

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

21 lutego 2023 r.



Miększe lądowanie, ale dłuższe hamowanie

Departament Rynków
Międzynarodowych i Produktów
Skarbowych
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

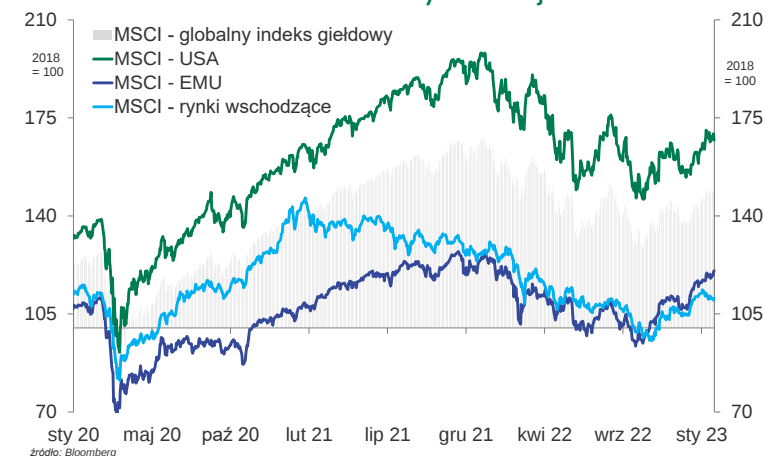
- Stabilizacja sytuacji na globalnym rynku surowców pomogła obniżyć inflację cen konsumpcyjnych na przełomie 2022 i 2023 r. Jednocześnie w tym okresie poprawiły się perspektywy globalnej aktywności gospodarczej dzięki dalszej poprawie sytuacji energetycznej w Europie, zakończeniu większości restrykcji epidemicznych w Chinach oraz korzystnej sytuacji gospodarczej w USA.
- Wobec utrzymujących się wysokich wskaźników inflacji bazowej, a także korzystniejszej od oczekiwań bieżącej sytuacji gospodarczej, na początku roku główne banki centralne kontynuowały zaostrzanie polityki pieniężnej i wskazywały, że skala podwyżek stóp może być wyższa wobec dotychczasowych oczekiwań.
- Zakładamy, że Fed i EBC zakończy cykl podwyżek stóp w maju, niemniej bilans ryzyka ciąży w kierunku dłuższego cyklu zacieśniania polityki pieniężnej.
- Choć bieżąca sytuacja gospodarcza poprawia prognozy gospodarcze na 2023 r., to silniejsza skala zacieśnienia polityki pieniężnej coraz silniej negatywnie wpływa na prognozy długookresowe, ze słabszym od dotychczas oczekiwanego ożywieniem aktywności w 2024 r.
- Prognozujemy, że w całym 2023 r. PKB w Polsce wzrośnie o 1,0%. Przy słabszych perspektywach spożycia gospodarstw domowych oczekujemy ograniczonej skali spowolnienia nakładów brutto na środki trwałe w warunkach wyższych wydatków publicznych i ograniczonej skali spowolnienia inwestycji przedsiębiorstw. Czynnikiem stabilizującym aktywność polskiej gospodarki będzie stabilna sytuacja na rynku pracy.
- Obserwowane stabilizowanie się krajowego wskaźnika inflacji CPI na przełomie 2022 / 2023 wspiera prognozę wyraźnego obniżenia CPI począwszy od marca, po osiągnięciu szczytu w lutym. Wysokie bazy odniesienia przyczynią się do dynamicznego obniżenia dynamiki rocznej cen żywności oraz paliw i opału. Prognozujemy, że na koniec 2023 r. wskaźnik CPI ukształtuje się poniżej 8,0% r/r. Utrzymywanie się efektów wtórnych wysokich kosztów przedsiębiorstw będzie ograniczać spadek inflacji bazowej i pod koniec roku inflacja bazowa ukształtuje się powyżej indeksu CPI.
- Oczekujemy, że RPP nie zmieni stóp procentowych przez cały 2023 r. wobec podwyższonej inflacji bazowej oraz utrzymującej się inflacji CPI powyżej poziomu stopy referencyjnej NBP.
- Stabilizowanie się sytuacji na globalnym rynku finansowym oraz perspektywa redukcji stóp procentowych na świecie powinny pod koniec 2023 r. wspierać krajowe aktywa finansowe, w tym ceny obligacji skarbowych i kurs złotego. Dla silniejszej aprecjacji złotego konieczne jest natomiast uruchomienie środków finansowych z Krajowego Planu Odbudowy.



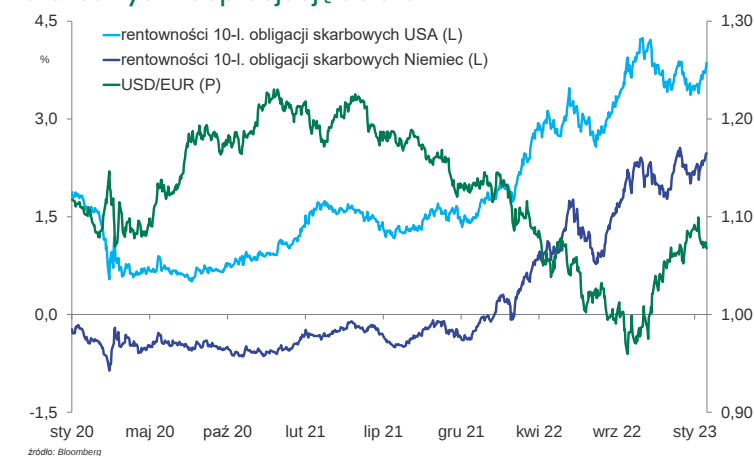
Z początkiem roku korekta oczekiwań rynkowych na szybsze zakończenie globalnego zacieśniania polityki pieniężnej

- Tak jak pod koniec 2022 roku nieoczekiwany spadek październikowej inflacji w USA był impulsem dla wzrostu oczekiwań na ograniczenie zacieśnienia polityki pieniężnej Fed i EBC, tak publikacja styczniowych danych z rynku pracy w USA ponownie podsyła obawy rynkowe przed silniejszymi podwyżkami stóp w nadchodzących miesiącach.
- Jakkolwiek dobre wyniki aktywności gospodarczej poprawiają krótkookresowe prognozy wzrostu PKB, to związane z tym oczekiwania na kolejne podwyżki stóp zwiększają ryzyko silniejszego spowolnienia aktywności w średnim okresie.
- Tym samym, po wyraźnym wzroście na przełomie 2022 / 2023 notowań aktywów finansowych o wyższym profilu ryzyka (m.in. akcji), w lutym ten trend wzrostowy wyhamował. Równolegle wyraźnie wzrosły rentowności obligacji skarbowych, choć ich poziomy nie przekroczył wcześniejszych maksimów z 2022 r. Po skokowym osłabieniu dolara na przełomie roku, w lutym amerykańska waluta odrobiła część strat.
- Na europejskim rynku finansowym kontynuacja spadku cen surowców energetycznych i wyraźna poprawa perspektyw gospodarczych strefy euro trwalej wzmocniły notowania aktywów w Europie, stąd pomimo silnej korekty z tytułu oczekiwań dot. polityki pieniężnej kurs euro pozostał zdecydowanie powyżej minimów z jesieni. Podobnie, w mniejszej skali traciły w lutym akcje na giełdach europejskich.
- Rynkom wschodzącym sprzyjały informacje nt. wycofania się Chin z większości restrykcji epidemicznych, jednak ceny aktywów na tych rynkach silnie traciły z powodu zmiany oczekiwań dot. polityki pieniężnej Fed i wzrostu obaw przed dalszym wyraźnym wzrostem kosztów finansowania.

Korekta oczekiwań dot. mniejszej skali podwyżek stóp Fed zahamowała trend wzrostowy cen akcji...



...a także zahamowała spadek rentowności obligacji skarbowych i deprecjację dolara

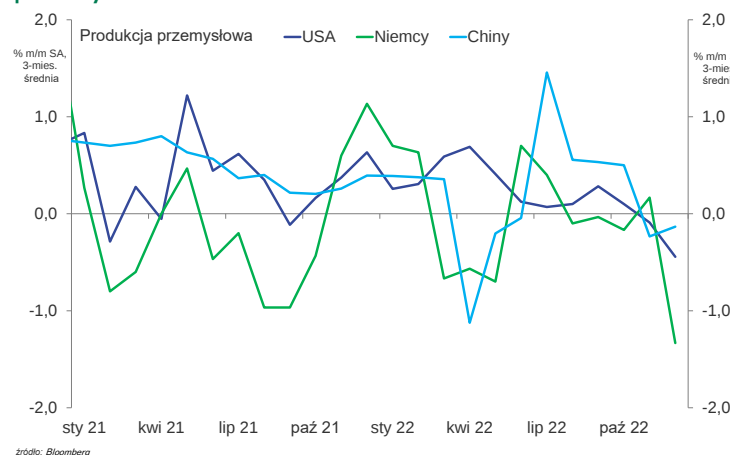




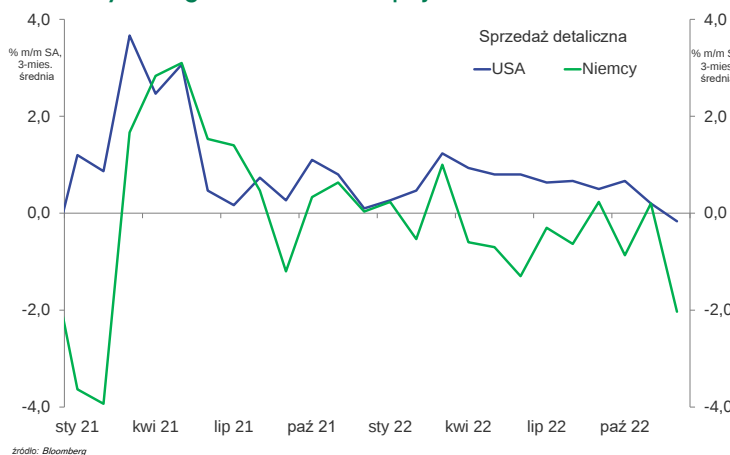
Pod koniec 2022 roku słabsza aktywność gospodarki globalnej...

- W IV kw. 2022 r. aktywność większości gospodarek osłabła.
- Dotychczasowe negatywne skutki wzrostu cen surowców ograniczały aktywność w globalnym przemyśle i handlu.
- Jednocześnie pod koniec 2022 r. silniej osłabły wydatki konsumpcyjne, w szczególności w Europie, gdzie wysoka inflacja najsilniej drenowała dochody gospodarstw domowych.
- W USA, choć dynamika PKB utrzymała się na solidnym poziomie, to w głównej mierze dzięki lepszym wynikom najbardziej zmiennych kategorii, tj. zapasów i eksportu netto.
- Jednocześnie jakkolwiek wyniki aktywności globalnej osłabły, to ukształtowały się wyraźnie powyżej oczekiwań z jesieni, w szczególności pozytywna niespodzianka dotyczyła strefy euro, gdzie PKB nieznacznie wzrósł w relacji do poprzedniego kwartału wobec oczekiwanego spadku.

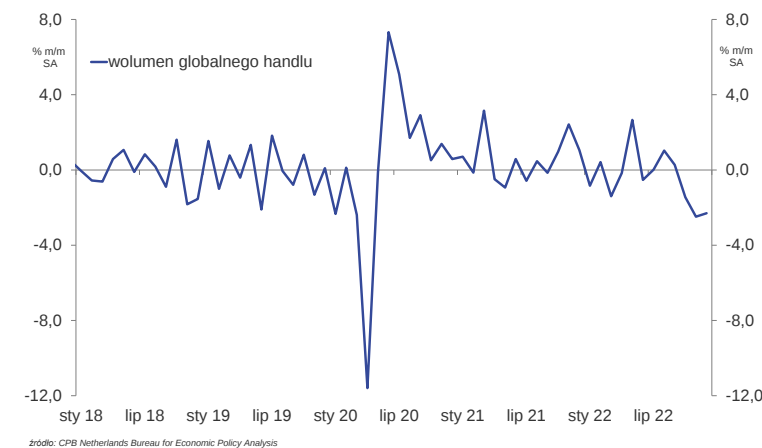
W IV kw. wyraźnie słabsza produkcja w globalnym przemyśle...



