

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

23 sierpnia 2022 r.



Pomiędzy Scyllą inflacji i Charybdą recesji

**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

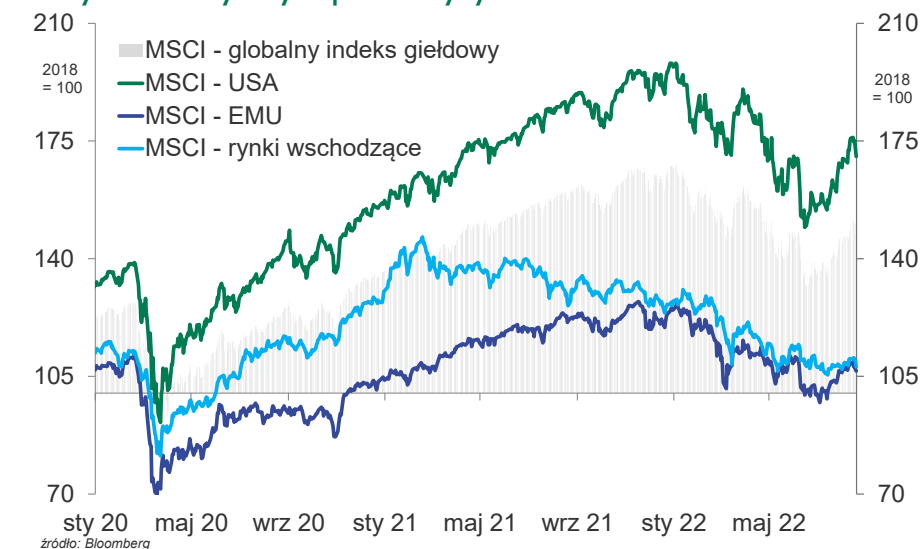
- Przetom II i III kw. przyniósł nasilenie obaw przed silnym spowolnieniem gospodarczym, niemniej przy rekordowej i nadal rosnącej inflacji banki centralne silnie zacieśniły politykę pieniężną, dodatkowo wzmagając obawy co do skali spowolnienia gospodarek w dłuższym okresie.
- O ile w krótkim okresie banki centralne będą nadal skoncentrowane na ryzykach inflacyjnych, w trakcie 2023 r., oczekujemy mniej restrykcyjnej polityki pieniężnej, przy założeniu słabnięcia tego ryzyka i jednocześnie osłabienia aktywności. Taki scenariusz powinien w dłuższym horyzoncie sprzyjać ograniczeniu wzrostu / spadkiem długoterminowych stóp procentowych po ich silnym wzroście w I poł. 2022 r.
- Wyhamowanie wzrostu cen niektórych surowców oraz wygasanie zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw ograniczyło średniookresowe ryzyka gospodarcze, niemniej w sporym stopniu wynika ono ze słabszych perspektyw popytu, co ograniczyło optymizm rynkowy i wciąż ogranicza potencjał wzrostowy dla aktywów finansowy o wyższym profilu ryzyka.
- Istotne ograniczenie dostaw gazu ziemnego z Rosji do Europy przełożyło się na silny wzrost niepewności co do perspektyw gospodarczych w Europie z ryzykiem recesji łącznie. Skala ograniczenia dostaw gazu z Rosji oraz możliwości uzupełnienia deficytu gazu z innych kierunków będą kluczowe dla rozwoju sytuacji gospodarczej w Europie w 2023 r.
- Utrzymujące się ryzyko wzrostu gospodarczego oraz ryzyko geopolityczne (w Europie i w coraz większym stopniu w relacjach USA-Chiny) będą w najbliższym czasie silnie wspierać kurs dolara. Jednocześnie ograniczenie ryzyka kryzysu energetycznego w Europie jest kluczowe dla prognozy wzmocnienia notowań euro i tym samym dla aprecjacji kursu złotego w dłuższej perspektywie.
- W bazowym scenariuszu zakładamy, że gospodarka strefy euro uniknie w 2023 r. recesji, a wzrost gospodarczy z Polsce osłabnie relatywnie łagodnie do 1,7% w przyszłym roku, przy stabilizujących koniunkturę wyższych wydatkach publicznych oraz solidnej sytuacji na rynku pracy.
- Sygnały wolniejszego wzrostu inflacji bazowej, niższe ceny ropy naftowej i surowców żywnościowych pozwalają podtrzymać prognozę spadku inflacji do jednocyfrowego poziomu w połowie 2023 r. i nieco ponad 6,0% na koniec 2023 r. Zakładamy, że w warunkach wyższego ryzyka gospodarczego i inflacyjnego w okresie przedwyborczym rząd utrzyma w 2023 r. większość rozwiązań tarczy antyinflacyjnej. Największym źródłem niepewności dla prognozy inflacji w 2023 r. jest natomiast skala podwyżek cen nośników energii z początkiem 2023 r.
- W warunkach osłabienia krajowej koniunktury gospodarczej oraz materializującego się scenariusza wyhamowania wzrostu inflacji RPP wyraźnie złagodziła retorykę. Zakładamy, że te dane skłonią RPP do utrzymania stóp procentowych NBP na bieżącym poziomie na kolejnych posiedzeniach Rady. Jednocześnie silniejsze spowolnienie aktywności oraz oczekiwane wyraźne obniżenie inflacji w połowie 2023 r. skłonią RPP do rozpoczęcia cyklu rozluźniania polityki pieniężnej w III kw. 2023 r.



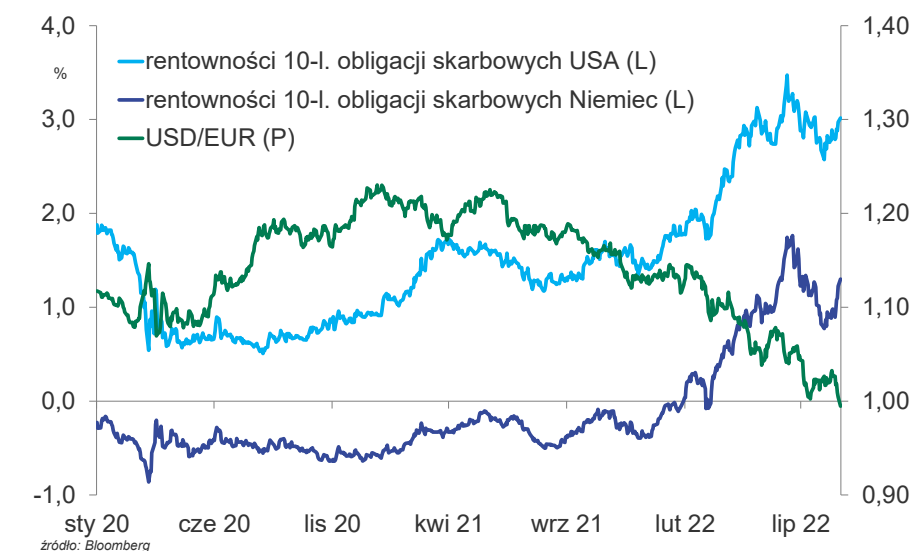
Rynki finansowe nadal rozdarte pomiędzy wysoką inflacją i słabnącą koniunkturą

- Na przełomie II i III kw. utrzymywała się podwyższona zmienność notowań aktywów finansowych, w szczególności o wyższym profilu ryzyka, w warunkach utrzymującej się wysokiej niepewności dot. głównych czynników ryzyka dla gospodarki globalnej – z jednej strony spowolnieniem aktywności, a z drugiej – silnym wzrostem inflacji.
- W tym okresie utrwaliły się oczekiwania co do nieuchronnego spowolnienia aktywności gospodarki, a niepewność dotyczyła jego przyszłej skali. Te efekty poskutkowały zmianą trendu na rynku obligacji skarbowych. Choć bieżąca wysoka inflacja oraz oczekiwania na zacieśnienie polityki pieniężnej podtrzymywały wysokie rentowności obligacji skarbowych, to w III kw. kształtowały się one wyraźnie poniżej lokalnych maksimów z czerwca.
- Kumulacja czynników ryzyka w Europie (sytuacja geopolityczna, wzrost obaw przed kryzysem energetycznym, obawy o gospodarkę peryferyjną EMU) osłabiły kurs euro, co przy korzystnym dla dolara wzroście globalnej awersji do ryzyka oraz zdecydowanie bardziej jastrzębiej polityce Fed poskutkowało silnym wzmocnieniem dolara na globalnym rynku walutowym.
- Bieżąca sytuacja rynkowa, gospodarcza i geopolityczna pozostaje bardzo niestabilna, co przekłada się na wysokie prawdopodobieństwo utrzymania podwyższonej zmienności rynkowej w nadchodzących miesiącach oraz implikuje wysokie ryzyko dla prognoz sytuacji gospodarczej i rynkowej. Poza wysokim ryzykiem związanym z czynnikami *stricte* makroekonomicznymi (ryzyko inflacji, skali spowolnienia aktywności gospodarczej) wzrosło ryzyko geopolityczne związane z ograniczeniem eksportu gazu z Rosji do Europy oraz eskalacją napięcia w relacjach USA – Chiny w odniesieniu do regionu Indo-Pacyfiku.
- Ostatnie tygodnie przyniosły natomiast wyraźne ograniczenie ryzyka związanego z post-pandemicznymi zaburzeniami w globalnych łańcuchach dostaw i globalnym transporcie.

W II i III kw. utrzymywała się wysoka zmienność notowań aktywów o wyższym profilu ryzyka



Wyhamowanie trendu wzrostowego rentowności obligacji, silne umocnienie dolara

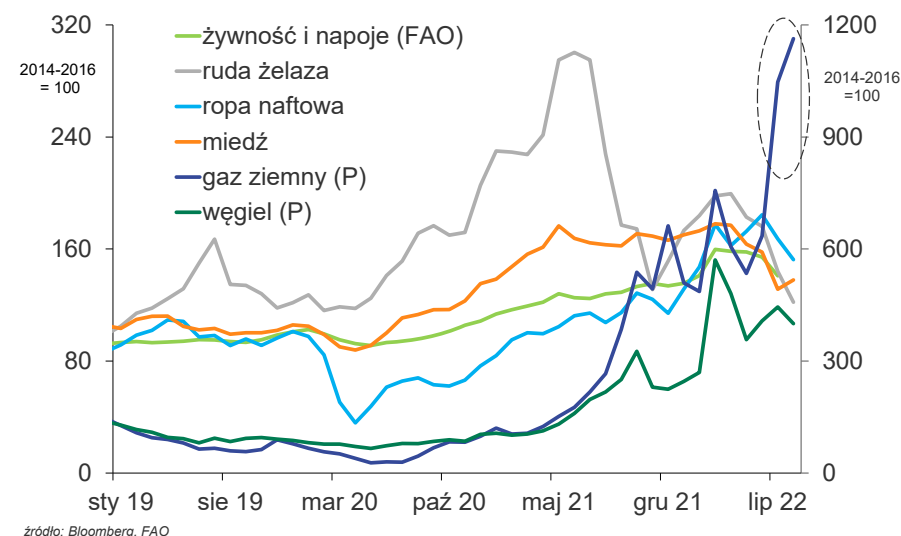




Coraz więcej sygnałów wygasania presji kosztowej...

- Częściowe odblokowanie eksportu zbóż z Ukrainy oraz dobry urodzaj na rynkach żywności w wielu krajach Europy poskutkowały spadkiem indeksu cen żywności w lipcu.
- Przełom lipca i sierpnia przyniósł także spadek cen ropy naftowej i metali, europejskie problemy na rynku gazu skutkowały natomiast silną presją na wzrost jego ceny.
- Znoszenie restrykcji epidemicznych w Chinach przełożyło się z kolei na silniejsze obniżenie presji globalnych łańcuchów dostaw i kosztów w globalnym frachcie.
- Pod warunkiem, że nie dojdzie do eskalacji napięcia wokół Tajwanu, można oczekiwać ograniczenia postpandemicznej presji kosztowej, choć pozostanie ona w najbliższym czasie podwyższona.
- W Europie utrzymanie silnej presji kosztowej jest prawdopodobne, dopóki ryzyko ograniczenia dostaw surowców energetycznych z Rosji nie obniży się.

Na przełomie II i III kw. ceny większości surowców (z wyjątkiem gazu) spadły...



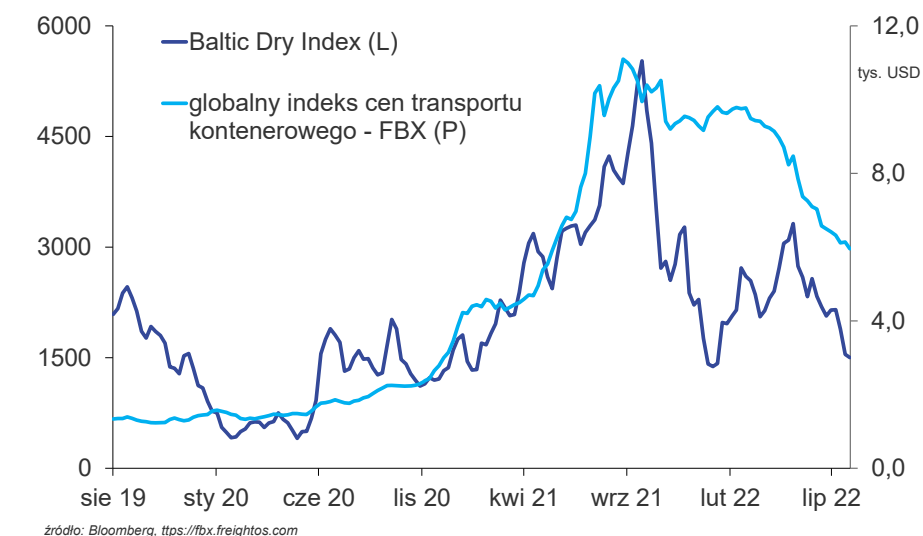
źródło: Bloomberg, FAO

...przy ograniczeniu presji globalnych łańcuchów dostaw...



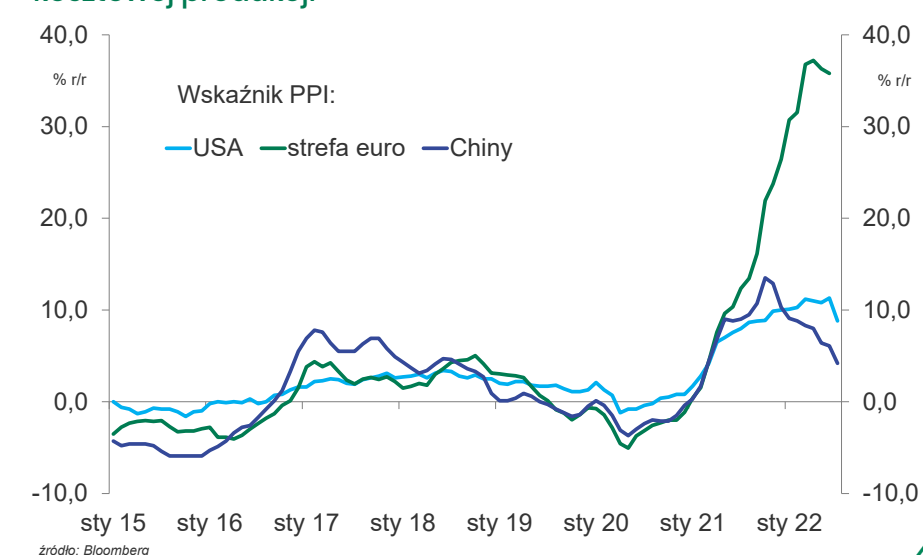
źródło: NY Federal Reserve

...wyraźnie obniżyły się też koszty frachtu międzynarodowego...



źródło: Bloomberg, <https://fbx.freightos.com>

...skutkując poza Europą sporymi szansami na spadek presji kosztowej produkcji



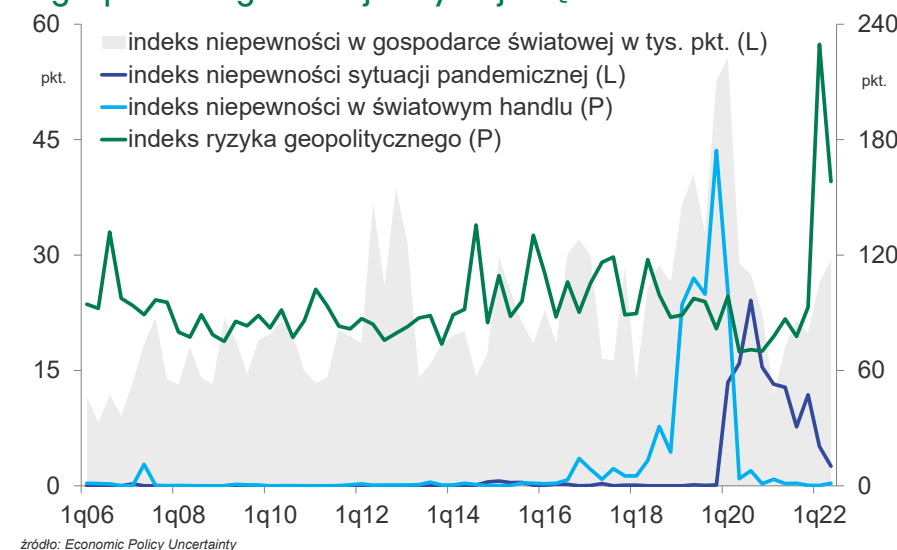
źródło: Bloomberg



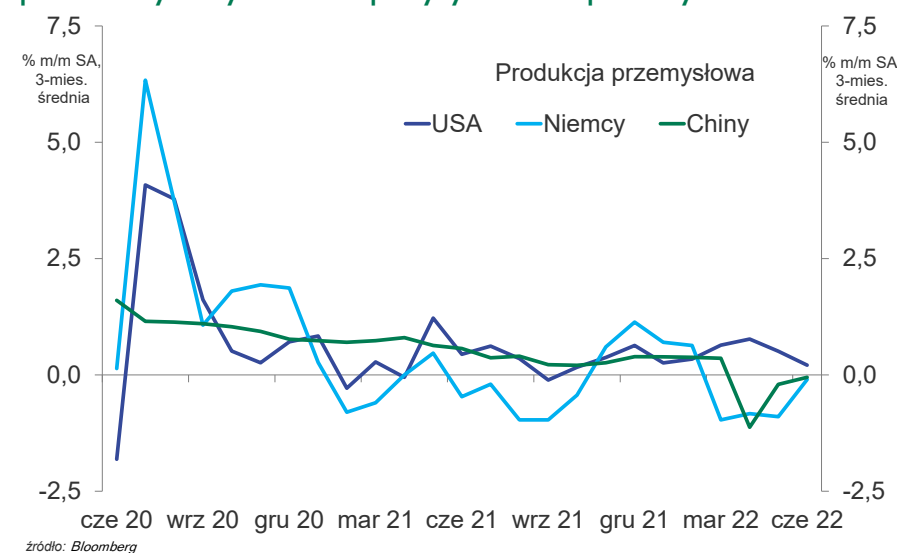
...popyt w gospodarce światowej słabnie...

- Ograniczenie presji kosztowej powinno mieć pozytywny wpływ na perspektywę wzrostu gospodarczego. Niemniej to właśnie pogorszenie perspektyw popytu w istotnym stopniu osłabiło presję na wzrost cen surowców (np. ropa naftowa, metale) oraz kosztów.
- Pomimo odchodzenia od restrykcji epidemicznych w Chinach, sytuacja w globalnym handlu w zakresie wolumenu transakcji poprawiła się nieznacznie, tak jak wyniki produkcji przemysłowej w największych gospodarkach.
- W II i III kw. indeksy koniunktury gospodarczej w dalszym ciągu pogarszały się. Utrzymywał się trend spadkowy koniunktury w przemyśle, wygasał także efekt post-pandemicznego ożywienia w usługach.
- W II kw. pomimo lekkiego spadku ryzyka geopolitycznego, dalszego spadku ryzyka sytuacji pandemicznej, indeks niepewności w gospodarce światowej dalej wzrósł.

