia polityki pieniężnej EBC oraz korzystniejszych perspektywach gospodarki amerykańskiej.
- W dłuższym okresie poprawę nastrojów powinno wspierać zakładane przez nas uniknięcie „twardego lądowania” gospodarki globalnej i stopniowy proces stabilizowania się inflacji i aktywności gospodarczej.

Globalny szok na rynku surowców po wybuchu wojny powodem silnego wzrostu awersji do ryzyka...



...wzrostu prognoz inflacyjnych i zacieśnienia polityki pieniężnej podwyższając rentowności obligacji

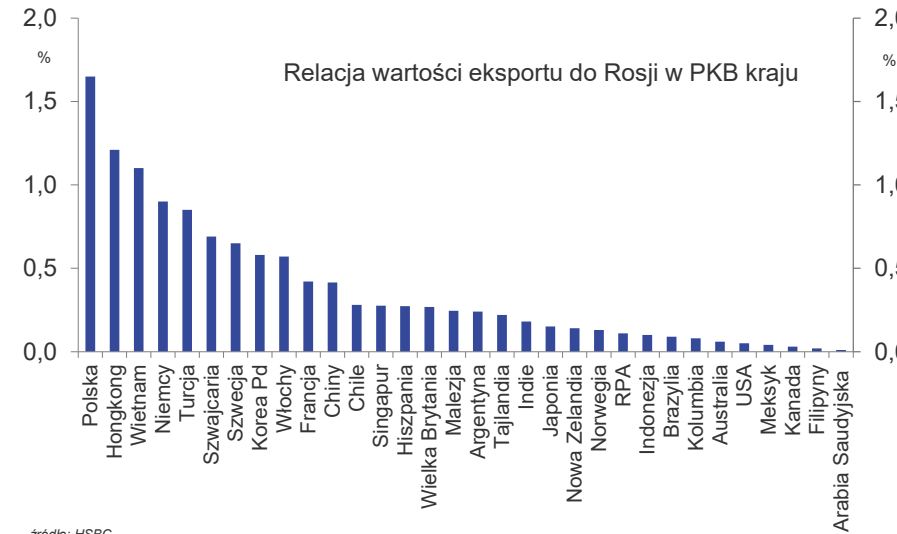




# Inwazja Rosji na Ukrainę podbija światowe ceny surowców energetycznych i żywnościowych...

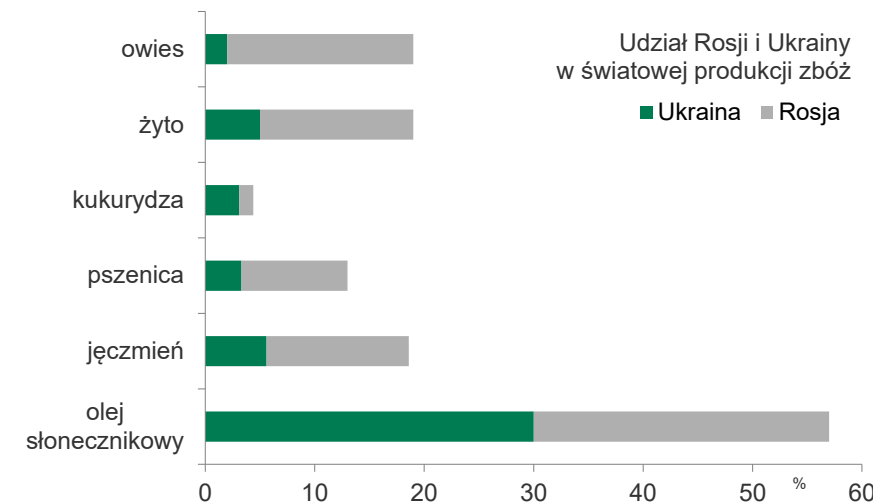
- Inwazja Rosji na Ukrainę znacząco wpłynęła na perspektywy globalnej gospodarki – najsilniej w Europie.
- Kanał handlu zagranicznego oraz kanał finansowy mają ograniczone znaczenie dla tych perspektyw.
- Najważniejszym skutkiem wojny dla sytuacji gospodarczej jest gwałtowny wzrost cen surowców energetycznych (Rosja jest istotnym producentem i eksporterem surowców i metali) oraz żywnościowych (Ukraina i Rosja istotnymi producentami eksporterami żywności). Ukraina w bieżącym sezonie obsiała ok. 30% mniej areału upraw, a blokowanie przez Rosję czarnomorskich portów dodatkowo utrudnia eksport żywności.
- Planowane sankcje UE zmierzające do ograniczenia importu rosyjskiej ropy i gazu, przy w przypadku Rosji ograniczonych możliwościach eksportu surowców alternatywnymi dla zachodnich rurociągów drogami ogranicza globalną podaż węglowodorów i silnie podwyższa ich ceny.

## Ograniczony wpływ na aktywność największych gospodarek ograniczenia eksportu do Rosji...



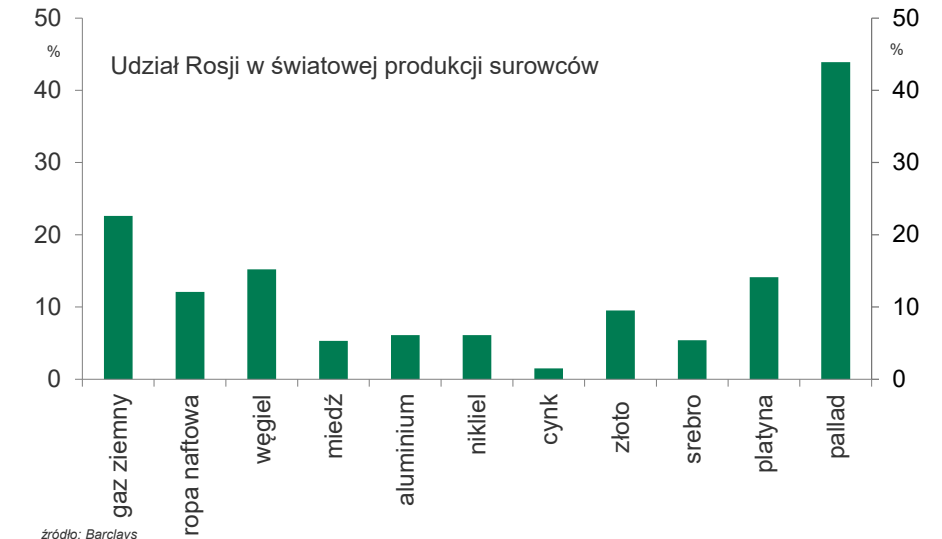
źródło: HSBC

## ...a także żywnościowych



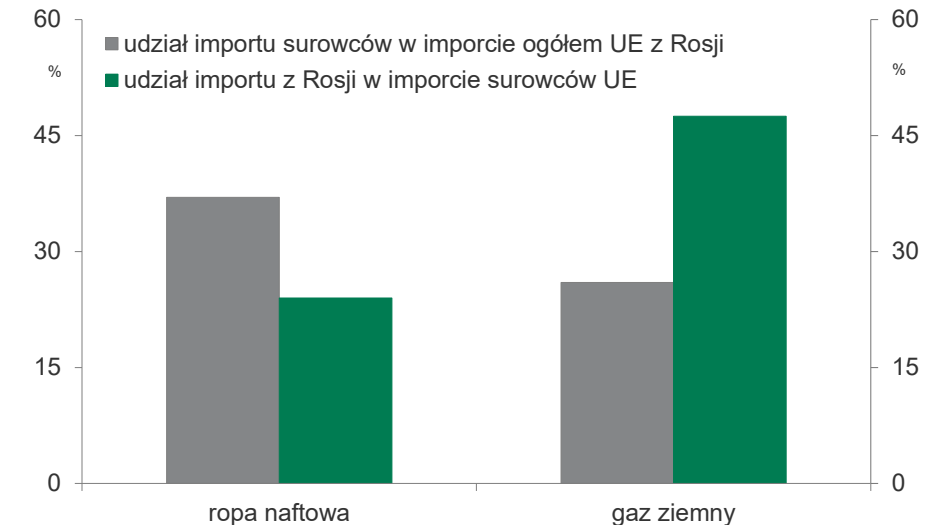
źródło: Barclays

## ...dużo silniejszy wpływ na gospodarkę globalną wyższych cen surowców, w tym energetycznych...



źródło: Barclays

## Najsilniejszy negatywny wpływ na gospodarki europejskie, głównych importerów rosyjskich surowców energetycznych



źródło: Barclays



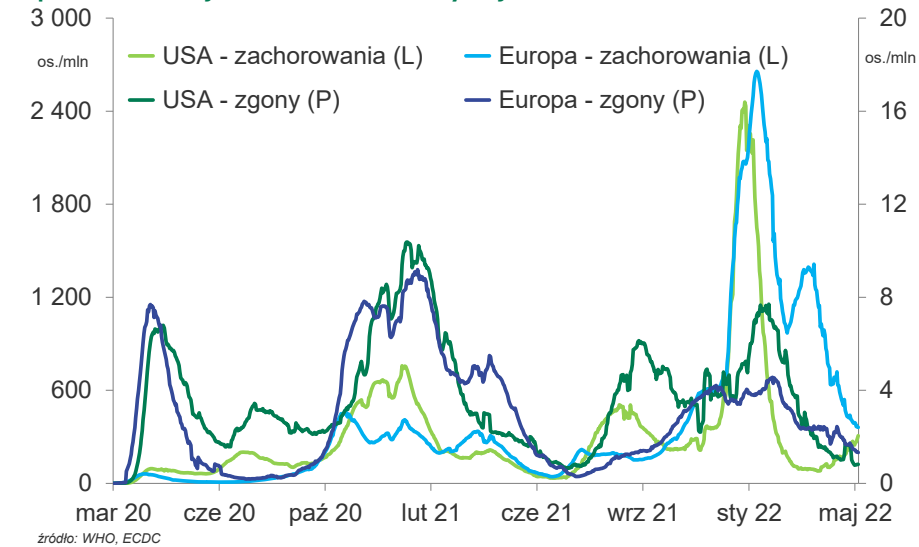
## ...osłabia pozytywny wpływ wychodzenia gospodarki światowej z pandemii...

- Pomimo wysokiej zaraźliwości wariantu Omikron, jego mniejsza zjadliwość zdecydowanie ograniczyła wpływ pandemii COVID-19 na systemy ochrony zdrowia i tym samym na sytuację gospodarczą.
- W USA i w Europie wzrosła mobilność gospodarstw domowych wraz ze znoszeniem restrykcji epidemicznych.
- Jednocześnie przy odradzającym się popycie w gospodarkach rozwiniętych, ultra-restrykcyjna polityka epidemiczna Chin („zero tolerancji dla COVID-19”) podtrzymuje globalne problemy podażowe.
- Pomimo niskiej (w porównaniu z krajami rozwiniętymi) liczby przypadków zakażeń i zgonów, ich wyraźny wzrost na wiosnę tego roku poskutkowało w Chinach wprowadzeniem ostrych lockdownów m.in. w Szanghaju.
- Decyzje te poskutkowały ponownym wzrostem problemów w globalnym handlu, m.in. w efekcie ograniczenia aktywności chińskiego przemysłu, czy też czasowego zamknięcia ważnych chińskich portów międzynarodowych.

2022-05-20

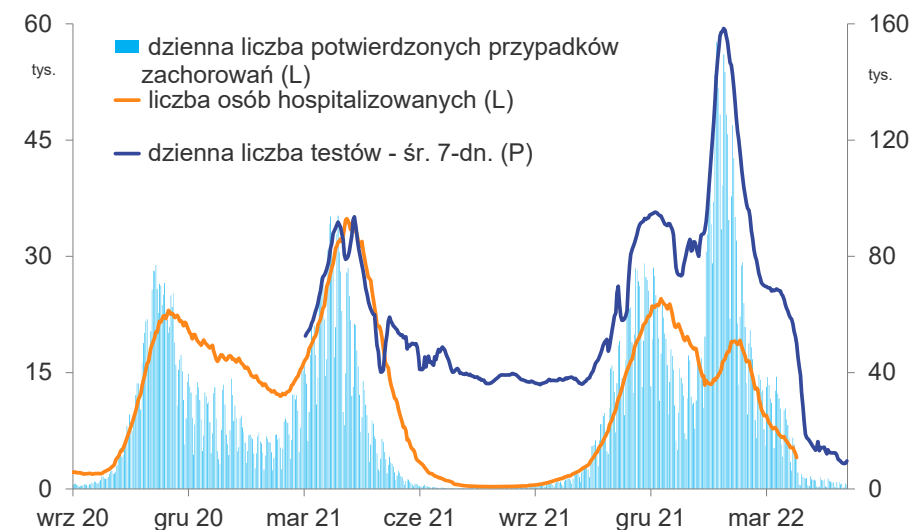
Klauzula poufności: BOS jawne

### W USA i Europie znacząca poprawa sytuacji epidemicznej i znoszenie restrykcji....



źródło: WHO, ECDC

### W Polsce wyraźny spadek liczby osób hospitalizowanych



źródło: Ministerstwo Zdrowia

### ...poprawia mobilność gospodarstw domowych po jej obniżeniu na przełomie 2021 i 2022 roku



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

### W Chinach nagły wzrost liczby zakażeń, choć wciąż ich liczba ograniczona na tle danych globalnych



źródło: Johns Hopkins University, Our World in Data

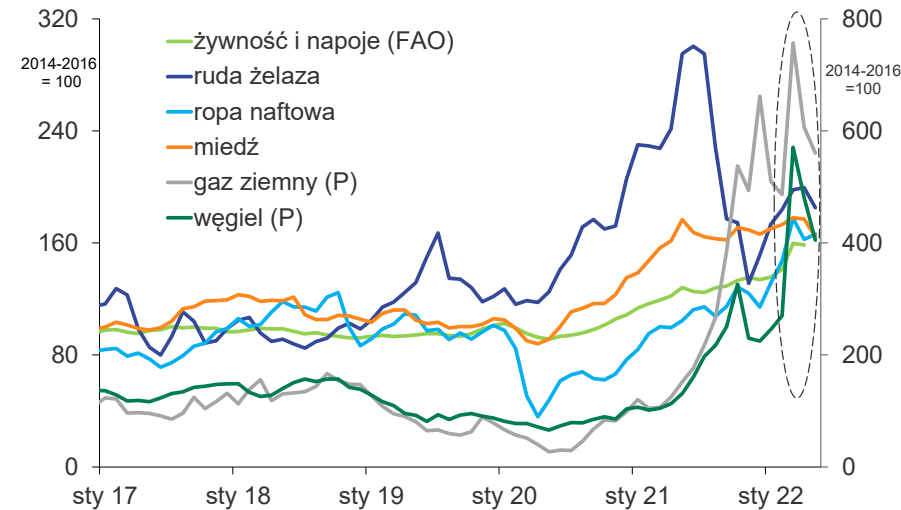




## ...dodatkowo podbija i tak wysoką już inflację...

- Wojna w Ukrainie poskutkowała ponownym nasileniem presji na wzrost cen surowców, dodatkowo pogłębiając presję kosztową po pandemii.
- Pomimo lekkiego spadku cen (po gwałtownym wzroście w marcu), większość cen surowców utrzymuje się na bardzo wysokich poziomach.
- Blokady portów ukraińskich, utrudnienia w transporcie europejskim i dodatkowo restrykcyjna polityka Chin przełożyły się na zatrzymanie trendu normalizacji w globalnym handlu i ponowne nasilenie presji w globalnych łańcuchach dostaw (wydłużenie czasu dostaw, wzrost kosztów transportu).
- Wyższe ceny surowców oraz transportu, poskutkowały silnym wzrostem cen produkcji na świecie, w szczególności w Europie, gdzie szczególnie dotkliwy jest wzrost cen gazu ziemnego na europejskim rynku.

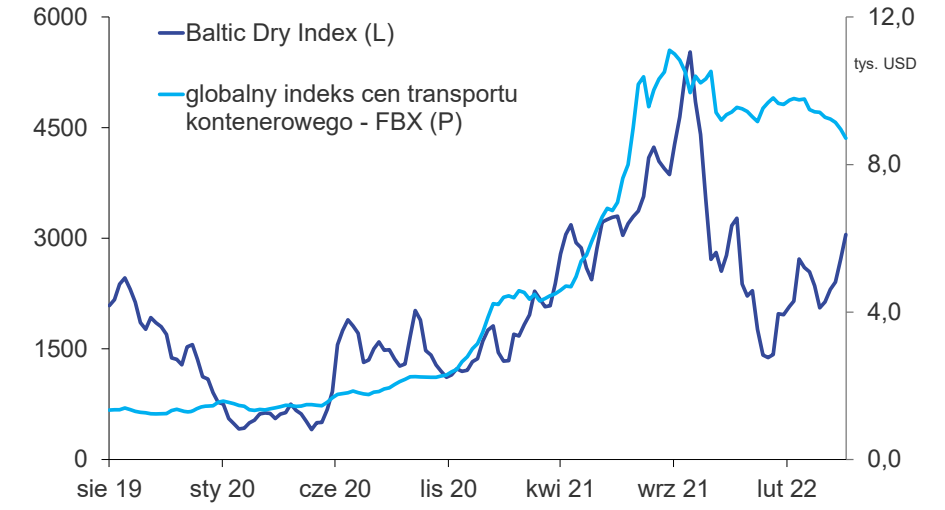
### Gwałtowny wzrost cen surowców i metali po inwazji Rosji na Ukrainę...



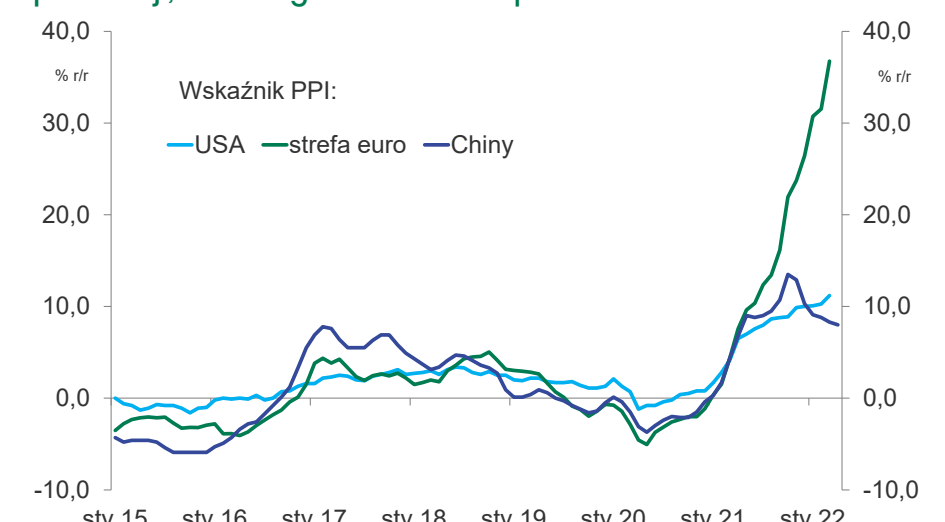
### ...ponownie wzmagają problemy w globalnych łańcuchach dostaw...