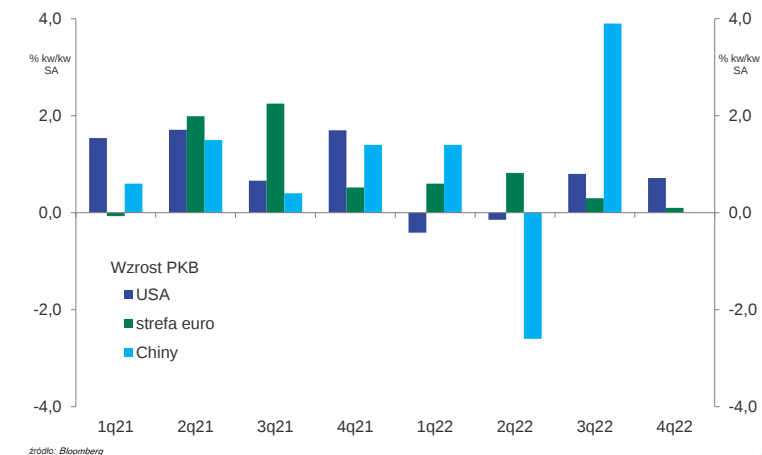
Wysoka inflacja coraz silniej drenuje dochody gospodarstw domowych i ogranicza konsumpcję...



...osłabia aktywność w globalnym handlu zagranicznym



...co osłabiło PKB w IV kw.





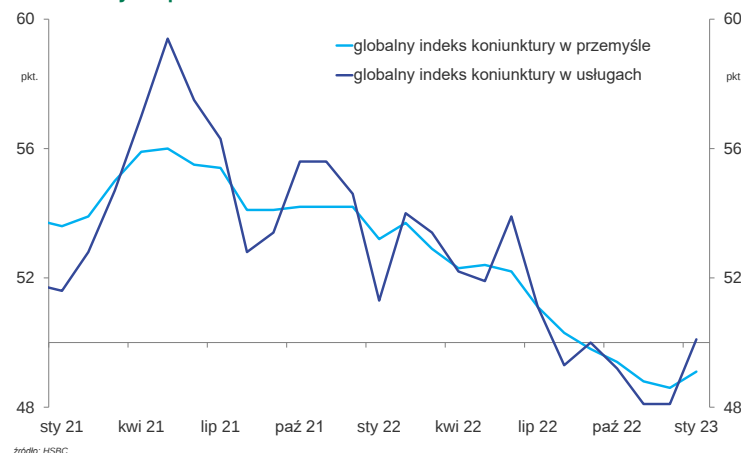
...choć tempo spowolnienia zdecydowanie wolniejsze od oczekiwań

- Globalne indeksy koniunktury wskazują, że najniższy punkt cyklu koniunktury gospodarka globalna może mieć za sobą, przy wyraźnie płytszej skali spowolnienia.
- Najważniejszym czynnikiem stabilizacji nastrojów jest dalsza poprawa sytuacji surowcowej w Europie. Dzięki łagodnej zimie (ograniczenie zużycia gazu i węgla) oraz zwiększeniu dostaw gazu z alternatywnych źródeł, kryzys energetyczny w Europie okazał się zdecydowanie łagodniejszy od oczekiwań.
- W USA, pomimo słabszych globalnych nastrojów oraz dotychczasowego zacieśnienia polityki pieniężnej, utrzymuje się bardzo dobra sytuacja na rynku pracy łagodząca skalę osłabienia wydatków gospodarstw domowych.
- Perspektywy gospodarcze znacząco poprawiła, choć póki co wyłącznie w zakresie wskaźników koniunktury, decyzja władz Chin o gwałtownym ograniczeniu restrykcji epidemicznych z początkiem 2023 r. i praktycznie pełnego otwarcia gospodarki po 3-letnim lockdownie.

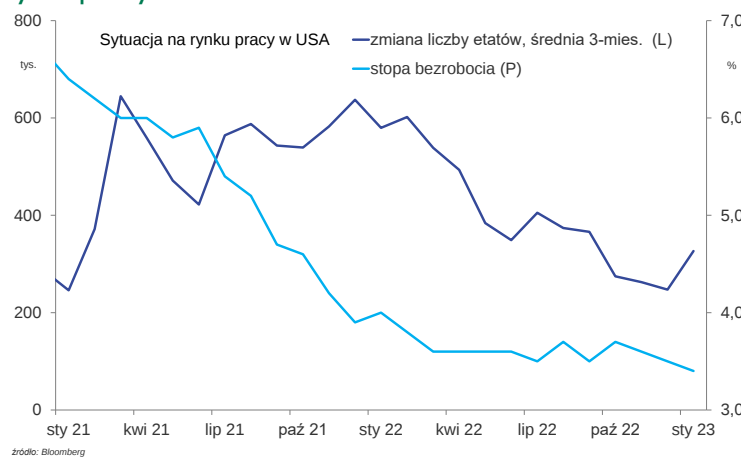
2023-02-21

Klauzula poufności: BOŚ jawne

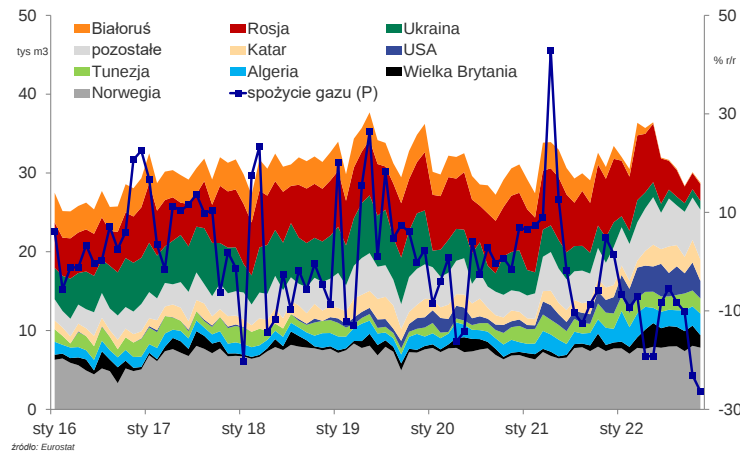
Na przełomie 2022 i 2023 r. wyraźna poprawa nastrojów przedsiębiorstw...



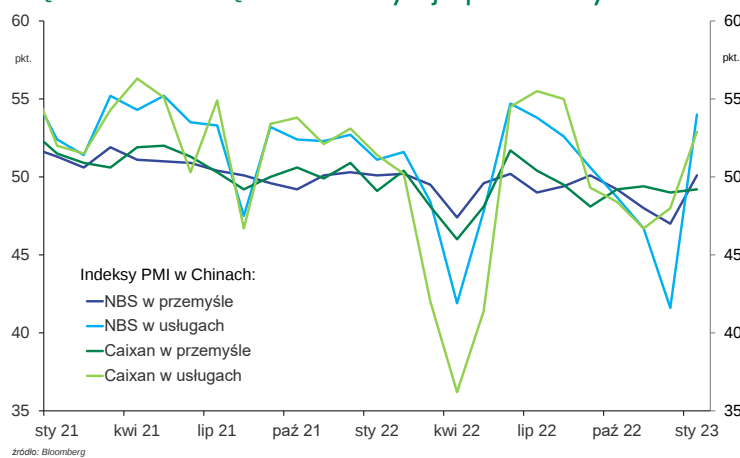
...nadzwyczaj odpornej koniunkturze na amerykańskim rynku pracy...



...głównie dzięki obniżeniu ryzyka kryzysu energetycznego w Europie...



...oraz prognozą skokowego odbicia aktywności w Chinach dzięki zniesieniu większości restrykcji epidemicznych

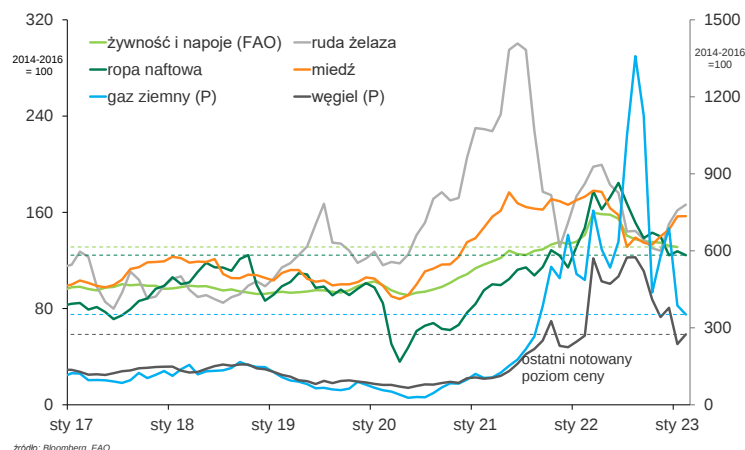




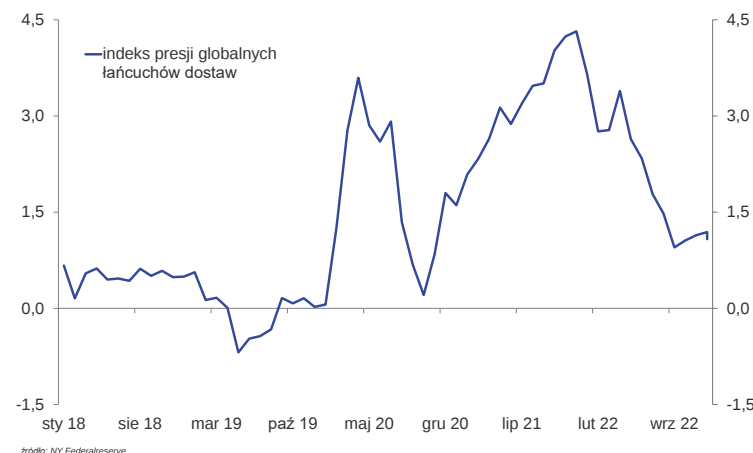
Pod koniec 2022 roku pierwsze sygnały spadku inflacji konsumenckiej...

- Ograniczenie popytu na surowce energetyczne w Europie przyczyniło się dalszego spadku cen gazu i węgla. Na przełomie roku nadal obniżały się także wskaźniki cen surowców żywnościowych.
- Ceny większości surowców (głównie gazu i węgla) wyraźnie spadły, ale wciąż utrzymują się wyraźnie powyżej poziomów sprzed pandemii.
- Sytuacja w globalnych łańcuchach dostaw oraz w zakresie cen transportu międzynarodowego jest także zdecydowanie stabilniejsza, niemniej trend poprawy w tym obszarze wygaś pod koniec roku. Indeksy obrazujące sytuację w tym obszarze utrzymują się na poziomach sprzed pandemii.
- Zmiany w globalnych tendencjach cenowych pozwoliły już na pierwsze wyraźniejsze oznaki obniżenia inflacji konsumenckiej. Jednocześnie utrzymanie podwyższonych poziomów cen surowców ogranicza tempo obniżenia inflacji.

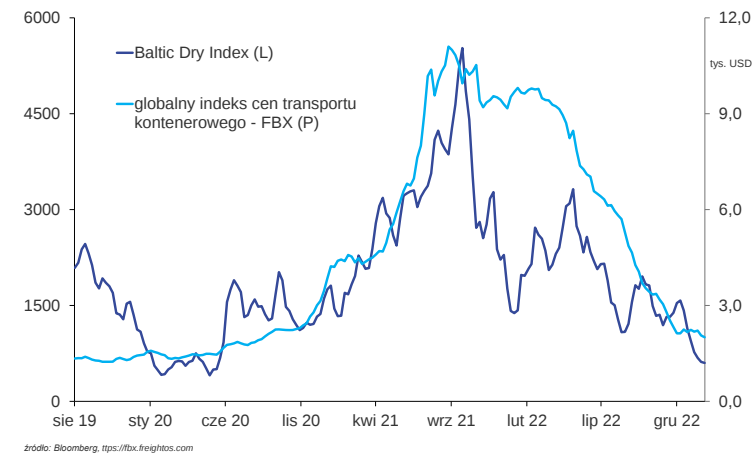
Lepsza sytuacja popytowo – podażowa na rynku surowców energetycznych obniża ich ceny...



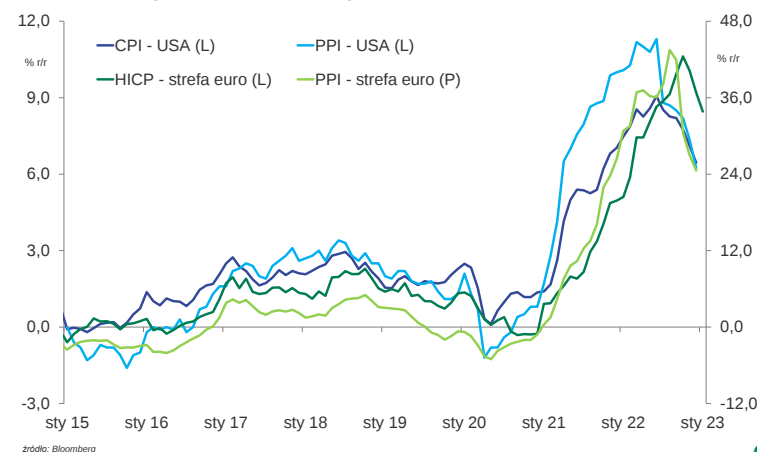
...i wyraźnie mniejszej presji globalnych łańcuchów dostaw...