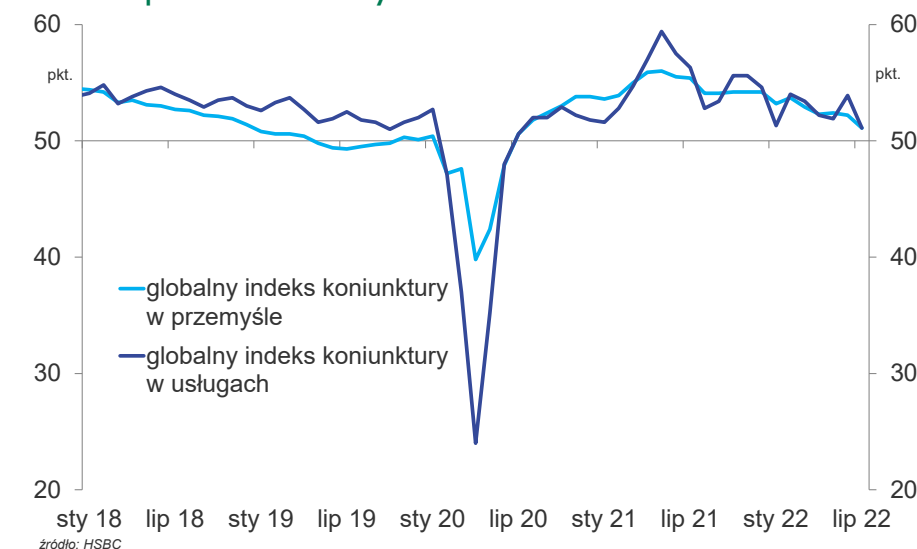
Choć ryzyka podażowe osłabły, wysoka niepewność w gospodarce globalnej utrzymuje się...



Odreagowanie w Chinach i wygasanie ograniczeń podażowych tylko lekko pozytywne dla przemysłu...



...a wskaźniki koniunktury gospodarczej zapowiadają dalsze spowolnienie aktywności



...i globalnego handlu, przy coraz wyraźniejszych ograniczeniach popytowych

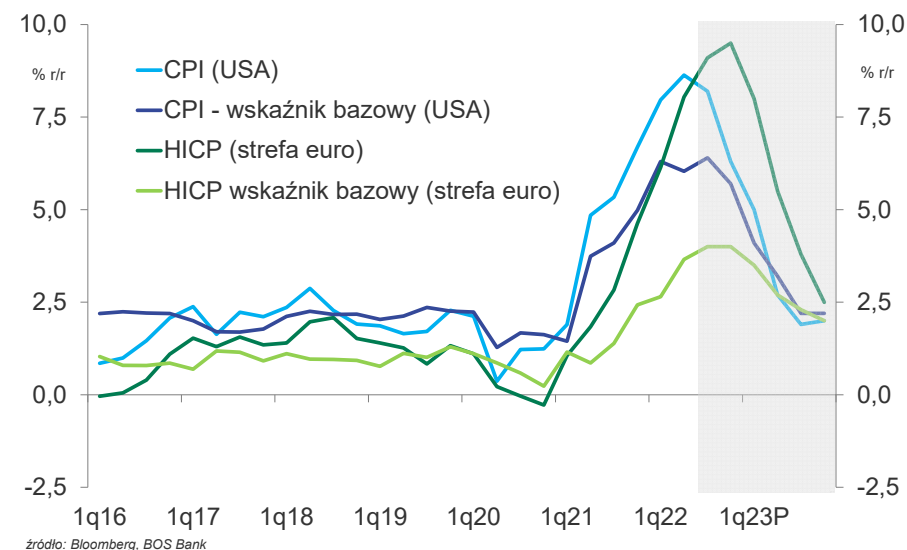




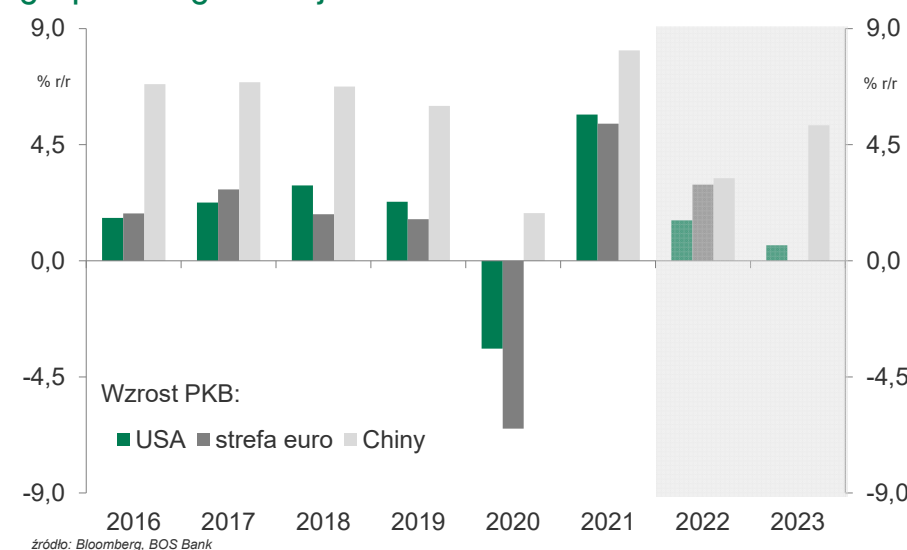
...ale inflacja nadal wysoka, co komplikuje prowadzenie polityki pieniężnej

- Wzrost cen surowców w I poł. roku, silniejszy wzrost inflacji bazowej w USA pod koniec II kw., jak również negatywny scenariusz na europejskim rynku gazu i węgla poskutkowały kolejną korektą w górę prognoz inflacji na świecie.
- W rezultacie, pomimo coraz wyraźniejszych sygnałów spowolnienia gospodarczego, banki centralne przyspieszyły tempo zacieśnienia polityki pieniężnej w połowie br.
- Nasilenie kryzysu surowcowego w Europie, silniejsze spowolnienie aktywności gospodarczej w Chinach (restrykcje epidemiczne, sytuacja na rynku nieruchomości) oraz bardziej restrykcyjna polityka pieniężna głównych banków centralnych są powodem korekty w dół prognoz globalnego wzrostu gospodarczego w II poł. br. i w 2023 r.
- Jednocześnie wzrosło zróżnicowanie regionalne i sektorowe prognoz (silne pogorszenie prognoz dla Europy - wyraźnie słabsza sytuacja przemysłu, najbardziej energochłonnego sektora).

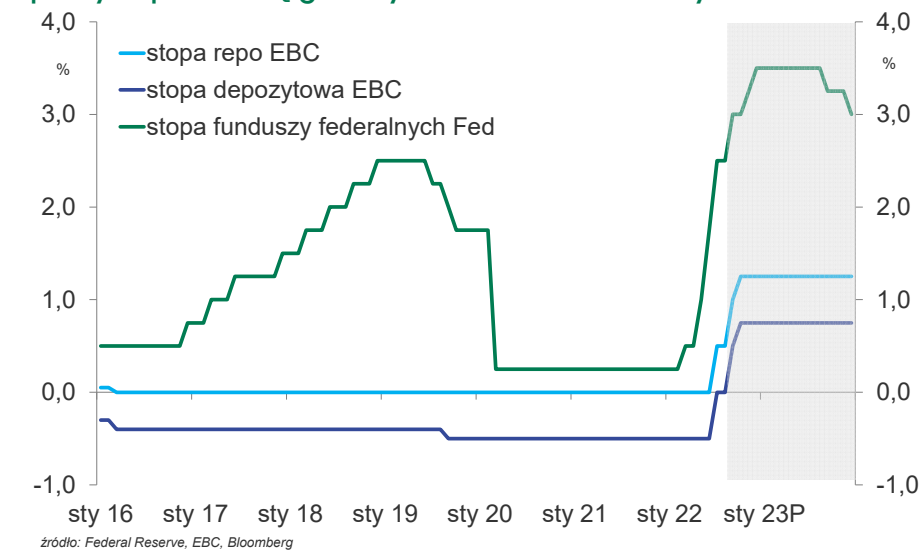
Prognozy inflacji ponownie wyższe, w szczególności w strefie euro...



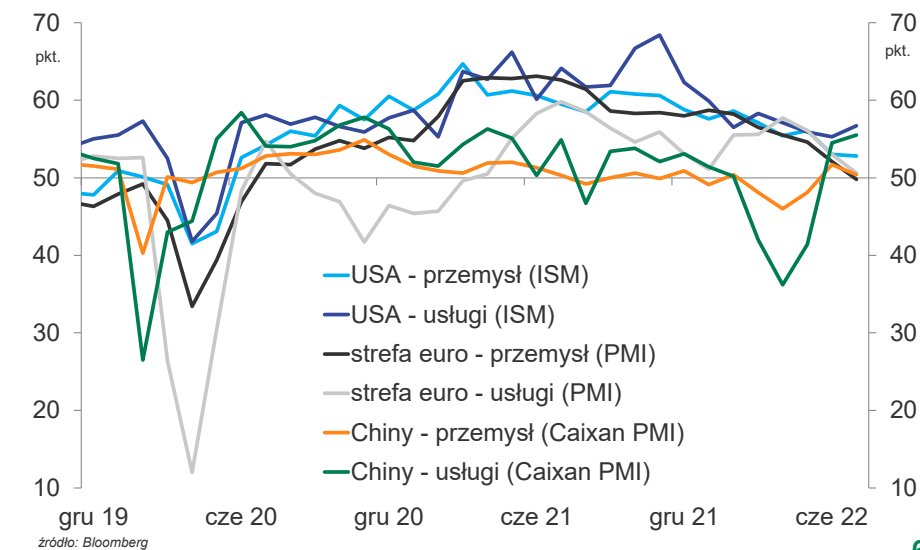
W II poł. 2022 i w 2023 r. wyraźnie słabsze prognozy dla gospodarki globalnej....



...ale w 2023 r. efekty realne powinny silniej wpłynąć na politykę pieniężną głównych banków centralnych....



...przy sporym zróżnicowaniu geograficznym i sektorowym

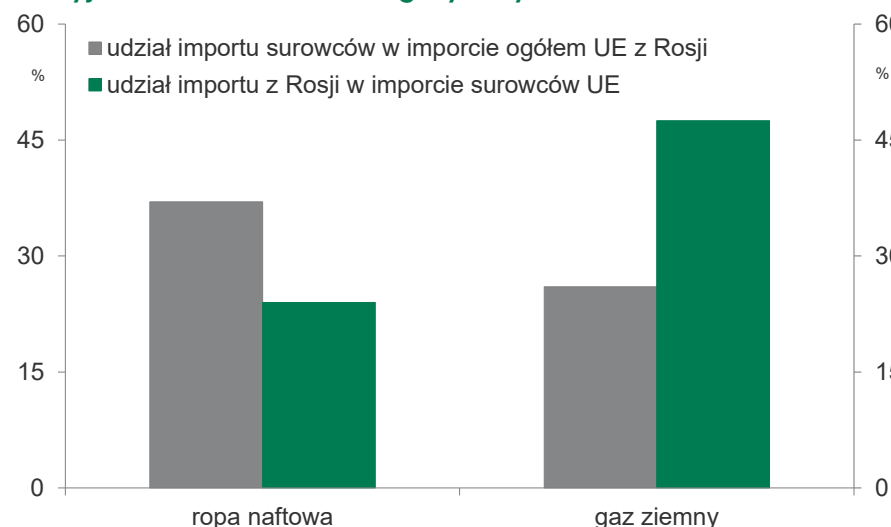




Sytuacja geopolityczna pozostaje czynnikiem ryzyka, w szczególności w Europie...

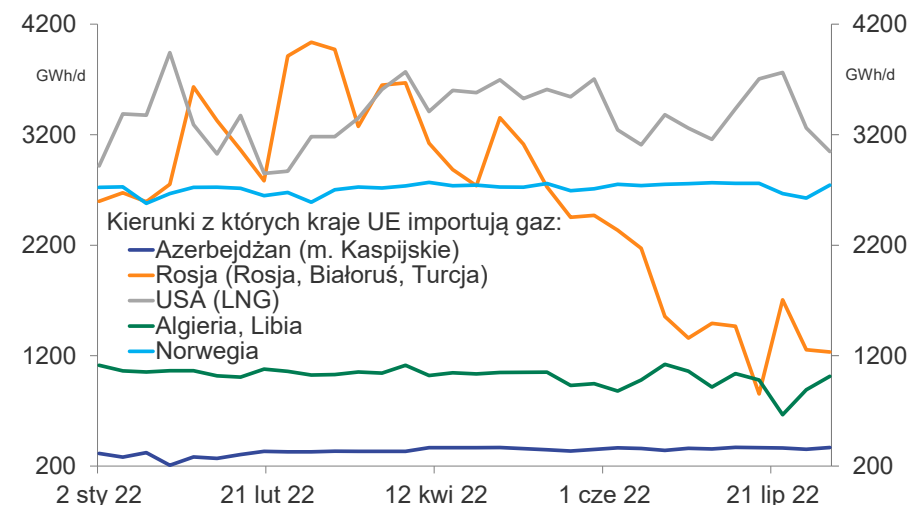
- W ostatnich miesiącach agresja Rosji na Ukrainę przeszła w stan wojny pozycyjnej.
- Uruchomienie eksportu żywności z Ukrainy przez Morze Czarne ograniczyło ryzyko kryzysu żywnościowego na świecie, choć sytuacja pozostaje bardzo trudna.
- Jednocześnie jednak materializuje się bardziej pesymistyczny scenariusz kryzysu energetycznego – głównie w Europie.
- Wstrzymanie importu węgla z Rosji przez UE i jednocześnie ograniczenie przez Rosję eksportu gazu do krajów UE implikuje gwałtowny wzrost cen gazu i energii elektrycznej i w efekcie wzrostem ryzyka destabilizacji gospodarczej w Europie.
- W ostatnich tygodniach istotnie wzrosło ryzyko geopolityczne na Indo-Pacyfiku. Skutkiem ewentualnej eskalacji napięcia w regionie mogłyby być ponowne ograniczenia w globalnych łańcuchach dostaw (istotne znaczenie Cieśniny Tajwańskiej) i ograniczenia podaży m.in. półprzewodników i mikroprocesorów.

Gospodarki europejskie silnie zależne od importu rosyjskich surowców energetycznych



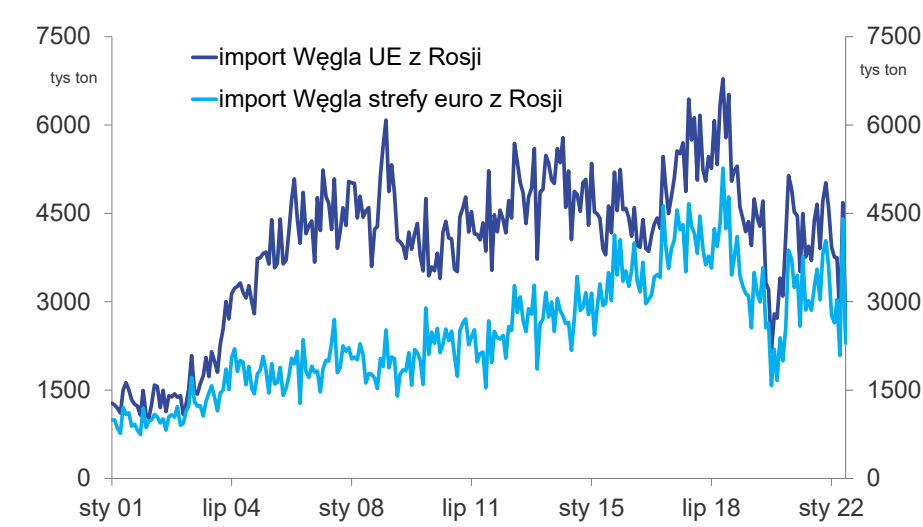
źródło: Barclays

...jeszcze większe wyzwania związane z ograniczeniem przez Rosję eksportu gazu (przez Nordstream I) do krajów UE



źródło: ENSTOG

Problem ceny i podaży węgla w Europie w konsekwencji zakazu importu rosyjskiego węgla do krajów UE...



źródło: Eurostat

Sytuacja geopolityczna na Pacyfiku silnym zagrożeniem dla globalnego handlu półprzewodników i mikroprocesorów



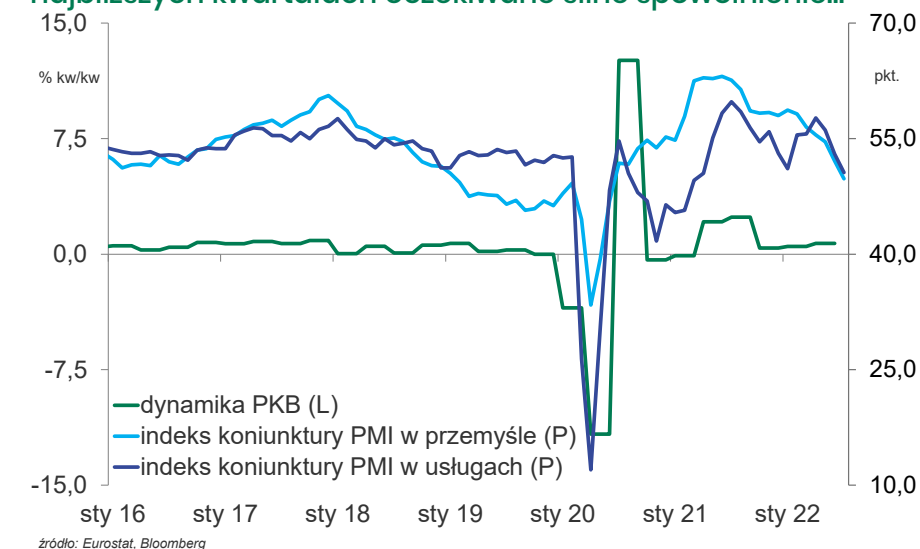
źródło: Forsal za UN Comtrade



...podwyższa ryzyko recesji i wysokiej inflacji kosztowej w strefie euro...

- Pomimo lepszych danych dot. wzrostu gospodarczego w strefie euro w I poł. roku (silniejszy pozytywny wpływ odbicia postpandemicznego m.in. w turystyce), prognozy na kolejne kwartały zdecydowanie pogorszyły się.
- Nasilenie kryzysu na rynku surowców energetycznych po ograniczeniu eksportu gazu z Rosji przez Nordstream 1 oraz ograniczenie importu węgla z Rosji poskutkowało gwałtownym wzrostem hurtowych cen gazu i węgla w regionie. Dla prognoz gospodarczych strefy euro kluczowa będzie ostateczna skala przesyłu gazu z Rosji, możliwości zastąpienia gazu z Rosji dostawami LNG oraz warunki atmosferyczne, które wpłyną na popyt na gaz w okresie jesienno-zimowym.
- W scenariuszu bazowym przyjęliśmy założenie utrzymania bieżącej skali przesyłu (20% przepustowości Nodstream 1), co będzie miało negatywny wpływ na aktywność przemysłu strefy euro euro (gł. w Niemczech), ale wg dostępnych analiz nie musi doprowadzić do recesji w strefie euro.
- Przy powyższych założeniach oczekujemy spadku dynamiki PKB w 2023 r. w strefie euro do ok. 0,0% r/r, wobec 1,3% r/r w II poł. 2022 r. oraz 4,7% r/r w I poł. 2022 r.
- Gdyby doszło do całkowitego zablokowania eksportu gazu z Rosji lub ograniczenia dostaw z pozostałych kierunków lub zima okazałaby się bardzo ostra konieczne w tych warunkach ograniczenia dostaw gazu dla przemysłu poskutkowałyby recesją. Scenariuszem pozytywnym byłoby przywrócenie przepustowości do poziomu 40%.
- Negatywnie na perspektywy gospodarcze strefy euro wpłynie także słabszy popyt zagraniczny (głównie z Chin) oraz niższe tempo konsumpcji prywatnej w związku z silniejszym wzrostem inflacji i spadkiem siły nabywczej dochodów konsumentów. Czynnikiem łagodzącymi skalę spowolnienia będzie natomiast bieżąca solidna kondycja rynku pracy oraz działania polityki gospodarczej mitygujące wzrost kosztów energii.

Po niezłych wynikach aktywności w I poł. roku, w najbliższych kwartałach oczekiwane silne spowolnienie...