### ...wojna w Ukrainie i polityka antycovidowa Chin ograniczają spadek kosztów w globalnym transporcie...



### ...co wywołuje bardzo silną presję na wzrost kosztów produkcji, w szczególności w Europie

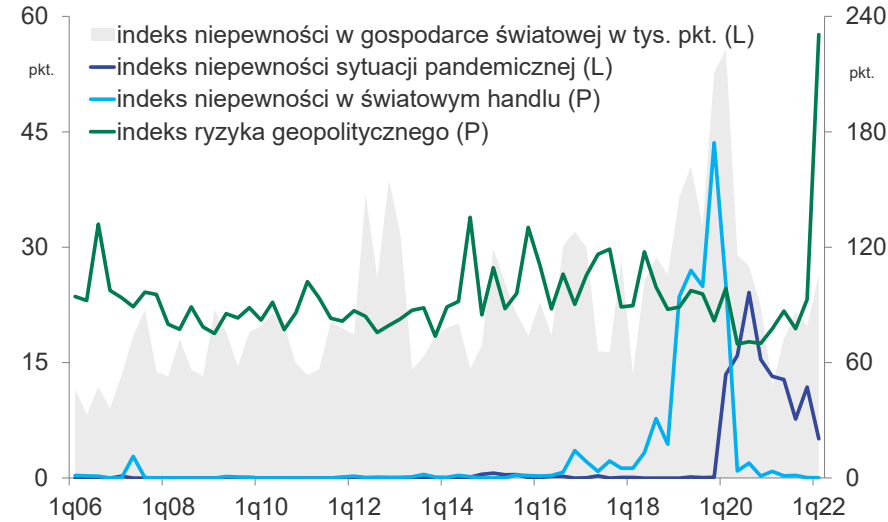




## ...pogarsza perspektywy aktywności gospodarczej...

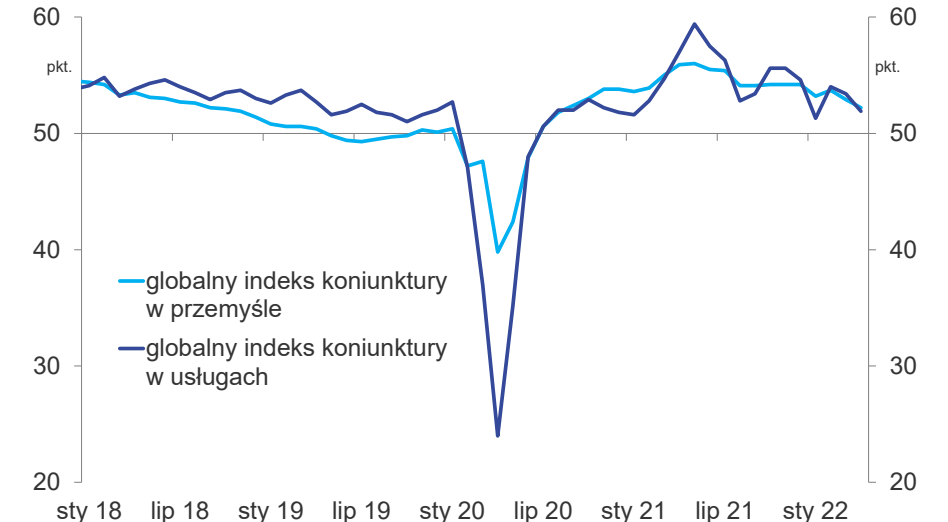
- Bardzo silna presja kosztowa oraz wzrost niepewności (tym razem z tytułu wzrostu ryzyka geopolitycznego), wpływają na pogorszenie perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego.
- Póki co, skala pogorszenia globalnych nastrojów jest ograniczona ze względu na post-pandemiczne ożywienie popytu w części krajów oraz dużo wolniejszy (niż np. w okresie pandemii) wpływ problemów podażowych i cenowych na aktywność podmiotów gospodarczych.
- Po okresowym nadrabianiu aktywności w przemyśle na przełomie 2021 i 2022 roku (początki ograniczania presji globalnych łańcuchach dostaw), wojna w Europie, sytuacja w Chinach oraz post-pandemiczny wzrost popytu konsumentów na usługi (kosztem towarów) obecnie silniej ciążą wynikiem globalnego przemysłu.
- Te efekty w kolejnych miesiącach i kwartałach będą silniej obniżać aktywność globalnego handlu zagranicznego i światowego wzrostu gospodarczego.

### Ponowny wzrost niepewności w gospodarce globalnej, tym razem z tytułu ryzyka geopolitycznego...



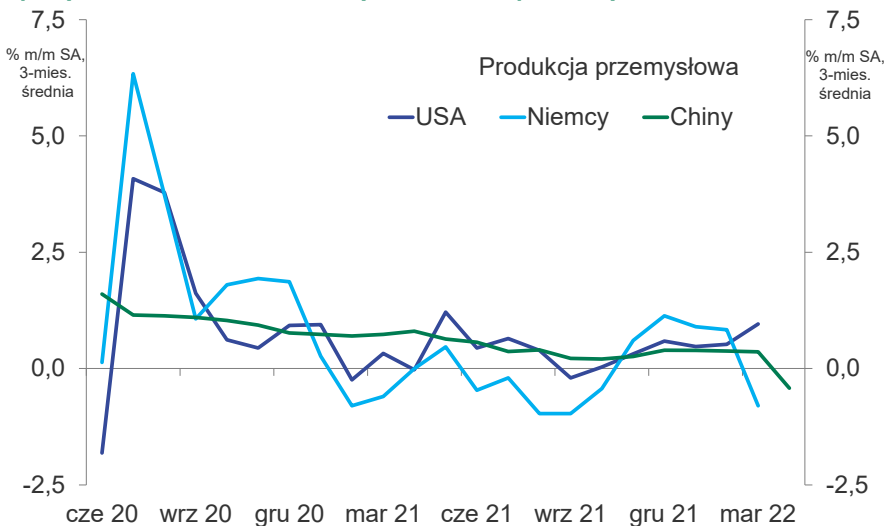
źródło: Economic Policy Uncertainty

### ...co łącznie z sytuacją w Chinach ciąży globalnym nastrojom gospodarczym



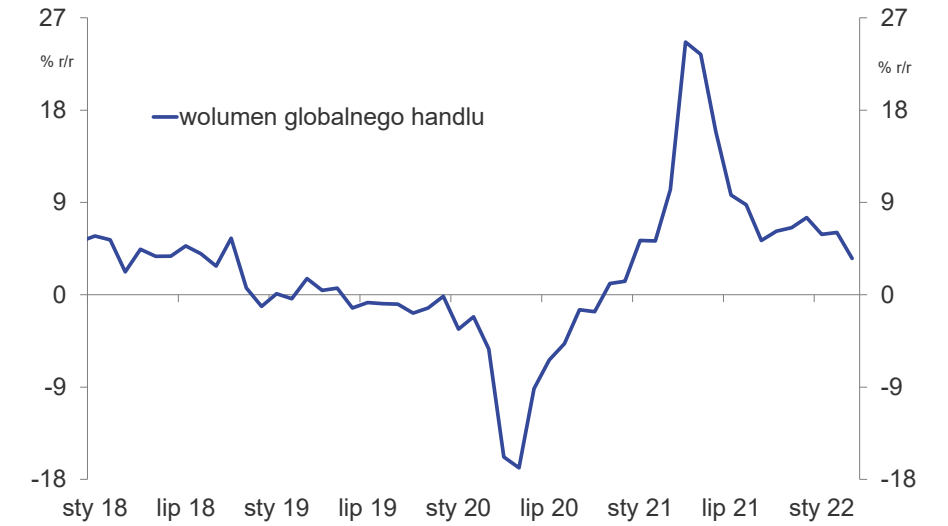
źródło: HSBC

### Po odreagowaniu na przełomie roku, przełom I i II kw. przyniósł osłabienie aktywności w przemyśle...



źródło: Bloomberg

### ... i w kolejnych kwartałach przyniesienie dalsze osłabienie globalnej wymiany handlowej



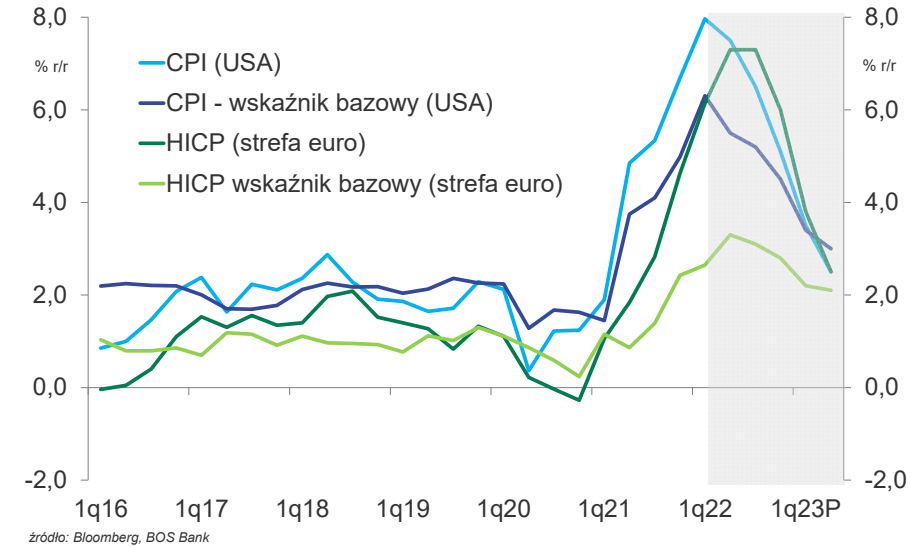
źródło: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis



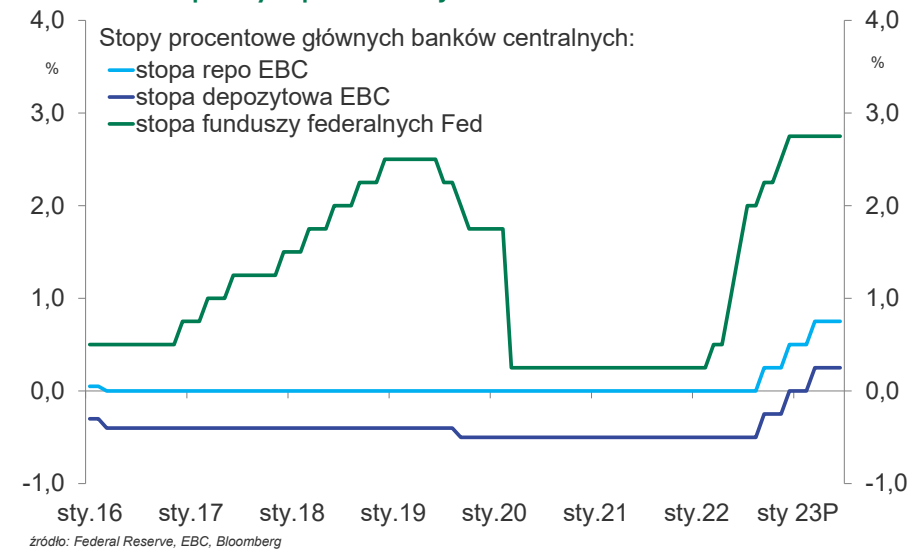
## ...i utrudnia prowadzenie polityki pieniężnej wobec zagrożeń stagflacyjnych

- Seria niespodzianek inflacyjnych wzmogła obawy przed utrwaleniem wysokich oczekiwań inflacyjnych.
- Tym samym, pomimo pogorszenia perspektyw gospodarczych, banki centralne zaostrzyły politykę pieniężną lub swoją retorykę, co zwiększyło skalę oczekiwanego zacieśnienia monetarnego.
- W efekcie bardziej restrykcyjna polityka pieniężna w USA czy strefie euro będzie w średnim okresie czynnikiem dodatkowo obniżającym aktywność gospodarczą.
- W rezultacie w II poł. 2022 i w 2023r. oczekujemy wyraźnie niższego tempa wzrostu gospodarczego na świecie.
- Szczególnie wysokie ryzyko dotyczy Chin (efekt polityki epidemicznej) oraz Europy, gdzie efekty słabnącej aktywności i szoku surowcowego będą najsilniejsze.
- Jednocześnie zakładamy, że korzystna sytuacja na rynku pracy w USA i strefie euro oraz mniejsza zależność USA od surowców rosyjskich uchronią gospodarkę globalną przed „twardym lądowaniem”.

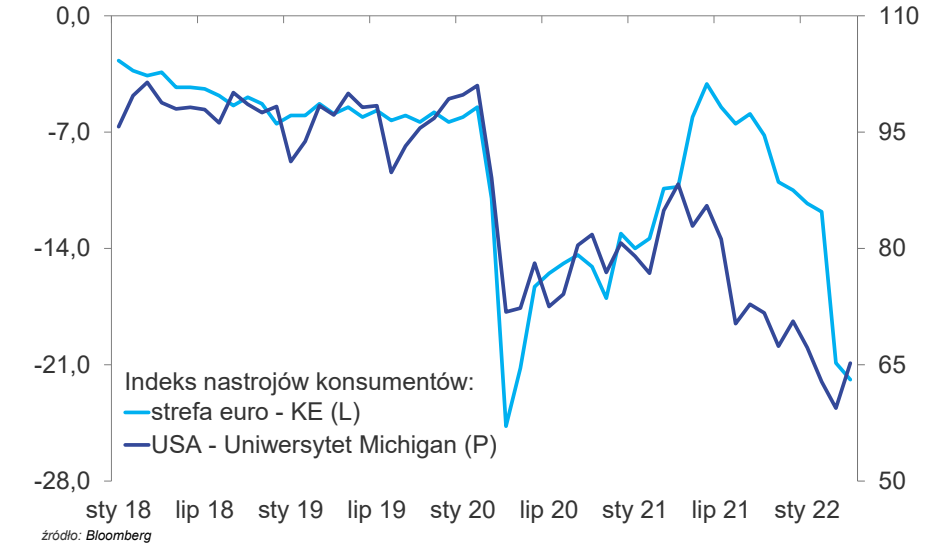
### Prognozy inflacji ponownie wyższe i wyższy poziom wskaźnika w dłuższym horyzoncie...



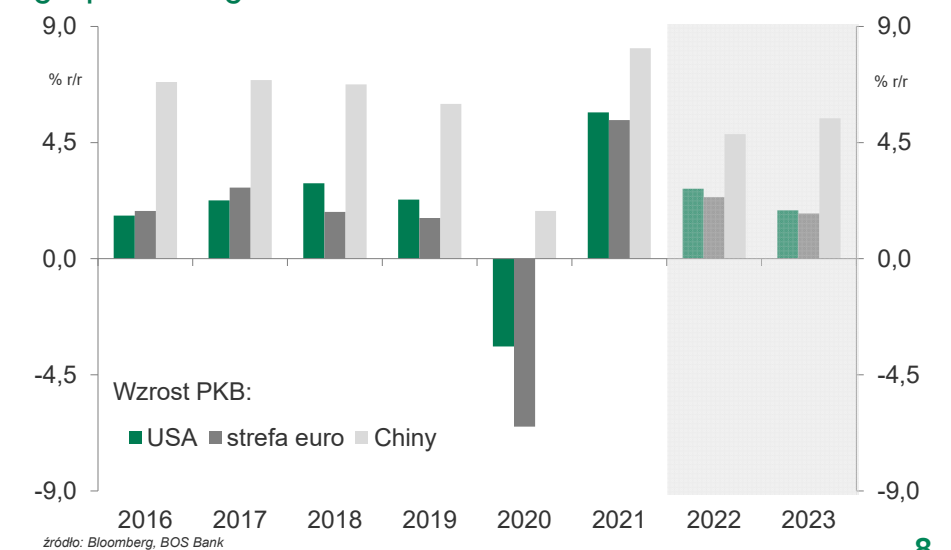
### ...niemniej zmusza banki centralne do większej skali zaostrzenia polityki pieniężnej...



### ...co silniej ciąży nastrojom konsumentów...



### ...dodatkowo pogarszając perspektywy globalnego wzrostu gospodarczego



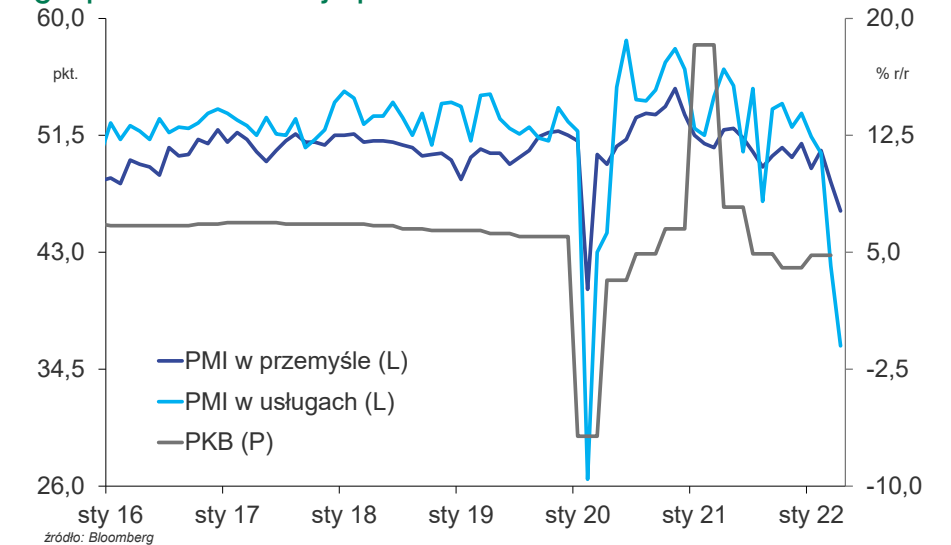




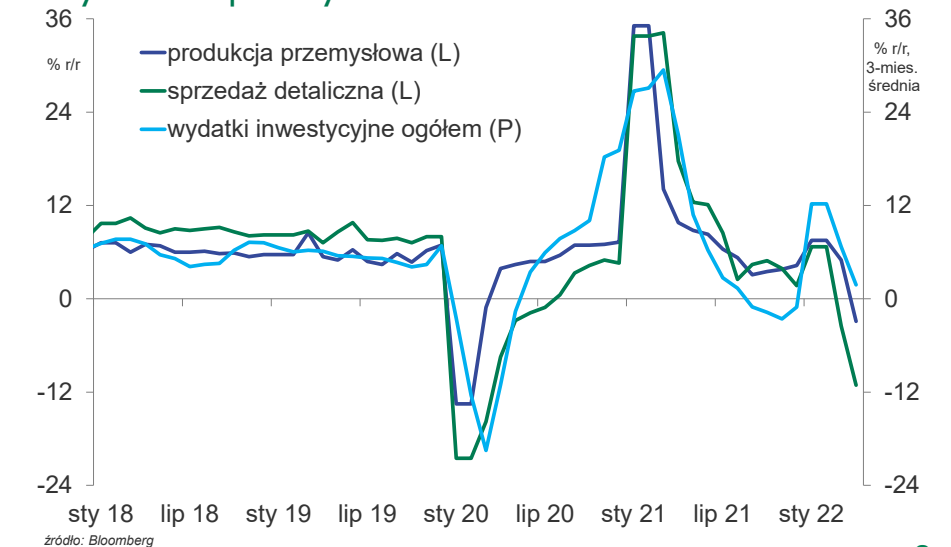
## W Chinach polityka antyepidemiczna powodem wyraźnego osłabienia aktywności...

- Decyzje władz o *lockdownie* w Szanghaju wyraźnie pogłębiły spowolnienie aktywności gospodarczej w Chinach, która i tak postępowała już w I kw. br. Produkcja, sprzedaż detaliczna i inwestycje obniżyły się do poziomu najniższego od początku pandemii (tj. od początku 2020 r.).
- Na przełomie I i II kw. silnie osłabła także aktywność w handlu zagranicznym, zarówno importu (ograniczenie popytu krajowego), jak i eksportu w wyniku problemów logistycznych oraz prawdopodobnych pierwszych efektów ograniczenia popytu z Europy.
- Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach utrzyma się wyraźnie niższe tempo wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach, przy: - widocznych już oznakach pogorszenia sytuacji na rynku pracy (słabsze odreagowanie w reakcji na znoszenie restrykcji covidowych); - prawdopodobnym utrzymaniu słabych inwestycji w sektorze mieszkaniowym (kłopoty finansowe deweloperów); - słabszej dynamice produkcji przemysłowej (osłabienie koniunktury na świecie, w tym w szczególności w Europie na skutek wojny).
- Zakładamy, że jedynym czynnikiem wspierającym wzrost aktywności chińskiej gospodarki będzie stymulacja poprzez politykę fiskalną (wyższe wydatki inwestycyjne) i monetarną (obniżenie kosztu obsługi kredytu / ułatwienie dostępu do kredytu). Rozluźnienie polityki monetarnej będzie możliwe w warunkach dużo niższej inflacji w Chinach w porównaniu innymi gospodarkami.
- Zakładamy, że w całym 2022 r. wzrost PKB w Chinach wyniesie ok. 4,0% r/r (korekta w dół o 0,7 pkt. proc.), po czym w 2023 r. lekko przyspieszy w kierunku 5,0% r/r. Sądzymy, że bilans ryzyka dla prognozy bazowej jest przesunięty w kierunku niższego tempa wzrostu PKB w warunkach ewentualnej kumulacji skutków krajowej polityki epidemicznej (gdyby ostre regulacje były przedłużane lub przywrócone) oraz scenariusza stagflacji w Europie.

### Znaczące pogorszenie perspektyw aktywności gospodarki chińskiej z powodu *lockdownów*...



### ...które osłabiają nie tylko wydatki konsumentów, ale także aktywność w przemyśle





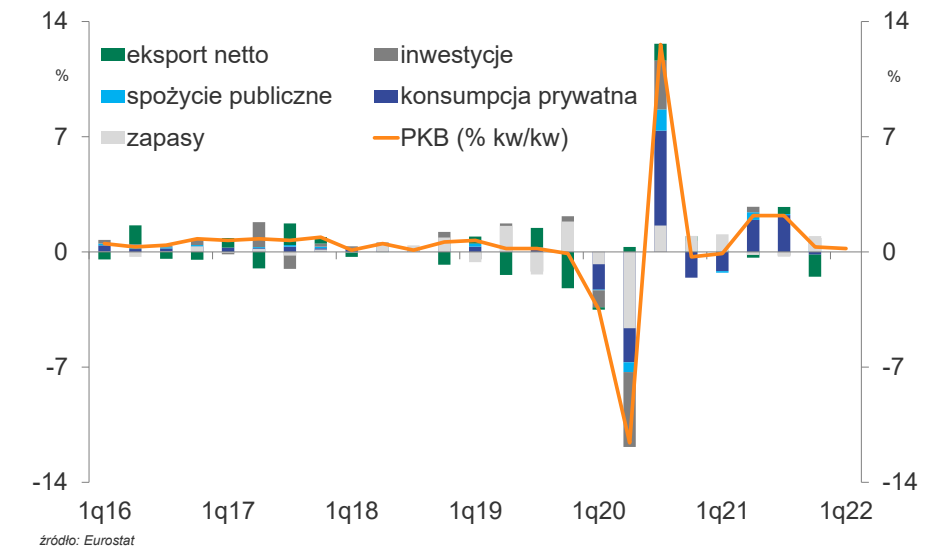
## ...negatywny wpływ wojny i sytuacji w Chinach na perspektywy strefy euro...