...co przy dalszym stabilizowaniu się cen w globalnym frachcie...



...obniża wskaźniki inflacji, w tym po raz pierwszy od 2020 r. także inflacji konsumenckiej

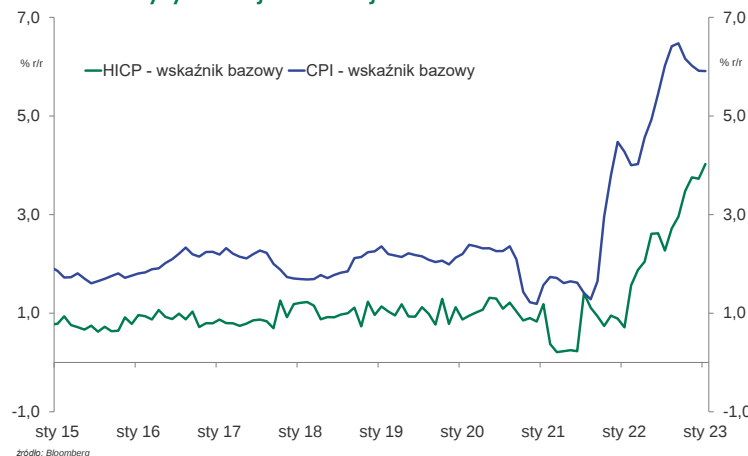




...ale wciąż wysoka inflacja bazowa przesłanką dla restrykcyjnej polityki pieniężnej, co osłabia perspektywy aktywności gospodarczej

- Bardzo powoli obniżają się wskaźniki inflacji bazowej w gospodarkach rozwiniętych, co przy korzystniejszej sytuacji gospodarczej skłania banki centralne do kontynuacji zacieśnienia polityki pieniężnej, w celu ograniczenia ryzyka utrwalenia się podwyższonej inflacji.
- Póki co wpływ gwałtownego zacieśnienia polityki pieniężnej na sferę realną pozostaje ograniczony (głównie rynek nieruchomości, poprzez ograniczenie podaży i popytu na kredyt w strefie euro).
- Pomimo tych sygnałów uważamy, że silniejsze spowolnienie aktywności jest nieuniknione, przy rosnącym negatywnym wpływie podwyżek stóp i jednoczesnym ograniczeniu pozytywnego wpływu czynników surowcowych i podażyowych.
- Najsilniejszy i najszybszy od dekad cykl zacieśnienia polityki monetarnej w USA i w strefie euro będzie w ograniczał tempo ożywienia aktywności gospodarczej. Choć spowolnienie w 2023 r. będzie łagodniejsze, to także wyraźnie słabsze będzie ożywienie aktywności w 2024 r.

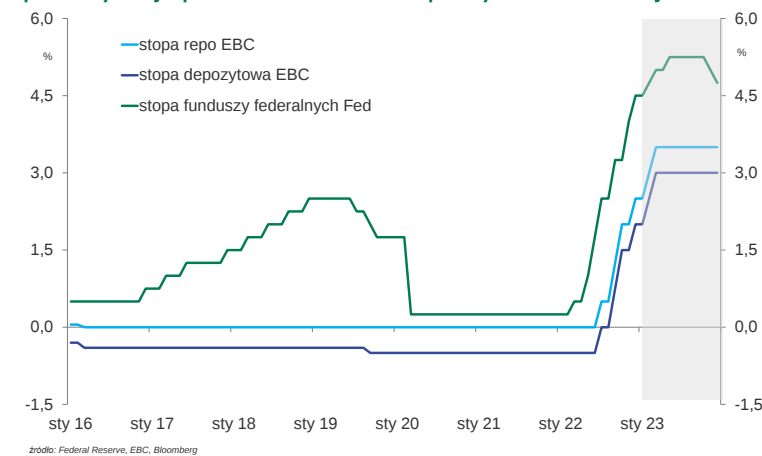
Solidny spadek dynamiki cen energii nie przekłada się na niższe odczyty inflacji bazowej...



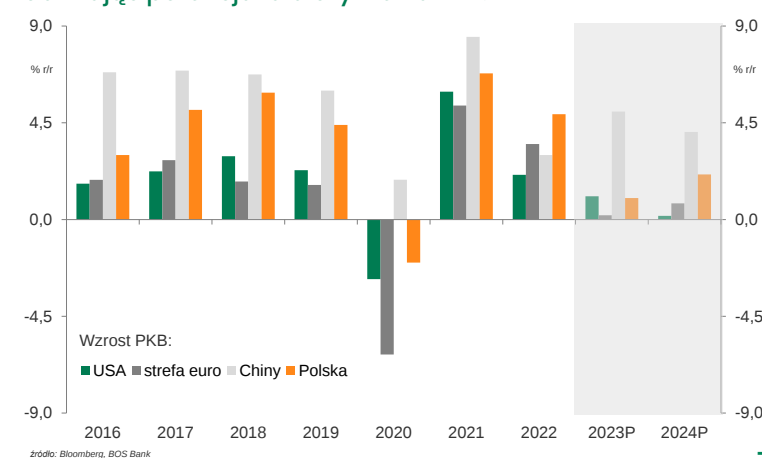
Nieobserwowana od dekad skala zacieśnienia polityki monetarnej....



...co przy niższych ryzykach dla gospodarki globalnej podtrzymuje proces zacieśnienia polityki monetarnej



...nie pozostanie bez wpływu na aktywność gospodarczą obniżając potencjał dla ożywienia w 2024 r.

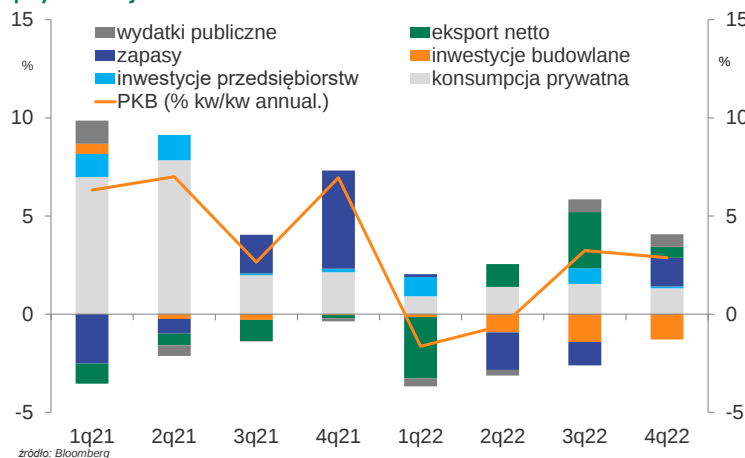




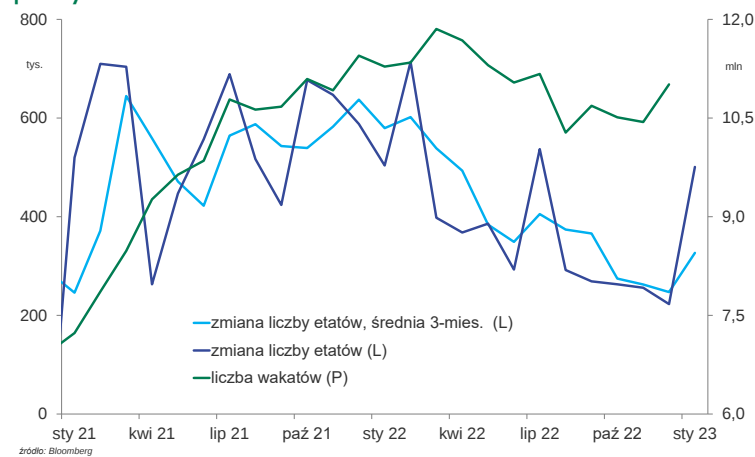
Lepsza bieżąca sytuacja gospodarcza w USA poprawia prognozy na 2023 r., ale uniknięcie spowolnienia mało prawdopodobne...

- W IV kw. dynamika PKB zaskoczyła *in plus*, gł. z tytułu silniejszej kontrybucji zapasów i eksportu netto. Dynamika konsumpcji prywatnej tylko lekko obniżyła się, a styczniowe dane dot. sprzedaży detalicznej zaskoczyły pozytywnie.
- Pomimo wcześniejszych sygnałów pogorszenia nastrojów podmiotów gospodarczych, utrzymuje się solidny popyt na pracę i historycznie niskie bezrobocie.
- Dobre informacje z rynku pracy stoją w sprzeczności z sygnałami z gospodarki o znaczących zwolnieniach (np. w firmach technologicznych) oraz nt. struktury wskaźników nastrojów konsumentów (lepsze nastroje wyłączone z powodu obniżenia inflacji).
- Na podstawie bieżących danych z USA i informacji z gospodarki globalnej (strefa euro, Chiny) podwyższyliśmy prognozę wzrostu w USA PKB w 2023 r. (do 1,0%), wciąż jednak uważamy, że w warunkach silnego zacieśnienia polityki pieniężnej spowolnienie zmaterializuje się na przełomie 2023 i 2024 r.

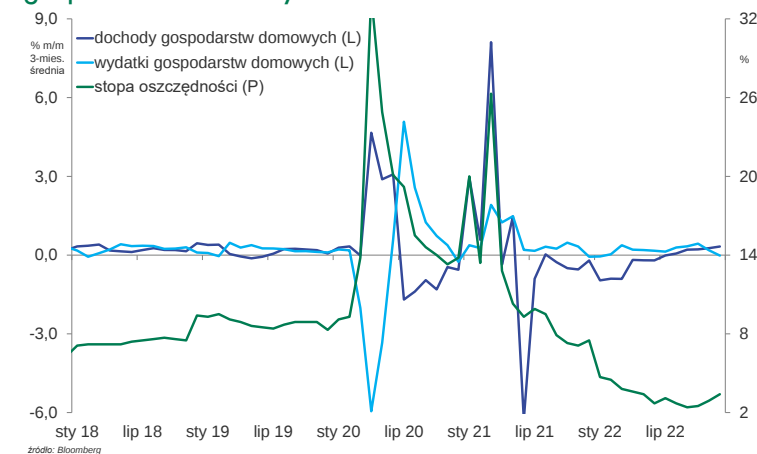
W IV kw. lekkie osłabienie dynamiki konsumpcji prywatnej...



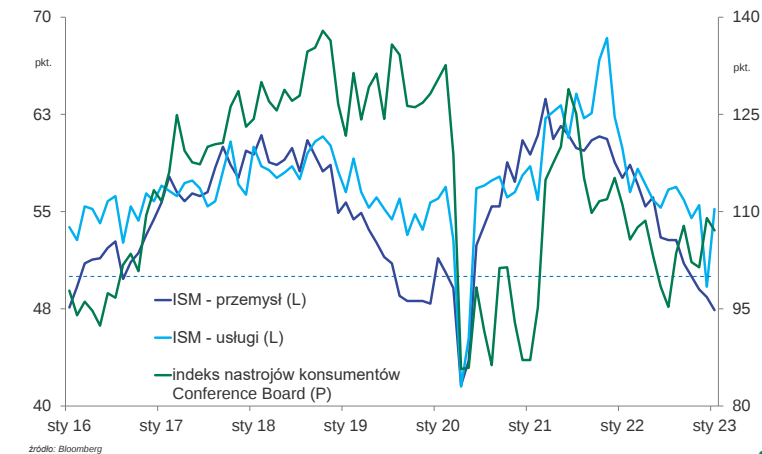
...ale przede wszystkim wspieranej solidną sytuacją na rynku pracy...



...wciąż po części finansowanej z oszczędności gospodarstw domowych...