...najwyższe ryzyko dla gospodarki Niemiec, najbardziej zależnej od kondycji sektora przemysłowego

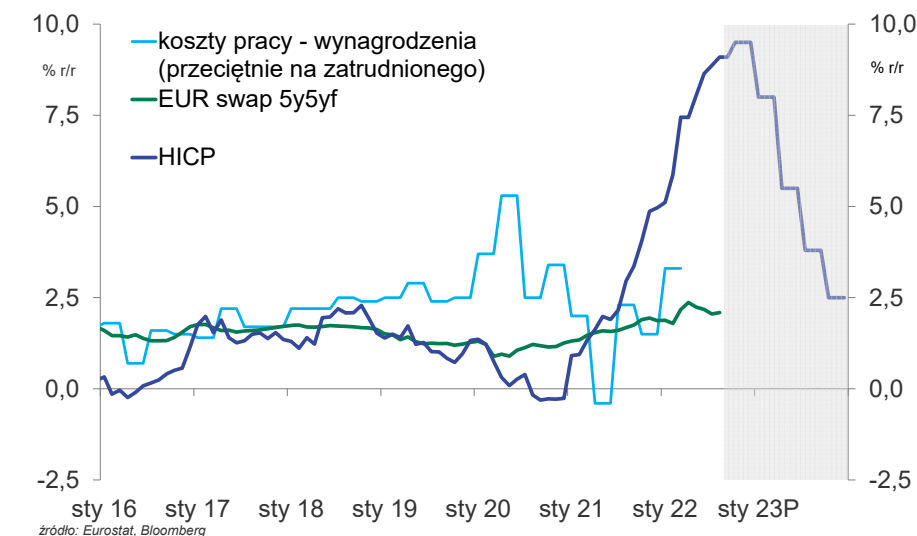




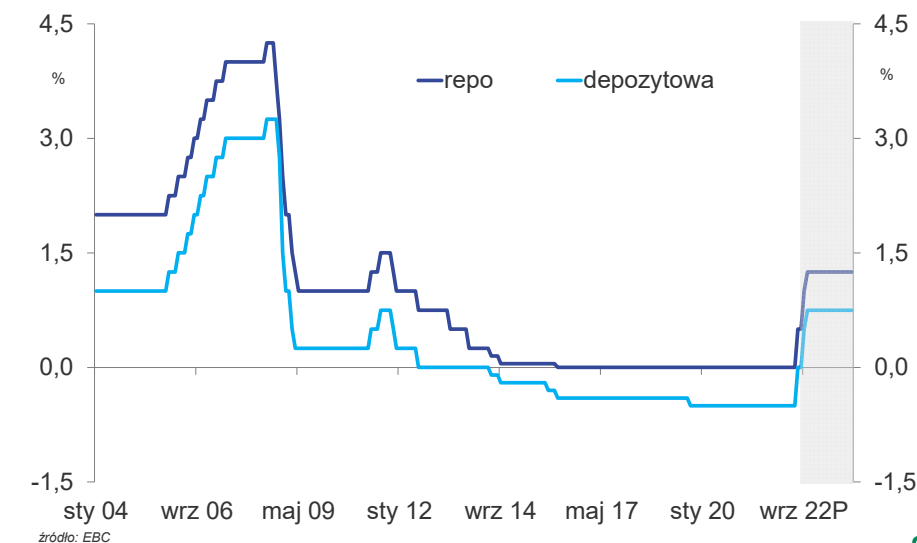
...szczególnie silnie komplikuje prowadzenie polityki monetarnej przez EBC

- Rada EBC na posiedzeniu w lipcu podwyższyła stopy procentowe o 50 pkt. baz. (stopę repo do 0,50% i stopę depozytową do 0,0%), pomimo wcześniejszej zapowiedzi (w czerwcu) mniejszej skali podwyżki.
- Na zaostrzenie stanowiska EBC wpłynęło pogorszenie perspektyw inflacyjnych (znaczące korekty prognoz inflacji w górę) oraz obawy przed wzrostem oczekiwań inflacyjnych i przed wystąpieniem efektów drugiej rundy w średnim okresie. Lipcowa decyzja wskazuje, że w krótkim okresie dla rady zdecydowanie wzrosło znaczenie ryzyka inflacyjnego wobec ryzyka spowolnienia aktywności.
- Z tego względu zakładamy, że do października włącznie EBC podwyższy jeszcze stopy o 75 pkt. baz. do poziomu 1,25% dla stopy repo.
- Biorąc pod uwagę wyraźne osłabienie prognoz wzrostu gospodarczego w strefie euro zakładamy, że na jesieni szanse na ograniczenie ryzyka trwałego wzrostu inflacji oraz postępujące spowolnienie aktywności zyskają na znaczeniu. Podobnie jak w lipcu, kiedy wzrost ryzyka kryzysu energetycznego w większym stopniu wpłynął na niepewność dot. wzrostu gospodarczego niż wzrost oczekiwań inflacyjnych.
- W lipcu decyzję dot. większej skali podwyżki stóp ułatwiła zapowiedź nowego programu TPI (Transmission Protection Instrument) ograniczającego (wg EBC) ryzyka fragmentacji rynku strefy euro. Głównym założeniem TPI ma być skup aktywów (głównie obligacji skarbowych), państwa – członka EMU, w którym zaburzona będzie transmisja polityki monetarnej i nie będzie spowodowane fundamentami makroekonomicznymi kraju.
- Warunki programu, tj. brak określenia skali programu i alokacji na poszczególne kraje, jak również brak sztywnych kryteriów, dają EBC dużą elastyczność. Z drugiej strony niejasne kryteria mogą podwyższać ocenę ryzyka co do sprawnego wdrożenia programu i niepewność rynkową, czy poszczególne kraje będą klasyfikowały się do pomocy z TPI.

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



...zakładamy że pod koniec roku skłonność do zacieśnienia polityki pieniężnej rady EBC będzie wygasać





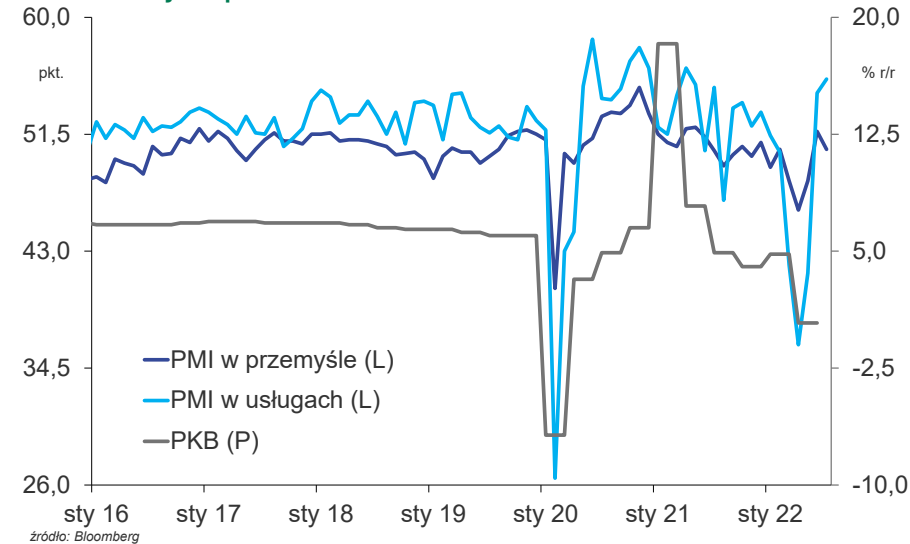
Wolniejsze post-pandemiczne odbicie gospodarcze w Chinach

- Odchodzenie od restrykcji epidemicznych w Chinach poskutkowało w II kw. poprawą wyników gospodarki.
- Jednocześnie jednak skala odbicia była ograniczona przy: – coraz wyraźniejszych trwałych negatywnych skutkach lockdownów, – pogorszeniu perspektyw wzrostu gospodarki globalnej, – krajowych nierównowagach (rynek nieruchomości), – słabego rynku pracy.
- Zakładamy, że jedynym czynnikiem wspierającym aktywność gospodarki będzie stymulacja polityki fiskalnej (wydatki inwestycyjne) i monetarnej. Sądzymy, że po obniżce stóp w sierpniu jest jeszcze przestrzeń dla kolejnej redukcji stóp w warunkach ograniczonego wzrostu inflacji w Chinach.
- Zakładamy, że w 2022 r. wzrost PKB w Chinach wyniesie nieco ponad 3,0% r/r (korekta w dół o 0,9 pkt. proc.), po czym w 2023 r. lekko przyspieszy w kierunku 5,0% r/r, przy wciąż przeważających ryzykach słabszego wzrostu, także w kontekście sytuacji geopolitycznej.

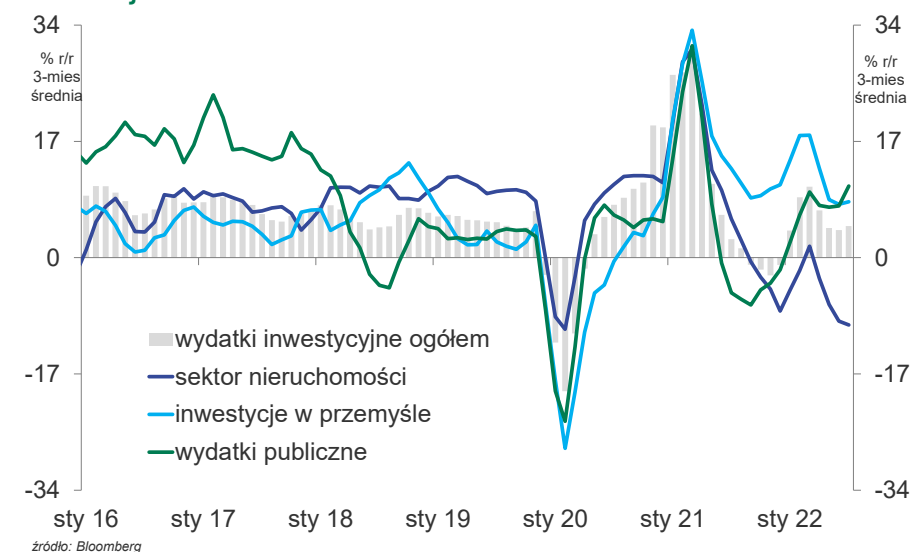
2022-08-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

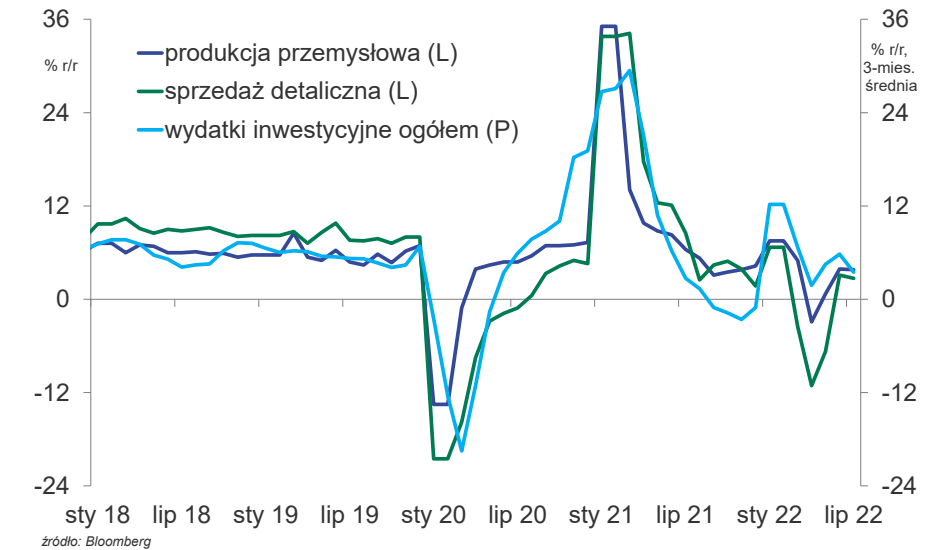
Odchodzenie od restrykcji epidemicznych pozytywne dla nastrojów przedsiębiorstw...



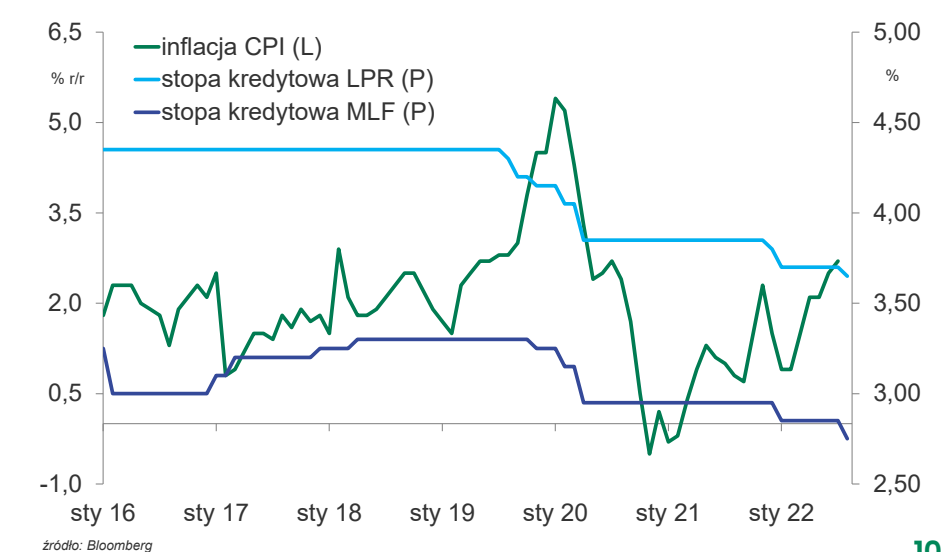
Kryzys na rynku nieruchomości, silniejsze wsparcie polityki fiskalnej...



...choć tempo ożywienia rozczerowało



...i przestrzeń da luzowania polityki pieniężnej





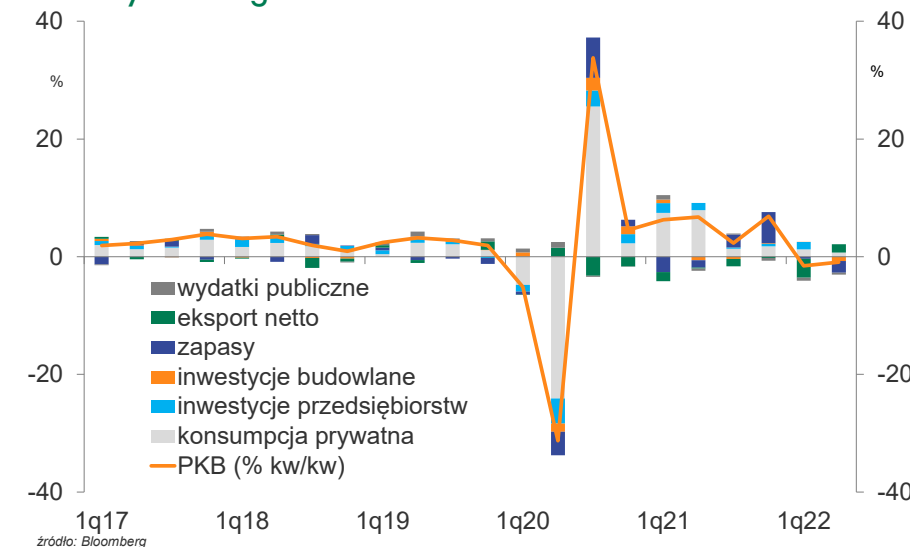
Stabilna bieżąca sytuacja nie uchroni gospodarki USA przed spowolnieniem...

- W I poł. br. dynamika PKB silnie obniżyta się, póki co w kategoriach o najwyższej zmienności (eksport netto, zapasy).
- Wskaźniki koniunktury gospodarczej obniżyły się, choć pozostają relatywnie silne, spójne z solidnym wzrostem zatrudnienia.
- W II kw. pogłębił się natomiast pesymizm konsumentów, z powodu silnego wzrostu inflacji.
- Choć ryzyka dla gospodarki USA są zdecydowanie mniejsze na tle gospodarki światowej (mniejszy wpływ sytuacji geopolitycznej i cen surowców energetycznych), to w warunkach spowolnienia aktywności gospodarki globalnej, spadku dynamiki realnych dochodów i stopy oszczędności, silnej skali zacieśnienia polityki pieniężnej w 2022 r., oczekujemy spowolnienia konsumpcji prywatnej oraz inwestycji przedsiębiorstw przy utrzymujących się bardzo słabych danych z rynku nieruchomości.
- Zakładamy, że w 2023 r. dynamika PKB w USA obniży się do 0,6% r/r z 1,6% r/r szacowanych na 2022 r.

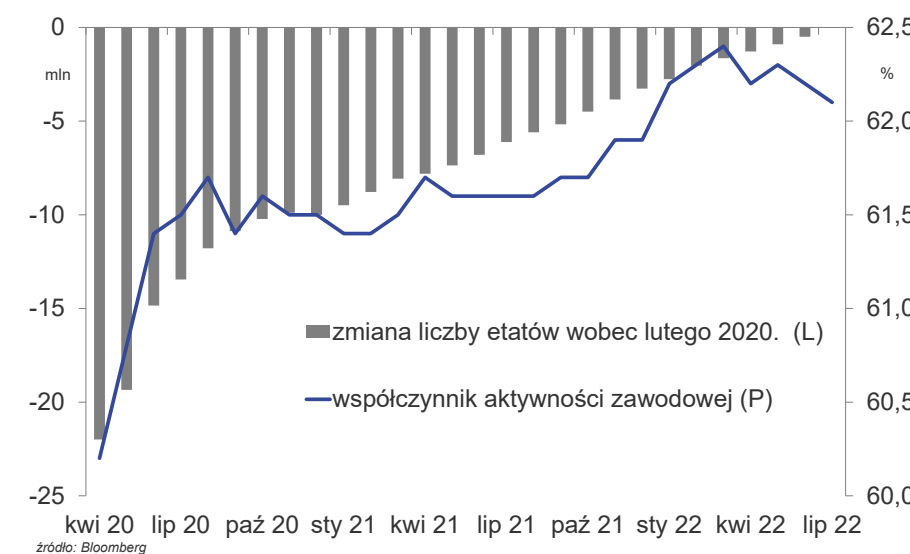
2022-08-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

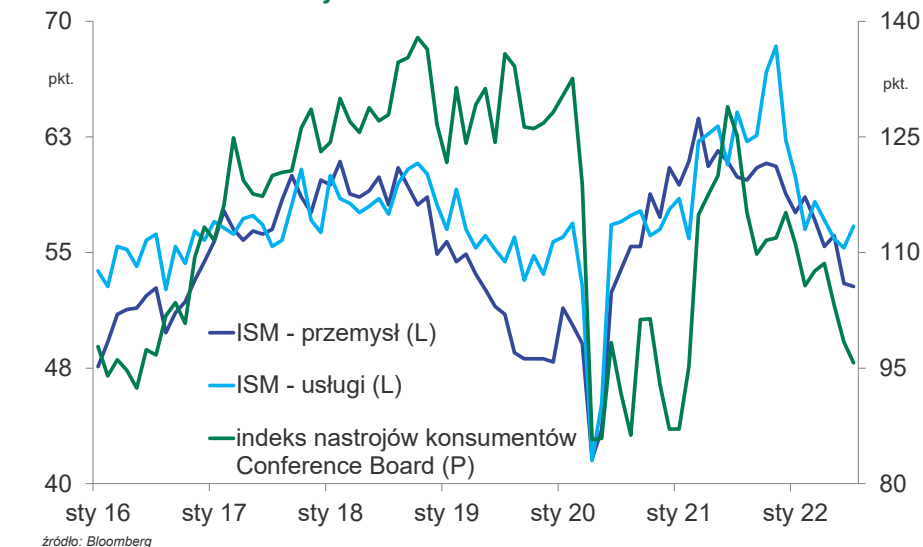
Póki co słabszy wzrost PKB głównie w najbardziej zmiennych kategoriach...