- W I kw. wzrost PKB w strefie euro utrzymał się na słabym poziomie 0,2% kw/kw, przy negatywnym wpływie obowiązujących w wielu krajach restrykcjach epidemicznych.
- Choć powinno postępować ożywienie aktywności podmiotów gospodarczych (szczególnie w usługach) w dzięki stabilizującej się sytuacji epidemicznej, to ten pozytywny efekt będzie ograniczany przez gwałtowny wzrost presji kosztowej na skutek wojny.
- Silny wzrost cen żywności oraz surowców energetycznych będzie osłabiał pozytywne odraogowanie konsumpcji prywatnej (poprzez ograniczenie siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych) oraz inwestycji (koszty przedsiębiorstw). Jednocześnie w warunkach wyraźnie wyższych kosztów obsługi długu w dużo mniejszym stopniu niż w okresie pandemii sektor publiczny będzie ograniczał skalę spowolnienia aktywności.
- Zmiany w polityce energetycznej państw Unii Europejskiej (ograniczenie importu surowców z Rosji) będą skutkować wzrostem cen gazu i energii elektrycznej, co będzie wpływało na skalę osłabienia aktywności gospodarczej (szybkie i szerokie ograniczenie importu istotnie podwyższy ryzyko recesji w strefie euro). Wpływ tego efektu może łagodzić jedynie obniżenie cen surowców na rynku globalnym, co jednak nastąpi prawdopodobnie w średnim okresie, w warunkach globalnego obniżenia popytu na surowce (w warunkach spowolnienia aktywności) i dostosowań w globalnym handlu.
- Oczekujemy silnego spowolnienia w Niemczech, gdzie udział przemysłu, najbardziej dotkniętego ograniczeniami podażowymi (m.in. motoryzacja) jest najwyższy.
- Czynnikiem stabilizującym aktywność gospodarczą w strefie euro będzie natomiast relatywnie korzystna sytuacja dochodowa gospodarstw domowych przy niskim bezrobociu oraz wyższym postpandemicznych poziomie oszczędności.
- W rezultacie w 2022 r. zakładamy obniżenie tempa wzrostu PKB strefy euro do 2,7% r/r, przy spowolnieniu w II poł. roku do poniżej 1% r/r. W 2023 r. zakładamy wzrost PKB o 1,7%.

2022-05-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

### Po słabym I kw. w kolejnych kwartalach trudno oczekiwać silniejszego wzrostu PKB w strefie euro



### Szczególnie słabe perspektywy niemieckiego przemysłu

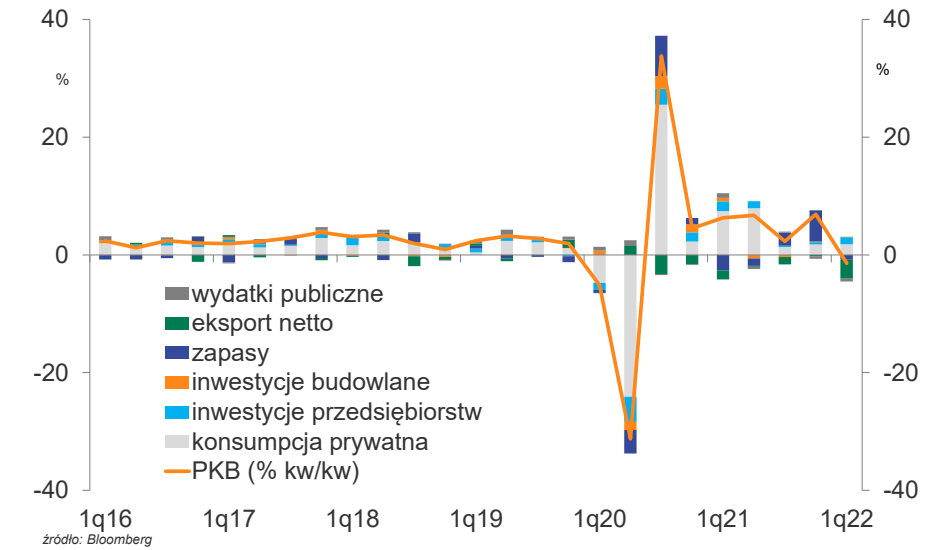




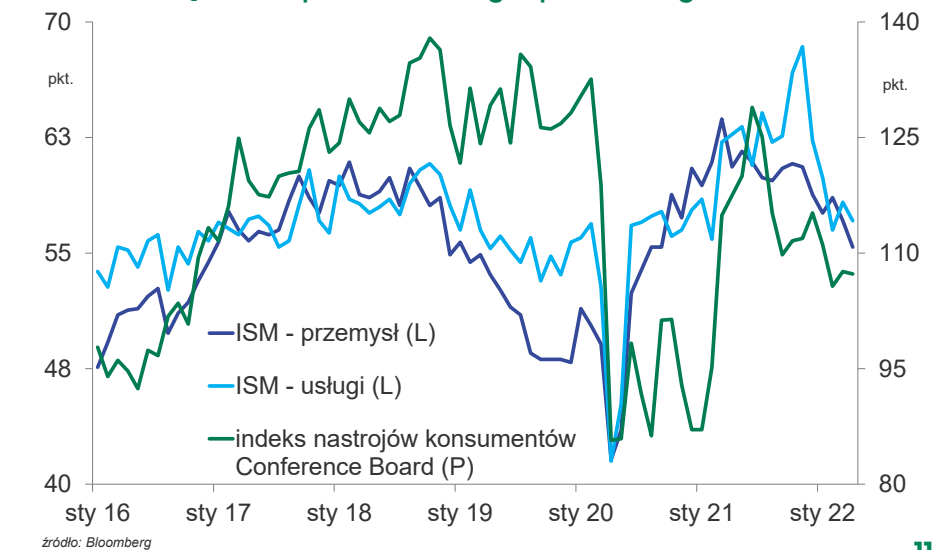
## ...w USA najmniejsza skala obniżenia prognozy aktywności gospodarczej

- Dużo stabilniejsza sytuacja gospodarcza utrzymuje się w USA. Choć dynamika PKB w I kw. br. była ujemna, to wynikało to praktycznie wyłącznie z korekty wcześniejszego przyrostu zapasów, przy stabilnych wynikach konsumpcji prywatnej oraz inwestycji.
- W I kw. 2022 r. indeksy koniunktury gospodarczej ISM obniżyły się, niemniej póki co pozostają na solidnych poziomach. Silniej z kolei pogorszają się nastroje gospodarstw domowych, co w warunkach silniejszego i dłuższego wzrostu inflacji, wskazuje na spowolnienie w średnim okresie wydatków konsumentów i dynamiki PKB.
- Skalę tego osłabienia powinien stabilizować natomiast mocny rynek pracy z solidnym wzrostem zatrudnienia, bardzo niską stopą bezrobocia oraz solidnym tempem wzrostu wynagrodzeń.
- W przypadku gospodarki amerykańskiej mniejszy negatywny wpływ wojny Rosji i Ukrainy (dużo słabszy efekt kryzysu surowcowego w związku z własnymi źródłami węgłowodorów, będzie ograniczał skalę spowolnienia aktywności. Słabsze wyniki gospodarki amerykańskiej w kolejnych kwartałach będą wynikały z: - wygasania efektów fiskalnych stymulujących wzrost w okresie pandemii; - globalnego osłabienia popytu (Europa, Chiny) - zacieśnienia polityki pieniężnej (dodatkowo osłabiającego konsumpcję prywatną, negatywnego dla inwestycji).
- W scenariuszu bazowym zakładamy ograniczoną skalę spowolnienia aktywności w USA w kwartału na kwartał. Zakładamy, że w 2022 r. dynamika PKB w USA obniży się do 2,7% z 5,7% r/r w 2021 r. (głównie efekt wygaśnięcia postcovidowego odbicia w ub.r.), a w 2023 r. osłabnie w okolice 2,0% r/r.

### W I kw. bardzo słabe wyniki PKB pod wpływem najbardziej zmiennych kategorii...



### ...wskaźniki koniunktury gospodarczej wskazują póki co na stosowaną skalę spowolnienia gospodarczego

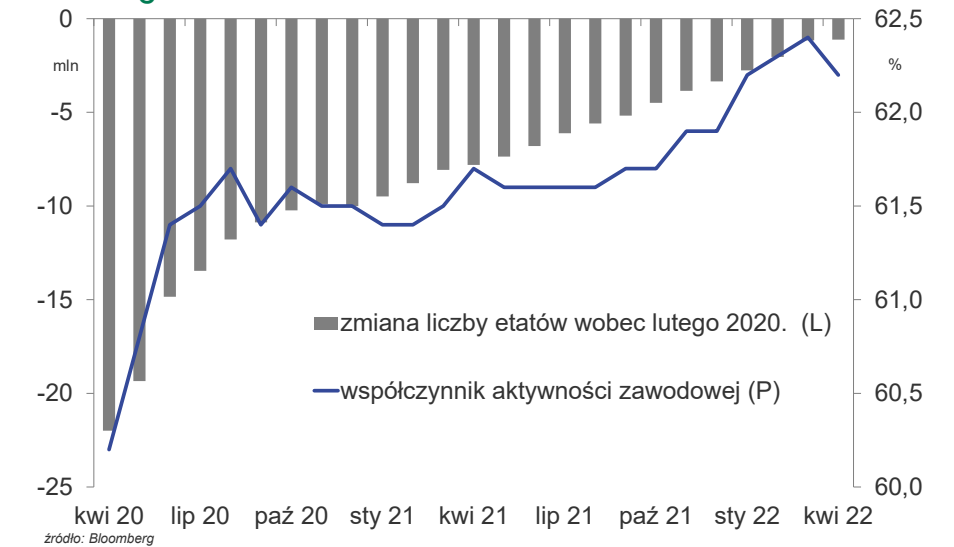




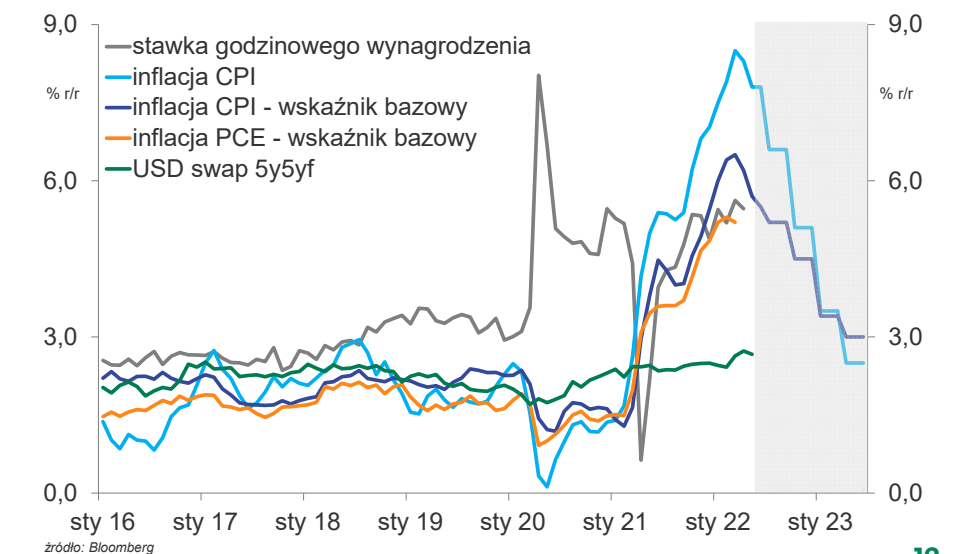
## Wysoka inflacja i solidny rynek pracy powodem ostrzejszej polityki Fed...

- W marcu i maju Komitet Otwartego Rynku Fed (FOMC) podwyższył stopę funduszy federalnych łącznie o 75 pkt. baz. do 0,75% – 1,00% w warunkach: – wzrostu bieżącej inflacji i korekty w górę średnioterminowych prognoz, – wzrostu oczekiwań inflacyjnych, – solidnej sytuacji na rynku pracy (wzrost zatrudnienia, spadek bezrobocia, solidne tempo wzrostu wynagrodzeń).
- Ponadto, FOMC zapowiedział rozpoczęcie w czerwcu rozpoczęcia procesu ograniczania sumy bilansowej Fed w tempie 47,5 mld USD miesięcznie w okresie czerwiec – sierpień oraz 95 mld USD od września.
- Podczas konferencji prasowej po majowym posiedzeniu FOMC prezes Fed Jerome Powell de facto zapowiedział utrzymanie tempa podwyżek stóp o 50 pkt. baz. przynajmniej na dwóch kolejnych posiedzeniach. Zakładamy, że po podwyżce łącznie o 100 pkt. baz. w czerwcu i lipcu, od września FOMC powróci do podwyżek stóp w skali 25 pkt. baz. i zakończy cykl z końcem br. z przedziałem stóp 2,50%-2,75%.
- W naszym scenariuszu stopniowego obniżenia inflacji w kolejnych miesiącach zakładamy, że w II poł. roku FOMC będzie ostrożniejszy w swoich decyzjach dot. podwyżek stóp wraz z oznakami słabnącej aktywności gospodarczej. Sądzymy, że celem Fed będzie uniknięcie scenariusza zbyt gwałtownego spowolnienia aktywności.
- Skomplikowana dla banków centralnych sytuacja gospodarcza (wysoka inflacja, słabnący wzrost gospodarczy) przekłada się na bardzo wysokie ryzyko dla prognoz stóp procentowych. Sądzymy, że bilans ryzyka w krótkim okresie jest skierowany w kierunku większej skali zacieśnienia (więcej podwyżek stóp w skali 50 pkt. baz.), po czym w dłuższym horyzoncie zmienia się na przeważające ryzyko niższego poziomu stóp procentowych.

### FOMC zaostrza politykę pieniężną w warunkach solidnego wzrostu zatrudnienia...



### ...i rosnącego ryzyka utrwalenia podwyższonej inflacji



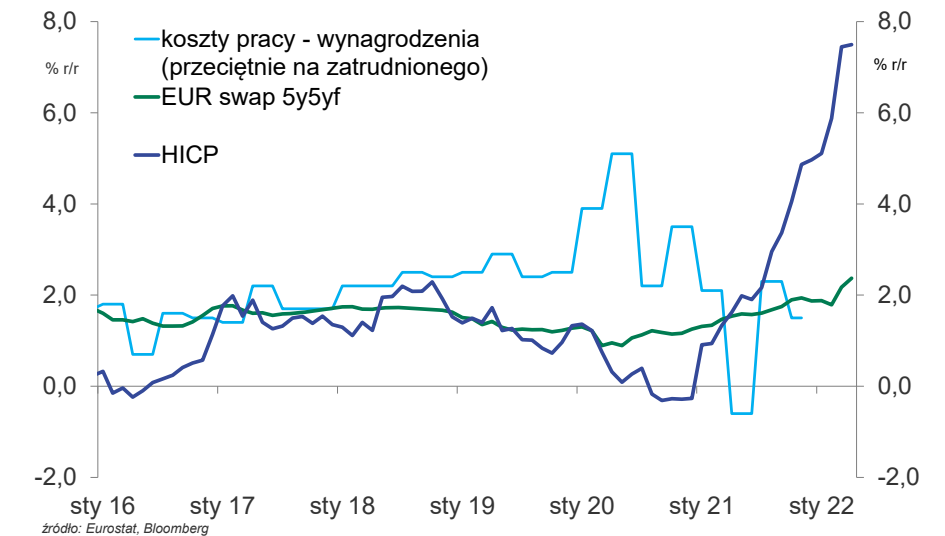




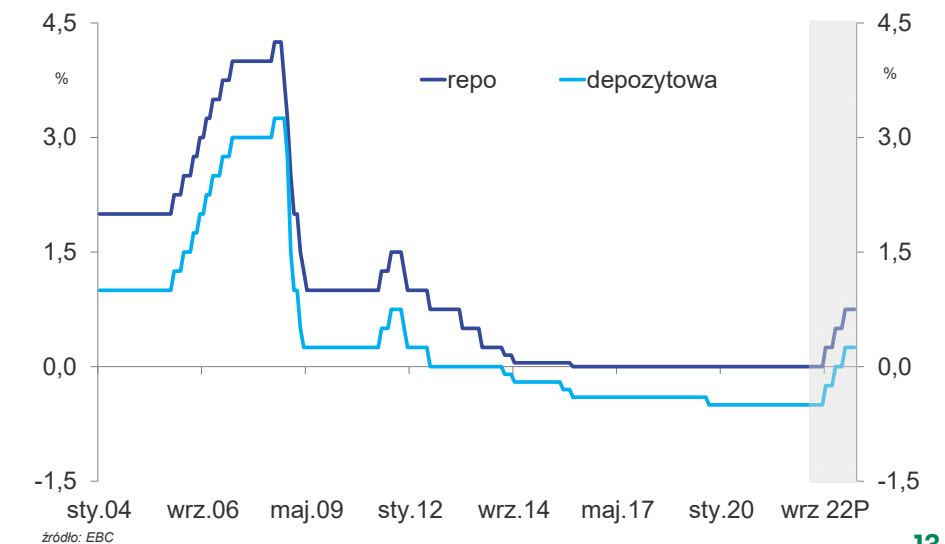
## ...EBC przygotowuje do podwyżek stóp procentowych w II poł. tego roku pomimo wysokiego ryzyka dla gospodarki

- Rada EBC utrzymała stopy procentowe bez zmian (0,0% stopa repo i -0,5% stopa depozytowa), jednocześnie w marcu zdecydowała o zmniejszeniu skali skupu aktywów w ramach pandemicznego programu skupu aktywów APP począwszy od II kw. i wskazała na możliwość zakończenia programu w III kw.
- Skokowy wzrost inflacji HICP z początkiem roku i korekty w górę prognoz średniookresowych oraz globalny efekt obaw inflacyjnych poskutkowały w II kw. dalszym wzrostem oczekiwań inflacyjnych. Z tego względu, pomimo wciąż umiarkowanej skali wzrostu wynagrodzeń oraz pogorszenia perspektyw dla wzrostu gospodarczego w ostatnim okresie członkowie rady EBC wyraźnie zaostrzyli ton swoich wypowiedzi.
- Ostrzejsza retoryka EBC wskazuje na bardzo wysokie prawdopodobieństwo zakończenia programu skupu aktywów z końcem czerwca. Taki scenariusz otwiera radzie możliwość podwyżki już na lipcowym. Serię wypowiedzi członków rady EBC, w tym prezes Christine Lagarde interpretujemy jako przygotowywanie rynków na zbliżającą się podwyżkę stóp. Nieco większe prawdopodobieństwo przypisujemy scenariuszowi wstrzymania się rady z podwyżką do września, aby złagodzić tempo zmian w polityce pieniężnej w warunkach coraz słabszych danych ze sfery realnej i prawdopodobnego wyhamowania dotychczasowego wzrostu oczekiwań inflacyjnych.
- W bazowym scenariuszu zakładamy, że w II poł. roku rada EBC podwyższy stopy procentowe dwukrotnie (o 25 pkt. baz. do 0,50% dla stopy repo i 0,0% dla stopy depozytowej) i podobnie stopniowe tempo podwyżek będzie kontynuowała w I poł. 2023 r. kończąc podwyżki dla stóp na poziomie 1,0% dla stopy referencyjnej.
- Oceniamy jako wyższe ryzyko wcześniejszego (tj. już w lipcu) rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp, przy zbilansowanym ryzyku dla łącznej skali zaostrzenia polityki pieniężnej. Z jednej strony wpływać na to będzie ryzyko dla inflacji i oczekiwań inflacyjnych, a z drugiej – dla sfery realnej oraz presja na wzrost rentowności obligacji na rynkach peryferyjnych.