...przy ograniczonej skali pogorszenia sytuacji gospodarczej





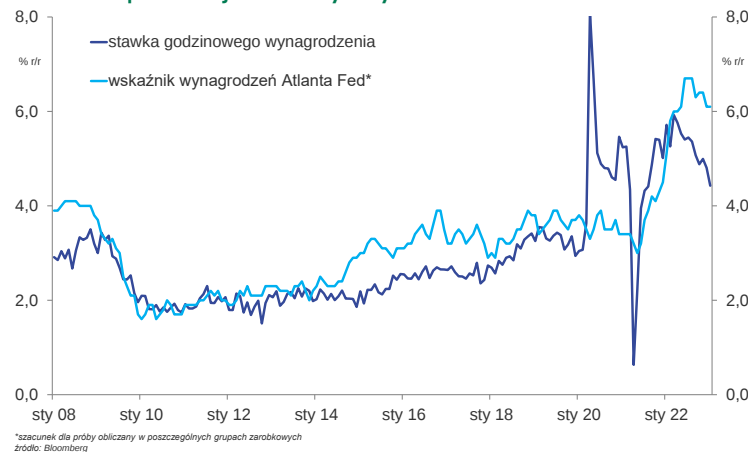
...wobec znaczącej skali zacieśnienia polityki pieniężnej Fed

- W grudniu i lutym FOMC obniżył tempo podwyżek stóp procentowych tączenie podwyższając stopę funduszy federalnych o 75 pkt. baz. do 4,50% – 4,75%.
- Te decyzje były pochodną silniejszego od prognoz obniżenia inflacji oraz dynamiki płac.
- Pomimo pierwszych sygnałów dezinflacji materializuje się scenariusz silniejszej skali podwyżek stóp Fed w związku z wciąż wysoką inflacją bazową, bardzo silnym popytem na pracę oraz styczniowym wolniejszym obniżeniem dynamiki płac.
- Oczekujemy kontynuacji podwyżek stóp do maja do 5,00% – 5,25%, a „jastrzębie” wypowiedzi członków FOMC wskazują na przesuwanie się ich oczekiwań momentu zakończenia cyklu.
- Jednocześnie nadal oczekując spowolnienia aktywności w II poł. roku i silniejszego obniżenia inflacji w trakcie roku podtrzymujemy prognozę rozpoczęcia pod koniec 2023 r. cyklu redukcji stóp w USA.

2023-02-21

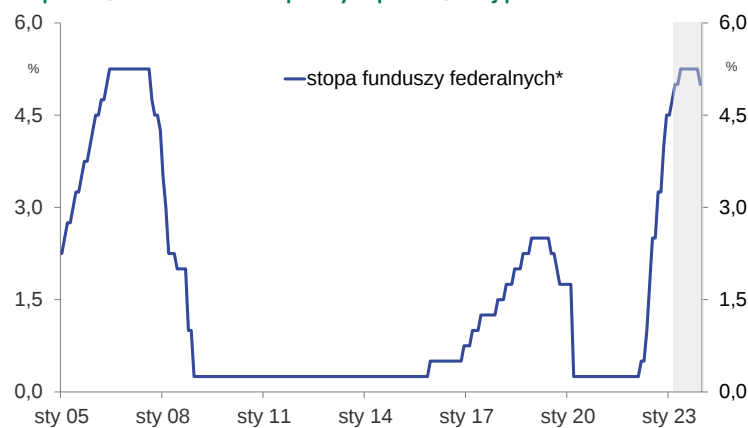
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Obserwowane obniżenie dynamiki wynagrodzeń, jednak dla FOMC pozostaje ona zbyt wysoka



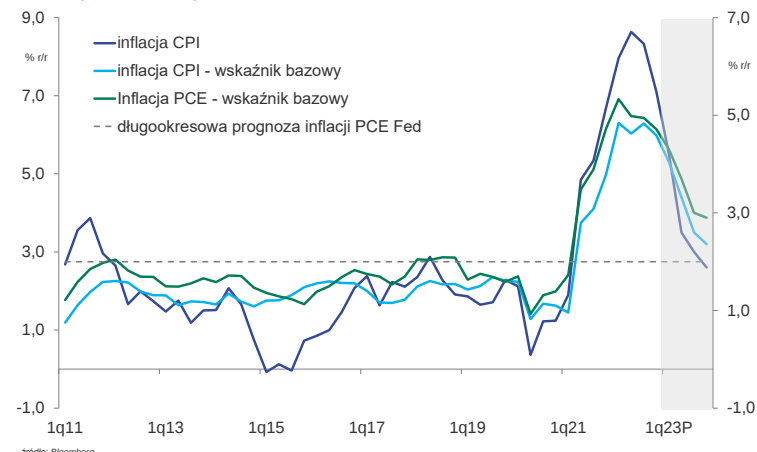
*szacunek dla próby obliczany w poszczególnych grupach zarobkowych
źródło: Bloomberg

...oczekujemy zakończenia cyklu podwyżek stóp w maju i rozpoczęcia luzowania polityki pieniężnej pod koniec roku...



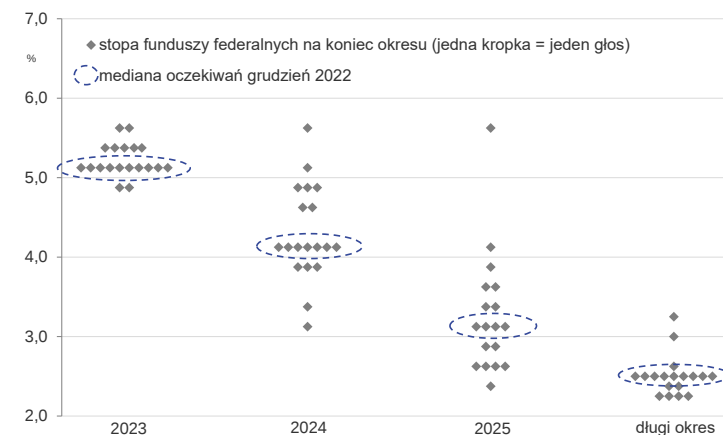
*od grudnia 2008 górną granicą przedziału dla stopy funduszy federalnych
źródło: Federal Reserve, BOŚ Bank

Zakładając nasilenie trendu spadkowego inflacji, w tym inflacji bazowej w 2023 r...



źródło: Bloomberg

...wcześniej, niż oczekują tego członkowie FOMC



źródło: Federal Reserve



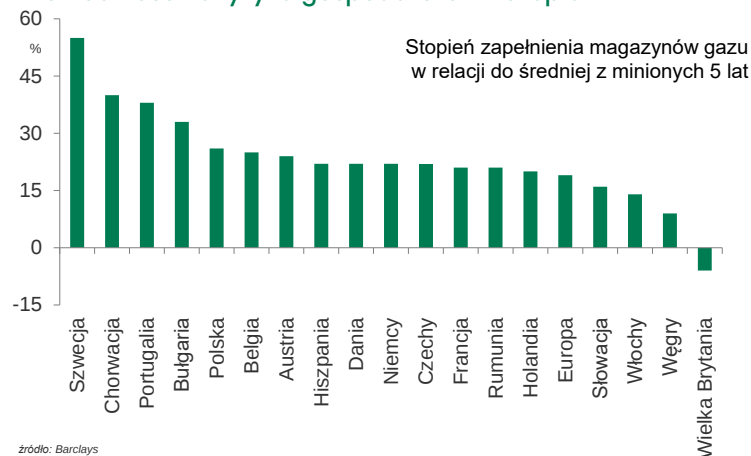
Oddalający się scenariusz recesji w strefie euro...

- Łagodniejsza zima i mniejsze zapotrzebowanie na gaz znacząco obniżyły ryzyko kryzysu energetycznego i ceny gazu. Ten czynnik wraz z lepszymi informacjami z gospodarki globalnej poprawiły nastroje firm w strefie euro.
- Niższe ryzyko kryzysu gazowego oraz perspektywa odbicia w Chinach ograniczają skalę osłabienia aktywności, choć nadal wysokie ceny surowców ograniczają aktywność przemysłu.
- W dalszym ciągu w I poł. roku prawdopodobny jest spadek PKB w strefie euro, jednak w całym 2023 r. oczekujemy wyniku w okolicach 0% r/r.
- W krótkim okresie wysoka inflacja będzie nadal obniżać konsumpcję, ale jej szybszy spadek i lepsze nastroje konsumentów dają szansę na poprawę wyników w II poł. roku.
- Jednocześnie historyczna skala zaostreżenia polityki pieniężnej EBC obniża prognozy na 2024 r., a sytuacja strukturalna na rynku gazu utrzymuje ryzyko przed kolejnym sezonem zimowym.

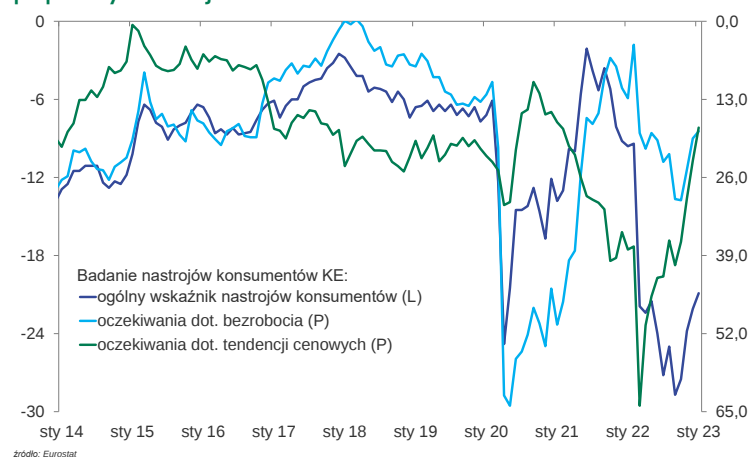
2023-02-21

Klauzula poufności: BOŚ jawne

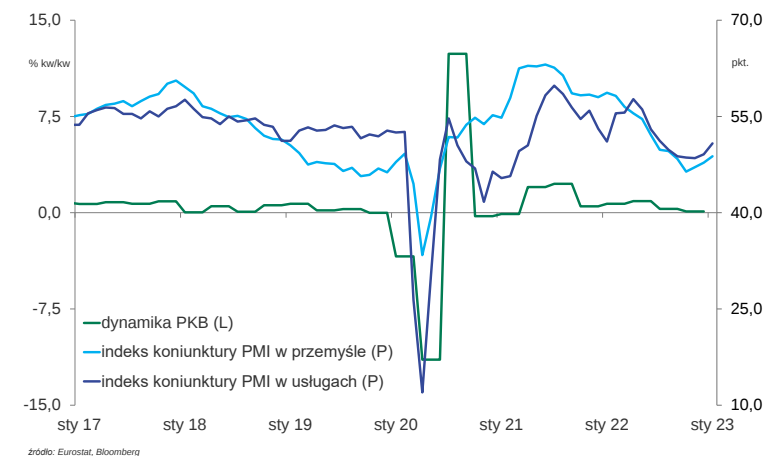
Mniejsze zapotrzebowanie na gaz znacząco ograniczyło krótkookresowe ryzyko gospodarcze w Europie...



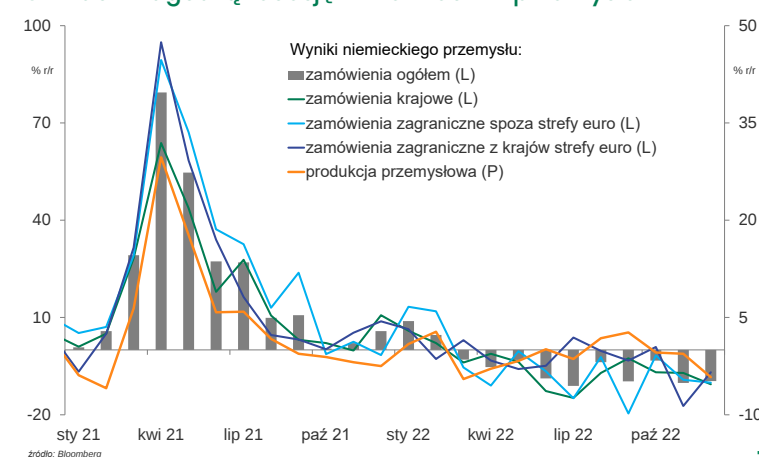
Obniżenie dynamiki cen energii głównym impulsem poprawy nastrojów konsumentów



...wspierając nastroje podmiotów gospodarczych



Lepsza sytuacja surowcowa oraz oczekiwane ożywienie w Chinach złagodzić recesję w niemieckim przemyśle