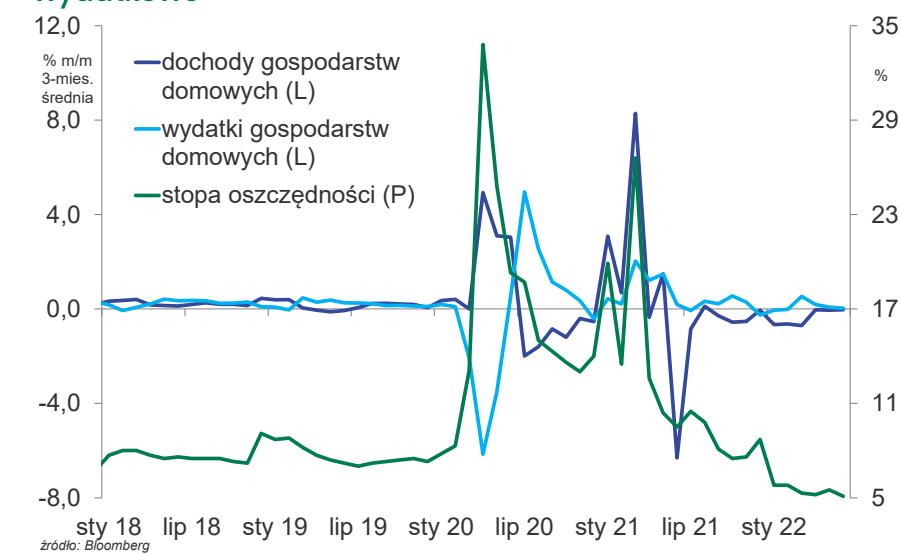
...którym pomimo dobrej sytuacji na rynku pracy...



...umiarkowane pogorszenie nastrojów przedsiębiorstw, bardzo słabe nastroje konsumentów...



...ciężka wysoka inflacja ograniczająca możliwości wydatkowe

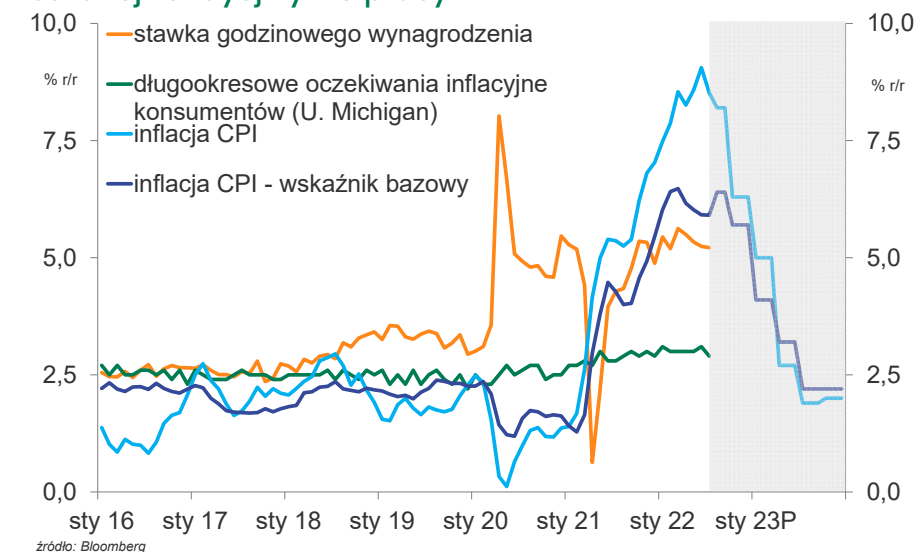




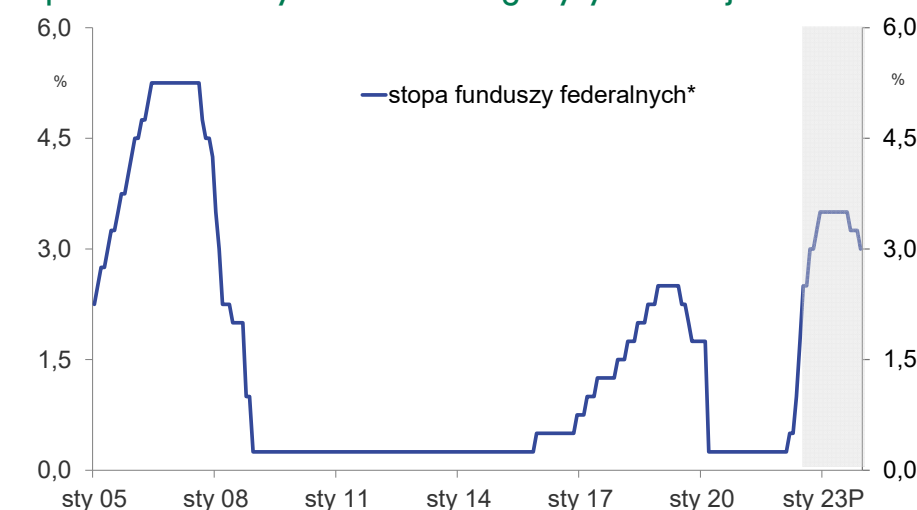
...Fed w średnim okresie ograniczy restrykcyjność polityki pieniężnej

- W czerwcu i lipcu Komitet Otwartego Rynku Fed (FOMC) podwyższył stopę funduszy federalnych dwukrotnie po 75 pkt. baz. do 2,25% – 2,50% w warunkach: – wzrostu inflacji, w szczególności inflacji bazowej, – wzrostu oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, – solidnej sytuacji na rynku pracy (wzrost zatrudnienia, spadek bezrobocia, solidne tempo wzrostu wynagrodzeń).
- Retoryka członków FOMC wskazuje na utrzymanie priorytetu walki z inflacją, nawet kosztem osłabienia aktywności gospodarczej. Jednocześnie jednak istotnym czynnikiem ułatwiającym FOMC agresywne podwyżki stóp jest bieżąca korzystna koniunktura na rynku pracy.
- Biorąc pod uwagę lipcowe ograniczenie wzrostu inflacji bazowej oraz lekkie osłabienie wskaźnika oczekiwań inflacyjnych, oczekujemy we wrześniu obniżenia skali jednostkowej podwyżki stóp do 50 pkt. baz. Zakładając wyhamowanie dalszego wzrostu inflacji oraz pojawiające się sygnały silniejszego spowolnienia wydatków konsumentów oczekujemy obniżenia jednostkowej skali podwyżek stóp w IV kw. do 25 pkt. baz. (na posiedzeniach w październiku i grudniu).
- W naszej ocenie utrzymanie powyższych tendencji gospodarczych ograniczy dalsze podwyżki stóp z początkiem 2023 r., jednocześnie przy zakładanym scenariuszu spadku inflacji oraz silniejszego osłabienia aktywności i wzrostu stopy bezrobocia w trakcie 2023 r. widzimy przestrzeń do poluzowania polityki pieniężnej w USA pod koniec 2023 r.
- Dla powyższej prognozy kluczowa jest materializacja założeń dot. ograniczenia presji popytowej w gospodarce, spadku wskaźnika oczekiwań inflacyjnych i dynamiki wynagrodzeń oraz uniknięcia ewentualnych kolejnych szoków podaży (np. z wiązanych z sytuacją geopolityczną).

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



...w trakcie 2023 r. będzie rość natomiast znaczenie spowolnienia aktywności i niższego ryzyka inflacji



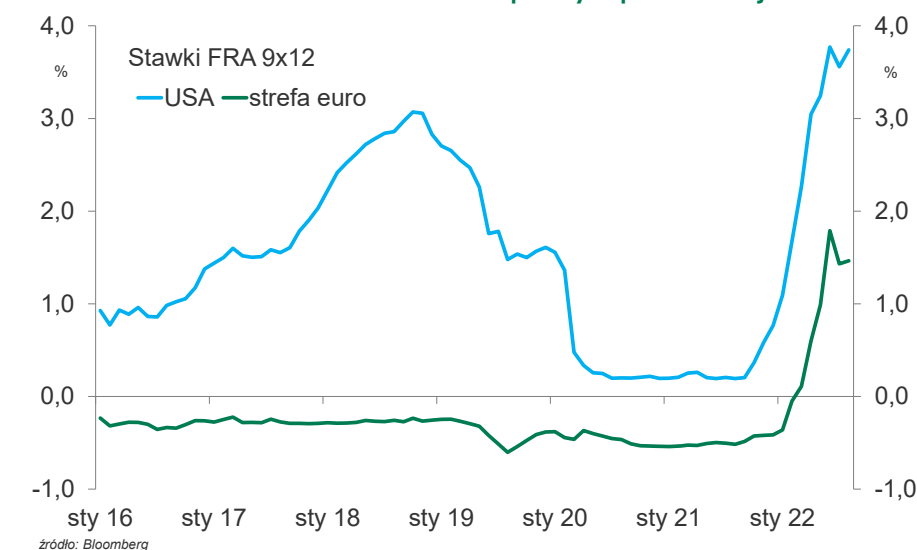
*od grudnia 2008 górna granica przedziału dla stopy funduszy federalnych
źródło: Federal Reserve, BOS Bank



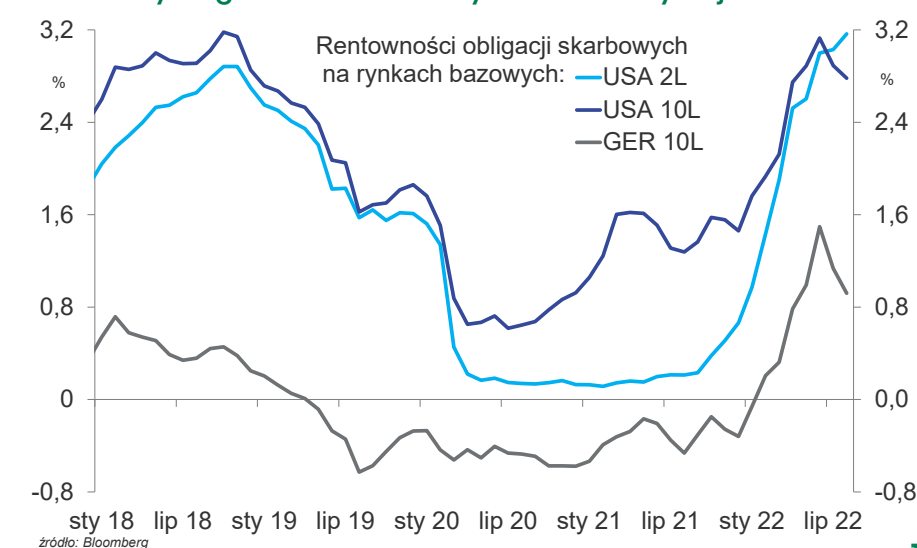
Osłabienie koniunktury gospodarczej ograniczyło wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych

- Do czerwca rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych dynamicznie rosły w warunkach ciągle pogarszającego się scenariusza dla inflacji oraz przyspieszenia zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed i EBC.
- W III kw. trend wzrostowy osłabł, rentowności utrzymywały się na podwyższonym poziomie, niemniej poniżej wcześniejszych lokalnych maksimów. Ta zmiana była z kolei spowodowana coraz wyraźniejszymi sygnałami spowolnienia aktywności gospodarki globalnej i oczekiwaniami na złagodzenie kursu banków centralnych w średnim okresie.
- W przypadku strefy euro, gdzie ryzyko kryzysu surowcowego silnie podwyższyło prognozy inflacji, równoczesny wzrost obaw przed scenariuszem recesji ograniczył średniookresowe oczekiwania na skalę zacieśnienia polityki EBC.
- Jednocześnie słabsze dane ze sfery realnej oraz wysokie bieżące odczyty inflacji oraz restrykcyjna polityka pieniężna poskutkowały jeszcze większą skalą wypłaszczenia lub odwrócenia krzywych dochodowości na rynkach obligacji.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia silnego spowolnienia aktywności w II poł. 2022 r. oraz w 2023 r. oczekujemy utrzymania niższych rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, nasilenia korekty spadkowej rentowności na przełomie roku, kiedy banki centralne będą – zgodnie z naszą prognozą – kończyć cykl podwyżek.
- W szczególności oczekujemy korekty spadkowej rentowności w USA, gdzie potencjał do korekty oczekiwań co do skali bieżących podwyżek oraz prawdopodobieństwo redukcji stóp w II połowie 2023 r. jest wysokie.

Po wielu miesiącach wzrostów, w III kw. ograniczenie oczekiwań dot. skali zacieśnienia polityki pieniężnej...



...i ograniczenie presji na rentowności obligacji skarbowych głównie na dłuższym końcu krzywej

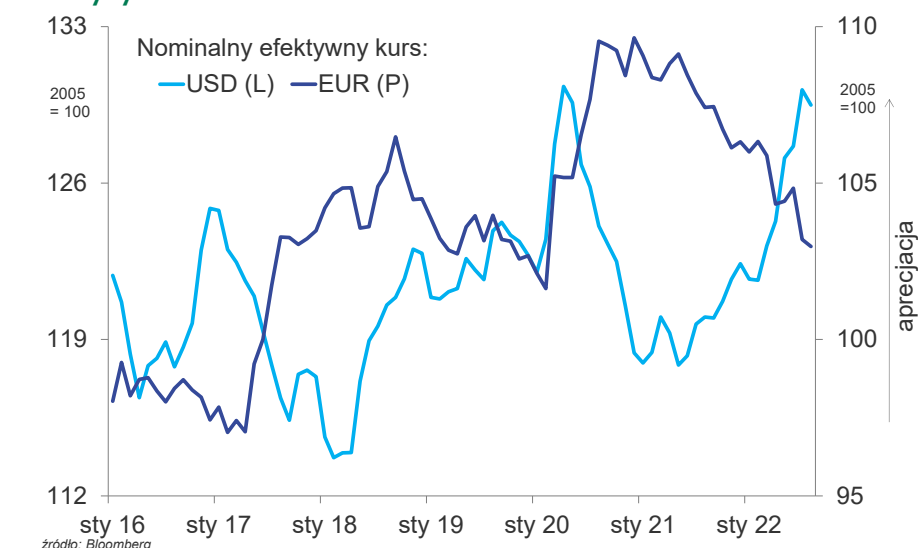




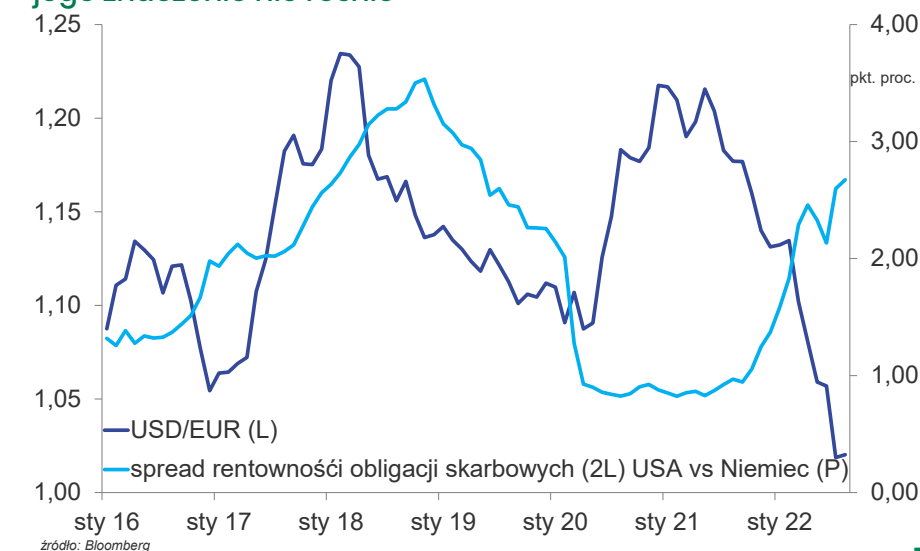
Cykl gospodarczy oraz globalna awersja do ryzyka silnym wsparciem dla dolara...

- Przełom II i III kw. przyniósł dalsze wzmocnienie dolara oraz osłabienie kursu euro. W rezultacie w II połowie sierpnia kurs euro wobec dolara spadł poniżej parytetu 1,0 USD/EUR.
- W tym okresie nasiliły się jeszcze oczekiwania dot. dysparytetu stóp procentowych (USA vs. EMU), niemniej w już zdecydowanie mniejszej skali niż na przełomie 2021 i 2022 r. Wydaje się, że w większym stopniu notowaniom dolara sprzyjała podwyższona globalna awersja do ryzyka, jak również kumulacja czynników ryzyka w pozostałych regionach, np. kryzys energetyczny w Europie, czy też silniejsze spowolnienia aktywności w Chinach.
- Biorąc pod uwagę nasz scenariusz bazowy silniejszego spowolnienia gospodarki USA na przełomie 2022 i 2023 r. jednocześnie uniknięcia scenariusza gwałtownego spowolnienia na świecie, uniknięcia recesji w strefie euro oraz stabilizowania się sytuacji rynkowej, w średnim okresie oczekujemy ograniczenia presji na aprecjację dolara. Jednocześnie uważamy, że dla trwałego i silniejszego wzmocnienia euro kluczowej jest ograniczenie ryzyka związanego z kryzysem energetycznym, stąd trudno oczekiwać silniejszego wzmocnienia euro wobec dolara w najbliższych miesiącach.
- Zakładamy, że na koniec 2023 r. kurs euro wobec dolara wzrośnie w kierunku 1,07 USD/EUR, wobec prognozy 1,02 USD/EUR na koniec 2022 r.
- Przy tak silnej kumulacji czynników ryzyka (wzrost gospodarczy, sytuacja geopolityczna w Europie, sytuacja geopolityczna w Azji) ryzyko utrzymania historycznie mocnych poziomów dolara uważamy za wysokie.
- W przypadku spowolnienia aktywności gospodarczej w USA oraz zakończenia cyklu podwyżek Fed / wzrostu oczekiwań na ich obniżki w 2023 r. dolar powinien tracić. Jeżeli jednak skala tego spowolnienia będzie zbyt silna, podsycając globalną awersję do ryzyka, paradoksalnie może to wciąż wzmacniać notowania amerykańskiej waluty.

Kryzys energetyczny osłabia euro, a globalna awersja do ryzyka wzmacnia dolara ...



...efekt dysparytetu stóp dla kursu wciąż ważny, choć jego znaczenie nie rośnie





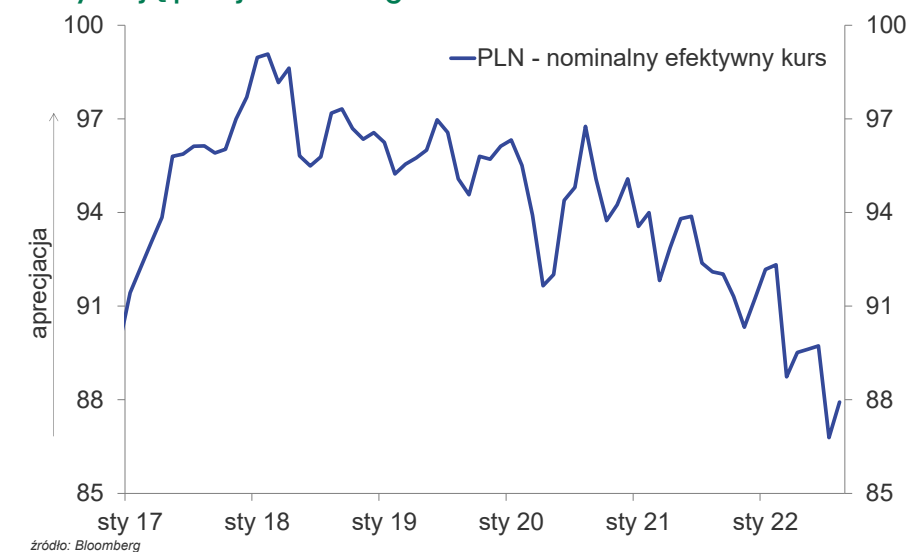
...a ryzyka gospodarcze i rynkowe w Europie negatywne dla kursu złotego

- Od wybuchu wojny kurs złotego utrzymuje się na słabszym poziomie, jedynie okresowo i nieznacznie wzmacniając się na przełomie maja i czerwca poniżej 4,60 PLN/EUR. W tym okresie utrzymywał się bowiem niższy popyt na aktywa o wyższym profilu ryzyka, i słabszy napływ kapitału zagranicznego na rynki wschodzące. Dodatkowo eskalacja kryzysu energetycznego w Europie w III kw. silniej ciążyła aktywom finansowym regionu, co także istotnie osłabiło złotego.
- Pod koniec sierpnia kurs złotego wzrósł powyżej 4,70 PLN/EUR, a silne wzmocnienie dolara oraz franka szwajcarskiego na globalnym rynku przełożyło się na jeszcze silniejsze osłabienie złotego wobec tych walut powyżej 4,80 PLN/USD oraz powyżej 4,90 PLN/CHF.
- Z czynników lokalnych, negatywnie na kurs złotego wpłynął ponowny wzrost niepewności co do napływu środków z tytułu Krajowego Planu Odbudowy (tylko okresowa poprawa nastrojów po zatwierdzeniu przez Komisję Europejską polskiego KPO) oraz okresowy wzrost obaw przed pogorszeniem wyniku na rachunku obrotów bieżących.
- Choć nadal uważamy, że czynniki fundamentalne powinny wspierać aprecjację złotego, to zakładamy, że dopiero ograniczenie ryzyka dla regionu (kryzys energetyczny) oraz wygaśnięcie globalnej premii za ryzyko lub uruchomienie środków z KPO może silniej trwale wzmocnić złotego. Z tego względu zakładamy, że do końca br. złoty będzie utrzymywał się wokół poziomu 4,70 PLN/EUR i silniej do 4,55 PLN/EUR wzmocni się dopiero pod koniec 2023 r. przy założeniu braku eskalacji kolejnych czynników ryzyka na świecie.
- Podtrzymujemy ocenę, że oczekiwane zakończenie cyklu podwyżek stóp NBP i ich obniżki w 2023 r. nie będą miały trwałego wpływu na notowania złotego. Ponadto choć efekty cenowe będą negatywnie wpływały na wynik rachunku obrotów bieżących, to oczekiwane wyraźne osłabienie popytu krajowego, w tym szczególnie importochłonnych zapasów, oraz wysoka importochłonność krajowego eksportu poskutkują poprawą wyniku bilansu płatniczego w 2023 r., zatem nie stanowią fundamentalnego ryzyka dla złotego.