### Wybuch wojny i silny wzrost inflacji CPI z negatywnym wpływem na oczekiwania inflacyjne...



### ...co zapewne przyspieszy decyzję rady EBC o podwyżkach stóp procentowych



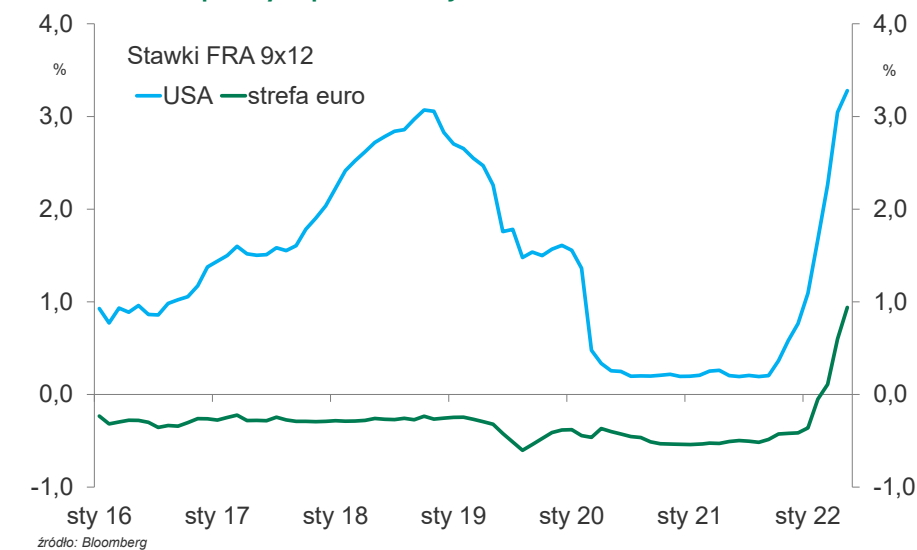




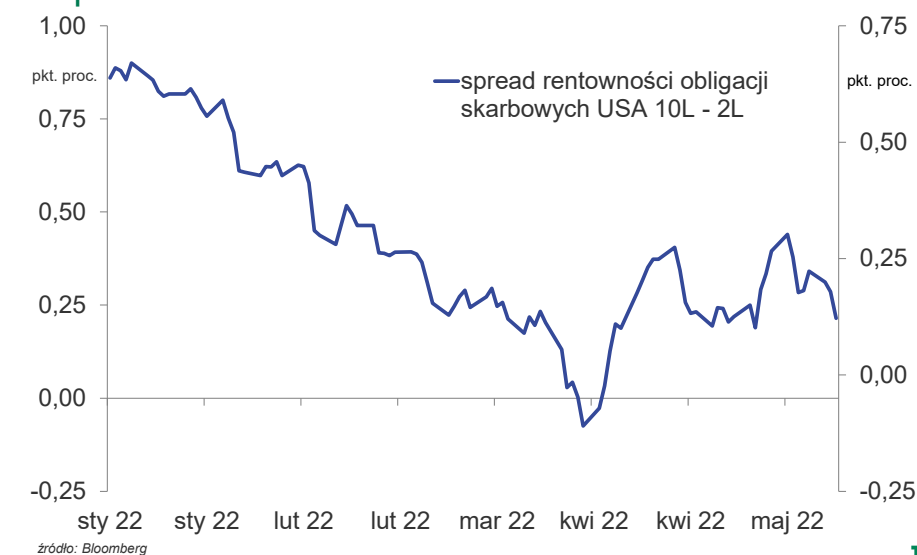
## Gwałtowny wzrost oczekiwanej inflacji nasilił presję na wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych

- Globalny szok podażowy na rynku surowców i wzrost prognoz inflacyjnych poskutkowały gwałtownym wzrostem oczekiwań rynkowych na zacieśnienie polityki pieniężnej głównych banków centralnych, w szczególności w USA.
- Te oczekiwania podbiły rentowności 10-letnich obligacji skarbowych do lokalnych maksimum w okolicach 3,0% dla papierów USA oraz 1,0% dla papierów niemieckich.
- Dominujący podażowy charakter inflacji przyniósł dalsze wypłaszczenie krzywej dochodowości w USA, a okresowo nawet jej odwrócenie. W ostatnich tygodniach, przy rosnącej niepewności dot. wpływu szoku surowcowego zarówno na inflację, jak i na wzrost gospodarczy, silnie wzrosła zmienność notowań obligacji skarbowych. Niepewność dot. celów polityki pieniężnej Fed (inflacja vs wzrost gospodarczy) oraz ryzyko dla prognoz inflacji i wzrostu PKB stymulowały tę zmienność.
- Biorąc pod uwagę powyższe oraz utrzymującą się niepewność rozwoju sytuacji gospodarczej w najbliższym czasie należy liczyć się z utrzymaniem tej zmienności w reakcji na publikacje danych, czy wypowiedzi przedstawicieli banków centralnych.
- Przy naszych założeniach co do perspektyw gospodarczych oraz polityki pieniężnej Fed oczekujemy w perspektywie kolejnych 12 miesięcy obniżenia rentowności obligacji amerykańskich na dłuższym końcu krzywej, przy ponownym odwróceniu krzywej dochodowości w średniej perspektywie wraz z zakończeniem na przełomie 2022 i 2023 r. cyklu podwyżek stóp i w dłuższym okresie oczekiwanych ich obniżek.
- W przypadku obligacji niemieckich oczekujemy stabilizacji rentowności w okolicach bieżących poziomów zakładając bardzo stopniowy proces zaostrzania polityki pieniężnej przez EBC. W średnim okresie ograniczeniu presji na dalszy wzrost rentowności niemieckim może także sprzyjać możliwy wzrost obaw co do sytuacji fiskalnej gospodarek „peryferyjnych” EMU i ograniczenie popytu na dług tych państw.

### Szok surowcowy silnie wzmógł oczekiwania rynkowe na zaostrzenie polityki pieniężnej Fed i EBC...



### ...przy ryzyku dla wzrostu gospodarczego wzmogła się niepewność

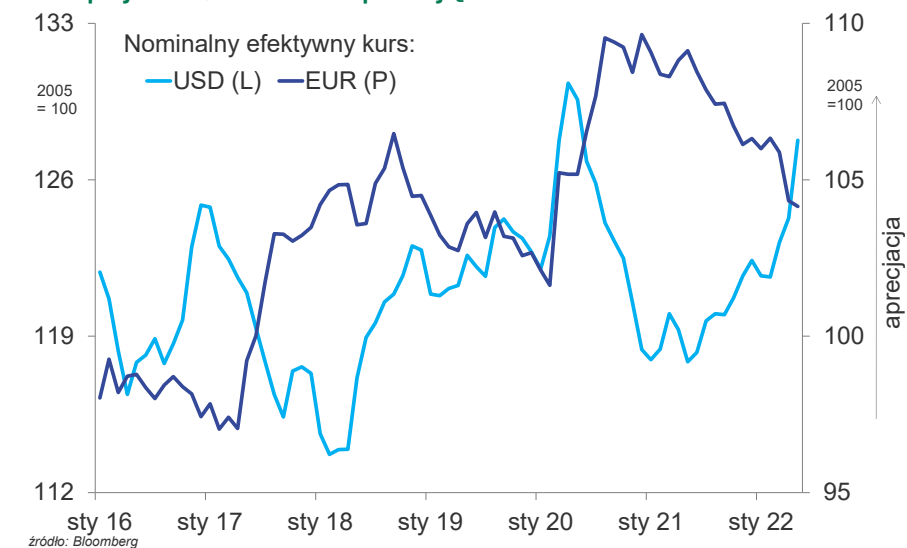




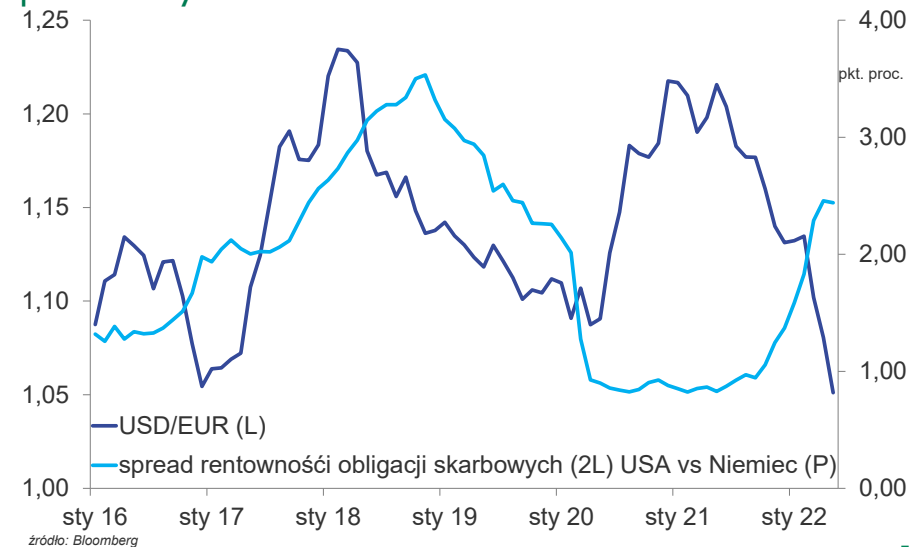
## Sytuacja geopolityczna i awersja do ryzyka wzmacniają dolara...

- Ostatnie tygodnie przyniosły znaczące wzmocnienie kursu dolara i osłabienie kursu euro. Kurs euro wobec dolara obniżył się w maju w kierunku 1,05 USD/EUR.
- Zmiany na rynku walutowym wynikały z kilku czynników: - wzrostu globalnej awersji do ryzyka (generalnie sprzyjającej dolarowi), - silniejszego, negatywnego wpływu wojny na gospodarkę europejską (zależność energetyczna od Rosji) i silniejszych korekt w dół prognoz wzrostu gospodarczego w EMU, - wzrostu dysparytetu stóp procentowych przy oczekiwanym zdecydowanie silniejszym zaostrzeniu polityki pieniężnej przez Fed vs. EBC.
- Biorąc pod uwagę powyższe czynniki oraz długookresowy charakter zmian sytuacji geopolitycznej i perspektyw gospodarczych, skorygowaliśmy prognozę kursu euro wobec dolara w kierunku silniejszego kursu amerykańskiej waluty. Jednocześnie jednak w perspektywie kolejnych 12 miesięcy oczekujemy osłabienia dolara wobec euro w stosunku do bieżących poziomów w okolicach 1,10 USD/EUR.
- Choć większość wymienionych wcześniej czynników będzie utrzymywać się w kolejnych miesiącach, to w naszej ocenie negatywny wpływ na rynki europejskie jest już zdyskontowany w bieżącej wycenie euro, przy z kolei w naszej ocenie wyśrubowanych oczekiwaniach rynkowych co do skali zacieśnienia polityki pieniężnej Fed. W średnim okresie oczekujemy także stopniowego spadku globalnej awersji do ryzyka, przy założeniu, że nie dojdzie do „twardego lądowania” gospodarki globalnej, w tym silnej recesji w strefie euro.
- Poza czynnikami geopolitycznymi, istotnym ryzykiem dla kursu euro (i naszej prognozy) jest ewentualny wzrost obaw co do stabilności finansowej krajów „peryferyjnych” strefy euro biorąc pod uwagę oczekiwane zacieśnienie polityki pieniężnej EBC. Dla tych gospodarek szczególnym wyzwaniem będzie wzrost kosztów obsługi długu publicznego w warunkach spowalniającej aktywności gospodarczej.

### Skutki wojny szczególnie negatywne dla aktywów europejskich, w kolei wspierają kurs dolara ...



### ...m.in. za sprawą dalszego wzrostu dysparytetu stóp procentowych w USA vs. EMU





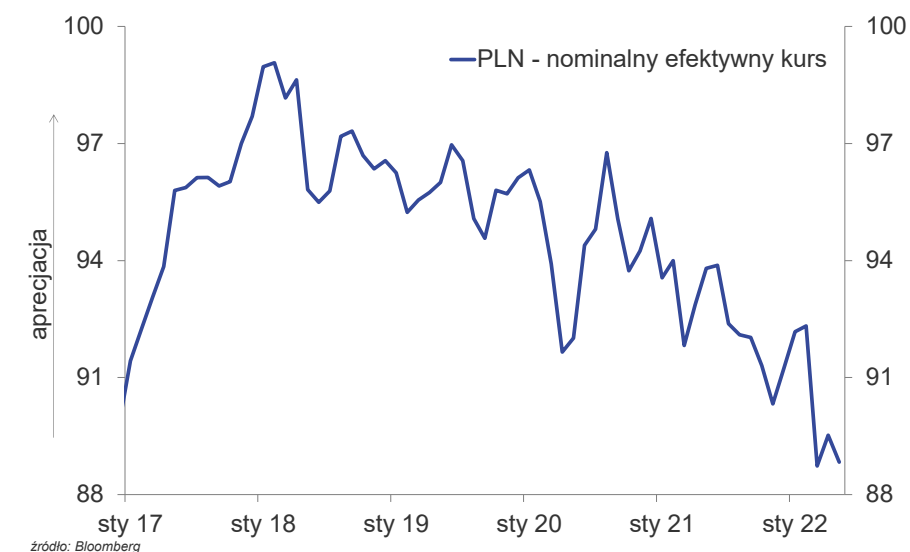
## ...i zatrzymały aprecjację kursu złotego

- Po wyraźnym wzmocnieniu kursu złotego z początkiem 2022 r., inwazja Rosji na Ukrainę poskutkowała silnym osłabieniem złotego. W początkowych dniach wojny i okresie najwyższej niepewności geopolitycznej kurs złotego okresowo osłabił się do ok. 5,0 PLN/EUR. W kolejnych tygodniach ograniczenie tego ryzyka wzmocniło notowania walut Europy Środkowo – Wschodniej, w tym złotego w kierunku 4,60 – 4,70 PLN/EUR.
- Negatywne dla złotego efekty niepewnej sytuacji globalnej utrzymują się w warunkach wyższych obaw dot. perspektyw gospodarczych Europy (silne osłabienie euro) oraz podwyższonej globalnej awersji do ryzyka (niepewność co do skali spowolnienia gospodarki globalnej w średnim okresie). Choć ryzyka dla regionu ESW w II kw. obniżyły się, to obawy dot. scenariusza globalnej gospodarki przekładały się na silną wyprzedź aktywów rynków wschodzących w II kw. i ograniczały aprecjację złotego.
- Wydaje się, że na tle czynników globalnych na kurs złotego wpływa także przebieg negocjacji z UE dot. zatwierdzenia Krajowego Planu Odbudowy. Obserwowana była relatywna słabość złotego w okresach poprawy globalnych nastrojów i braku pozytywnych informacji dot. KPO oraz stabilny kurs złotego w okresach podwyższonej awersji do ryzyka, ale bardziej optymistycznych sygnałów dot. negocjacji ws. KPO.
- Oczekujemy, że w perspektywie kolejnych 12 miesięcy kursu złotego zyska na wartości w kierunku 4,55 PLN/EUR, jednocześnie jednak nie umocni się do poziomów prognozowanych przed wybuchem wojny (ok. 4,40 PLN/EUR). Taka prognoza wynika z kombinacji założeń: - długiego okresu podwyższonego ryzyka geopolitycznego (wojna Rosja – Ukraina), - uniknięcia scenariusza „twardego lądowania” gospodarki globalnej, - ostatecznego porozumienia z KE w sprawie KPO i wypłaty środków w II poł. 2022 r.
- Podtrzymujemy naszą ocenę, że wpływ krajowej polityki pieniężnej na kurs złotego jest ograniczony i jedynie okresowy, stąd nie uważamy, aby zakładana przez nas mniejsza skala podwyżek stóp NBP (wobec prognoz rynkowych) trwale osłabiła złotego.

2022-05-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

### Inwazja Rosji na Ukrainę silnie osłabiła kurs złotego...



### ...m.in. podwyższając globalną premię za ryzyko i nasilając odpływ kapitału z rynków wschodzących





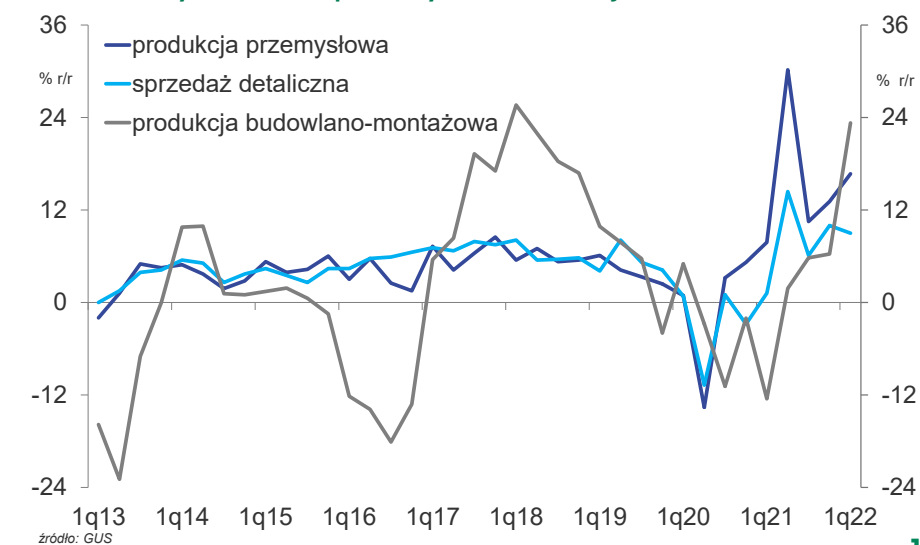
## Wyniki polskiej gospodarki w I kw. ponownie pozytywnie zaskoczyły ...

- W I kw. dynamika polskiego PKB wzrosła do 8,5% r/r z 7,6% r/r w IV kw. 2021 r. W skali kwartału PKB po oczyszczeniu z efektów sezonowych wzrósł o 2,4%, powyżej 1,8% kw/kw kwartał wcześniej.
- Jakkolwiek podwyższonej rocznej dynamice wzrostu PKB sprzyjał nadal efekt niskiej bazy (z początkiem 2021 r. utrzymywały się jeszcze restrykcje epidemiczne w części handlu i usług), to wysokie kwartalne tempo wzrostu wskazuje na solidne wyniki aktywności w krajowej gospodarce z początkiem 2022 r.
- Przy okazji publikacji szacunku *flash* GUS nie podaje zmian składowych PKB, stąd nie wiemy skąd wynika pozytywna niespodzianka, a ta informacja ma istotne znaczenie dla oceny trwałości silniejszej koniunktury gospodarczej.
- Najtrwalszy charakter miałyby silniejsze wydatki gospodarstw domowych lub spożycia publicznego związane z napływem uchodźców z Ukrainy. Mniej trwały pozytywny charakter miałyby utrzymanie podwyższonej kontrybucji zapasów oraz inwestycji przedsiębiorstw. Najmniej trwałym efektem byłyby natomiast wysokie inwestycje prywatne w sektorze mieszkaniowym (zapewne efekt kumulacji instalacji fotowoltaicznych przed wygasającym z końcem marca terminem korzystnych rozliczeń cen energii produkowanych z instalacji PV) lub wyższych wydatków w zakresie usług konsumpcyjnych najsilniej dotkniętych pandemią.
- Te efekty wpłyną na ostateczną prognozę, w jakiej dynamika PKB w 2022 r. przekroczy poziom 4,0% r/r (prognoza bazowa 4,1% r/r), nie zmieniają natomiast generalnej prognozy wyraźnego spowolnienia aktywności, zarówno ze względu na wygasające efekty niższych baz odniesienia sprzed roku, jak i bieżące osłabienie cyklu koniunkturalnego na skutek wojny w Ukrainie.