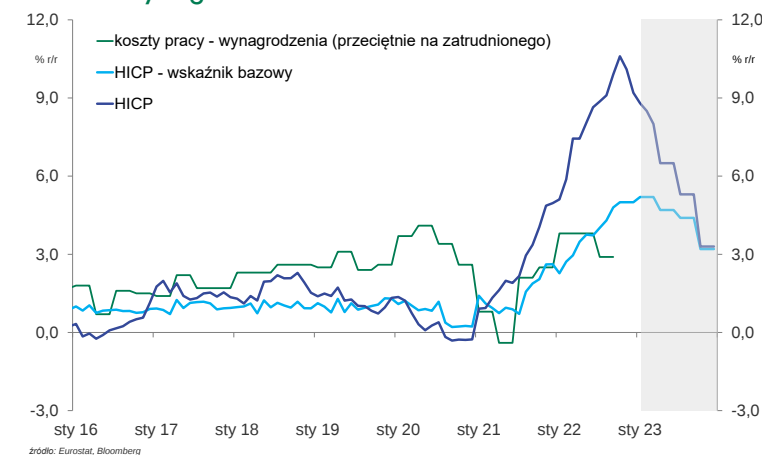




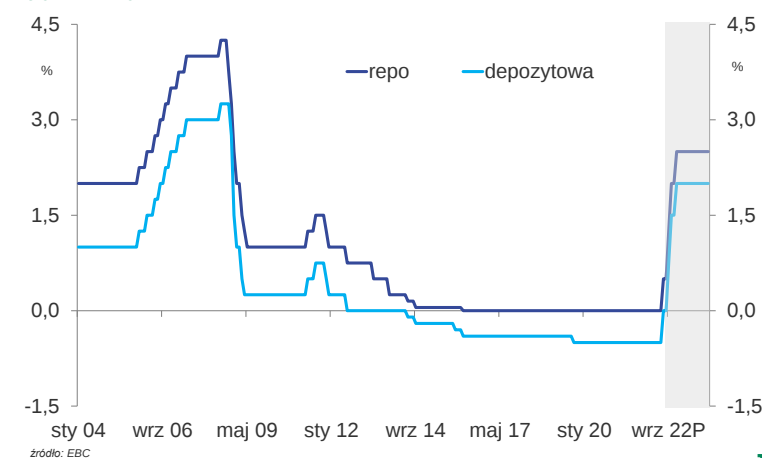
...przy wysokiej inflacji wzmacnia „jastrzębie” stanowisko EBC

- Rada EBC na posiedzeniu w grudniu i lutym podwyższyła stopy procentowe o łącznie 100 pkt. baz. – stopę repo do 3,00% i stopę depozytową do 2,50%.
- Wyhamowanie bieżącego wzrostu inflacji pod koniec roku i niepewność dot. skali spowolnienia aktywności przełożyły się na spadek tempa podwyżek stóp, wobec wcześniejszych rzędu 75 pkt. baz. Jednocześnie na grudniowym posiedzeniu prezes EBC znacząco zaostrzyła retorykę co do skali podwyżek stóp w trakcie bieżącego cyklu wobec wyraźnej korekty w górę ścieżki prognozowanej inflacji oraz obaw przed utrwaleniem się podwyższonej inflacji w dłuższym okresie.
- W lutym rada EBC de facto zapowiedziała kolejną podwyżkę stóp o 50 pkt. baz. w marcu. W kontekście oczekiwanych decyzji EBC od II kw. – tj. po marcowym posiedzeniu – wypowiedzi prezes Lagarde były już mniej jednoznaczne.
- Zakładamy, że po marcowej podwyżce w maju rada EBC obniży skalę podwyżek stóp do 25 pkt. baz. Taką prognozę formułujemy biorąc pod uwagę: – założenie obniżenia w marcowej projekcji EBC ścieżki średnioterminowej inflacji (efekt uwzględnienia niższych cen surowców energetycznych i mocniejszego euro), – sygnały silnego zacieśnienia warunków kredytowania w strefie euro na przełomie roku, – oczekiwane osłabienie koniunktury gospodarczej w I kw. br., – zakładany brak silnego wzrostu presji płacowej (w ramach negocjacji płacowych w I kw. br.), – zakładane wyhamowanie wzrostu inflacji bazowej na przełomie I i II kw.
- Biorąc pod uwagę bieżącą retorykę EBC bilans ryzyka dla tej prognozy wskazuje na wysokie ryzyko wyższych stóp procentowych.
- Jednocześnie lepsze warunki gospodarcze i niższe ryzyko recesji w 2023 r. ograniczają szanse na przejście do luzowania polityki pieniężnej już w 2023 r., szczególnie, że w tym okresie wskaźnik inflacji będzie wciąż utrzymywał się na podwyższonym poziomie.

Oczekiwany spadek inflacji oraz ograniczona skala wzrostu wynagrodzeń...



...kluczowe dla zatrzymania podwyżek stóp procentowych od II kw. br.





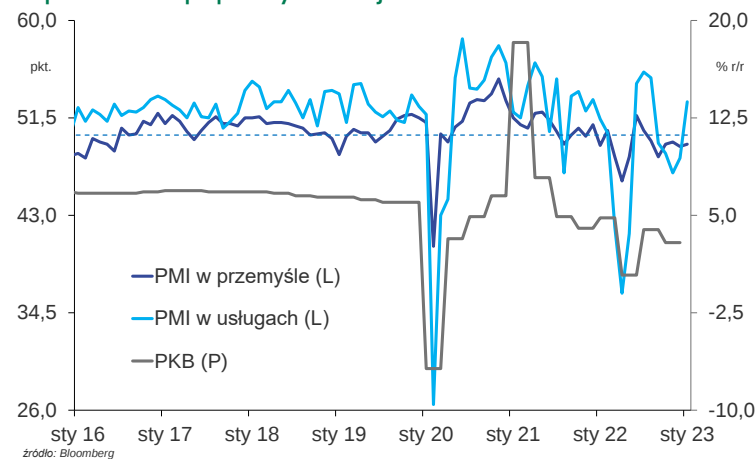
Korekta w górę prognoz chińskiej gospodarki po zniesieniu pandemicznych restrykcji

- Zniesienie większości restrykcji epidemicznych poskutkowało odbiciem w górę wskaźników koniunktury, w szczególności w sektorze usług.
- Znacząca zmiana polityki antyepidemicznej ogranicza wpływ słabych danych ze sfery realnej z końca 2022 r. na średnioterminowe prognozy.
- W 2023 r. oczekujemy wyraźnego przyspieszenia wzrostu PKB powyżej 5,0% r/r, przy zakładanym wyraźnym ożywieniu konsumpcji prywatnej.
- Skalę poprawy aktywności po 3-letnim okresie restrykcji będzie ograniczać trudna sytuacja na rynku pracy. Sektorem, który cały czas będzie obniżał wyniki gospodarki (z powodu problemów strukturalnych) pozostanie zapewne sektor nieruchomości.
- Z drugiej strony zakładamy utrzymanie wyższych wydatków publicznych na inwestycje infrastrukturalne i działania stabilizujące rynek nieruchomości. Wyższe ryzyko inflacyjne w warunkach otwierania gospodarki może natomiast ograniczyć przestrzeń dla luzowania polityki pieniężnej.

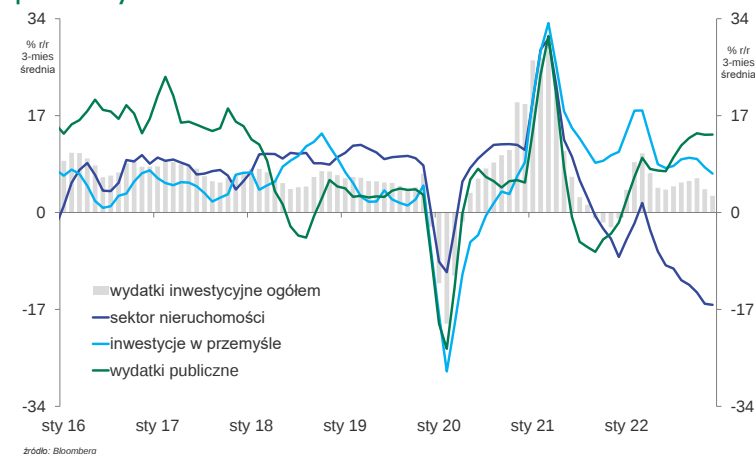
2023-02-21

Klauzula poufności: BOŚ jawne

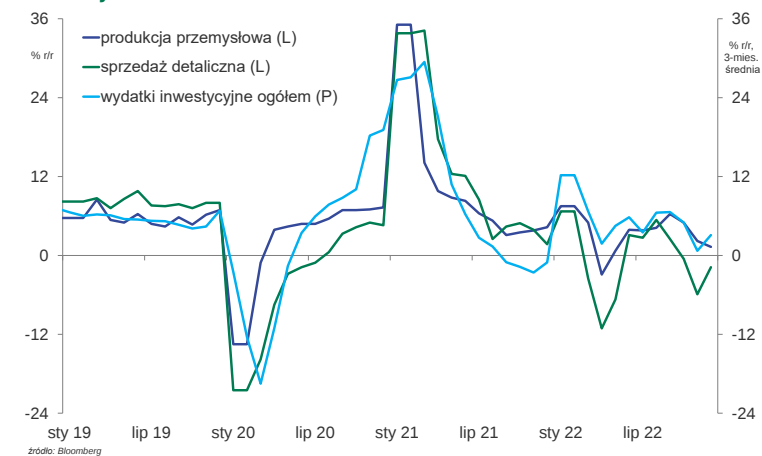
Ogłoszenie zniesienia restrykcji epidemicznych impulsem dla poprawy nastrojów...



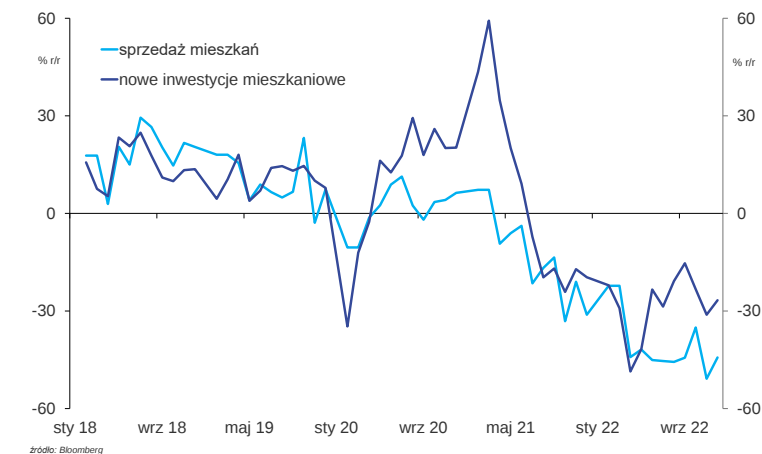
W 2023 r. oczekiwane utrzymanie wyższych wydatków publicznych....



...ograniczyło znaczenie pogorszenia danych ze sfery realnej z końca 2022 r.



...przy niewielkich szansach na ożywienie na rynku nieruchomości

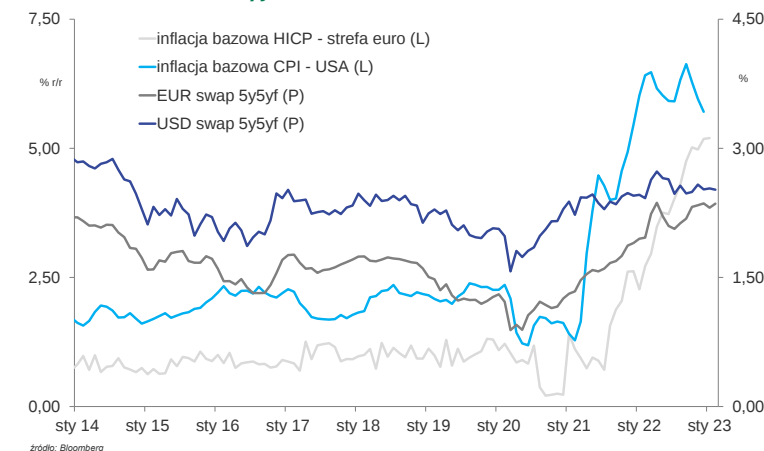




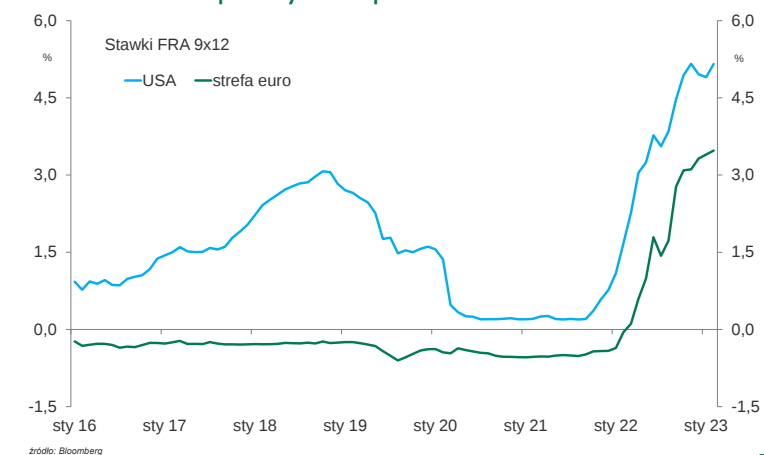
Obniżenie inflacji bazowej kluczowe dla trwałego spadku rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych

- Na przełomie 2022 i 2023 roku rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w USA i w Niemczech wahały się w przedziale ok. 50 pkt. baz. przy zmieniających się oczekiwaniach dot. skali zacieśnienia polityki pieniężnej Fed i EBC. Z jednej strony wpływała na nie jastrzębia retoryka Fed i EBC oraz publikacje lepszych danych ze sfery realnej, z drugiej strony – silniejszy od prognoz spadek inflacji i oczekiwania na szybszy proces dezinflacji.
- Publikacje danych z amerykańskiego rynku pracy i jastrzębia retoryka członków rady EBC w lutym ponownie wzmocniły oczekiwania na wyższe stopy procentowe w bieżącym cyklu zacieśnienia polityki monetarnej zarówno w USA, jak i strefie euro. Z drugiej strony przy wyhamowaniu wzrostu inflacji na początku roku na stabilnym poziomie kształtowały się rynkowe oczekiwania inflacyjne.
- Biorąc pod uwagę dłuższy cykl podwyżek stóp procentowych Fed i EBC w II kw. zakładamy, że w najbliższym czasie rentowności obligacji skarbowych będą utrzymywać się na bieżących, wyższych poziomach. Z drugiej strony niższe wskaźniki inflacji oraz obawy przed silniejszym spowolnieniem aktywności w średnim okresie (w części z powodu skali bieżącego zaostrzenia polityki pieniężnej) powinny hamować potencjał wzrostowy rentowności powyżej dotychczasowych maksimów.
- Zakładamy wyraźniejsze obniżenie inflacji bazowej w USA i strefie euro w II poł. roku oraz osłabienie aktywności gospodarczej będą w naszej ocenie wzmocniać oczekiwania na łagodzenie polityki pieniężnej w średnim okresie, co powinno obniżyć rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych w dalszej części roku.
- Nie zakładając jednak scenariusza silnego spowolnienia, czy recesji oraz biorąc pod uwagę wciąż relatywnie wysoką inflację bazową oceniamy, że potencjał spadkowy rentowności obligacji jest ograniczony.