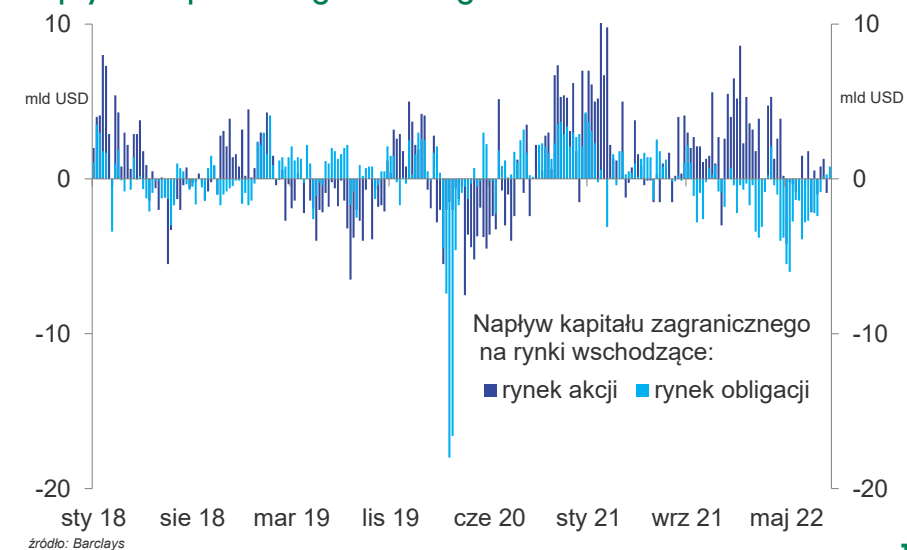
2022-08-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Globalna awersja do ryzyka i czynniki ryzyka w Europie utrzymują presję na złotego...



...tak jak wielu walut rynków wschodzących w sytuacji odpływu kapitału zagranicznego

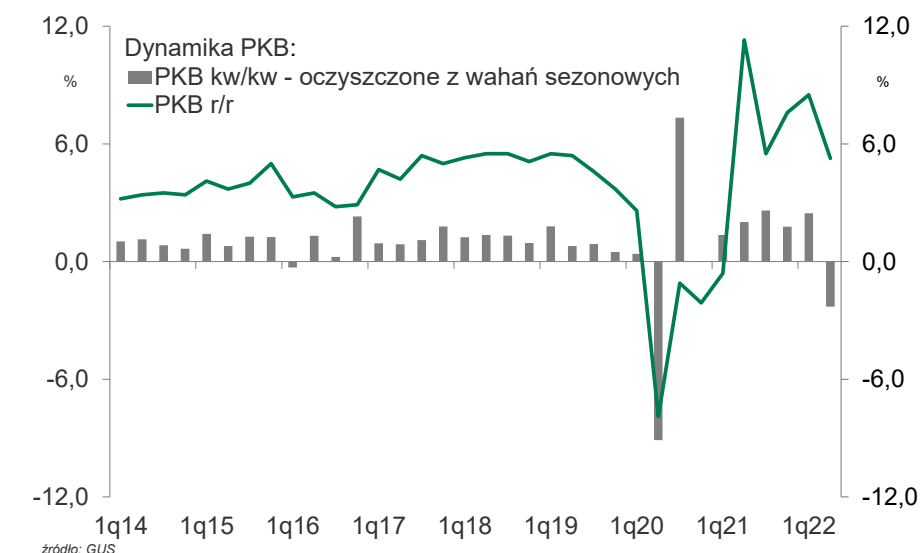




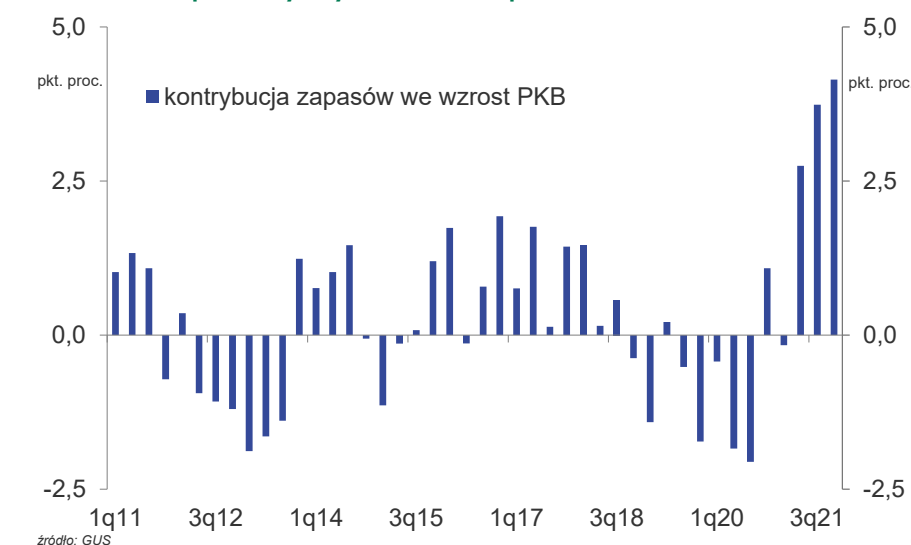
W II kw. silne osłabienie krajowego wzrostu gospodarczego...

- W II kw. wzrost polskiego PKB obniżył się silniej od oczekiwań do 5,3% r/r z 8,5% r/r w I kw. W skali kwartału PKB po oczyszczeniu z efektów sezonowych obniżył się aż o 2,3%, po wzroście z początkiem roku o ok. 2,5%.
- Sam spadek PKB w II kw. jest zgodny z oczekiwaniami oraz wyraźnymi sygnałami pogorszenia koniunktury w gospodarce krajowej i globalnej (na podstawie miesięcznych danych ze sfery realnej gospodarki, czy wskaźników koniunktury gospodarczej). Dalszego spowolnienia aktywności należy oczekiwać także w kolejnych kwartałach, biorąc pod uwagę dotychczasowe oraz utrzymujące się negatywne efekty kosztowe.
- Przy okazji publikacji szacunku *flash* GUS nie podaje zmian składowych PKB, stąd nie wiemy które kategorie w II kw. ukształtowały się na poziomie niższym od oczekiwań.
- Jeżeli głębsze spowolnienie jest głównie efektem silniejszego spadku kontrybucji zapasów, słabszy wynik PKB za II kw. nie musi to mieć silnego wpływu na prognozy średnioterminowe.
- Tak jak wskazywaliśmy na nietrwałość pozytywnego efektu kumulacji zapasów na przełomie 2021 / 2022, tak dostosowanie tej kategorii w najbliższych kwartałach także nie musi mieć silnego przełożenia na ważniejsze kategorie dla oceny koniunktury gospodarczej, takie jak inwestycje, czy spożycie gospodarstw domowych.

W II kw. silny spadek PKB kw/kw...



...mógł wynikać z wygaśnięcia efektu kumulacji zapasów, które silnie podbiły wyniki PKB na przełomie 2021/2022

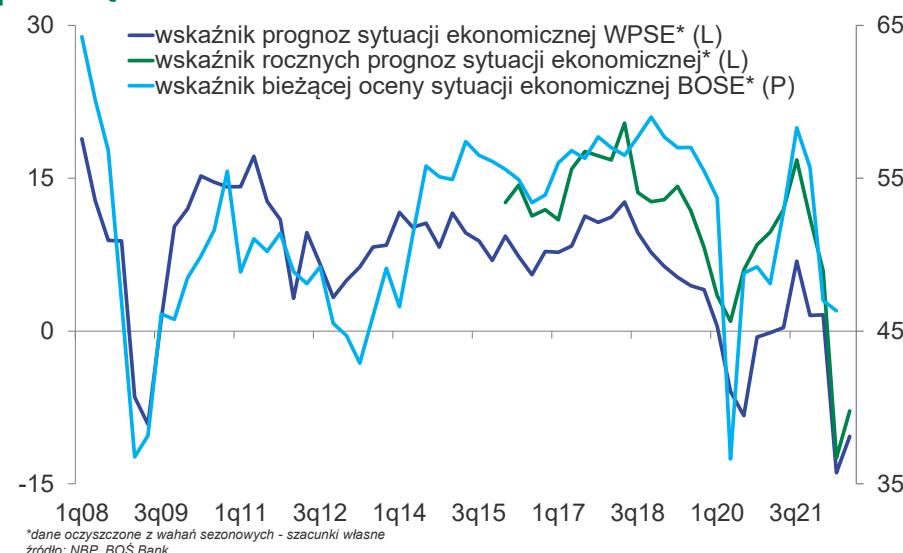




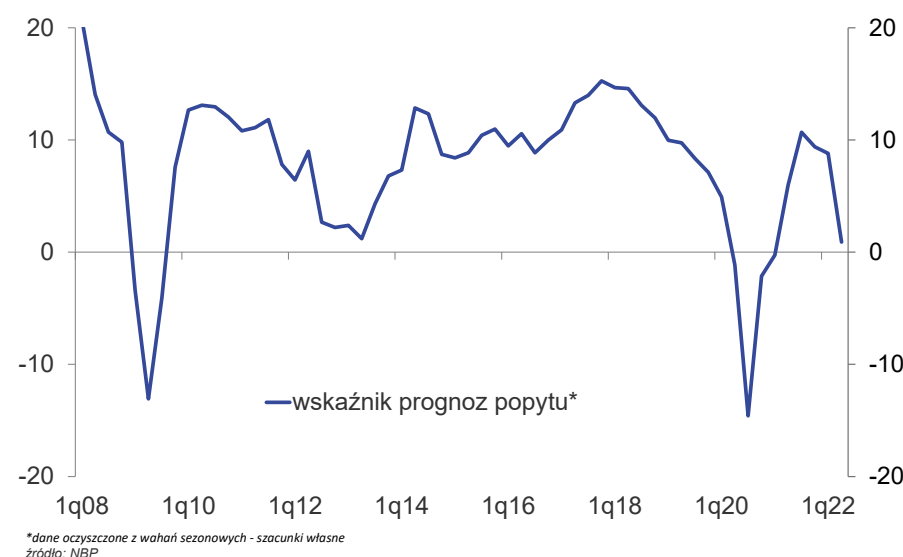
...zgodnie z sygnałami płynącymi z przedsiębiorstw o pogorszeniu koniunktury...

- Najnowszy raport NBP (*Szybki monitoring*) nt. sektora przedsiębiorstw potwierdził wcześniejsze sygnały pogorszenia oczekiwań przedsiębiorców.
- Niewielka poprawa indeksów oczekiwań wynikała zapewne z korekty wcześniejszego silnego wpływu wybuchu wojny na nastroje w I kw., na co wskazuje spadek znaczenia tego czynnika w barierach rozwoju.
- Wciąż jednak wskaźniki prognoz utrzymują się blisko historycznie niskich poziomów.
- Niezmiennie głównym źródłem pogorszenia nastrojów jest presja na wzrost cen surowców. Choć w II kw. wyraźnie pogorszyły się oczekiwania dot. popytu, to wskaźnik popytu cały czas kształtuje się powyżej poziomów notowanych we wcześniejszych okresach spowolnienia.
- Pozytywnym sygnałem jest także ograniczenie spadku nastrojów gospodarczych w wybranych sektorach usługowych, w tym korzystających na postpandemicznym odbiciu aktywności.

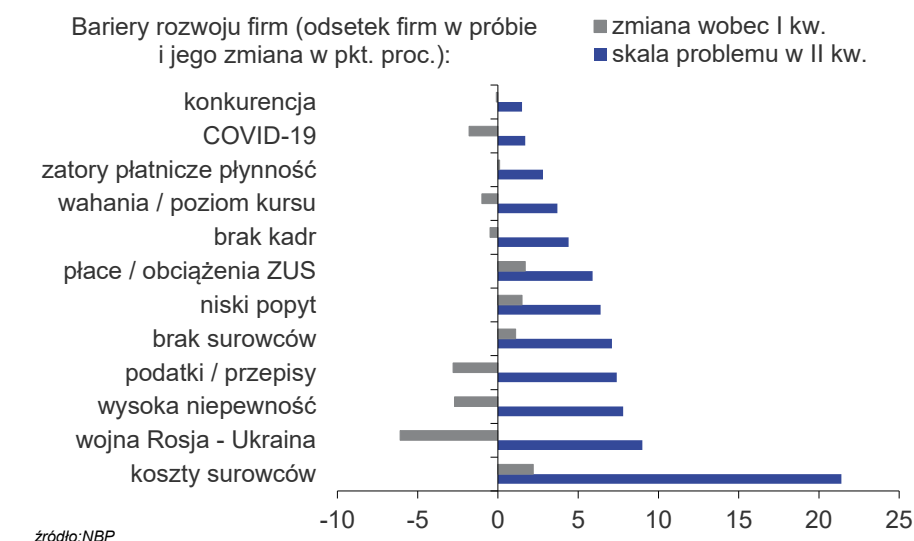
W II kw. utrwalające się słabe oczekiwania przedsiębiorców...



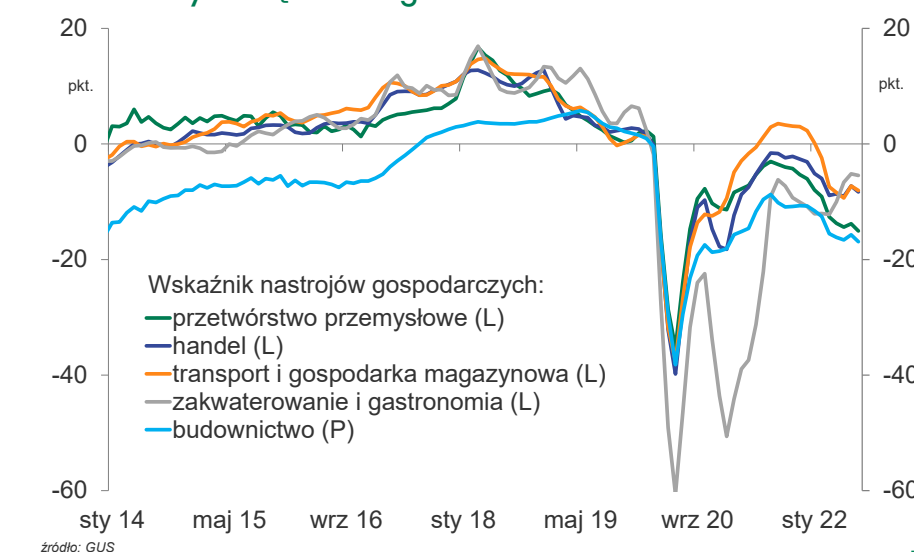
...ale przy rosnącym także znaczeniu słabszego popytu



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



Pozytywną informacją ograniczenie spadków wskaźników koniunktury w części usług

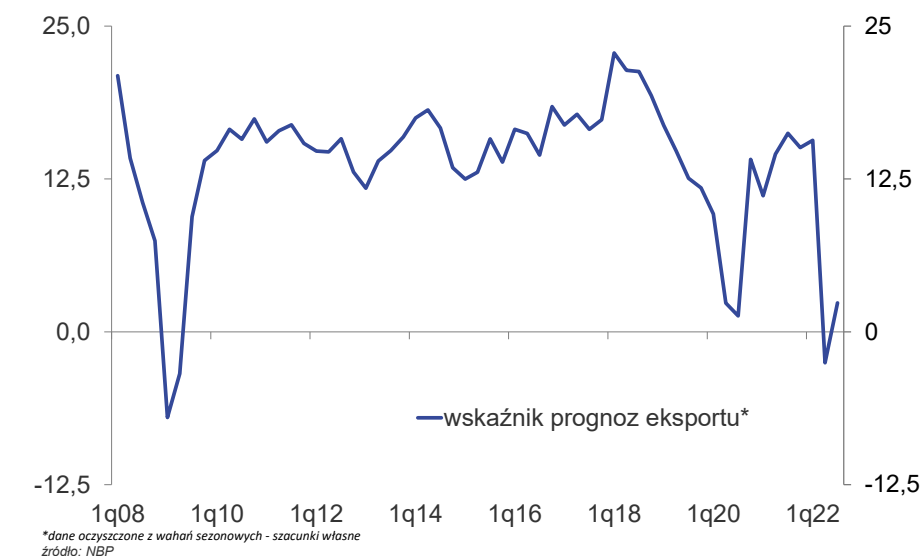




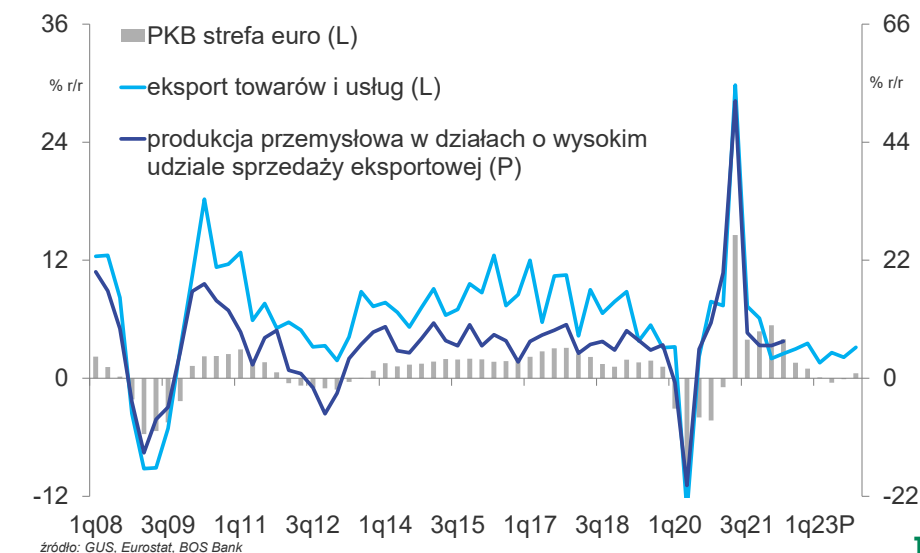
Utrzymanie słabszych prognoz popytu zagranicznego...