### Solidny wzrost aktywności krajowej gospodarki w I kw.



### W I kw. dynamiczne ożywienie w budownictwie, wysoki wzrost aktywności w przemyśle, stabilnej w handlu



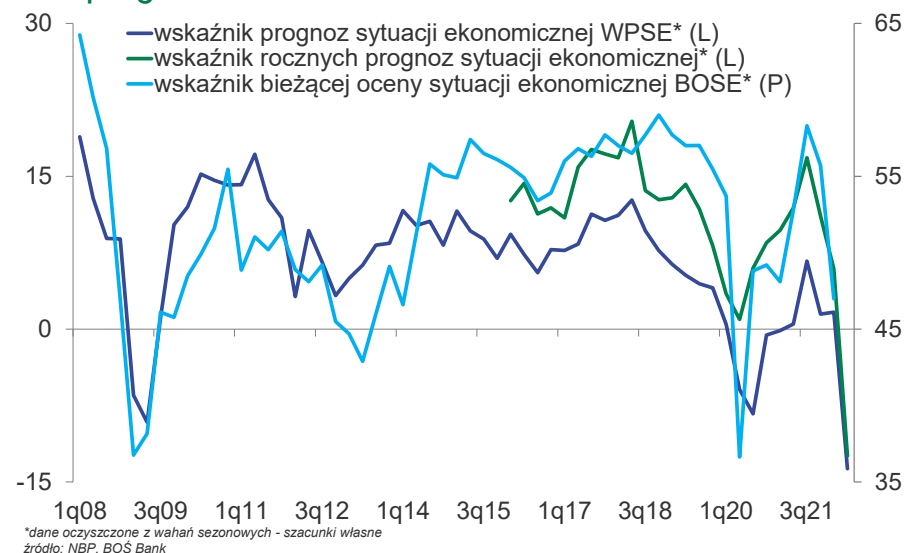




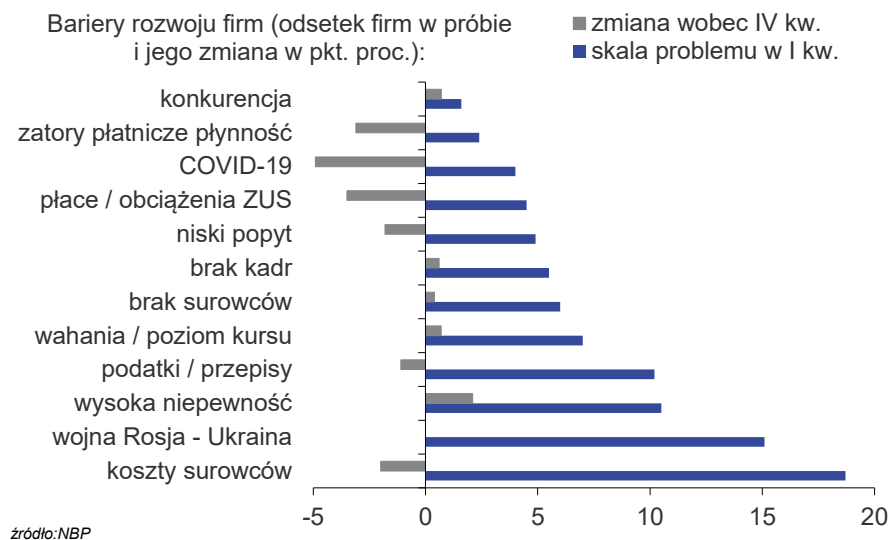
# ...oczekiwania firm potwierdzają natomiast nadchodzące spowolnienie...

- Najnowszy raport NBP (*Szybki monitoring*) nt. sektora przedsiębiorstw wskazał, że pomimo bieżących korzystnych danych ze sfery realnej gospodarki, nastroje przedsiębiorstw wyraźnie pogorszyły się, szczególnie w odniesieniu do przyszłości.
- Jakkolwiek skala spadku nastrojów w dużym stopniu wynikała z niepewności w pierwszych tygodniach wojny (i nie musi się utrzymać w kolejnych miesiącach), to biorąc pod uwagę drugi z rzędu kwartał słabszych oczekiwań, silniejsze dostosowania po stronie popytu oraz szerszy zasięg gorszych nastrojów wskazują na perspektywy niższego tempa wzrostu aktywności.
- Niezmiennie powodem dalszego osłabienia optymizmu firm jest utrzymujący się wzrost cen surowców i materiałów. Wysokie koszty zdecydowanie dominują wśród barier rozwoju przedsiębiorstw.
- Jednocześnie inwazja Rosji na Ukrainę generuje wzrost niepewności prowadzenia działalności. W I i II kw. silniej pogorszyły się prognozy popytu firm (dane NBP jak i kwietniowe subindeksy wg danych GUS).

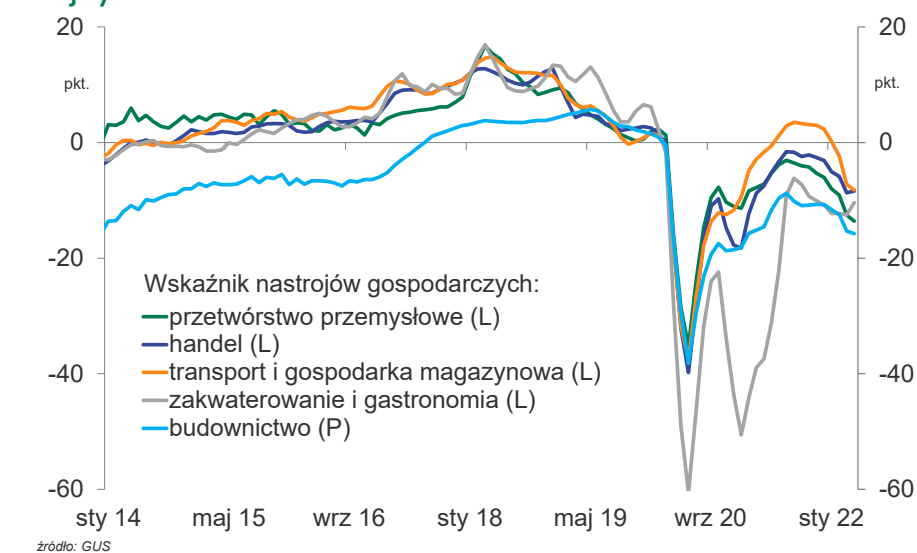
## W I kw. wyraźne pogorszenie oceny sytuacji bieżących oraz prognoz firm...



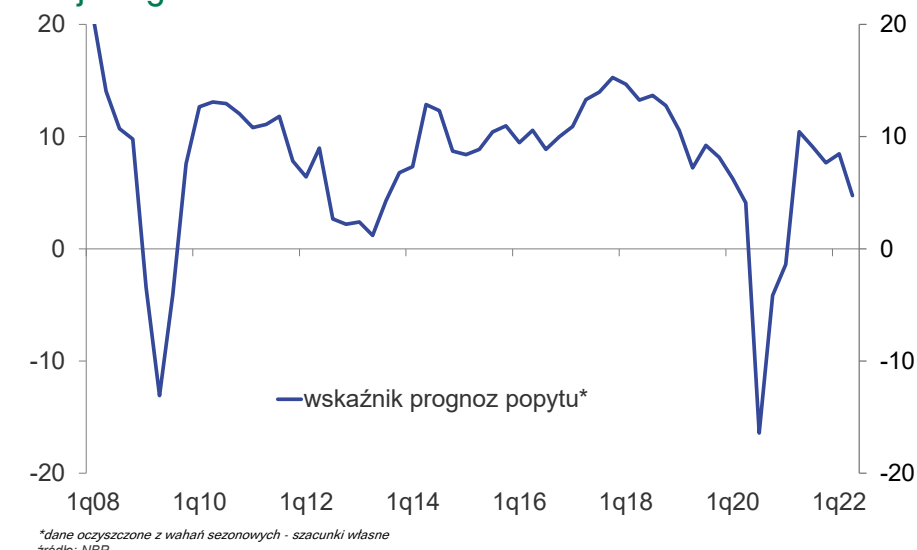
## ...choć efekty handlowe wojny mogą być ograniczone, to z pewnością pogłębiają problemy dot. kosztów surowców...



## ...na co z pewnością wpłynęła niepewność po wybuchu wojny na Ukrainie



## ...które z kolei wpłyną negatywnie na prognozy popytu krajowego



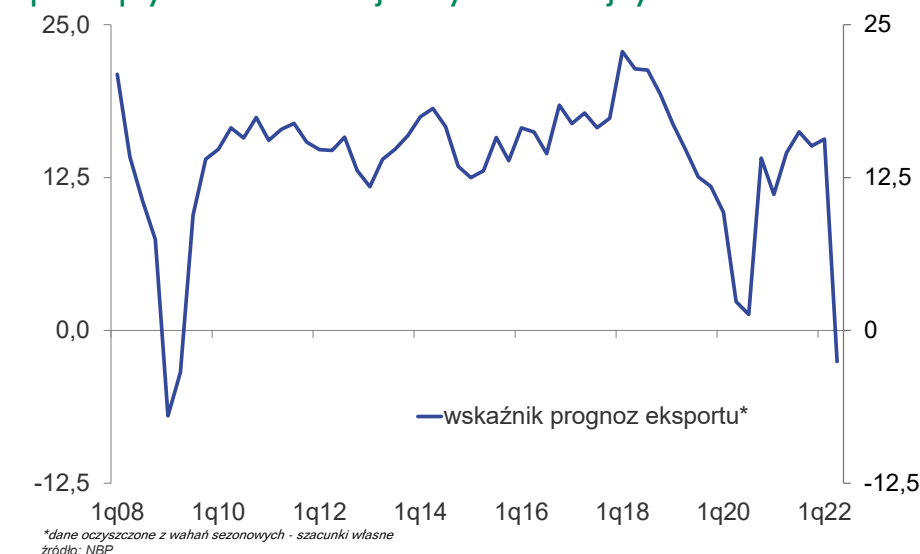




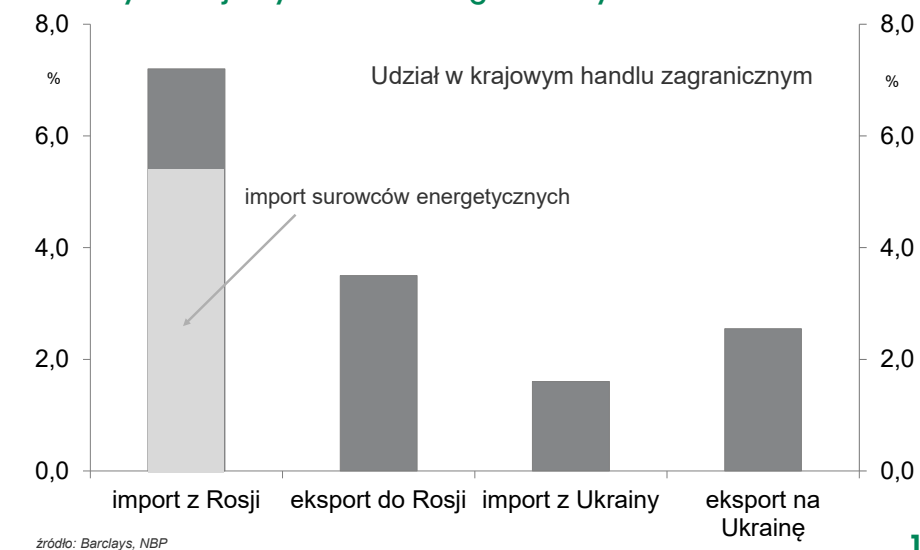
## ...przy wyraźnie słabszych prognozach popytu zagranicznego...

- Choć według raportu NBP skala spadku prognoz popytu na eksport mogła wynikać ze wzmożonego pesymizmu w pierwszych tygodniach wojny (badanie zostało przeprowadzane w I połowie marca), to oczekujemy że w kolejnych kwartałach dynamika eksportu będzie dalej obniżać się, choć nie tak gwałtownie jak wskaźnik prognoz eksportu.
- Na taką prognozę w ograniczonym stopniu wpłynie spadek eksportu do Rosji i Ukrainy ze względu na niski udział tych krajów w eksporcie ogółem Polski. W naszej ocenie dużo istotniejsze dla perspektyw eksport będzie spowolnienie aktywności gospodarki globalnej, w tym wyraźnie słabsze (wobec wcześniejszych oczekiwań) prognozy wzrostu w strefie euro, przy nieporównanie wyższym udziale tych krajów w polskim handlu zagranicznym.
- W krótkim okresie dodatkowym czynnikiem ograniczającym aktywność eksportu będą problemy podażowe wzmocnione przez ostatnią serię lockdownów w Chinach. Już w marcu i kwietniu wyraźnie obniżyła się produkcja przemysłu w działach o wysokim udziale sprzedaży eksportowej, w tym bardzo silnie produkcja w motoryzacji.
- Choć udrażnianie globalnych łańcuchów dostaw i nadrabianie wcześniejszych zamówień może w trakcie 2022 r. sprzyjać wynikom krajowego przemysłu i eksportu, to słabszy popyt zarówno z tytułu spowolnienia aktywności jak i postpandemicznego globalnego efektu przekierowania wydatków z towarów na usługi będą skutkować utrzymaniem niższych dynamik eksportu.
- W warunkach wolniejszego tempa globalnego wzrostu gospodarczego oczekujemy obniżenia dynamiki eksportu w 2022 r. i w I połowie 2023 r. do ok 5,0% r/r, wobec 12,0% r/r. Utrzymujące się ryzyko dla prognoz gospodarczych w strefie euro przekładają się także na wyższe ryzyko silniejszego osłabienia eksportu wobec prognozy bazowej.

### Silny spadek prognoz popytu zagranicznego częściowo pod wpływem informacji o wybuchu wojny



### Ograniczony, poza importem surowców, udział Rosji i Ukrainy w krajowym handlu zagranicznym

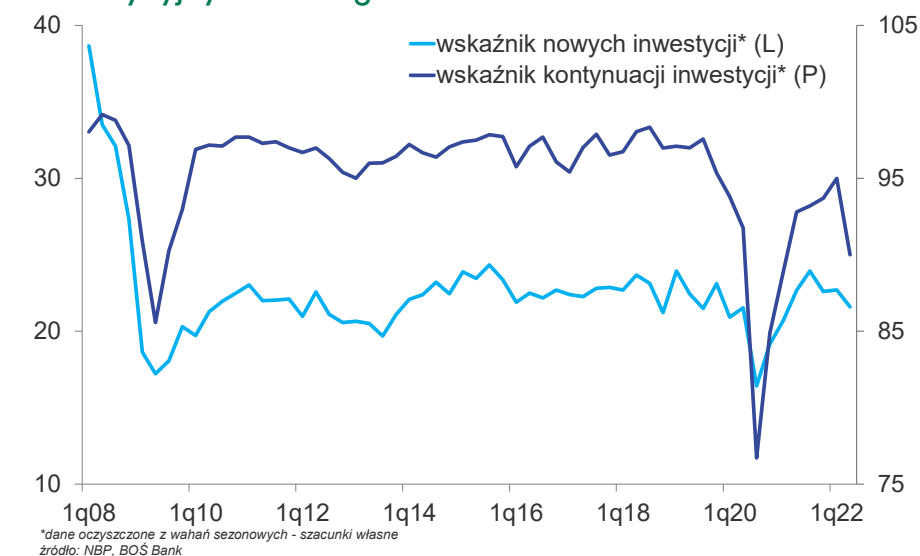




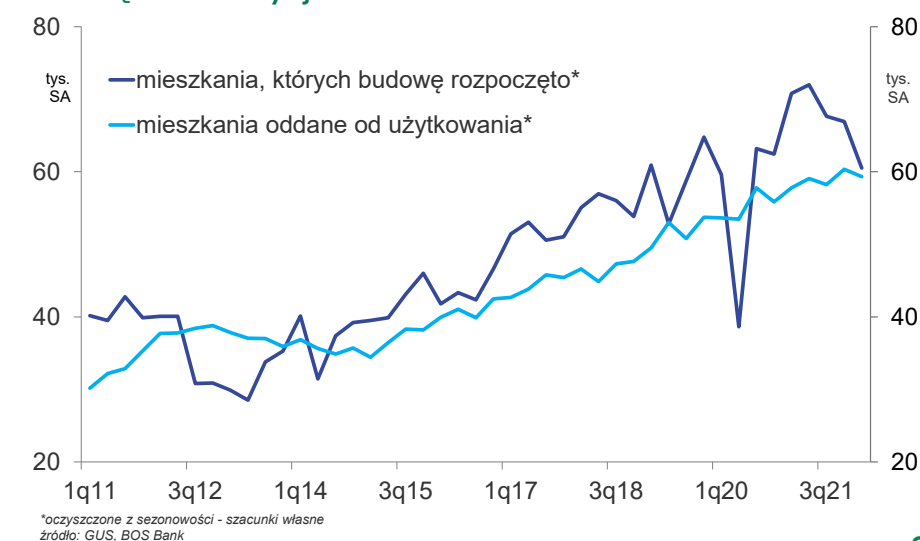
## ...i większej ostrożności firm co do nowych inwestycji

- W warunkach kolejnego szoku związanego z wojną na Ukrainie i kryzysu surowcowego także skorygowaliśmy w dół prognozę inwestycji przedsiębiorstw do poniżej 4,0% r/r w 2022 r. oraz powyżej 4,5% r/r w I poł. 2023 r.
- Sądzymy, że osłabienie popytu zagranicznego i konsumpcyjnego w warunkach obniżających się marż (koszty produkcji) będzie ograniczać popyt inwestycyjny firm. Przesłanka do obniżenia prognozy inwestycji jest także opóźnienie implementacji Krajowego Planu Odbudowy. Jednocześnie, choć kredyt bankowy nie jest głównym źródłem finansowania inwestycji polskich przedsiębiorstw, to znacząca skala podwyżek stóp procentowych także będzie czynnikiem hamującym wzrost inwestycji firm.
- Oczekiwania te znajdują potwierdzenie w badaniu NBP dot. skłonności inwestycyjnej przedsiębiorstw, które kolejny kwartał z rzędu wskazały na obniżenie prognoz inwestycji.
- Oceniamy, że czynnikami łagodzącymi skalę spowolnienia będzie: - utrzymanie silniejszego popytu inwestycyjnego spółek Skarbu Państwa, realizujących projekty środowiskowe, infrastrukturalne, w tym współfinansowane ze środków UE (na potencjał dla stabilnego wzrostu inwestycji współfinansowanych ze środków UE wskazują dane dot. realizacji projektów jeszcze z perspektywy Budżetu UE na lata 2014-2020), - popyt inwestycyjny w zakresie poprawy wydajności pracy przedsiębiorstw (rosnące koszty), - inwestycje w sektorze energetycznym i związanym z importem surowców.
- Do połowy roku powinna utrzymywać się jeszcze korzystna koniunktura w segmencie nieruchomości mieszkaniowych, jako efekt wzrostu rozpoczynanych nowych inwestycji na przełomie 2020 i 2021 r. Ograniczanie liczby nowych inwestycji z końcem 2021 r. będzie natomiast skutkowało stopniowym obniżeniem liczby mieszkań w budowie i silniejszym osłabieniem inwestycji mieszkaniowych na przełomie 2022 i 2023 r.

### Z początkiem 2022 r. silne pogorszenie prognoz inwestycyjnych firm wg badania NBP



### Cykl budownictwa deweloperskiego wskazuje na słabnące inwestycje mieszkaniowe w trakcie 2022 r.

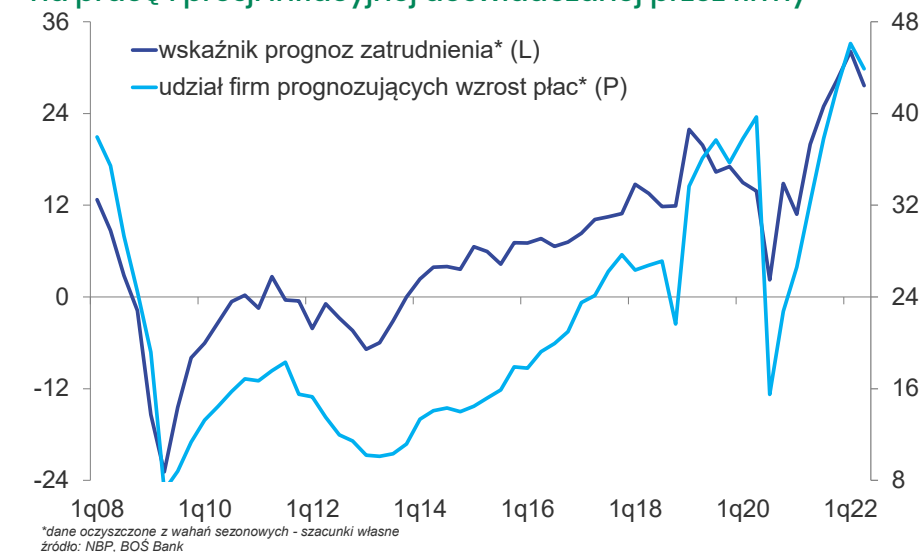




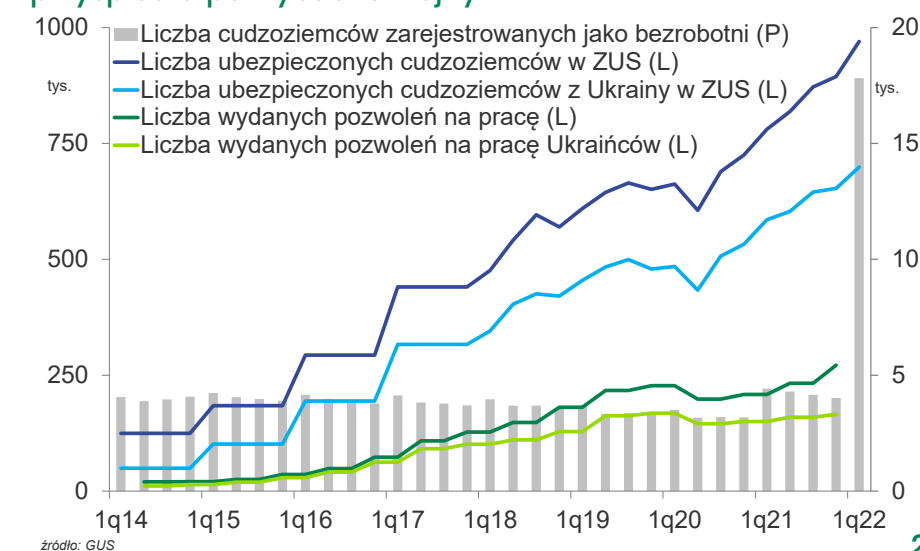
## Ograniczona skala spowolnienia gospodarki kluczowa dla utrzymania stabilnej sytuacji na rynku pracy...