Wyhamowanie wzrostu inflacji ustabilizowało rynkowe oczekiwania inflacyjne...



...ale jastrzębi Fed i EBC i lepsze dane realne wspierają oczekiwania na podwyżki stóp w krótkim okresie

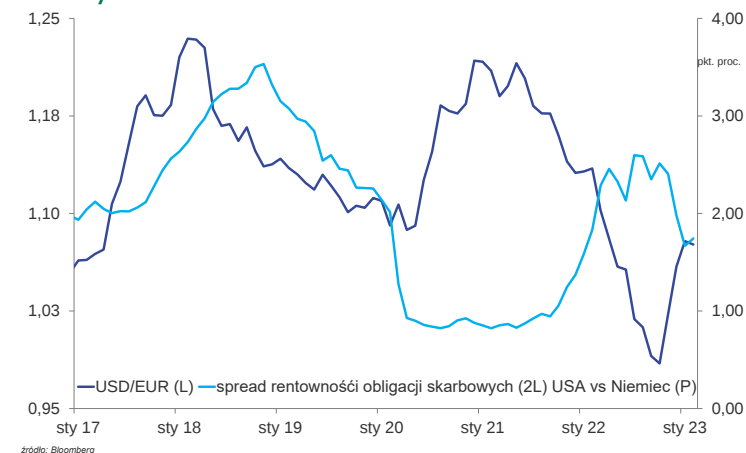




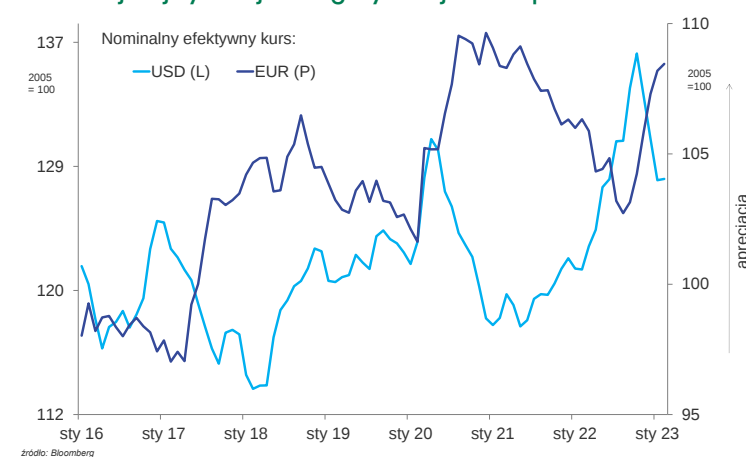
Kurs euro wobec dolara oczekiwany w przedziale 1,05 – 1,10 USD/EUR

- Na przełomie roku kontynuowany był trend osłabienia dolara i wzmocnienia euro, co okresowo podbiło kurs euro wobec dolara powyżej 1,10 USD/EUR.
- Kontynuacja wzrostu kursu USD/EUR w części była wynikiem oczekiwań dot. dysparytetu stóp procentowych (sygnały dezinflacji w USA vs wyraźne zaostrożenie stanowiska EBC pod koniec ub.r.). W części natomiast wzrost ten był wynikiem dalszej poprawy nastrojów wobec aktywów europejskich (dzięki silniejszemu spadkowi cen surowców energetycznych) jak również wynikał ze spadku globalnej premii za ryzyko (osłabienie dolara, wzmocnienie aktywów rynków wschodzących).
- Powyższy trend rynkowy przerwała publikacja styczniowych danych z rynku pracy w USA i wzrost oczekiwań dot. skali zacieśnienia polityki Fed oraz związany z tym wzrost globalnej premii za ryzyko (obawy przed silniejszym spowolnieniem aktywności w dłuższym okresie).
- Biorąc pod uwagę znaczącą skalę poprawy perspektyw gospodarczych w Europie oraz korektę w górę oczekiwań co do poziomu stóp procentowych w strefie euro oczekujemy utrzymania kursu wspólnej waluty powyżej 1,05 USD/EUR.
- Jednocześnie jednak biorąc pod uwagę naszą ostrożność dot. bieżącej korzystnej sytuacji gospodarczej na świecie, utrzymujące się wyzwania rynku energetycznego w Europie w najbliższych kwartałach, wciąż daleką od stabilnej sytuację geopolityczną, wyzwania gospodarek peryferyjnych strefy euro w warunkach wyższych kosztów obsługi długu zakładamy, że kurs euro wobec dolara nie wzrośnie w tym roku trwale powyżej 1,10 USD/EUR.

Na przełomie roku oczekiwania dot. dysparytetu stóp osłabiły dolara wobec euro...



...przy równoczesnym spadku awersji do ryzyka i stabilniejszej sytuacji energetycznej w Europie

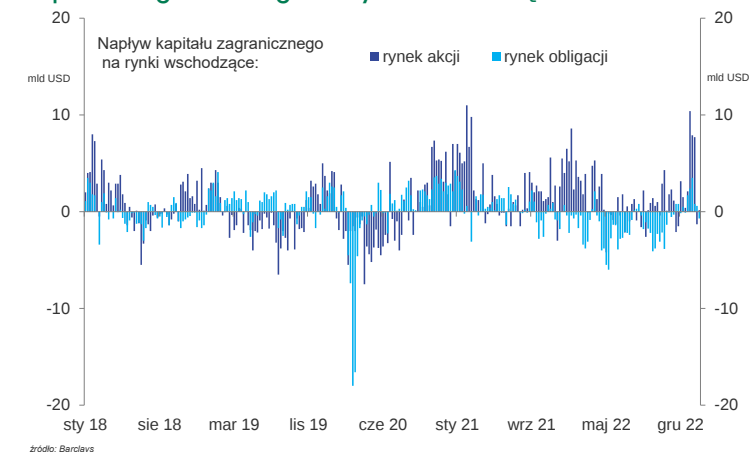




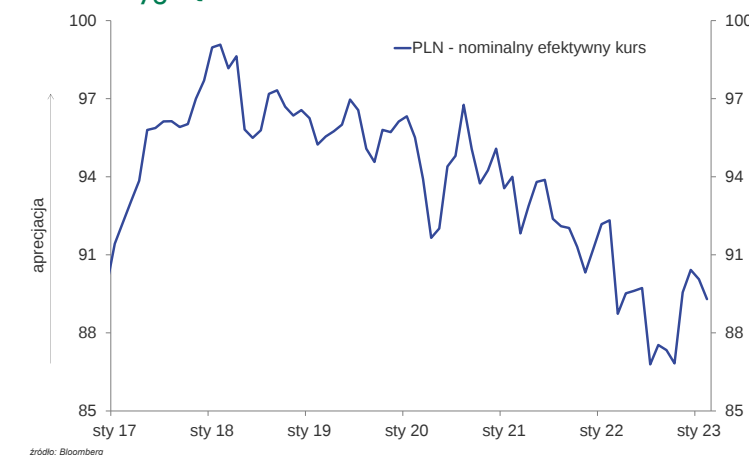
Kurs złotego w ograniczonym stopniu skorzystał na poprawie globalnych nastrojów

- Globalny optymizm rynkowy (scenariusz łagodnego spowolnienia gospodarki i stopniowego spadku inflacji) oraz wycofanie się Chin z większości restrykcji epidemicznych stymulowały silny napływ kapitału zagranicznego na rynki wschodzące.
- W tych warunkach na wartości zyskał także złoty, dodatkowo wzmacniany poprawą sentymentu wobec aktywów europejskich.
- Z drugiej strony, jak na skalę poprawy globalnej sytuacji rynkowej, w tym na rynkach europejskich, aprecjacja złotego była ograniczona, a pogorszenie nastrojów globalnych w lutym ponownie istotnie osłabiło złotego (wzrost kursu powyżej 4,75 PLN/EUR). Czynnikiem hamującym silniejszą aprecjację w naszej ocenie pozostaje przede wszystkim nierozstrzygnięta kwestia Krajowego Planu Odbudowy (KPO), a także utrzymujące się ryzyko prawne dla krajowego sektora bankowego w kontekście hipotecznych kredytów walutowych (oczekiwane około połowy roku orzeczenie TSUE po negatywnej dla sektora bankowego lutowej opinii rzecznika TSUE).
- Przy stabilizujących się perspektywach inflacji, obserwowanej i oczekiwanej dalszej poprawie wyniku krajowego bilansu płatniczego, nie sądzimy, aby czynnikiem osłabiającym złotego było prognozowane dalsze spowolnienie aktywności gospodarczej, czy też pogorszenie wskaźników fiskalnych (już zapewne wyceniane przez inwestorów).
- Podtrzymujemy naszą ocenę, że złoty pozostaje niedowartościowany i oczekujemy w średnim okresie jego stopniowej aprecjacji. W trakcie 2023 r. skalę tej aprecjacji będą jeszcze zapewne opóźniać trudna sytuacja geopolityczna oraz ograniczony potencjał do globalnego wzrostu apetytu na ryzyko. W naszej ocenie warunkiem koniecznym silniejszej aprecjacji złotego jest uruchomienie środków finansowych z KPO.
- Prognozujemy, że na koniec 2023 r. kurs złotego ukształtuje się w okolicach 4,60 PLN/EUR, 4,30 PLN/USD oraz 4,70 PLN/CHF.

Poprawa nastrojów globalnych stymulowała napływ kapitału zagranicznego na rynki wschodzące



...silniejszą aprecjację złotego ogranicza jednak nierozstrzygnięta kwestia KPO

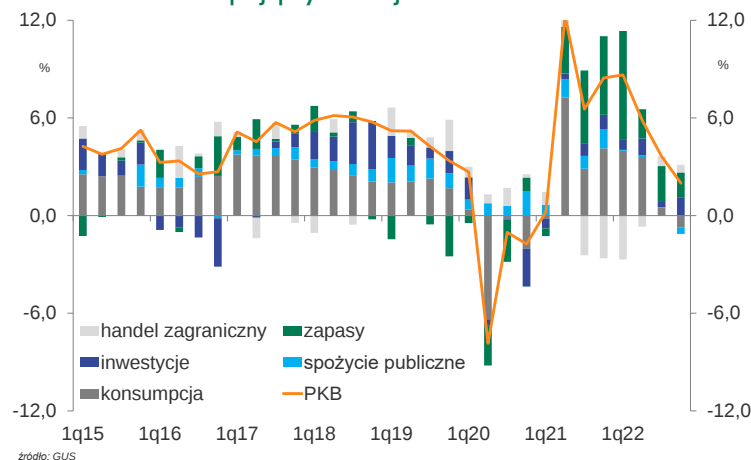




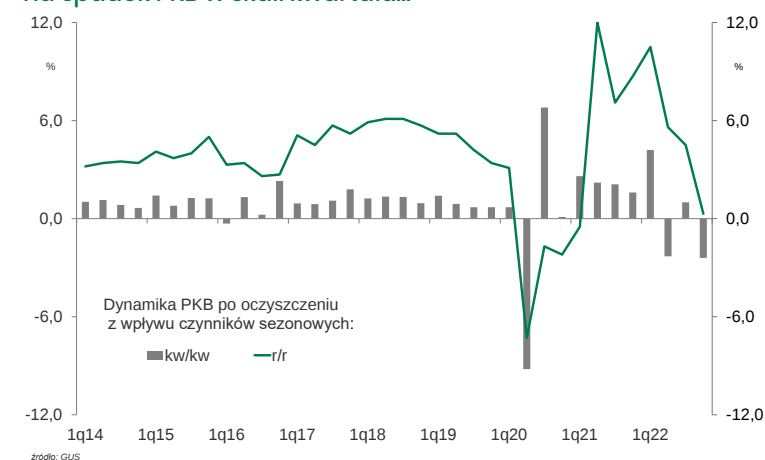
W IV kw. wyraźniejsze osłabienie aktywności polskiej gospodarki...