- Według raportu NBP prognozy przedsiębiorstw wskazują na mniej pesymistyczne perspektywy eksportu, co zapewne wynikało z korekty wcześniejszego pesymizmu tuż po wybuchu wojny. W dalszym ciągu jednak wskaźnik prognoz eksportu pozostaje bardzo słaby, na co wpływają oczekiwania dot. spowolnienia gospodarki globalnej, w tym przede wszystkim strefy euro.
- W najbliższych miesiącach wyniki eksportu może jeszcze wspierać wygasanie ograniczeń podaży oraz globalnego handlu i realizacja opóźnionych zamówień. Na takie efekty wskazuje podwyższona zmienność wyników produkcji sprzedanej przemysłu w poszczególnych działach o najwyższym udziale sprzedaży eksportowej.
- W średnim okresie oczekujemy natomiast osłabienia dynamiki eksportu, biorąc pod uwagę zakładane wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro. Ponadto, podwyższone ryzyko dla perspektyw gospodarek europejskich (szczególnie dla Niemiec – najważniejszego partnera handlowego Polski) przekładają się także na wyższe ryzyko prognozy eksportu.
- Oczekujemy, że w I. 2022 – 2023 dynamika eksportu wyniesie ok. 3,0% r/r, wobec wzrostu o 12% w 2021 r.

W II kw. utrzymujący się pesymizm dot. perspektyw eksportu...



...któremu nie służą słabsze perspektywy gospodarcze w strefie euro





...efekty inflacyjne silnie negatywne dla popytu konsumpcyjnego...

- W II kw. wciąż pogarszały się nastroje gospodarstw domowych i obniżała się skłonność do konsumpcji. W tym okresie zapewne w mniejszym stopniu powodem tego spadku była jako taka sytuacja geopolityczna, a w większym jej skutek, tj. silny wzrost inflacji.
- Sytuacja na krajowym rynku pracy pozostaje korzystna. Jednocześnie jednak silniejszy wzrost inflacji przekłada się na silny spadek siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych, co znacząco ogranicza wydatki gospodarstw domowych. Ten efekt będzie bardzo silnie osłabiał wyniki spożycia gospodarstw domowych przynajmniej do połowy 2023 r. Prognozujemy, że w II połowie 2022 r. oraz w całym 2023 r. dynamika spożycia gospodarstw domowych wyniesie ok. 1,5% r/r.
- Dodatkowym czynnikiem osłabiającym wyniki konsumpcji prywatnej jest wygasający efekt nadwyżkowych oszczędności (generowanych poprzez ograniczenie konsumpcji w okresach restrykcji epidemicznych), które silnie podbijały wzrost konsumpcji w 2021 r.
- Skala obniżenia realnych dochodów i długość tego okresu (np. porównując do silnego spadku realnych dochodów z okresu 2012/2013) implikuje ryzyko spadku konsumpcji w ujęciu realnym. W porównaniu do tego okresu czynnikiem łagodzącym skalę dostosowań jest dużo stabilniejsza sytuacja dochodowa i majątkowa gospodarstw domowych, efekt korzystnej sytuacji na rynku pracy, w zakresie poziomu zadłużenia i oszczędności.
- Ponadto skalę prognozowanego obniżenia dynamiki spożycia gospodarstw domowych ograniczają wydatki obywateli Ukrainy przebywających na terenie Polski. W naszej prognozie 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 obywateli Ukrainy będzie generować dodatkowo (w przeliczeniu na konsumenta) połowę wartości wydatków krajowych gospodarstw domowych. Od II kw. 2023 r. zakładamy, że tempo wzrostu tych wydatków będzie przebiegało zgodnie z cyklicznym trendem dynamiki wydatków gospodarstw domowych ogółem.

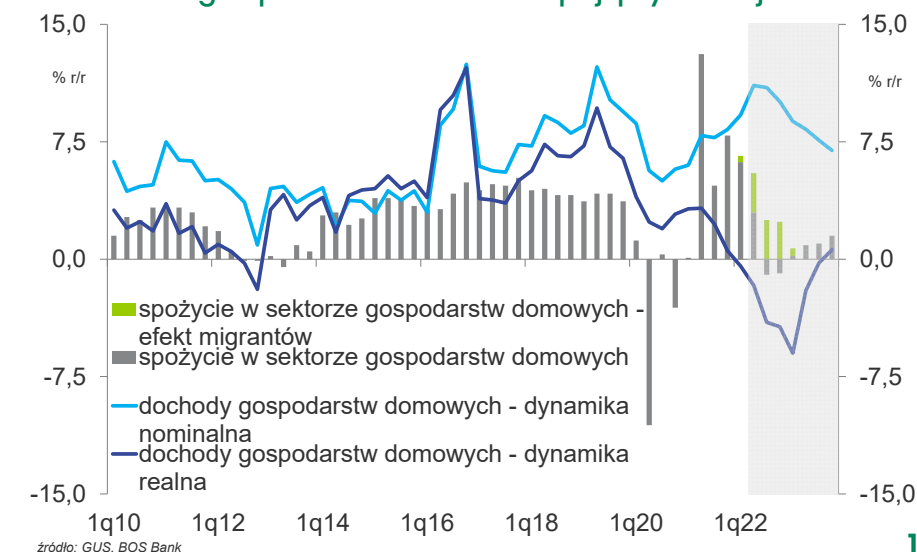
2022-08-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Utrzymujący się spadek wskaźników nastrojów konsumentów, wygasające nadwyżkowe oszczędności...



...przy spadku siły nabywczej dochodów powodem oczekiwanego spowolnienia konsumpcji prywatnej





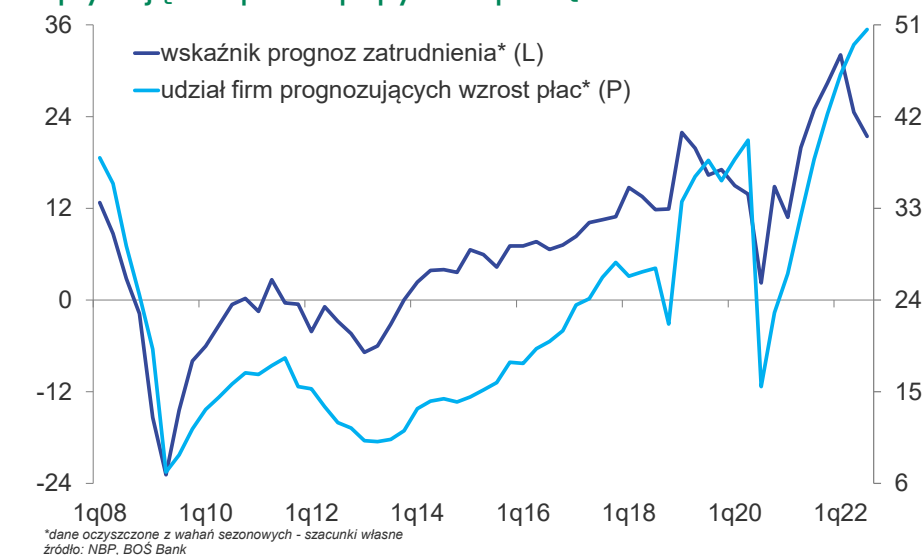
...stabilizowanego korzystną sytuacją na rynku pracy

- Choć oczekujemy wyraźnego spadku dynamiki spożycia gospodarstw domowych, to wciąż, porównując te prognozy do skali osłabienia realnego dochodu gospodarstw domowych skalę prognozowanego dostosowania można uznać za umiarkowaną.
- Kluczowe dla realizacji tego założenia jest spełnienie scenariusza o umiarkowanym pogorszeniu sytuacji na rynku pracy, inaczej niż w przeszłych okresach osłabienia koniunktury gospodarczej. np. 2012–2013.
- Wyniki badania NBP w sektorze przedsiębiorstw póki co wspierają te założenia. Pomimo wyraźnego pogorszenia oczekiwań firm, prognozy zatrudnienia osłabły w niewielkim stopniu, utrzymując się zdecydowanie powyżej średniej. Przy podwyższonej presji płacowej firmy wciąż zamierzają podwyższać wynagrodzenia, choć przewidywana skala podwyżek płac przestała rosnąć. Utrzymanie powyższych ocen będzie spójne z naszą prognozą relatywnie łagodnego (jak na skalę szoku inflacyjnego) dostosowania w zakresie sytuacji dochodowej gospodarstw domowych.
- Przy powyższych założeniach oczekujemy niewielkiego wzrostu stopy bezrobocia (nieprzekraczającego w 2023 r. 0,5 pkt. proc.). Taką prognozę wspierają oceny przedsiębiorców nt. łagodnego dostosowania popytu na pracę, jak również efekty demograficzne, czyli ograniczenie napływu na rynek nowych pracowników. Bardzo długo ograniczona podaż pracy była jedną z ważniejszych barier rozwoju przedsiębiorców, a po okresie pandemii wiele firm wskazywało na problemy w ponownym pozyskaniu pracowników. W minionych miesiącach, pomimo znaczącej skali wzrostu migracji, stopa bezrobocia obniżała się cały czas do historycznie niskich poziomów, co wskazuje na skuteczną absorpcję dodatkowej podaży pracy.
- O ile zatem nie zmaterializuje się bardziej pesymistyczny scenariusz rozwoju sytuacji gospodarczej sądzymy, że przedsiębiorstwa będą minimalizowały skalę redukcji etatów, co ograniczy skalę pogorszenia nastrojów konsumentów.

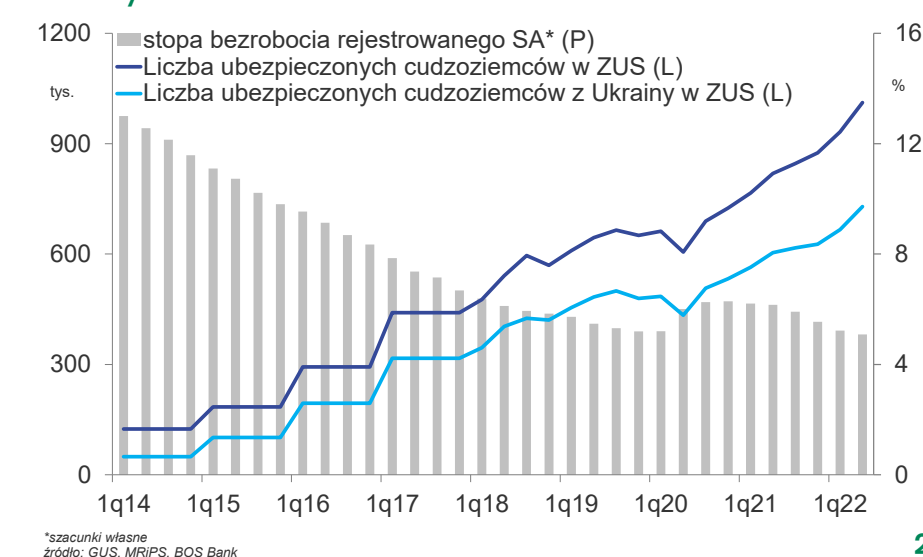
2022-08-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Słabsze nastroje firm póki co w ograniczonym stopniu wpływają na spadek popytu na pracę



Krajowy rynek pracy zaabsorbował napływ uchodźców z Ukrainy

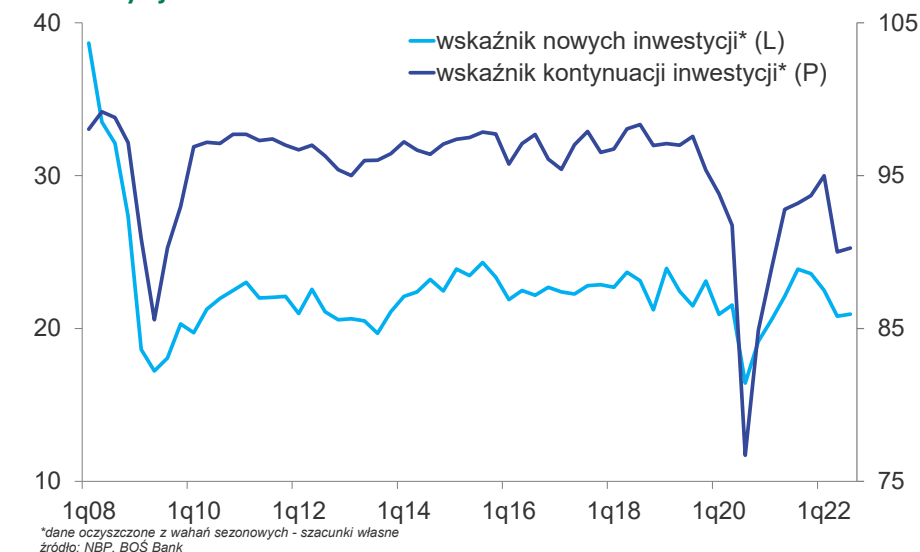




Firmy zdecydowanie bardziej ostrożne co do planów inwestycyjnych...

- Zgodnie z wynikami badania ankietowego NBP dot. koniunktury w sektorze przedsiębiorstw, w II kw., pomimo wyraźnego pogorszenia oczekiwań firm, nie obniżyły się już wskaźniki prognoz inwestycji. Po wyraźnym spadku w I kw. (tuż po wybuchu wojny), w II kw. indeksy skłonności do inwestycji nawet nieznacznie wzrosły.
- W warunkach osłabienia popytu zagranicznego i konsumpcyjnego, obniżających się marż (koszty produkcji) oczekujemy osłabienia wzrostu inwestycji przedsiębiorstw, niemniej dotychczasowe dane nie wskazują na gwałtowne ich załamanie. Szacujemy, że w całym 2022 i 2023 r. dynamika inwestycji przedsiębiorstw nieznacznie przekroczy 0%, przy ujemnej rocznej dynamice na przełomie roku.
- Oceniamy, że czynnikami łagodzącymi skalę spowolnienia inwestycji w sektorze przedsiębiorstw 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 Finansowej UE na lata 2014–2020), - popyt inwestycyjny w zakresie poprawy wydajności pracy przedsiębiorstw i efektywności energetycznej (w reakcji na rosnące koszty), - inwestycje w sektorze energetycznym i związanym z importem surowców.
- Oczekujemy, że od połowy 2022 r. będzie coraz mocniej pogarszać się koniunktura w budownictwie mieszkaniowym. Silne wzrosty rozpoczynanych nowych inwestycji na przełomie 2020 i 2021 r. podbiły liczbę mieszkań w budowie, pomimo wyraźnego tąpnięcia rozpoczynanych inwestycji z początkiem 2022 r. Kończenie inwestycji rozpoczynanych w boomie, przy dużo mniejszej skali nowo rozpoczynanych inwestycji, jak również silna skala nasycenia usługami remontowymi w okresie pandemii, wpłynę na silne wyhamowanie prywatnych inwestycji mieszkaniowych pod koniec 2022 i w 2023 r.

Pesymizm przedsiębiorców utrzymuje niższą skłonność do inwestycji



Cykl budownictwa deweloperskiego zapowiada silne osłabienie inwestycji mieszkaniowych





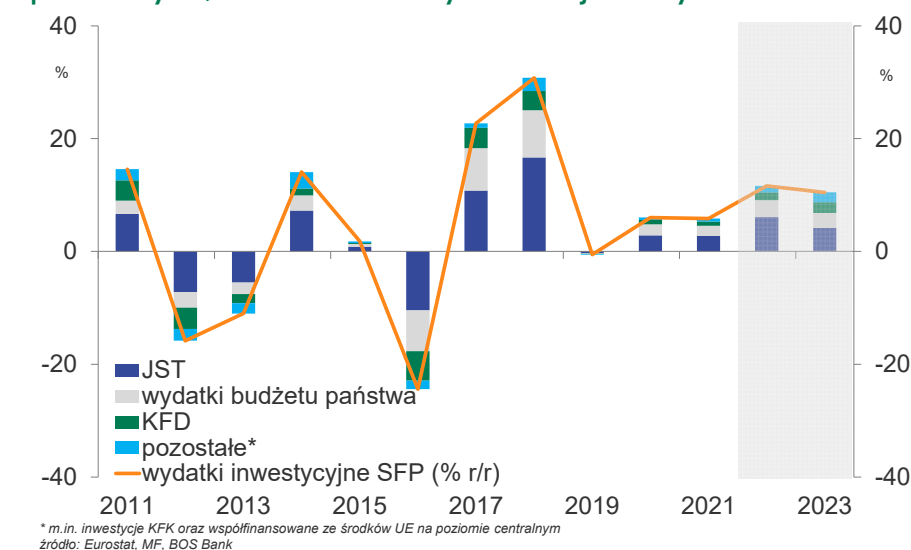
...wciąż utrzymują się szanse na silniejszy wzrost inwestycji publicznych

- Choć w II kw. wyniki produkcji budowlano-montażowej, w tym w firmach specjalizujących się w budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej, nieco osłabły wobec danych z początku roku, w dalszym ciągu utrzymują się na wyższym poziomie wobec danych z I. 2020 – 2021.
- 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 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.).
- Oczekujemy także pozytywnego wpływu na dynamikę inwestycji publicznych zwiększonych wydatków na obronność zgodnie z dotychczasowymi zapowiedziami rządu. Jednocześnie inwestycje obronne będą w mniejszym stopniu niż inwestycje infrastrukturalne, wspierać wyniki PKB z uwagi na bardziej importochłonny ich charakter (w części przypadków zakup zagranicznego sprzętu wojskowego).
- Szacujemy, że w I. 2022-2023 dynamika inwestycji publicznych wzrośnie o blisko 10% r/r wobec stagnacji w 2021 r. Przy przeważającym ryzyku silniejszego wzrostu inwestycji związanych z obronnością, ponowny wzrost niepewności co do uruchomienia środków w ramach KPO wpływa na wyrównanie bilansu ryzyka dla prognozy inwestycji publicznych.