- Zgodnie z wynikami *Szybkiego monitoringu* NBP z początkiem roku minimalnie pogorszyły się wskaźniki popytu na pracę i oczekiwań dot. presji płacowej. W dalszym ciągu jednak te wskaźniki utrzymują się na historycznie wysokim poziomie.
- O ile nie dojdzie do silniejszego spowolnienia aktywności globalnej i krajowej nie oczekujemy wyraźnego pogorszenia sytuacji na rynku pracy. W bazowym scenariuszu efekty cykliczne oraz napływ migrantów mogą raczej złagodzić bariery dla firm związane z brakiem pracowników i w średnim okresie obniżyć presję płacową, nie powinny natomiast przekładać się na istotny wzrost stopy bezrobocia, a raczej na wyhamowanie jego spadku.
- Choć już od 2021 r. liczba cudzoziemców pracujących w Polsce dynamicznie rośnie (po pierwszej fali pandemii), to w I kw. 2022 r. ten wzrost wyraźnie przyspieszył, na co wpłynęła silna marcowa migracja uchodźców i ułatwienia dla firm w zakresie zatrudniania Ukraińców. Ten efekt zapewne nasilił się w II kw. 2022 r. Według resortu pracy liczba zatrudnionych Ukraińców na podstawie uproszczonych zasad przekroczyła w maju 130 tys.
- Nie sądzimy natomiast, aby wzrost zatrudnionych cudzoziemców silnie wpłynął na najbardziej powszechne statystyki rynku pracy. W bazowym scenariuszu zakładamy, że większość z tych osób znalazła zatrudnienie na podstawie umowy o dzieło / zlecenia, z kolei dane GUS dot. przeciętnego zatrudnienia i liczby pracujących obejmują jedynie pracujących na podstawie umowy o pracę.
- Nie sądzimy także, aby silnie wzrosła liczba bezrobotnych cudzoziemców, gdyż motywacja do rejestracji jest ograniczona (brak prawa do zasiłku, dostęp do ubezpieczenia zdrowotnego bez potrzeby rejestracji w UP). Biorąc pod uwagę metodykę nie sądzimy także, aby napływ migrantów silnie wpłynął na liczbę aktywnych zawodowo szacowanych przez GUS i w konsekwencji na szacunki stopy bezrobocia rejestrowanego.

### Z początkiem 2022 r. niewielka skala pogorszenia popytu na pracę i presji inflacyjnej doświadczanej przez firmy



### Silny wzrost liczby cudzoziemców na rynku pracy jeszcze przyspiesza po wybuchu wojny

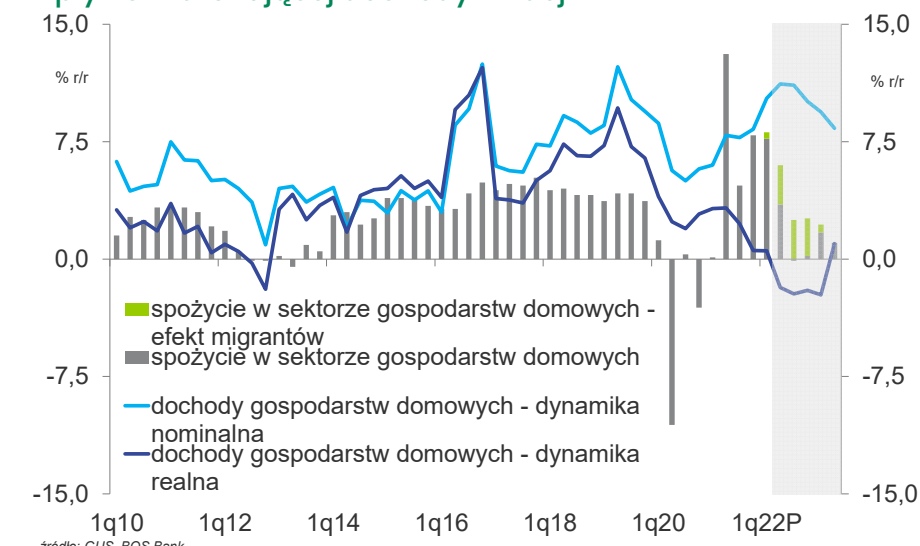




## ...co nie uchroni jednak konsumpcji prywatnej przed spadkiem dynamiki

- Choć nominalne tempo wzrostu dochodów gospodarstw domowych (mierzonych dochodami z pracy najemnej i świadczeniami społecznymi) w 2022 r. wzrośnie bardzo silnie, to prognozowana wysoka inflacja przełoży się na wyraźne obniżenie tempa wzrostu dochodów w ujęciu realnym.
- Przy jednocześnie wygasającym efekcie nadwyżkowych oszczędności (generowanych poprzez ograniczenie konsumpcji w okresach restrykcji epidemicznych) oczekujemy w trakcie 2022 r. wyraźnego obniżenia dynamiki konsumpcji prywatnej.
- Skala obniżenia realnych dochodów i długość tego okresu (np. porównując do silnego spadku dochodów z okresu 2012/2013) implikuje ryzyko stagnacji wydatków konsumpcyjnych. W porównaniu do tego okresu czynnikiem łagodzącym skalę dostosowań jest dużo stabilniejsza sytuacja dochodowa i majątkowa gospodarstw domowych (sytuacja na rynku pracy, poziom zadłużenia i oszczędności).
- Jednocześnie, efekt dodatkowych wydatków migrantów w związku ze znaczącym napływem uchodźców z Ukrainy zdecydowanie ogranicza skalę prognozowanego obniżenia dynamiki spożycia gospodarstw domowych do ok. 2,5% r/r w II poł. 2022 r. i ok. 1,5% r/r w I poł. 2023 r.
- W naszej prognozie technicznie założyliśmy, że wydatki migrantów będą przez GUS klasyfikowane w kategorii spożycia gospodarstw domowych. Punktem wyjścia jest założenie, że w II kw. ok. 2,0 mln migrantów będzie generować dodatkowo (w przeliczeniu na konsumenta) połowę wartości wydatków krajowych gospodarstw domowych. Zakładamy, że w trakcie 2022 r. będzie obniżać się liczba migrantów, przy jednoczesnym wzroście skali wydatków w przeliczeniu na osobę (założenie że część przybyłych Ukraińców zdecyduje się na długotrwały lub stały pobyt w Polsce). Od II kw. 2023 r. zakładamy, że tempo wzrostu wydatków migrantów będzie przebiegało zgodnie z cyklicznym trendem dynamiki wydatków gospodarstw domowych.

### Silny spadek dynamiki konsumpcji prywatnej pod wpływem drenującej dochody inflacji...



źródło: GUS, BOS Bank

### ...przy wygasającym efekcie „nadwyżkowych oszczędności” i pesymizmie konsumentów



źródło: NBP, GUS





# Inwestycje publiczne powinny silniej wspierać aktywność krajowej gospodarki

- Choć przyspieszenie produkcji budowlano-montażowej w I kw. 2022 r. w głównej mierze koncentrowało się w firmach specjalizujących się w budowie budynków i robotach specjalistycznych, to trend wzrostowy aktywności notowały także przedsiębiorstwa specjalizujące się w budowlach obiektów inżynierii lądowej i wodnej. Potwierdza to założenie poprawy wyników w zakresie publicznych inwestycji infrastrukturalnych. Podobnie, dane dot. produkcji budowlano-montażowej w układzie rodzajowym wskazują na wzrost produkcji w kategorii dróg i autostrad oraz inwestycji kolejowych.
- Dane z początku roku wpisują się w nasz scenariusz wyraźnego przyspieszenia publicznych wydatków inwestycyjnych w I. 2022-2023.
- 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 wpływać na krajową gospodarkę. Dane nt. realizacji projektów współfinansowanych ze środków UE w ramach perspektywy 2014-2020 wskazują na spory potencjał wdrożenia projektów inwestycyjnych sektora publicznego w 2022 r. (przy słabszych wobec oczekiwań wynikach w 2021 r.). Ponadto informacje nt. przybliżającego się terminu zatwierdzenia KPO przez Komisję Europejską dają szansę na zwiększenie skali finansowania publicznego w 2023 r.
- Szacujemy, że w I. 2022-2023 dynamika inwestycji publicznych wzrośnie do blisko 10% r/r, wobec stagnacji w 2021 r. Jednocześnie lekka korekta w dół tej prognozy jest pochodną wzrostu kosztów produkcji budowlanej i niższego realnego przyrostu nakładów.
- Inwestycje publiczne będą jedyną kategorią, która w nadchodzących kwartałach powinna przyspieszać, jednocześnie przy przeważającym ryzyku silniejszego wzrostu tych inwestycji, gdyby wyższa od naszych założeń okazała się skala wydatków na zakup uzbrojenia wojskowego.

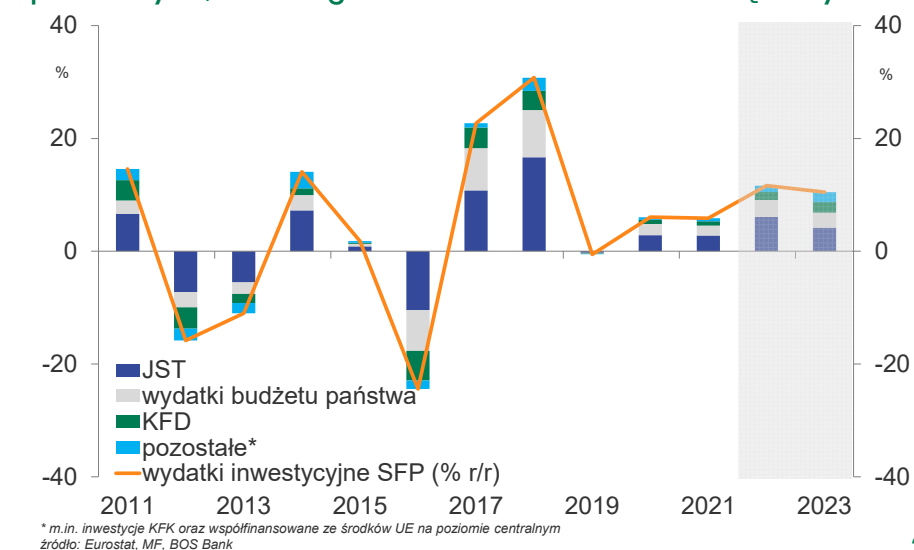
2022-05-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

## Kontynuacja poprawy wyników w budownictwie, m.in. w zakresie inwestycji infrastrukturalnych



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



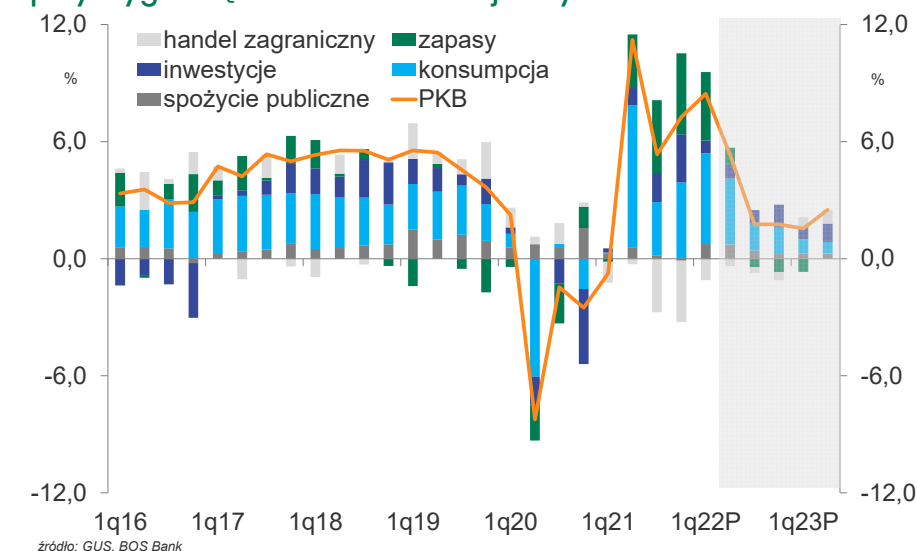




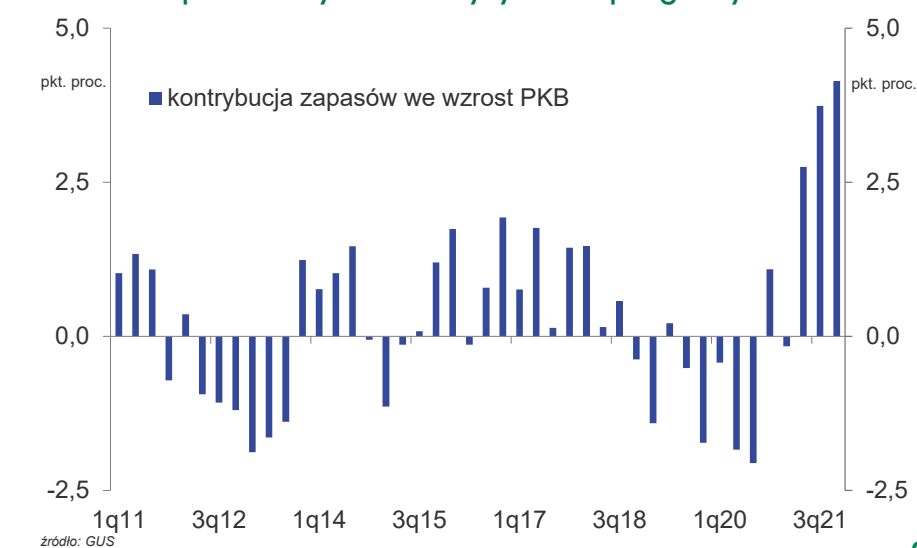
## Wzrost PKB w 2022 r. minimum 4,0% r/r, ale na przełomie 2022 i 2023 poniżej 2,0% r/r

- Szacujemy, że w 2022 r. dynamika wzrostu PKB wyniesie min. 4,0% r/r. Jeżeli struktura wzrostu PKB w I kw. wskażą na silniejszą kontrybucję efektów ocenianych przez nas jako trwalsze, całoroczny wzrost ukształtuje się powyżej tego poziomu.
- Jednocześnie, przy dużo lepszych wynikach aktywności w I kw. 2022 r. obniżyliśmy prognozę wzrostu gospodarczego w II połowie roku w konsekwencji wybuchu wojny i silnego wzrostu presji kosztowej i inflacyjnej w gospodarce. Uważamy, że efekt niższych wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw, silniejszego spowolnienia wydatków gospodarstw domowych oraz eksportu okaże się silniejszy niż dodatkowe wydatki migrantów oraz wyższe wydatki publiczne.
- Szacujemy, że w II połowie roku dynamika PKB obniży się w kierunku 2,0% r/r, a z początkiem 2023 r. w okolice 1,5%.
- Ryzyko dla prognozy PKB 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 i ryzykiem geopolitycznym.
- Dodatkowym, bardzo istotnym czynnikiem niepewności w najbliższych kwartałach jest kategoria zapasów. W II poł. 2021 r. zapasy odpowiadały za blisko 4 pkt. proc. wzrostu PKB (w części mitygowane silniejszym wzrostem importu obniżającym PKB). Tylko w części wynikało to z cyklicznej odbudowy zapasów, zaś istotnym stopniu z postpandemicznych strukturalnych zmian w zarządzaniu zapasami firm w celu ograniczenia ryzyka z tytułu łańcuchów dostaw. Zakładamy, że ten efekt będzie wygasał w trakcie 2022 r. w kierunku neutralnej kontrybucji zapasów. Jeżeli natomiast ten proces będzie utrzymywał się w nadchodzących kwartałach może dodatkowo wzmocnić wzrost PKB.

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



### Niepewność co do momentu wygaśnięcia silnego wzrostu zapasów czynnikiem ryzyka dla prognozy PKB

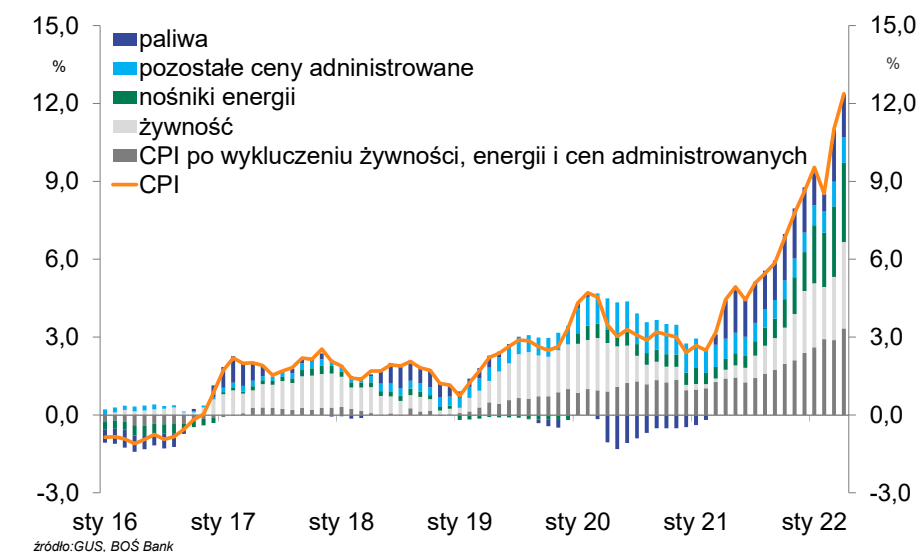




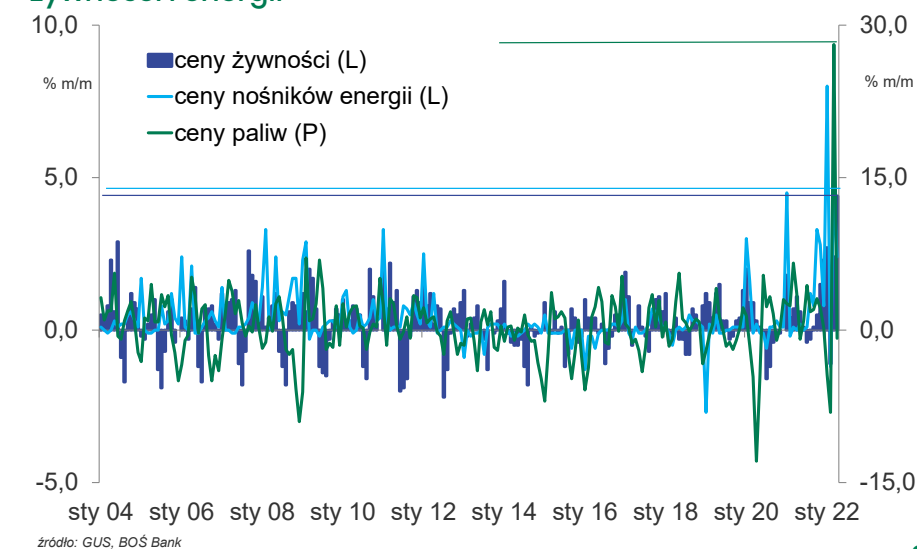
## Inwazja Rosji na Ukrainę silnie podbija prognozy inflacji CPI...

- Po lutowym spadku inflacji CPI dzięki rządowej tarczy antyinflacyjnej 2.0, od marca wskaźnik inflacji CPI dynamicznie wzrósł, do 11,0% r/r w marcu i 12,4% r/r w kwietniu, na co wpłynęły skutki szoku na rynku surowców w następstwie inwazji Rosji na Ukrainę.
- Choć wzrost wskaźnika inflacji bazowej (do 7,7% w kwietniu) wskazuje na utrzymujący się efekt post-pandemiczny wzrostu inflacji (zarówno podażowy jak i popytowy), to jednak głównym powodem wzrostu inflacji CPI na przełomie I i II kw. były wzrost cen surowców w efekcie wojny na Ukrainie.
- Wzrost cen paliw, żywności oraz nośników energii w tym okresie dodał 3,3 pkt. proc. do wskaźnika inflacji, z kolei inflacja bazowa dodała 0,6 pkt. proc.
- W marcu i kwietniu miały miejsce historycznie wysokie miesięczne wzrosty cen w tych kategoriach, w tym wzrost cen paliw o blisko 30% m/m w reakcji na dynamiczny wzrost cen ropy naftowej, osłabienie złotego wobec dolara oraz negatywny dla cen detalicznych efekt zmiany dostaw surowca do Polski. Silny wzrost cen mięsa oraz zbóż na globalnym rynku (Ukraina i Rosja ważnym eksporterem zbóż) wywindowały ceny żywności w niespotykanej w skali miesiąca skali (ponad 4,0% m/m w kwietniu). Szeroki efekt wzrostu cen surowców energetycznych (gazu, węgla) poskutkował także bardzo wysokim miesięcznym wzrostem cen nośników energii.