- W IV kw. ub.r. dynamika PKB obniżyła się do 2,0% r/r, przy dużo silniejszym spadku spożycia gospodarstw domowych (ok. -1,5% r/r), ale zaskakująco silnych inwestycjach (ponad 5,0% r/r).
- Zapewne silniejsze osłabienie konsumpcji prywatnej było powodem skokowego spadku PKB - o 2,4% kw/kw po korekcie o sezonowość (SA). W IV kw. spadek dynamiki produkcji przemysłowej i budowlanej w istotnym stopniu wynikał bowiem z efektów bazy odniesienia.
- Niższe zużycie energii elektrycznej w części może wynikać z działań oszczędnościowych, w części jednak, obok słabnącej koniunktury w transporcie może sygnalizować cykliczny spadek popytu.
- Silny spadek PKB kw/kw SA może wskazywać na bardzo negatywne perspektywy aktywności gospodarki, niemniej także w przypadku polskiej gospodarki widzimy sygnały obniżające to ryzyko.

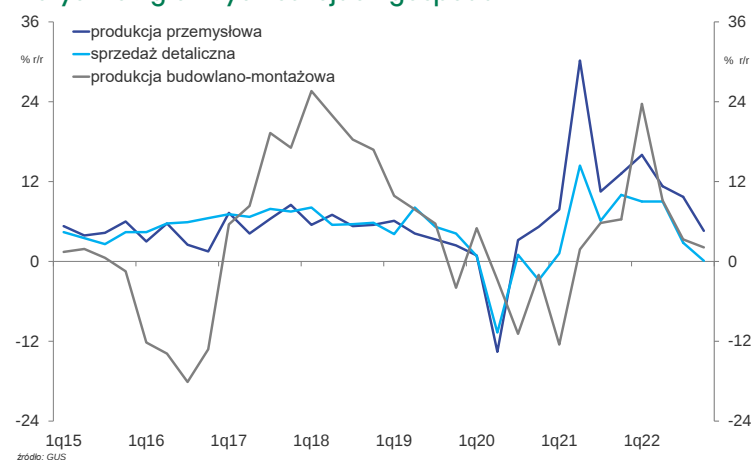
W IV. spadek dynamiki PKB do 2,0% r/r, przy silnym osłabieniu konsumpcji prywatnej...



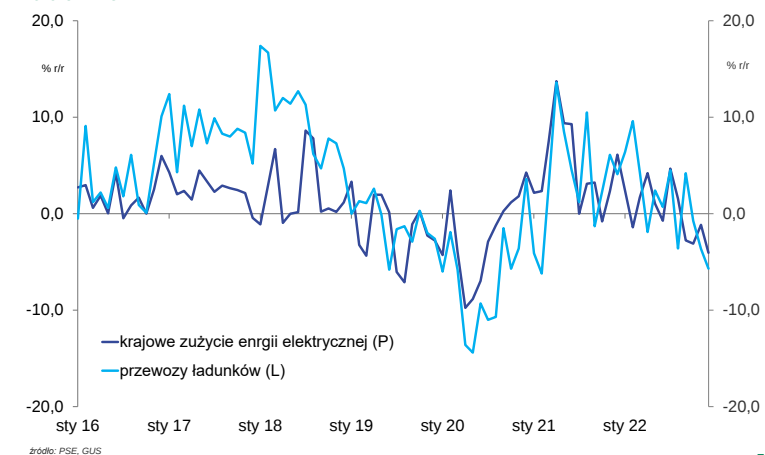
...która zapewne była głównym czynnikiem wpływającym na spadek PKB w skali kwartału...



...choć spowolnienie aktywności widoczne jest we wszystkich głównych sekcjach gospodarki...



...oraz w danych nt. zużycia energii, czy przewozów ładunków

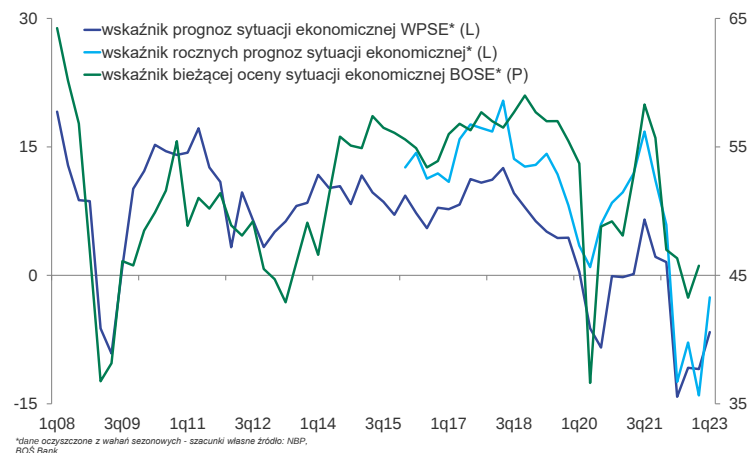




...ale nastroje firm odnośnie do przyszłości są mniej pesymistyczne

- Choć nastroje przedsiębiorstw pozostają bardzo słabe, to w porównaniu do sytuacji sprzed kwartału skala tego pesymizmu osłabła, w szczególności w zakresie prognoz długookresowych.
- Ta poprawa w głównej mierze wynika z notowanej na przełomie roku stabilizacji sytuacji na globalnych rynkach surowców energetycznych i ograniczenia wpływu tego czynnika jako bariery rozwoju (większa dostępność i niższa cena).
- Z początkiem roku firmy wskazują także na mniejszy pesymizm w zakresie popytu, choć te oczekiwania pozostają wyraźnie poniżej długookresowej średniej co implikuje dalsze spowolnienie dynamiki PKB.
- Mniejszy pesymizm z początkiem roku cechuje większość branż, przy wciąż najstabszych nastrojach w budownictwie i coraz powszechniejszym pesymizmie w branżach związanych z popytem konsumpcyjnym.

Z początkiem 2023 r. firmy nieco mniej pesymistyczne...



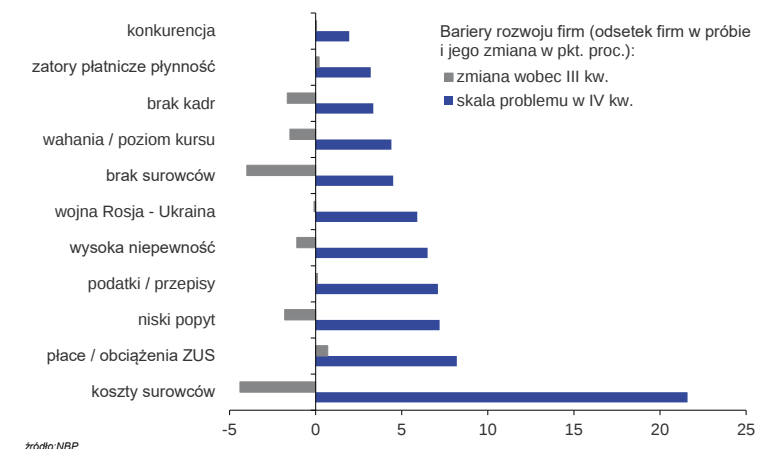
*dane oczyszczone z wahań sezonowych - szacunki własne źródło: NBP, BOŚ Bank

...przy pewnej poprawie oczekiwań dot. popytu



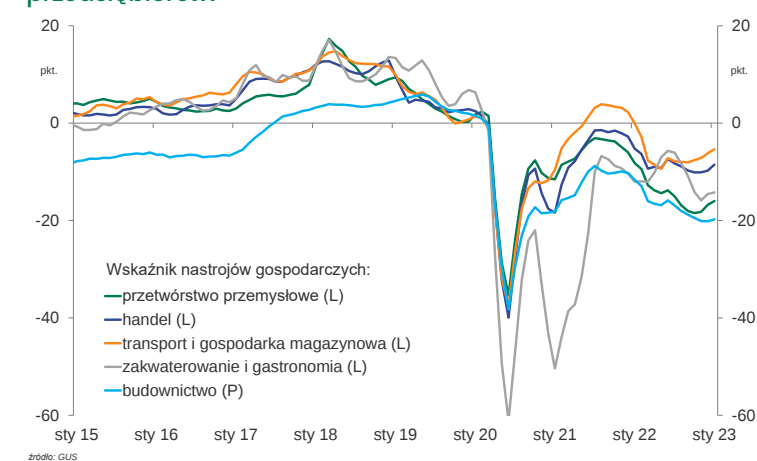
*dane oczyszczone z wahań sezonowych - szacunki własne źródło: NBP

...w głównej mierze dzięki ograniczeniu problemów w zakresie ceny oraz dostępności surowców i materiałów...



źródło: NBP

Ograniczenie pesymizmu notowane w większości sekcji przedsiębiorstw



źródło: GUS



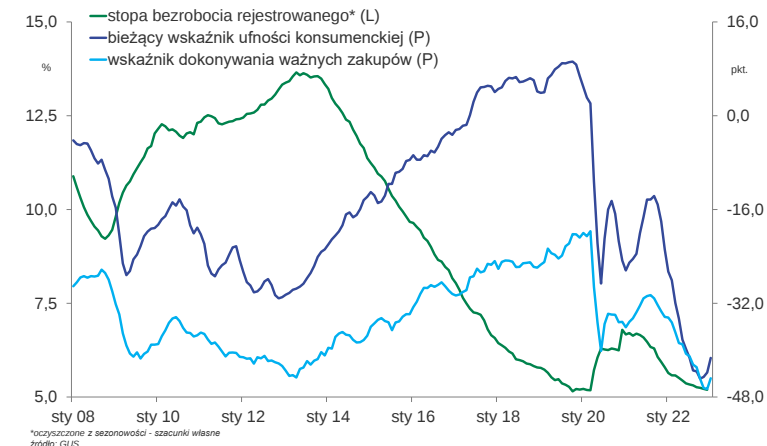
Drenująca dochody inflacja silniej obniża spożycie gospodarstw domowych...

- Skala spadku konsumpcji prywatnej w IV kw. 2022 r. (o ok. 1,5% r/r) zaskoczyła negatywnie. Skokowo obniżająca się w trakcie ub.r. konsumpcja prywatna (+6,7% r/r w I kw. i -1,5% r/r w IV kw.) to w głównej mierze efekt gwałtownego spadku realnych dochodów gospodarstw domowych w efekcie silnego wzrostu inflacji (w II poł. roku wskaźnik CPI przewyższył dynamikę nominalnego wzrostu dochodów). Pomimo bardzo wysokiego tempa wzrostu wynagrodzeń oraz stabilnego wzrostu zatrudnienia, realna dynamika funduszu płac obniżyła się blisko historycznie niskich poziomów.
- Dodatkowym czynnikiem osłabiającym wydatki konsumentów było zapewne wygasanie wcześniejszego efektu nadrabiania konsumpcji po pandemicznych ograniczeniach (wydatkowanie wcześniej kumulowanych oszczędności). Z drugiej strony, słabe wyniki spożycia gospodarstw domowych zaskakują w kontekście wciąż wspierających tę kategorię dodatkowych wydatków migrantów, które wg naszych szacunków podwyższyły dynamikę spożycia o ponad 1 pkt. proc. pod koniec ub.r.
- Biorąc pod uwagę nasze prognozy kształtowania się dochodów gospodarstw domowych, oczekujemy utrzymania ujemnej rocznej dynamiki spożycia gospodarstw domowych na początku 2023 r. i stopniowego wzrostu tej dynamiki w trakcie roku w kierunku +2,0% r/r w IV kw.
- W całym 2023 r. oczekujemy spadku konsumpcji prywatnej o 0,4% r/r. Dynamika konsumpcji w większym stopniu będzie podążać za zmianami inflacji (spadek inflacji wspierający konsumpcję prywatną), przy oczekiwanych niewielkich zmianach sytuacji na krajowym rynku pracy i dochodów w ujęciu nominalnym.
- Porównując do wcześniejszych epizodów dekonunktury zwraca uwagę fakt historycznie niskiego poziomu bezrobocia. Biorąc to pod uwagę zakładamy, że ożywienie konsumpcji prywatnej będzie następować stosunkowo szybko wraz z poprawą siły nabywczej dochodów konsumentów.