W II kw. osłabienie aktywności w budownictwie, mniejsze w zakresie inwestycji infrastrukturalnych



W 2022 i 2023 oczekujemy przyspieszenia inwestycji publicznych, infrastrukturalnych i zbrojeniowych

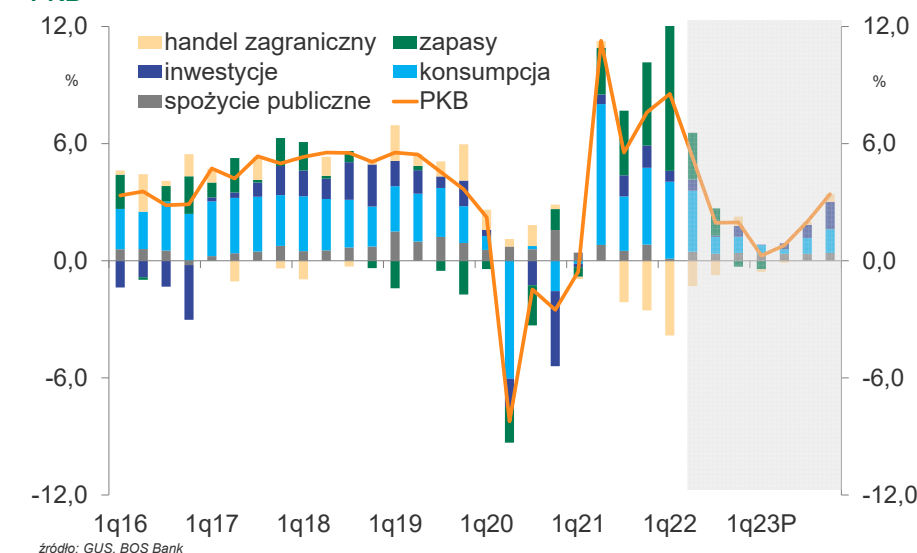




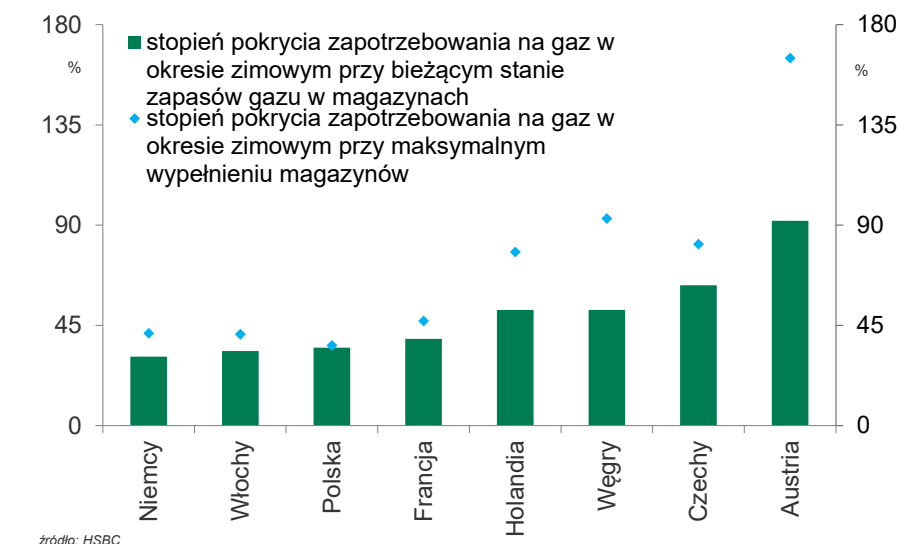
Wzrost PKB w 2023 r. na poziomie 1,7% r/r, przy wysokim ryzyku silniejszego spowolnienia

- Szacujemy, że w 2022 r. dynamika wzrostu PKB lekko przekroczy 4,0% r/r. Jeżeli struktura wzrostu PKB w II kw. wskaże na silniejszy spadek kontrybucji „trwalszych” składowych (konsumpcji prywatnej lub prywatnych inwestycji) całoroczny wzrost PKB może ukształtować się poniżej 4,0%.
- Jednocześnie, przy słabszych perspektywach globalnego wzrostu gospodarczego, w szczególności silniejszego spowolnienia aktywności w strefie euro oraz krajowych wyzwań w zakresie podaży oraz ceny surowców energetycznych (rynek gazu, węgla) obniżyliśmy prognozę wzrostu PKB na 2023 r.
- Oczekujemy dalszego obniżenia dynamiki PKB w II poł. 2022 r. w kierunku 1,5% – 2,0% r/r oraz w kierunku 0,0% r/r z początkiem 2023 r. W całym 2023 r. oczekujemy wzrostu PKB o 1,7% r/r.
- 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), ryzykiem dla skali spowolnienia gospodarki globalnej oraz utrzymującym się podwyższonym ryzykiem sytuacji geopolitycznej.
- Obecnie najistotniejszym czynnikiem ryzyka jest podaż gazu na rynku europejskim. Choć w zakresie możliwości technicznych uruchomienie gazociągu Baltic Pipe znacząco ograniczy ryzyko dostaw gazu, to przy ryzyku niedoboru surowca na rynku europejskim utrzymuje się niepewność co do zakontraktowania surowca, a przede wszystkim jego ceny. Obecnie hurtowe ceny gazu na rynku europejskim wyraźnie przekraczają 200 EUR/MWh, zbliżając się do 300 EUR/MWh, wobec 110 EUR/MWh w grudniu 2021 r. i 20 EUR/MWh w I kw. 2021 r.

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



Wysoka niepewność prognoz utrzymuje się w warunkach podatności na kryzys energetyczny w Europie

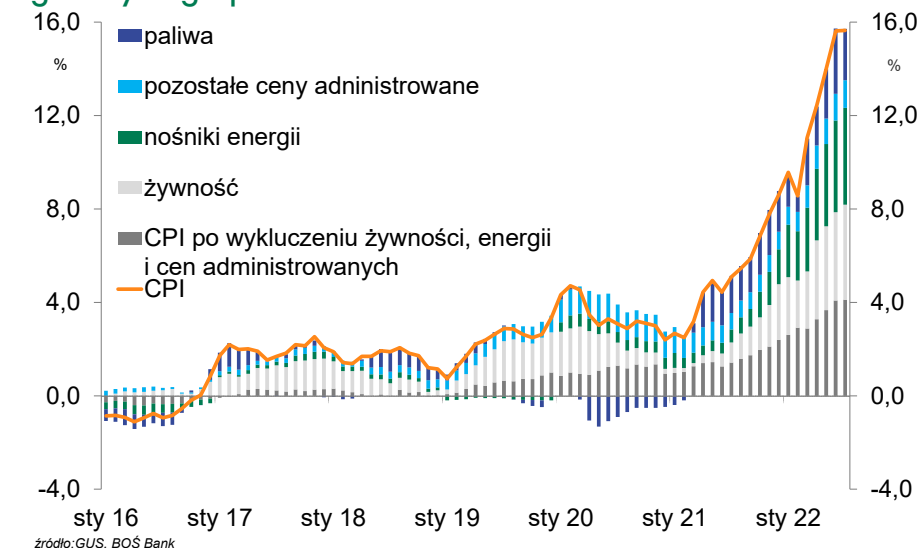




Po serii skokowych wzrostów inflacji CPI, w lipcu stabilizacja w okolicach 15,5% r/r

- Od marca do czerwca wskaźnik inflacji CPI rósł skokowo z miesiąca na miesiąc o 1,5 – 2,5 pkt. proc. W lipcu inflacja CPI ustabilizowała się blisko czerwcowego poziomu (15,6% r/r wobec 15,5% r/r) wspierając oczekiwania, że dynamiczny wzrost inflacji wyhamuje w połowie tego roku.
- W lipcu stabilizacji inflacji CPI sprzyjały spadki cen paliw (po ich silnym wzroście w czerwcu), wolniejszy wzrost kontrybucji inflacji bazowej oraz żywności, przy wciąż wyraźnych wzrostach kontrybucji cen nośników energii.
- W czerwcu i lipcu wyhamował także dotychczas wyraźny trend wzrostowy inflacji bazowej (po wykluczeniu żywności i energii). Choć skala wzrostu cen (w ujęciu zmian miesięcznych) pozostaje podwyższona, to ostatnie dwa miesiące przyniosły pewne osłabienie tego wzrostu. Analizując strukturę danych inflacji bazowej można także o sytuacji podwyższonych wzrostów w wybranych kategoriach, a nie o powszechnym efekcie dynamicznego wzrostu cen. W większości kategorii dóbr i usług tempo tego wzrostu hamuje.
- Jest zatem szansa, że po okresie silnych dostosowań cenowych w II kw. po gwałtownych dostosowaniach kosztowych (ceny surowców, notowania złotego, utrzymujące się problemy podażowe) wpływ tych efektów nieco osłabł, zapewne w części jako efekt odreagowania cen części surowców (ropa naftowa, metale), ograniczenia zaburzeń w łańcuchach dostaw, być może też wyraźnego już osłabienia popytu konsumpcyjnego.

W I poł. br. gwałtowny wzrost inflacji w większości głównych grup



W czerwcu i lipcu pewne wyhamowanie wzrostu inflacji bazowej





Wyhamowanie wzrostu inflacji bazowej...

- Oczekujemy stopniowego obniżenia inflacji po wykluczeniu żywności, energii i pozostałych cen administrowanych w kierunku 5,0% r/r pod koniec 2023 r., po wzroście wskaźnika do 10,5% – 11,0% r/r w II poł. br. Poza wolniejszym tempem bieżącego wzrostu cen, na stabilizację (w II poł. br.) oraz spadek (w 2023 r.) indeksu wpływać będą rosnące statystyczne bazy odniesienia.
- W kolejnych kwartałach wolniejszemu tempu wzrostu cen w tej grupie towarów i usług będzie sprzyjał spadek dynamiki cen importu dzięki niższym cenom części (głównie ropa naftowa) oraz wygasania zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw. Ponadto znaczące osłabienie popytu konsumpcyjnego będzie ograniczać możliwości firm przeliczania wyższych kosztów produkcji na ceny finalne. Zgodnie z danymi NBP prognozy firm na III kw. br. po raz pierwszy wskazały na wolniejsze tempo wzrostu cen surowców i materiałów, a także prognozowanych cen własnych.
- Jednocześnie, jak na skalę osłabienia cyklu koniunkturalnego, wskaźnik inflacji po wykluczeniu żywności, energii i pozostałych cen administrowanych pozostanie podwyższony, ze względu na wciąż utrzymujące się ekstremalnie wysokie ceny energii elektrycznej i gazu oraz wciąż podwyższone poziomy cen wielu surowców i materiałów, które także w dłuższym okresie będą podwyższać koszty przedsiębiorstw.
- W przypadku cen o istotnym wpływie decyzji administracyjnych (poza nośnikami energii) oczekujemy ich lekkiego spadku w kierunku ok. 5,5% r/r na koniec 2023 r. z 7,5% r/r pod koniec tego roku. Choć skala wzrostu cen w tej grupie w 2022 r. była raczej umiarkowana, zakładamy że w 2023 r. w okresie przedwyborczym (wybory samorządowe i parlamentarne) cały czas podwyżki cen w tej grupie towarów i usług będą minimalizowane, pomimo silnej presji kosztowej.

Spadek cen części surowców oraz efekty cykliczne powinny wspierać spadek inflacji bazowej



W połowie br. przedsiębiorcy po raz pierwszy obniżyli oczekiwania dot. skali wzrostu kosztów i cen

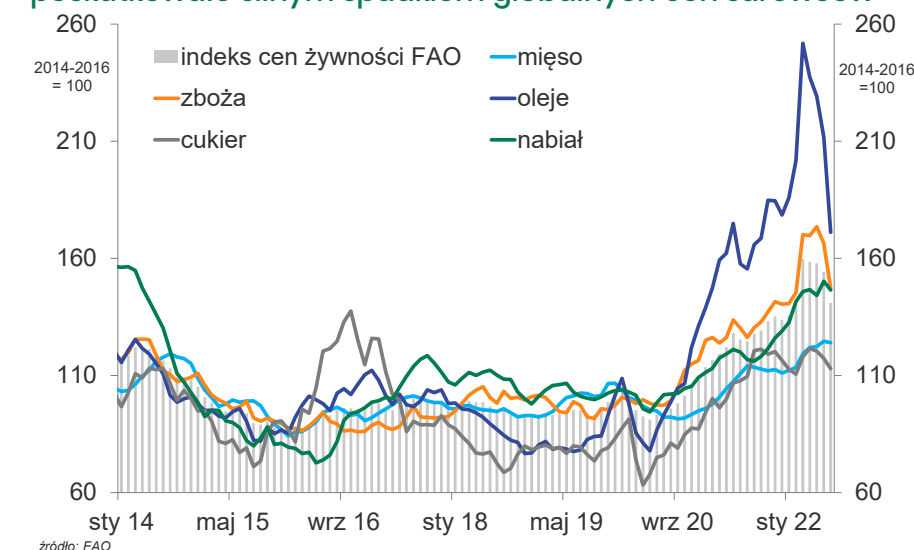




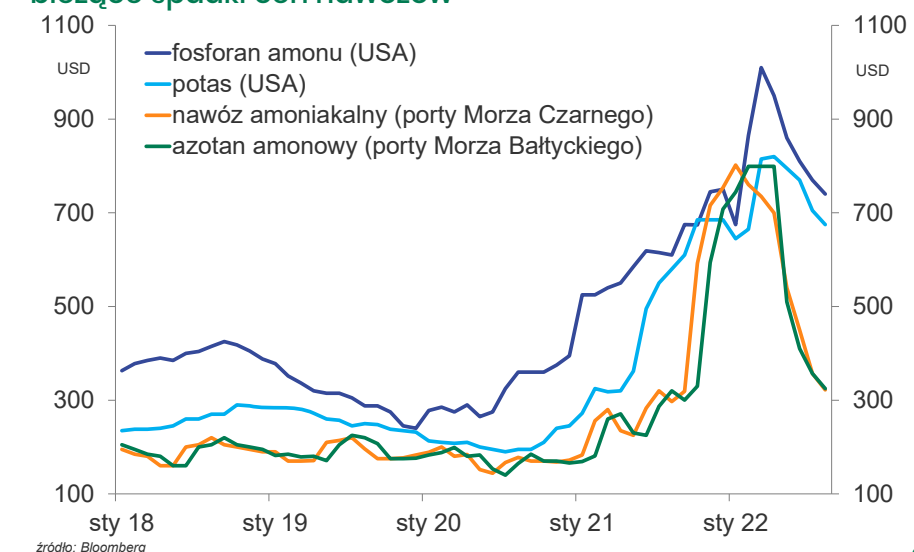
...niższe ryzyko dla prognoz cen żywności...

- Solidne lipcowe spadki cen surowców żywnościowych na światowym rynku (po informacjach o odblokowaniu eksportu żywności z Ukrainy przez Morze Czarne), jak również bardzo silny spadek cen nawozów, istotnie ograniczają ryzyko silniejszego wzrostu cen żywności w kwartałach kolejnych.
- Jednocześnie, utrzymujące się podwyższone ceny surowców, wysokie koszty produkcji związane z energią oraz efekty opóźnień wpłyną na jeszcze lekki wzrost dynamiki cen żywności do prognozowanego przez nas wcześniej poziomu 17,0% w II poł. roku wobec ponad 15% wzrostu cen żywności w lipcu.
- Dane z połowy roku wskazują także na materializujące się założenie struktury wzrostu cen żywności tj. dominujących podwyżek cen żywności przetworzonej (do ponad 20% r/r) pod koniec 2022 r. oraz mięsa, przy zdecydowanie niższym (ok. 10% r/r) wzroście cen owoców i warzyw, mniej zależnych od globalnych efektów cen surowców oraz mniejszym udziale kosztów produkcji, przy póki co braku materializacji skrajnie negatywnego scenariusza suszy.
- Biorąc pod uwagę cykl produkcji rolnej oraz prognozy cen surowców żywnościowych Banku Światowego, zakładamy, że wysokie dynamiki cen żywności utrzymają się do wiosny 2023 r. Zakładając brak nowych zjawisk szokowych oczekujemy spadku dynamiki cen żywności poniżej 5,0% r/r w ostatnich miesiącach 2023 r. W 2023 r. wyższe bazy odniesienia oraz zakładane wyhamowanie indeksów surowców żywnościowych na świecie powinno wpływać na szczególnie szybkie spadki indeksu cen żywności przetworzonej. Biorąc pod uwagę cykl produkcji wieprzowiny oraz bieżące wysokie ceny pasz, wolniej natomiast może obniżać się dynamika cen mięsa.

Częściowe odblokowanie eksportu żywności z Ukrainy poskutkowało silnym spadkiem globalnych cen surowców



Presję na wzrost cen żywności powinny ograniczać także bieżące spadki cen nawozów





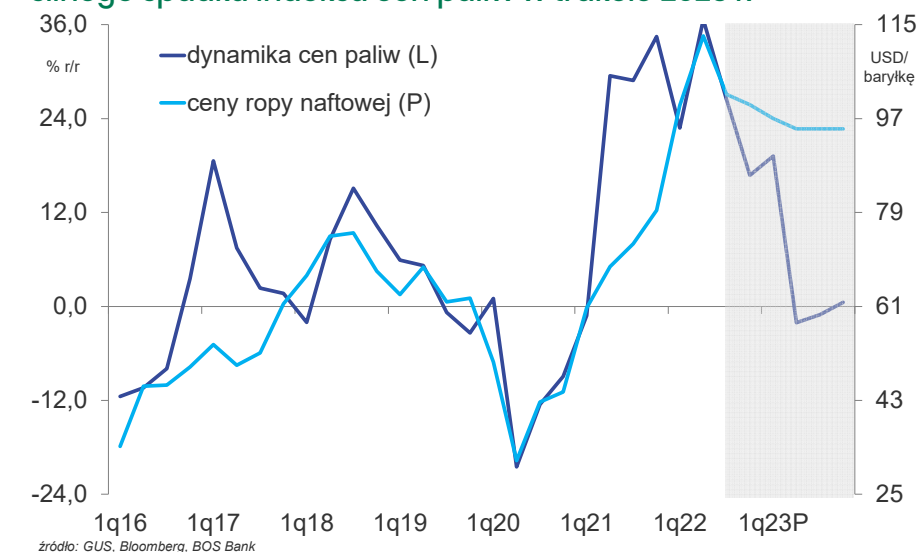
...szanse na solidne spadki dynamiki cen paliw, ale perspektywa wysokich podwyżek cen nośników energii

- Notowane w lipcu i sierpniu spadki cen ropy naftowej obniżają ryzyko dla prognozy cen paliw. Biorąc pod uwagę znaczące dostosowania po stronie popytu i lekka poprawę sytuacji w zakresie podaży (zwiększenie wydobycia OPEC) zakładamy, że w horyzoncie prognozy cena baryłki ropy Brent będzie utrzymywać się w okolicach 100 USD/ baryłkę. Czynnikiem ryzyka dla tej prognozy pozostaje natomiast bilans podaży i popytu pod koniec br., kiedy wchodzić w życie będzie zakaz importu drogą morską ropy z Rosji do UE.
- Przy założeniu cen ropy naftowej, oczekujemy wyraźnego spadku rocznej dynamiki cen paliw do ok. 15,0% r/r na koniec 2022 r. i wahania się tej dynamiki wokół 0% r/r w II poł. 2023 r., wobec ponad 45% r/r wzrostu cen w czerwcu 2022.
- Poza standardowymi wyzwaniami dla prognozy cen paliw (prognozy cen ropy naftowej i kursu złotego) utrzymuje się niepewność związana ze zmianą struktury importu ropy naftowej do Polski, tj. ograniczenie importu tańszej ropy z Rosji i zastąpienie jej droższym surowcem z innych kierunków.
- Bardzo trudna sytuacja utrzymuje się na rynku nośników energii, co jest związane ze spadkiem podaży gazu i węgla w Europie. Biorąc pod uwagę skalę wzrostu hurtowych cen energii elektrycznej i gazu, jak również na podstawie pojawiających się wypowiedzi przedstawicieli rządu i URE założyliśmy: – wzrost cen taryfowych energii elektrycznej z początkiem 2023 r. o ok. 25% r/r, – wzrost cen taryfowych gazu z początkiem 2023 r. o ok. 40%, – kontynuację procesu wzrostu cen taryfowych w ciepłownictwie do ok. 30% – 40% r/r w skali 2023 r. Dodatkowo zmiana formy pomocy publicznej na dotację z wstępnego projektu maksymalnej ceny węgla także będzie podwyższać dynamikę cen opału.
- W rezultacie oczekujemy wzrostu dynamiki cen nośników energii do ok. 50% r/r na początku 2023 r., wobec 35% r/r w połowie br., stopniowego spadku tego indeksu w kierunku 25% pod koniec 2023 r. (zakładając stopniowe wygasanie szoku na rynku gazu i węgla w trakcie 2023 r.).

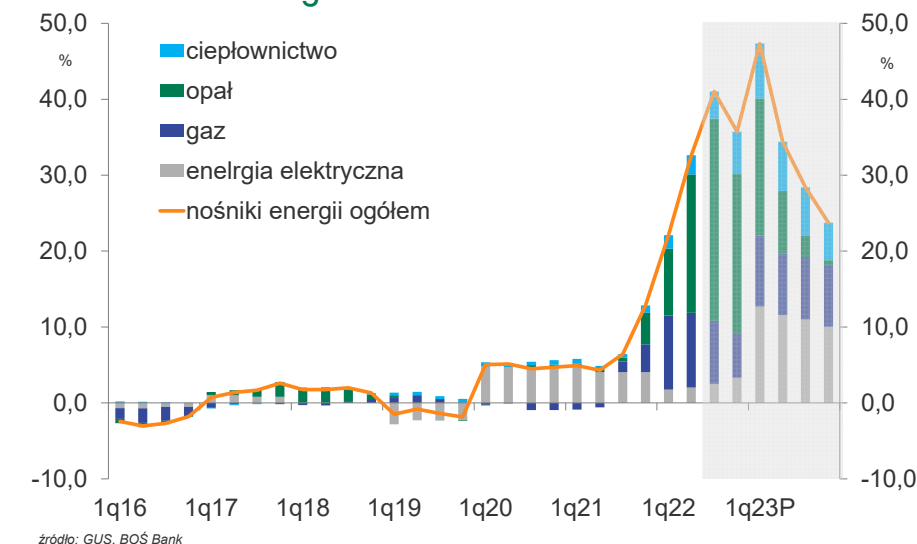
2022-08-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

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



Kryzys na rynku gazu i węgla ryzykiem silniejszego wzrostu cen nośników energii w 2023 r.





Skala podwyżek cen nośników energii kluczowa dla prognoz inflacji na początku 2023 r.