### W marcu skokowy wzrost inflacji CPI



### W marcu i kwietniu historycznie wysoka skala wzrostu cen żywności i energii

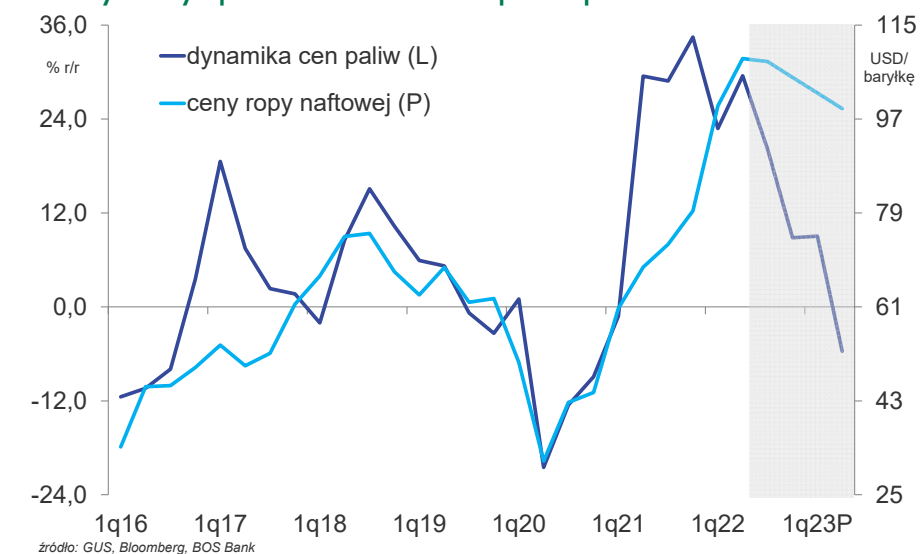




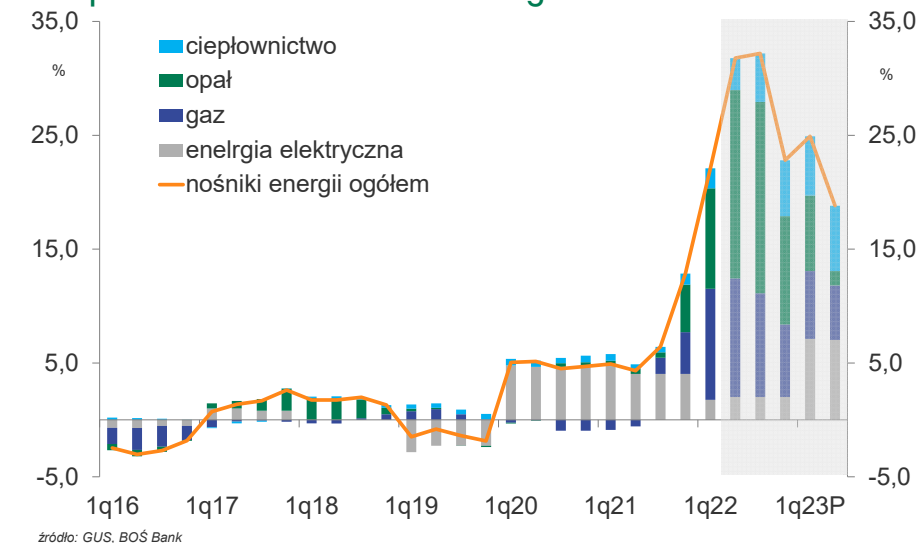
## ...poprzez nasilenie kryzysu na rynku surowców energetycznych...

- Silny wzrost cen ropy naftowej, słabszy kurs złotego wobec dolara oraz wyższe koszty produkcji paliwa poskutkowały podwyższeniem prognozowanej ścieżki cen paliw w kolejnych miesiącach 2022 r. Jednocześnie nadal oczekujemy, że ostateczna stabilizacja cen ropy naftowej w okolicach 100 USD za baryłkę na przełomie roku powinna w 2023 r. skutkować ujemną dynamiką cen paliw.
- Zakładamy, że w dłuższym horyzoncie problemy po stronie podaży surowców energetycznych będą stopniowo wygasać, ponadto presję na wzrost cen ropy naftowej powinien ograniczać efekt popytowy, tj. spowolnienie aktywności gospodarki globalnej.
- Poza „standardowymi” wyzwaniami dla prognozy cen paliw (prognozy cen ropy naftowej i kursu złotego) obecnie niepewność prognozy wynika dodatkowo ze zmian struktury importu ropy naftowej do Polski, tj. ograniczenie importu tańszej ropy z Rosji i zastąpienie jej droższym surowcem z innych kierunków. W tej kwestii nie dysponujemy dostatecznymi danymi, co może skutkować większym błędem prognozy.
- Założenia stopniowego stabilizowania się sytuacji na rynku surowców energetycznych powinny w kolejnych kwartałach ograniczać także skalę wzrostu cen nośników energii, choć dotychczasowe ich wzrosty będą jeszcze zapewne z początkiem 2023 r. podbijały ceny nośników energii w grupie dóbr objętych taryfami URE (tj. ceny energii elektrycznej oraz gazu dla odbiorców taryfowych), gdyż dotychczasowe zmiany taryf detalicznych w niewielkim stopniu odpowiadały skali wzrostu cen hurtowych paliw.

### Przy założeniu lekkiego spadku cen ropy naftowej szansa na wyraźny spadek indeksu cen paliw pod koniec br.



### Wyhamowanie cen węgla i gazu kluczowe dla obniżenia tempa wzrostu cen nośników energii

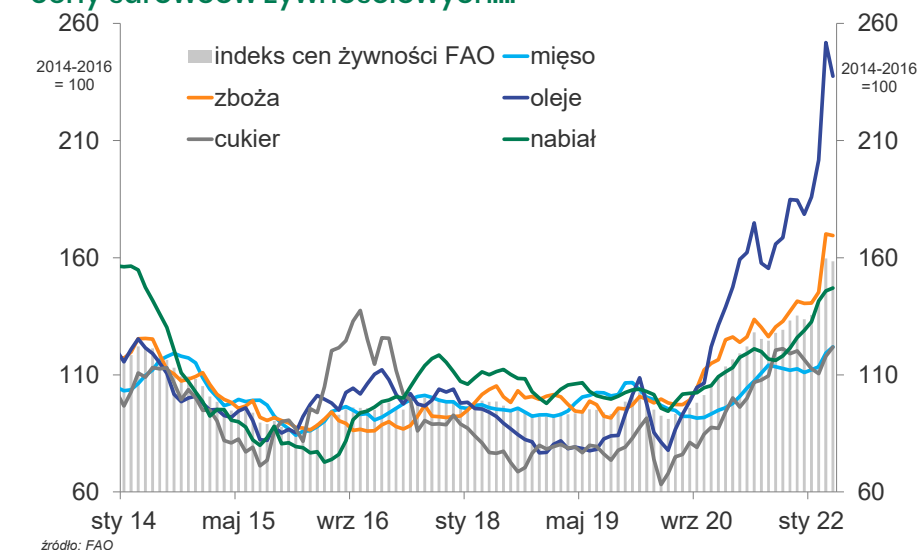




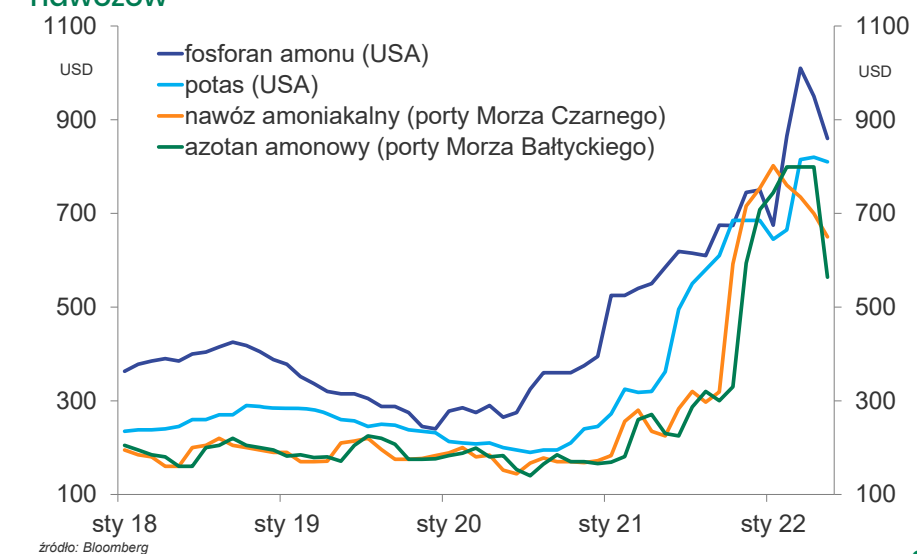
## ...gwałtowny wzrost cen surowców żywnościowych

- Jeszcze wyższym globalnym wyzwaniem dla perspektyw inflacji w nadchodzących miesiącach będą ceny żywności (brak efektu cyklicznego spadku popytu, jeszcze silniejsze ograniczenie podaży – bezwzględny spadek produkcji). W marcu i kwietniu ceny surowców żywnościowych wzrosły do historycznie wysokich poziomów, po wielu miesiącach sukcesywnego wzrostu.
- Wzrost cen żywności w nadchodzących miesiącach będzie pochodną: - ograniczenia podaży żywności (ograniczenie upraw na Ukrainie, negatywne efekty pogodowe w Ameryce Południowej i regionie Pacyfiku), - skokowego wzrostu cen nawozów (efekt wzrostu cen energii i ograniczonych dostaw surowców m.in. z Białorusi), - rosnących problemów w zakresie podaży pracy po pandemii.
- Efekty opóźnień oraz baz odniesienia wskazują na dalszy wzrost rocznej dynamiki cen żywności w kierunku 17,0% r/r w II poł. 2022 r., przy ponad 20-procentowym wzroście cen mięsa i żywności przetworzonej. Niższego wzrostu cen oczekujemy w kategorii owoców i warzyw, mniej zależnych od efektów globalnych, przy często odwrotnym wpływem wojny (sankcje na eksport owoców na Białoruś i przez to zwiększenie podaży na krajowym rynku). Wciąż jednak skala wzrostu cen będzie ponadprzeciętna (efekt wyższych cen nawozów, paliw i energii), ponownie w ostatnim czasie wzrosło także ryzyko suszy.
- Biorąc pod uwagę kumulację niespotykanej skali negatywnych efektów na rynku żywności, ryzyka dla powyższej prognozy uważamy, że skierowane w kierunku wyższego wzrostu cen, który w pesymistycznym scenariuszu może sięgnąć nawet 25% r/r.
- Biorąc pod uwagę cykl produkcji rolnej oraz prognozy cen surowców żywnościowych Banku Światowego, zakładamy, że bardzo wysokie wzrosty cen żywności utrzymają się do połowy 2023 r., po czym zakładając brak nowych zjawisk szokowych, oczekujemy wyraźnie niższej dynamiki cen w II połowie 2023 r.

### Inwazja Rosji na Ukrainę silnie podbiła i tak już wysokie ceny surowców żywnościowych...



### ...wcześniej silnie podbijane m.in. przez wzrost kosztów nawozów

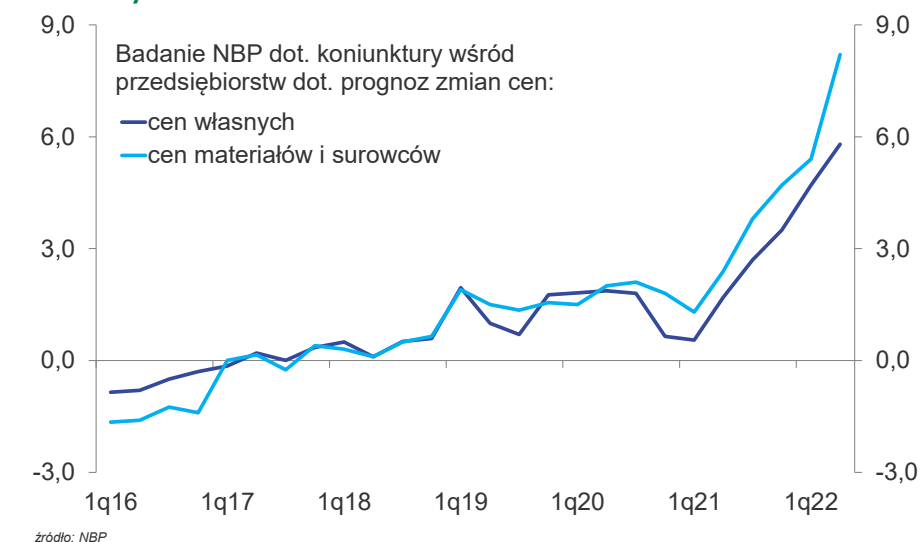




## Wyższe koszty produkcji podwyższają inflację bazową...

- Z początkiem roku w szybkim tempie rosły ceny dóbr i usług po wyłączeniu cen żywności, energii oraz cen administrowanych. W tej grupie wzrost cen ma szeroki (co do zakresu dóbr) charakter obejmując zarówno towary, jak i usługi. Dynamiczny wzrost cen to efekt utrzymujących się od wielu miesięcy podwyższonych kosztów produkcji (ceny energii, surowców, koszty pracy), jednocześnie przy solidnym post-pandemicznym popycie konsumpcyjnym.
- Utrzymujące się wyzwania kosztowe, w tym gwałtowny wzrost cen energii z początkiem 2022 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 *Szybkiego monitoringu* NBP udział przedsiębiorstw prognozujących wzrost cen materiałów i surowców i w efekcie cen własnych wzrósł z początkiem 2022 r. do najwyższych poziomów od ponad dekady. Jednocześnie, zgodnie z wynikami raportu, firmy zaczęły wskazywać na obawy co do możliwości dalszego przetrzucania wyższych kosztów produkcji na ceny finalne.
- Choć efekty wzrostu cen surowców i materiałów oraz (od marca) deprecjacji złotego w przeważającej części dotyczą rynku towarów, to negatywny efekt wzrostu kosztów energii i silniejszego wzrostu wynagrodzeń w połączeniu z ożywieniem popytu na usługi (wraz z wygasaniem ryzyka sytuacji pandemicznej) coraz silniej podbija także ceny w usługach.

### Coraz trudniej przetrzucić firmom wyższe ceny surowców na ceny finalne



### Kumulacja efektów kosztowych podwyższa inflację w większości kategorii







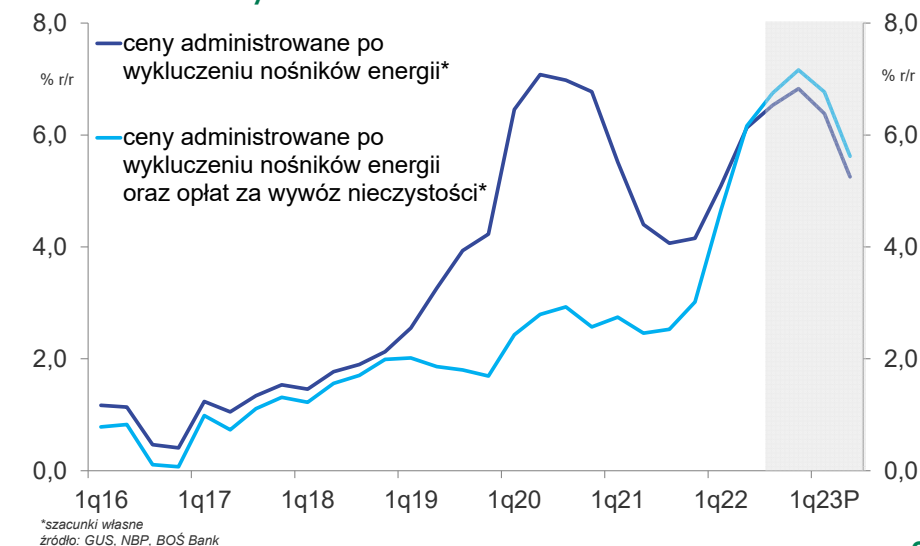
## ...szczególnie przy odradzającym się w 2021 popycie konsumpcyjnym

- Biorąc pod uwagę kumulację efektów kosztowych oczekujemy dalszego wzrostu inflacji po wykluczeniu żywności, energii i pozostałych cen administrowanych w 2022 r. do 8,5% r/r. Wyższa prognoza inflacji bazowej to efekt wzrostu kosztów produkcji i osłabienia złotego, jednocześnie łagodzącego skalę spadku popytu konsumpcyjnego efektu napływu migrantów.
- Jednocześnie zakładamy, że w kolejnych miesiącach wskaźnik inflacji bazowej będzie rósł nieco wolniej ze względu na coraz wyższe bazy odniesienia, a w dłuższym okresie zakładane przez nas wyraźne osłabienie dynamiki spożycia gospodarstw domowych.
- Z drugiej strony utrzymująca się przez wiele miesięcy presja kosztowa będzie ograniczać skalę spadku tego indeksu, który wg naszych oczekiwań w perspektywie 2023 r. utrzyma się na podwyższonym poziomie (w porównaniu do danych historycznych).
- Nie wykluczamy także scenariusza silniejszego wzrostu wskaźnika inflacji bazowej w krótkim okresie i w konsekwencji późniejszego jego silniejszego spadku. Bardzo trudno jest wychwycić dokładny punkt zwrotny tendencji makroekonomicznych, stąd nie możemy całkowicie wykluczyć, że proces dynamicznych zmian cenników i spirali cenowej rozpoczął się w II kw.
- W przypadku wskaźnika cen administrowanych (po wykluczeniu cen nośników energii) zakładamy jego stabilizację na podwyższonym poziomie (efekty kosztowe związane ze wzrostem cen surowców i materiałów). Choć wzrosty cen w wielu kategoriach wyraźnie przyspieszą, to nie zakładamy, że indeks ten przekroczy wysokie poziomy z I. 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.

### Skala wzrostu kosztów przez efekt sfery realnej powinna w średnim okresie ograniczać inflację bazową



### Zakładane utrzymanie podwyższonego indeksu cen administrowanych

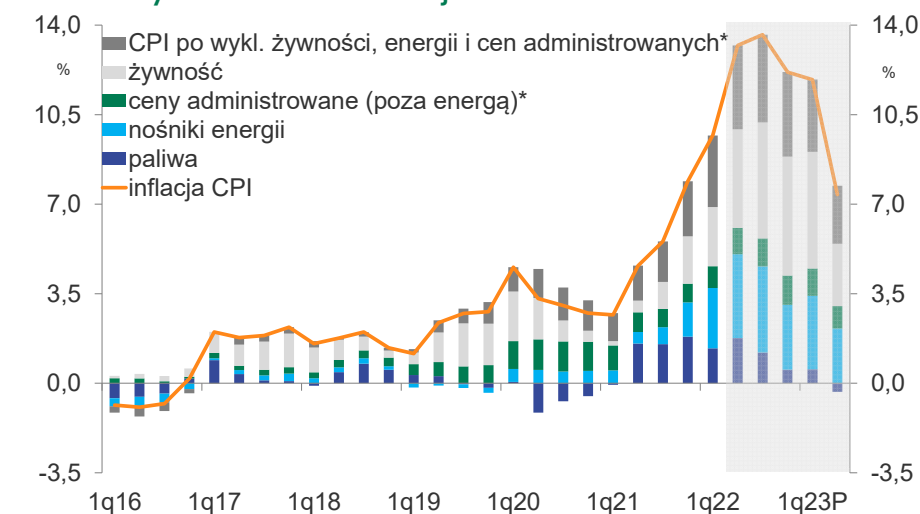




## Inflacja CPI utrzyma się na dwucyfrowym poziomie do I kw. 2023 r.

- Oczekujemy, że w 2022 r. wskaźnik średniorocznej inflacji wyniesie ok. 12,5% r/r rosnąc do 14,5% r/r do czerwca, po czym lekko obniżając się w II poł. roku. Według naszych szacunków inflacja na koniec roku pozostanie powyżej poziomu 12,0% r/r. i na poziomie dwucyfrowym będzie utrzymywać się w I kw. 2023 r., po czym w II kw. 2023 r. (efekty bazy) oczekujemy znaczącego spadku indeksu CPI.
- Powyższa prognoza zakłada: – ok. 20-procentowe podwyżki cen sprzedaży energii elektrycznej, ale utrzymanie niższych stawek podatkowych, – bardzo stopniowy wzrost podatków w zakresie cen paliw, powiązane z oczekiwanym trendem spadku ceny ropy naftowej i tym samym stabilizacji poziomu cen paliw, – utrzymania zerowej stawki VAT na podstawowe towary żywnościowe w całym okresie utrzymywania się presji na rynku żywności.
- Generalnie zakładamy, że przed jesiennymi wyborami celem rządu będzie ograniczenie skali wzrostu cen, stąd decyzje o wycofywaniu się z rozwiązań tarcz będą powiązane z tendencjami na rynku surowców. Gdyby wszystkie elementy tarczy antyinflacyjnej zostały wycofane z końcem 2022 r., przy pozostałych założeniach niezmiennych według naszych szacunków wskaźnik CPI w I kw. 2023 r. wzrósłby do ponad 16% r/r.
- Pomimo oczekiwanego historycznie wysokiego poziomu prognozowanej inflacji uważamy, że w bilansie ryzyka dla prognozy na 2022 r. wciąż przeważają ryzyka wyższej inflacji, ze względu na kumulację niekorzystnych efektów podaźowych. W dłuższym horyzoncie, kiedy coraz silniej na perspektywy inflacji będą wpływać także efekty popytowe te ryzyka będą bilansować się.