- Oczekujemy, że w 2022 r. wskaźnik średniorocznej inflacji wyniesie ok. 13,5% r/r do końca roku utrzymując się w przedziale 15,0% – 16,0% r/r. Na początku 2023 r. oczekujemy wzrostu inflacji powyżej 17,0% r/r ze względu na zakładaną wyższą skalę wzrostu cen nośników energii, po czym od marca oczekujemy skokowego spadku indeksu CPI do jednocyfrowego poziomu w czerwcu 2023 r. oraz nieco ponad 6,0% r/r w grudniu 2023 r. W ujęciu średniorocznym oczekujemy inflacji CPI w 2023 r. na poziomie ok. 10%.
- Choć sytuacja geopolityczna pozostaje bardzo niepewna, to bieżące spadki cen ropy naftowej, surowców żywnościowych oraz złagodzenie ograniczeń podaży w globalnym handlu ograniczają nieco ryzyko dla prognozy inflacji w kolejnych kwartałach.
- Obecnie głównym czynnikiem niepewności jest decyzja administracyjna dot. skali podwyżek cen nośników energii. Z jednej strony kryzys energetyczny w Europie, z drugiej obawy przed zbyt silnym negatywnym wpływem na gospodarstwa domowe podwyżek cen (szczególnie w okresie przedwyborczym) przekładają się na bardzo wysoką niepewność dot. skali tych podwyżek. Na prognozowaną ścieżkę inflacji bardzo istotny wpływ będzie bowiem miała także forma ewentualnej pomocy dla gospodarstw domowych, tj. ewentualne transfery pieniężne dla gospodarstw domowych nie wpłyną ograniczająco na statystyki inflacji, z kolei ewentualne wsparcie dla producentów, dostawców energii i ograniczenie podwyżek cen dla odbiorców indywidualnych może skutkować szybszym spadkiem inflacji w trakcie 2023 r.
- W zakresie rozwiązań rządowej tarczy antyinflacyjnej podtrzymujemy nasze założenie, że w okresie przedwyborczym w warunkach historycznie wysokiej inflacji w większości rozwiązania tarczy zostaną przedłużone na cały 2023 r., a ewentualnie wycofywane mogą być tylko te jej elementy, gdzie, dzięki spadkowi cen surowców przywrócenie wyższych stawek podatków pośrednich nie spowoduje wzrostu cen detalicznych.

Stopniowy spadek kontrybucji większości składowych we wzrost inflacji w 2023 r.



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

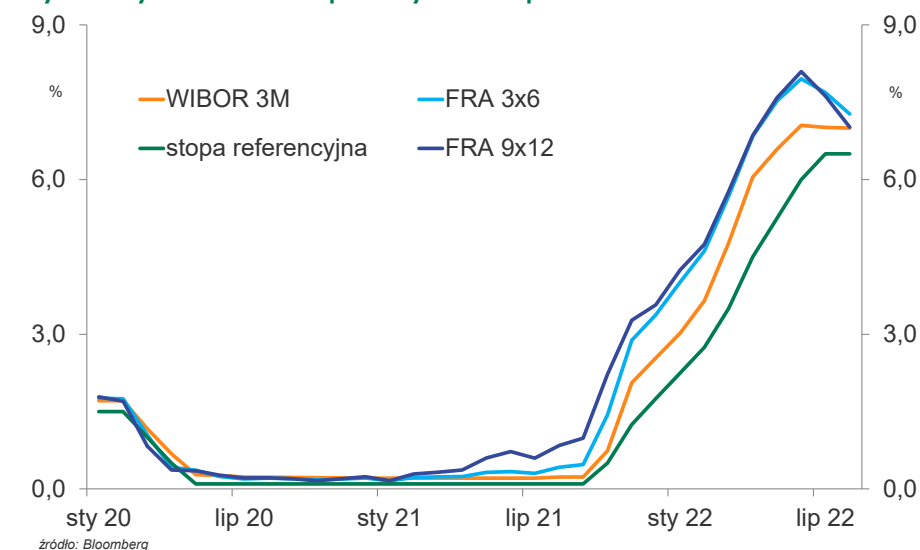




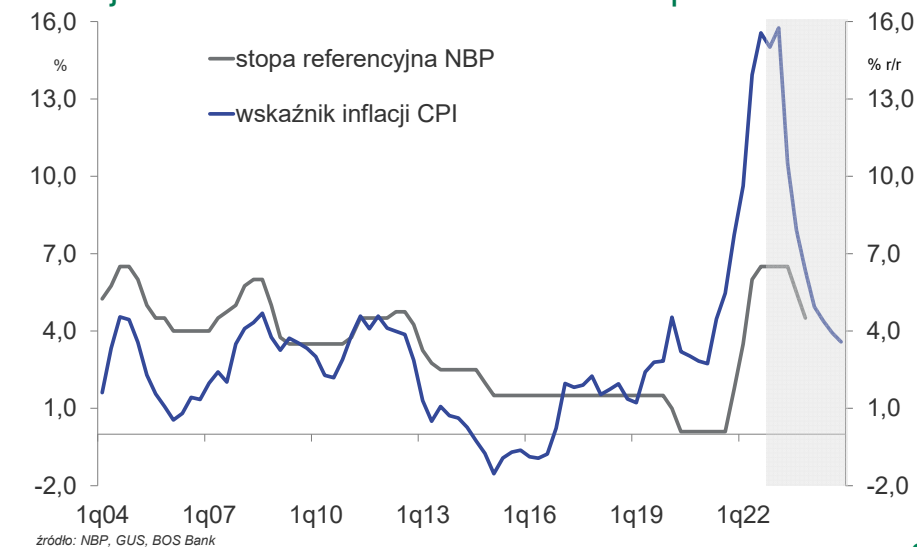
Zakończenie cyklu podwyżek stóp NBP. W II połowie 2023 r. oczekiwane poluzowanie polityki monetarnej...

- Sygnały wyraźnego spowolnienia aktywności gospodarczej oraz uwiarygodniający się scenariusz wyhamowania trendu wzrostowego inflacji CPI w trakcie II kw. poskutkowały osłabieniem oczekiwań rynkowych na skalę zacieśnienia polityki pieniężnej, po ich wcześniejszym bardzo silnym wzroście w maju i czerwcu.
- Obecnie rynek wycenia już niewielką dodatkową podwyżkę stóp (rzędu 50 pkt. baz.) w III kw., jednocześnie przy prognozie niewielkiej redukcji stóp pod koniec 2023 r.
- Biorąc pod uwagę dotychczasowe wypowiedzi prezesa NBP o kontynuacji podwyżek do czasu wyhamowania wzrostu bieżącej inflacji oraz naszą prognozę stabilizowania się inflacji w br. w przedziale 15,0% – 16,0% r/r, jak również słabsze perspektywy polskiej gospodarki oczekujemy, że w najbliższych miesiącach Rada nie zdecyduje się już na dalsze zaostrzenie polityki pieniężnej utrzymując do końca roku stopę referencyjną NBP na poziomie 6,5%.
- W warunkach silniejszego spowolnienia aktywności gospodarki w I poł. 2023 r. oraz skokowego obniżenia inflacji od II kw. przyszłego roku, jak również przy perspektywie dalszego obniżenia inflacji w 2024 r., oczekujemy, że w II poł. 2023 r. RPP rozpocznie cykl luzowania polityki pieniężnej, obniżając stopę referencyjną do 4,5% na koniec 2023 r.
- Choć z początkiem 2023 r. inflacja może jeszcze okresowo wzrosnąć powyżej bieżących poziomów, to zakładamy, że nie będzie to skutkowało zaostrzeniem polityki pieniężnej z uwagi na: – bliską perspektywę skokowego spadku inflacji od marca 2023 r., – najniższy moment cyklu koniunktury z początkiem 2023 r. (PKB w I kw. 2023 r. niewiele powyżej 0% r/r), – fakt, że wzrost inflacji będzie miał wyłącznie charakter podażowy (ceny nośników energii).

Pod koniec II kw. ograniczenie bardzo wysokich oczekiwań rynkowych dot. skali podwyżek stóp NBP



Oczekujemy, że silny spadek inflacji w trakcie 2023 r. przy słabej koniunkturze skłoni RPP do obniżek stóp

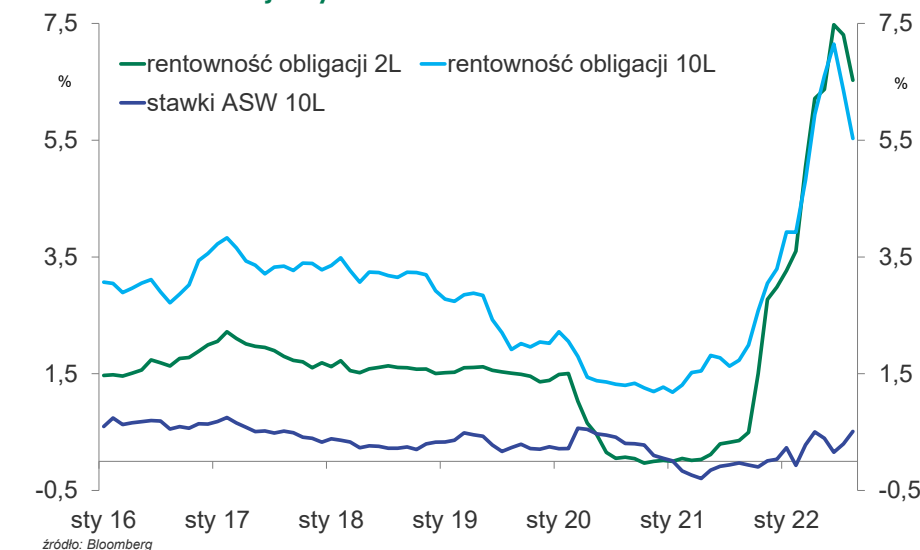




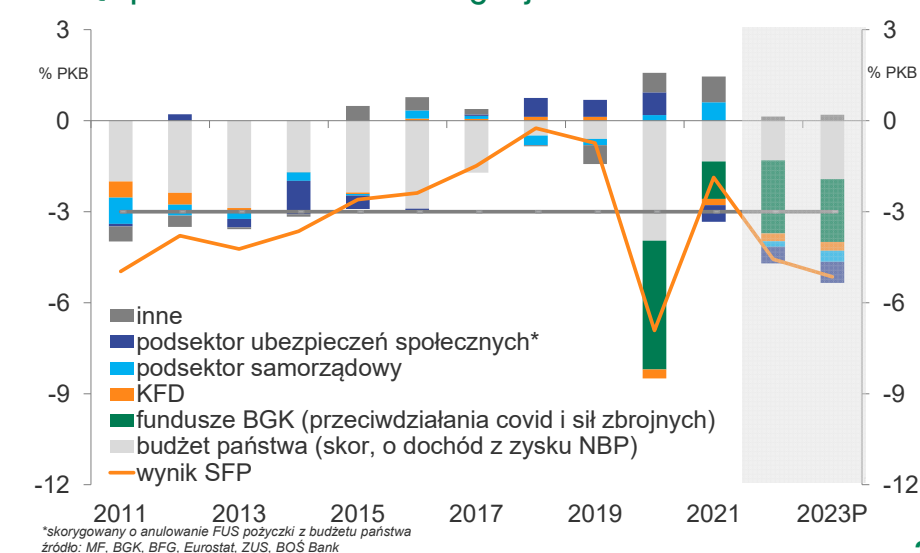
...dają przestrzeń do dalszego spadku rentowności krajowych obligacji skarbowych

- Do czerwca rentowności krajowych obligacji skarbowych silnie rosły okresowo w kierunku 8,0%, niemniej w III kw. poziom rentowności gwałtownie obniżył się, na co wpłynęła zmiana retoryki RPP oraz ograniczenie presji na wzrost rentowności na rynkach bazowych.
- Przy założeniu naszej prognozy stabilizacji stóp procentowych na bieżącym poziomie 6,5% (dla stopy referencyjnej NBP), poluzowania polityki pieniężnej w II poł. 2023 r., jak również dalszego osłabienia presji na wzrost rentowności obligacji na rynkach bazowych, widzimy przestrzeń do dalszych, solidnych spadków rentowności.
- W krótkim okresie czynnikiem ryzyka dla skali spadku rentowności (w szczególności na dłuższym końcu krzywej) jest poziom globalnej awersji do ryzyka. Z kolei w dłuższym horyzoncie czynnikiem ograniczającym skalę spadku rentowności będzie zapewne pogorszenie krajowej sytuacji fiskalnej i wzrost potrzeb pożyczkowych oraz wzrost podaży papierów skarbowych oraz papierów emitowanych przez BGK i PFR.
- Bieżące wykonanie budżetu, a przede wszystkim możliwości ograniczenia części wydatków (np. ograniczenie dotacji dla FUS i pogorszenie wyniku sektora ubezpieczeń społecznych, przesuwanie wydatków zbrojeniowych do funduszu sił zbrojnych) oznacza ograniczone ryzyko konieczności nowelizacji budżetu państwa w tym roku, niemniej nadchodzące spowolnienie gospodarcze (wpływające na stronę dochodową), jak również utrzymujące się podwyższone wydatki (na wojsko, pomoc migrantom, działania mitygujące wpływ wzrostu cen surowców energetycznych), szczególnie w okresie przedwyborczym będą istotnie podwyższać deficyt SFP w I. 2022 – 2023 do ponad 5,0% PKB z ryzykiem silniejszego wzrostu deficytu.

Korekta prognoz dot. polityki pieniężnej NBP obniżyła rentowności krajowych SPW...



...premia za ryzyko i wzrost deficytu SFP będą ograniczać skalę spadku rentowności obligacji



Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	3,1	4,8	5,4	4,7	-2,5	5,9	4,2	1,7
Popyt krajowy	% r/r	2,3	4,9	5,6	3,6	-3,4	7,6	5,6	1,6
Spożycie indywidualne	% r/r	3,9	4,8	4,3	4,0	-3,0	6,1	3,8	1,3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	3,8	2,7	3,9
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0,9	0,1	0,0	1,3	0,7	-1,2	-1,2	0,1
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1 863	1 990	2 122	2 293	2 339	2 622	3 055	3 432
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,8	-0,3	-1,3	0,5	2,9	-0,7	-3,8	-1,3
	mld EUR	-3,4	-1,5	-6,5	2,5	15,3	-4,1	-25,1	-10,0
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	10,0	11,1	15,7	16,3	19,0	17,5	17,3	17,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	8,9	7,3	6,1	5,4	5,9	6,0	5,1	5,3
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,3	3,3	2,6	2,2	-1,0	0,4	2,0	0,1
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	8,8	10,8	8,6
	% r/r, real.	4,4	3,2	5,4	4,7	2,4	3,6	-2,4	0,0
Inflacja CPI	% r/r, śr.	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	13,5	10,1
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	-0,2	0,7	0,7	2,0	3,9	4,1	8,5	6,9
Depozyty ogółem	% r/r	9,4	4,2	9,1	8,2	13,8	10,9	6,4	4,6
Kredyty ogółem	% r/r	4,9	3,8	7,1	5,0	0,7	5,1	2,7	1,5
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,9	-4,6	-5,1
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	54,2	50,6	48,8	45,6	57,1	53,8	51,8	51,5
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,50	4,50
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,00	5,00
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,00	1,25	6,00	4,00
WIBOR 3M	%, k.o.	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,54	6,70	4,60
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	2,01	1,69	1,33	1,43	0,01	3,33	6,25	4,65
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,87	2,66	2,13	1,79	0,41	3,93	5,80	4,50
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	3,62	3,29	2,81	2,10	1,22	3,62	5,50	4,40
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,70	4,55
PLN/USD	PLN, k.o.	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	4,06	4,61	4,23
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,12	3,57	3,82	3,92	4,26	4,45	4,82	4,55
założenia zewnętrzne		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P
PKB - USA	% r/r	1,7	2,3	2,9	2,3	-3,4	5,7	1,6	0,6
PKB - strefa euro	% r/r	1,8	2,7	1,9	1,4	-6,5	5,3	2,9	0,0
PKB - Chiny	% r/r	6,8	6,9	6,8	6,0	1,8	8,2	3,2	5,1
Inflacja CPI - USA	% r/r, śr.	1,3	2,1	2,4	1,9	1,2	4,7	7,8	2,9
Inflacja HICP - strefa euro	% r/r, śr.	0,4	1,4	1,4	1,2	0,3	2,6	8,2	4,9
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	0,75	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	3,50	3,00
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	3,60	3,05
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,46	2,42	2,70	1,92	0,91	1,51	2,50	2,50
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,25	1,25
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	1,25	1,25
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,58	-0,19	0,95	1,20
Stopa SNB	%, k.o.	-	-	-	-	-0,75	-0,75	0,25	0,25
SARON	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	0,30	0,30
USD/EUR	USD, k.o.	1,05	1,20	1,15	1,12	1,22	1,14	1,02	1,07
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	43,8	54,3	71,0	64,1	42,3	70,5	103,4	95,5

% 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

2022-08-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		1q22	2q22	3q22P	4q22P	1q23P	2q23P	3q23P	4q23P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	8,5	5,3	1,9	1,7	0,3	0,8	2,0	3,4
Popyt krajowy	% r/r	13,2	7,0	2,7	1,2	0,4	0,9	1,9	3,1
Spożycie indywidualne	% r/r	6,6	5,5	1,5	1,7	0,8	0,4	1,4	2,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	4,3	3,8	0,4	2,7	0,2	2,0	4,2	6,7
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-4,7	-1,7	-0,8	0,4	-0,1	-0,1	0,1	0,3
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-2,8	-4,1	-4,4	-3,8	-3,0	-2,2	-2,0	-1,3
	mld EUR	-8,9	-7,6	-5,7	-2,8	-4,4	-2,8	-4,5	1,7
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	5,4	4,9	4,8	5,1	5,3	5,2	5,2	5,5
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	1,9	2,1	2,0	1,8	1,0	0,5	0,6	0,0
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	9,7	11,8	11,1	10,5	10,0	9,0	8,0	7,5
	% r/r, real.	0,1	-1,8	-3,9	-3,9	-5,0	-1,4	0,1	1,1
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	11,0	15,5	15,9	14,9	14,0	8,9	7,6	6,4
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	6,9	9,1	9,5	9,7	8,5	7,1	5,9	5,2
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	3,50	6,00	6,50	6,50	6,50	6,50	5,50	4,50
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	4,00	6,50	7,00	7,00	7,00	7,00	6,00	5,00
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	3,00	5,50	6,00	6,00	6,00	6,00	5,00	4,00
WIBOR 3M	%, k.o.	4,77	7,05	6,80	6,70	6,70	6,55	5,55	4,60
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	5,45	7,76	6,50	6,25	6,10	5,75	5,25	4,65
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	5,51	7,30	6,00	5,80	5,65	5,35	4,95	4,50
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	5,15	6,87	5,65	5,50	5,30	5,00	4,70	4,40
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,65	4,68	4,70	4,70	4,68	4,62	4,58	4,55
PLN/USD	PLN, k.o.	4,18	4,48	4,65	4,61	4,54	4,42	4,32	4,23
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,52	4,69	4,87	4,82	4,78	4,69	4,61	4,55

założenia zewnętrzne		1q22	2q22	3q22P	4q22P	1q23P	2q23P	3q23P	4q23P
PKB – USA	% r/r	3,5	1,6	1,3	-0,1	0,5	0,8	0,7	0,5
PKB – strefa euro	% r/r	5,4	3,9	1,5	0,9	0,0	-0,5	-0,1	0,5
PKB – Chiny	% r/r	4,8	0,4	3,6	4,0	4,2	7,3	4,7	4,0
Stopa funduszy federalnych Fed*	%, k.o.	0,50	1,75	3,00	3,50	3,50	3,50	3,25	3,00
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	3,15	3,60	3,60	3,60	3,35	3,05
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,34	3,01	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,00	0,00	1,00	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	0,95	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,54	1,33	0,90	0,95	1,05	1,10	1,20	1,20
Stopa SNB	%, k.o.	-0,75	-0,25	0,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
SARON	%, k.o.	-	-	0,05	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
USD/EUR	USD, k.o.	1,11	1,05	1,01	1,02	1,03	1,05	1,06	1,07
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	99,5	112,8	101,6	99,7	97,0	95,0	95,0	95,0

% 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.