### Bardzo stopniowy spadek kontrybucji większości składowych we wzrost inflacji w 2023 r.



\*szacunki własne  
źródło: GUS, Eurostat, BOŚ Bank

### Zakładamy, że tarcza antyinflacyjna będzie wycofywana stopniowo, wraz z ograniczeniem presji kosztowej



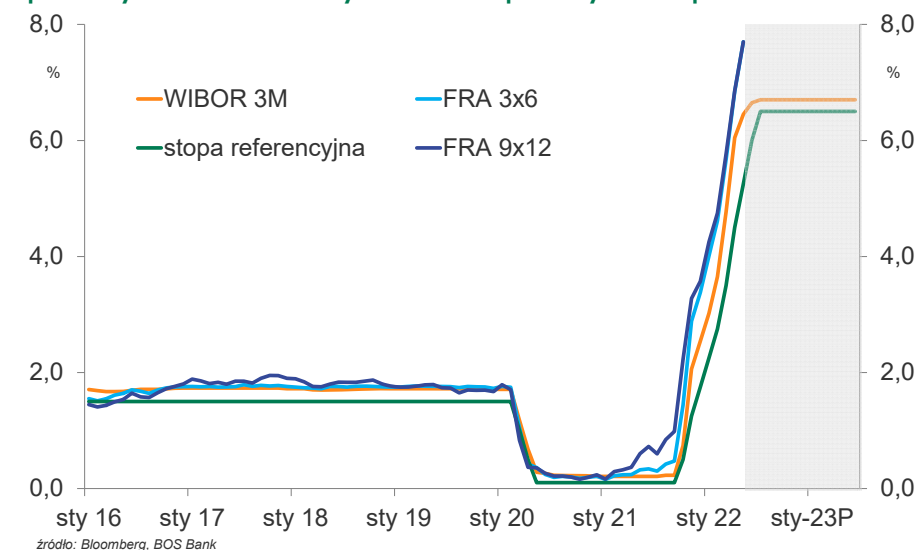
źródło: GUS, BOŚ Bank



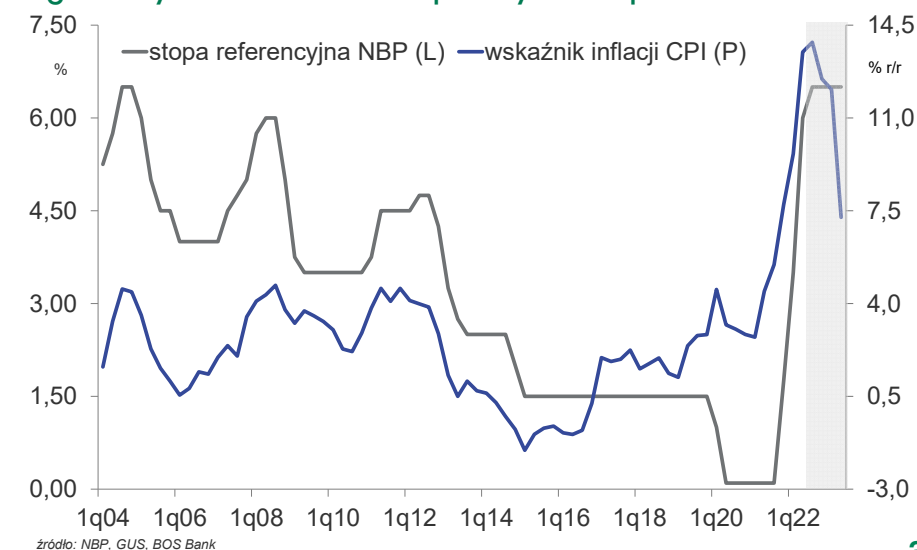
## RPP „zapowiada” podwyżki stóp do czasu wyhamowania wzrostu bieżącej inflacji

- Wobec wyraźnie adaptacyjnej funkcji reakcji RPP, reagującej na bieżące dane inflacyjne, od marca do maja RPP podwyższyła stopy procentowe o 275 pkt. baz. do 5,25% dla stopy referencyjnej.
- Podczas majowej konferencji prasowej prezes NBP Adam Glapiński wskazał, że Rada będzie kontynuowała podwyżki stóp do czasu wyhamowania inflacji. Zgodnie z informacjami prezesa w ocenie RPP podwyżka stóp rzędu 50 pkt. baz. może być przez rynki odebrana jako sygnał zakończenia cyklu podwyżek, z kolei kwietniowa podwyżka stóp o 100 pkt. baz. była pochodną skali wzrostu bieżącej inflacji (2,5 pkt. proc.)
- Biorąc pod uwagę dotychczasowe reakcje Rady i *de facto* potwierdzenie przez prezesa funkcji reakcji Rady oraz prognozowaną przez nas ścieżkę inflacji, prognozujemy, że RPP podwyższy jeszcze stopy procentowe dwukrotnie w czerwcu o 75 pkt. baz. oraz w lipcu o 50 pkt. baz. i zakończy bieżący cykl zacieśnienia polityki pieniężnej na poziomie 6,50% dla stopy referencyjnej NBP. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w czerwcu inflacja CPI osiągnie szczyt, co przy braku posiedzenia RPP w sierpniu i przy oczekiwanym obniżeniu inflacji w lipcu i sierpniu (dane znane z początkiem września) implikuje oczekiwania braku kolejnych podwyżek stóp NBP na jesieni.
- Choć póki co Rada i prezes NBP mało uwagi przypisują perspektywom sfery realnej, niemniej zakładane przez nas silniejsze osłabienie aktywności w II poł. roku także będzie dodatkowym argumentem za wstrzymaniem się z kolejnymi podwyżkami stóp.
- Przy podwyższonych ryzykach dla krótkoterminowych prognoz inflacji bilans ryzyka dla prognozy stóp jest przesunięty w kierunku większej skali zacieśnienia polityki monetarnej.
- Biorąc pod uwagę zakładane przez nas silniejsze obniżenie wskaźnika CPI w II połowie 2023 r. oraz niskie tempo wzrostu gospodarczego w I poł. 2023 r. oczekujemy, że w II połowie 2023 r. Rada rozpocznie obniżanie stóp procentowych.

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



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

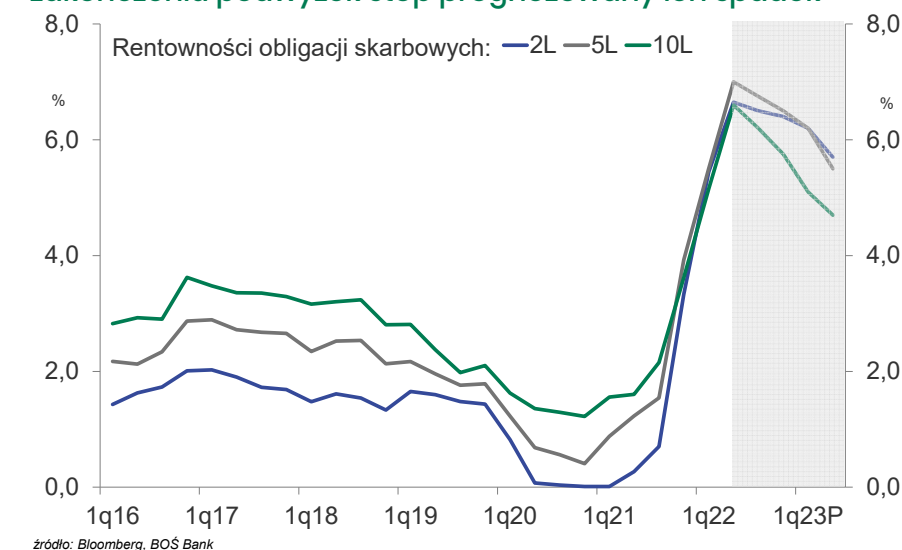




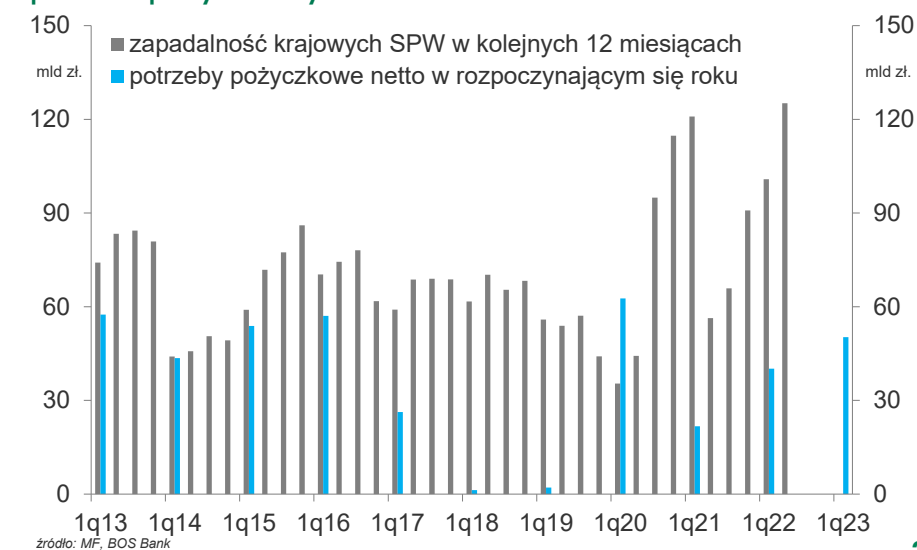
## Coraz mniej przestrzeni na wzrost rentowności krajowych obligacji skarbowych, w średnim okresie oczekiwany ich spadek

- Silna skala podwyżek krajowych stóp procentowych przez RPP oraz wyraźna zmiana retoryki Rady poskutkowały kontynuacją wzrostu rentowności krajowych obligacji skarbowych do nienotowanych od 2005 r. poziomów – okresowo w kierunku 7,0%. Wzrost rentowności stymuluje także wzrost długoterminowych stóp procentowych na rynkach bazowych, jak również utrzymująca się podwyższona (w porównaniu do okresu sprzed pandemii) wartość potrzeb pożyczkowych Sektora Finansów Publicznych.
- Przy założeniu niższej wobec oczekiwań rynkowych oczekiwanej skali podwyżek stóp NBP oraz wygaszeniu presji wzrostowej na rentowności na rynkach bazowych, oczekujemy w kolejnych kwartałach ograniczenia presji na rentowności krajowych obligacji, w szczególności na dłuższym końcu krzywej dochodowości. Zakładamy, że wraz z oczekiwanym wyhamowaniem wzrostu inflacji oraz spowolnieniem aktywności gospodarczej pod koniec tego roku dojdzie do ponownego wyraźnego odwrócenia krzywej dochodowości (przed oczekiwanym przez nas obniżeniem stóp NBP w 2023 r.).
- Rentowności obligacji utrzymają się z kolei na podwyższonym (wobec wcześniejszych miesięcy) poziomie z uwagi na trwale wyższe krótkoterminowe stopy procentowe (pomimo oczekiwanej ich redukcji w dłuższym okresie). Dodatkowo, w kolejnych kwartałach utrzyma się także wyraźnie wyższy poziom potrzeb pożyczkowych i podaży papierów skarbowych.
- 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. Uważamy także, że potencjał wzrostowy rentowności nawet w scenariuszu silniejszych podwyżek stóp krótkoterminowych wyczerpuje się, gdyż tym bardziej będzie on implikował oczekiwania rynkowe obniżki stóp w dłuższym okresie.

### Oczekujemy wygaszenia presji na wzrost rentowności, po zakończeniu podwyżek stóp prognozowany ich spadek



### W I. 2022–2023 utrzymanie wyższych niż przed pandemią potrzeb pożyczkowych SP



## Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	% r/r	<b>4,2</b>	<b>3,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>	<b>4,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>5,7</b>	<b>4,1</b>
Popyt krajowy	% r/r	3,7	2,3	4,9	5,6	3,6	-3,4	8,2	5,0
Spożycie indywidualne	% r/r	3,8	3,9	4,8	4,3	4,0	-3,0	6,2	4,6
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	7,9	4,8
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0,6	0,9	0,1	0,0	1,3	0,6	-0,3	-0,5
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1 801	1 863	1 990	2 122	2 293	2 327	2 603	3 017
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,9	-0,8	-0,3	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-1,6
	mld EUR	-3,9	-3,4	-1,5	-6,5	2,5	15,3	-3,5	-10,5
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	13,0	10,0	11,1	15,7	16,3	19,0	17,5	17,3
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, śr.	<b>10,5</b>	<b>8,9</b>	<b>7,3</b>	<b>6,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>5,4</b>
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,9	2,3	3,3	2,6	2,2	-1,0	0,4	2,2
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	8,8	12,0
	% r/r, real.	4,3	4,4	3,2	5,4	4,7	2,4	3,6	-0,3
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>	<b>5,1</b>	<b>12,3</b>
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	7,6
Depozyty ogółem	% r/r	7,4	9,4	4,2	9,1	8,2	13,8	10,9	5,5
Kredyty ogółem	% r/r	6,9	4,9	3,8	7,1	5,0	0,7	5,1	4,2
<b>Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)</b>	% PKB	<b>-2,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-6,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>-4,7</b>
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	51,3	54,2	50,6	48,8	45,6	57,4	54,2	52,4
<b>Stopa referencyjna NBP</b>	%, k.o.	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>0,10</b>	<b>1,75</b>	<b>6,50</b>
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,00
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,00	1,25	6,00
WIBOR 3M	%, k.o.	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,54	6,70
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,56	2,01	1,69	1,33	1,43	0,01	3,33	6,40
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,21	2,87	2,66	2,13	1,79	0,41	3,93	6,50
<b>Obligacje skarbowe 10L</b>	%, k.o.	<b>2,94</b>	<b>3,62</b>	<b>3,29</b>	<b>2,81</b>	<b>2,10</b>	<b>1,22</b>	<b>3,62</b>	<b>5,75</b>
<b>PLN/EUR</b>	PLN, k.o.	<b>4,26</b>	<b>4,42</b>	<b>4,17</b>	<b>4,30</b>	<b>4,26</b>	<b>4,61</b>	<b>4,60</b>	<b>4,55</b>
PLN/USD	PLN, k.o.	3,90	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	4,06	4,23
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,94	4,12	3,57	3,82	3,92	4,26	4,45	4,42
<b>założenia zewnętrzne</b>		<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>
PKB - USA	% r/r	2,7	1,7	2,3	2,9	2,3	-3,4	5,7	2,7
PKB - strefa euro	% r/r	1,9	1,8	2,7	1,9	1,4	-6,5	5,4	2,4
PKB - Chiny	% r/r	7,0	6,8	6,9	6,8	6,0	1,8	8,2	4,2
Inflacja CPI - USA	% r/r, śr.	0,2	1,3	2,1	2,4	1,9	1,2	4,7	6,8
Inflacja HICP - strefa euro	% r/r, śr.	0,2	0,4	1,4	1,4	1,2	0,3	2,6	6,7
<b>Stopa funduszy federalnych Fed**</b>	%, k.o.	<b>0,50</b>	<b>0,75</b>	<b>1,50</b>	<b>2,50</b>	<b>1,75</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>2,75</b>
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	2,85
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,28	2,46	2,42	2,70	1,92	0,91	1,51	2,50
<b>Stopa repo EBC</b>	%, k.o.	<b>0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,50</b>
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	1,10
Stopa SNB	%, k.o.	-	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
SARON	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,72
<b>USD/EUR</b>	USD, k.o.	<b>1,09</b>	<b>1,05</b>	<b>1,20</b>	<b>1,15</b>	<b>1,12</b>	<b>1,22</b>	<b>1,14</b>	<b>1,08</b>
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	52,4	43,8	54,3	71,0	64,1	42,3	70,5	105,3

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

\* środki rejestrowane po stronie rachunku bieżącego (gt. WPR) oraz rachunku kapitałowego (fundusze strukturalne)

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

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

2022-05-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne



## Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		3q21	4q21	1q22	2q22P	3q22P	4q22P	1q23P	2q23P
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	% r/r	<b>5,5</b>	<b>7,6</b>	<b>8,5</b>	<b>5,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>2,5</b>
Popyt krajowy	% r/r	8,6	11,2	10,1	6,4	2,2	2,1	1,0	1,9
Spożycie indywidualne	% r/r	4,7	7,9	7,6	6,0	2,4	2,6	1,2	1,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	9,3	11,7	5,0	4,6	4,0	5,4	5,0	6,3
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-3,1	-3,6	-1,7	-0,8	-0,4	-0,5	0,5	0,6
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	0,9	-0,6	-1,2	-1,8	-2,0	-1,6	-1,0	-0,3
	mld EUR	-3,4	-4,7	-0,4	-2,4	-5,2	-2,5	3,2	2,6
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, śr.	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,9	0,9	2,1	2,6	2,3	2,0	1,0	0,2
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	9,4	9,8	11,3	12,5	12,5	11,7	11,0	9,4
	% r/r, real.	3,8	2,0	1,5	-0,8	-1,1	-0,5	-0,8	1,9
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, k.o.	<b>5,9</b>	<b>8,6</b>	<b>11,0</b>	<b>14,5</b>	<b>13,7</b>	<b>12,1</b>	<b>10,3</b>	<b>6,1</b>
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	4,2	5,3	6,9	8,5	8,4	8,3	6,9	5,3
<b>Stopa referencyjna NBP</b>	%, k.o.	<b>0,10</b>	<b>1,75</b>	<b>3,50</b>	<b>6,00</b>	<b>6,50</b>	<b>6,50</b>	<b>6,50</b>	<b>6,50</b>
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	0,50	2,25	4,00	6,50	7,00	7,00	7,00	7,00
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,00	1,25	3,00	5,50	6,00	6,00	6,00	6,00
WIBOR 3M	%, k.o.	0,23	2,54	4,77	6,65	6,70	6,70	6,70	6,60
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	0,70	3,33	5,45	6,40	6,40	6,40	6,20	5,70
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	1,54	3,93	5,51	6,80	6,70	6,50	6,20	5,50
<b>Obligacje skarbowe 10L</b>	%, k.o.	<b>2,15</b>	<b>3,62</b>	<b>5,15</b>	<b>6,60</b>	<b>6,20</b>	<b>5,75</b>	<b>5,10</b>	<b>4,70</b>
<b>PLN/EUR</b>	PLN, k.o.	<b>4,63</b>	<b>4,60</b>	<b>4,65</b>	<b>4,60</b>	<b>4,58</b>	<b>4,55</b>	<b>4,55</b>	<b>4,54</b>
PLN/USD	PLN, k.o.	3,99	4,06	4,18	4,38	4,34	4,23	4,17	4,11
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,27	4,45	4,52	4,52	4,47	4,42	4,38	4,37

założenia zewnętrzne		3q21	4q21	1q22	2q22P	3q22P	4q22P	1q23P	2q23P
PKB - USA	% r/r	4,9	5,5	3,6	2,9	2,8	1,6	2,4	1,8
PKB - strefa euro	% r/r	4,1	4,7	5,0	2,8	0,8	1,0	1,3	1,7
PKB - Chiny	% r/r	4,9	4,0	4,8	3,3	4,5	4,2	5,1	6,0
<b>Stopa funduszy federalnych Fed*</b>	%, k.o.	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,50</b>	<b>1,50</b>	<b>2,25</b>	<b>2,75</b>	<b>2,75</b>	<b>2,75</b>
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	1,85	2,40	2,85	2,85	2,85
Obligacje USA 10L	%, k.o.	1,49	1,51	2,34	2,90	2,75	2,50	2,35	2,20
<b>Stopa repo EBC</b>	%, k.o.	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,25</b>	<b>0,50</b>	<b>0,75</b>	<b>1,00</b>
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-0,35	0,15	0,50	0,85	1,10
Obligacje GER 10L	%, k.o.	-0,20	-0,19	0,54	1,05	1,05	1,00	1,00	1,10
Stopa SNB	%, k.o.	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
SARON	%, k.o.	-	-	-	-0,72	-0,72	-0,72	-0,72	-0,72
<b>USD/EUR</b>	USD, k.o.	<b>1,16</b>	<b>1,14</b>	<b>1,11</b>	<b>1,05</b>	<b>1,06</b>	<b>1,08</b>	<b>1,09</b>	<b>1,11</b>
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	73,0	79,4	99,5	108,6	108,0	105,0	102,0	99,0

% 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.