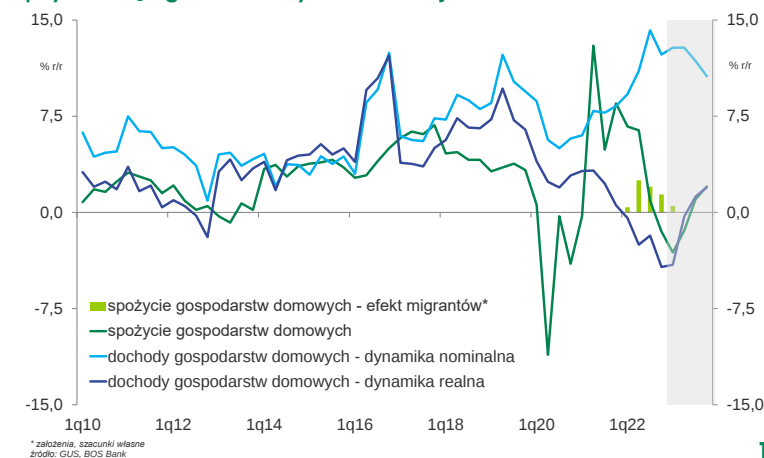
2023-02-21

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Pomimo historycznie niskiego bezrobocia bardzo słabe nastroje i wydatki konsumentów w II poł. 2022 r...



...przy stabilnej sytuacji dochodowej, konsumpcję prywatną ogranicza wysoka inflacja

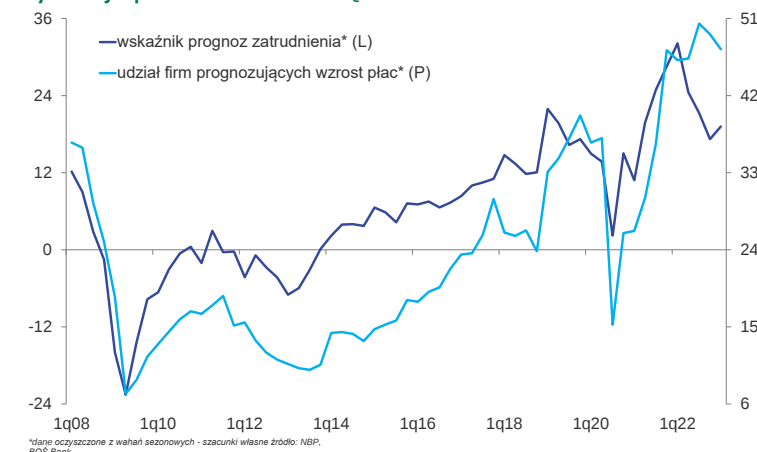




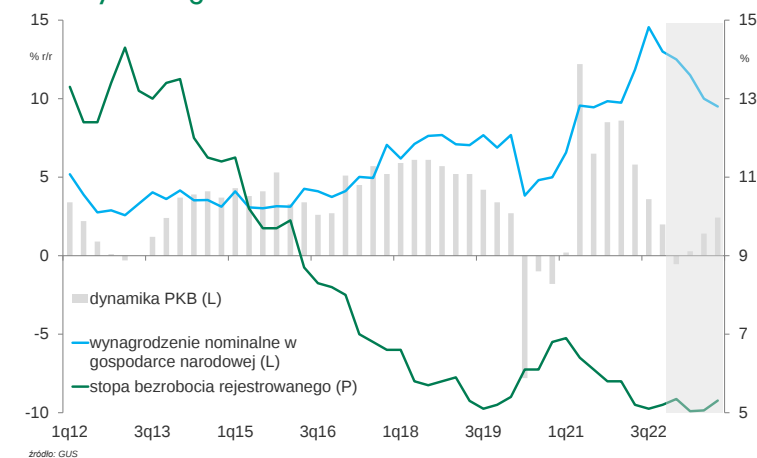
...stabilna sytuacja na rynku pracy daje szansę na wzrost konsumpcji wraz z oczekiwanym spadkiem inflacji CPI

- Najnowsze wyniki badania NBP w sektorze przedsiębiorstw potwierdziły, że pomimo historycznie słabych nastrojów firm, ich prognozy dot. rynku pracy pozostają stabilne. Po spadku w IV kw., w I kw. wskaźnik prognoz zatrudnienia pozostał stabilny, utrzymując się zdecydowanie powyżej długookresowej średniej. Takie wyniki wspierają nasz scenariusz spadku „jedynie” dynamiki zatrudnienia w kierunku 0% r/r w trakcie 2023 r. i minimalnego wzrostu stopy bezrobocia.
- Pomimo sygnałów obniżenia presji płacowej w firmach, wskaźnik prognoz wynagrodzeń (mierzony udziałem firm prognozujących wzrost płac) utrzymał się blisko rekordowego poziomu, na co wpływa ustawowy wzrost płacy minimalnej (o 15,9% od stycznia br.) a także zapewne szersze podwyżki płac związane z silnym wzrostem inflacji w ub.r.
- Biorąc pod uwagę powyższe oraz potwierdzenie założeń o ok. 15-procentowej waloryzacji rent i emerytur podtrzymujemy prognozę solidnego wzrostu nominalnych dochodów gospodarstw domowych w 2023 r., pomimo słabszej aktywności.
- Zdecydowane uodpornienie się sytuacji na rynku pracy na cykliczne zmiany w gospodarce wynika z postępujących procesów demograficznych skutkujących rosnącą presją na podaż pracy. W ostatnim okresie brak kadr był jedną z istotniejszych barier rozwoju, stąd obecny spadek popytu w gospodarce w większym stopniu skutkuje powrotem równowagi na rynek pracy niż spadkiem zatrudnienia / wzrostem bezrobocia. Poza tym po doświadczeniach z trudnościami w zakresie pozyskania nowych pracowników firmy dopiero w ostateczności będą decydować się na likwidację miejsc pracy pomimo okresowej dekoniunktury. Te same efekty demograficzne będą utrzymywać podwyższoną (w porównaniach historycznych) dynamikę wynagrodzeń.

Pomimo bardzo słabych nastrojów przedsiębiorstw, sytuacja pracowników wciąż komfortowa...



...wpływ cyklu gospodarczego na rynek pracy ograniczają zmiany demograficzne





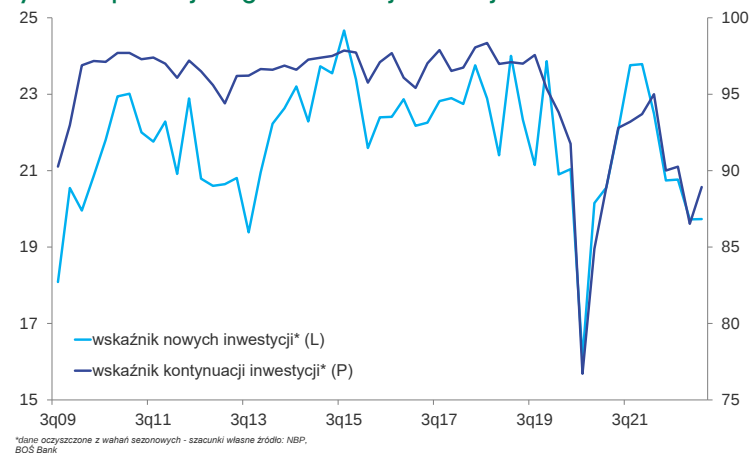
Słabe nastroje inwestycyjne przedsiębiorstw...

- Pomimo słabych nastrojów inwestycje przedsiębiorstw solidnie wzrosły w 2022 r.
- Uważamy, że utrzymujący się pesymizm firm w warunkach spadku popytu finalnie obniży dynamikę inwestycji firm w tym roku, niemniej skala tego spowolnienia będzie ograniczona.
- Konieczność zakończenia w br. projektów współfinansowanych ze środków UE (Perspektywa Finansowa UE na l. 2014-2020) i dane dot. realizacji umów i wniosków o płatności (w przybliżeniu określających moment zakończenia projektu) wskazują na wciąż na spory potencjał wydatkowania środków unijnych w tym roku.
- Czynnikiem stabilizującym inwestycje przedsiębiorstw powinny być inwestycje w energetyce.
- Dynamikę inwestycji prywatnych wciąż obniżać będzie natomiast dekoniunktura na rynku mieszkaniowym. Tępienie w rozpoczynanych inwestycjach obniża liczbę mieszkań w budowie, co implikuje prognozę dalszego spadku inwestycji.

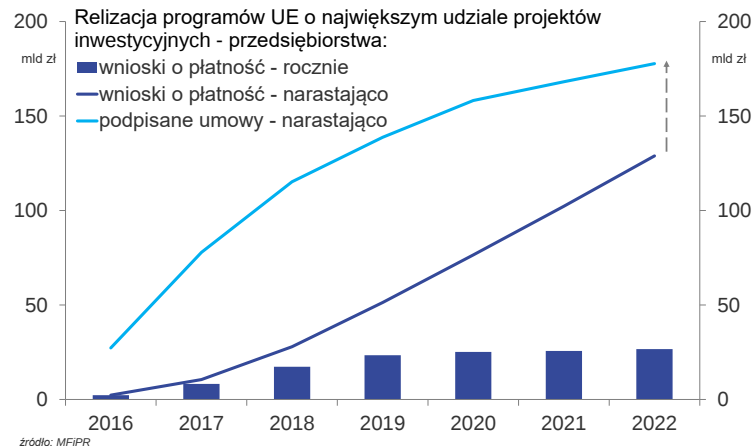
2023-02-21

Klauzula poufności: BOŚ jawne

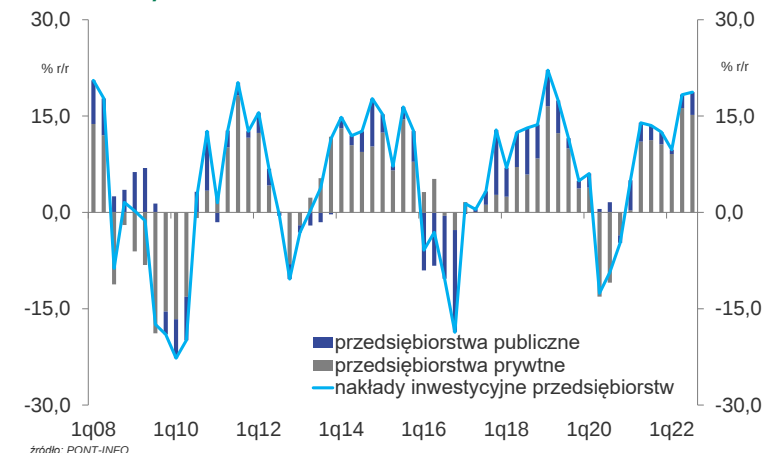
Nastroje inwestycyjne firm z początku 2023 r. wciąż wyraźnie poniżej długookresowej średniej...



Pesymizm firm równoważony koniecznością zakończenia w br. projektów współfinansowanych ze środków UE



...pomimo słabszych nastrojów nakłady inwestycyjne firm w ub.r. rosły solidnie



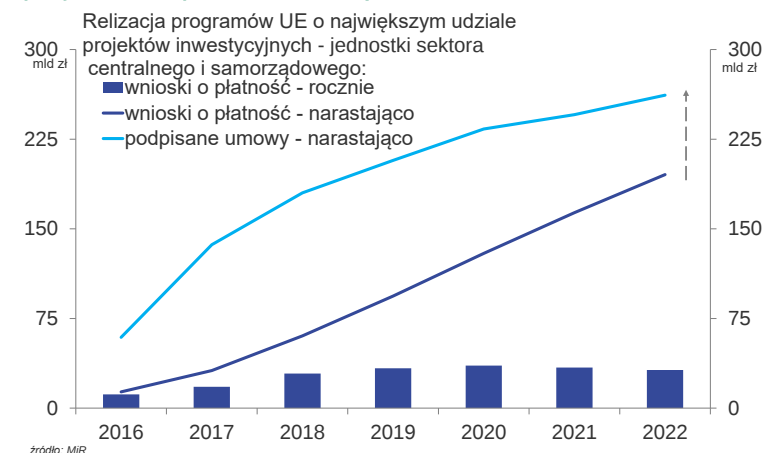
Dekoniunktura w budownictwie mieszkaniowym utrzyma się w 2023 r.



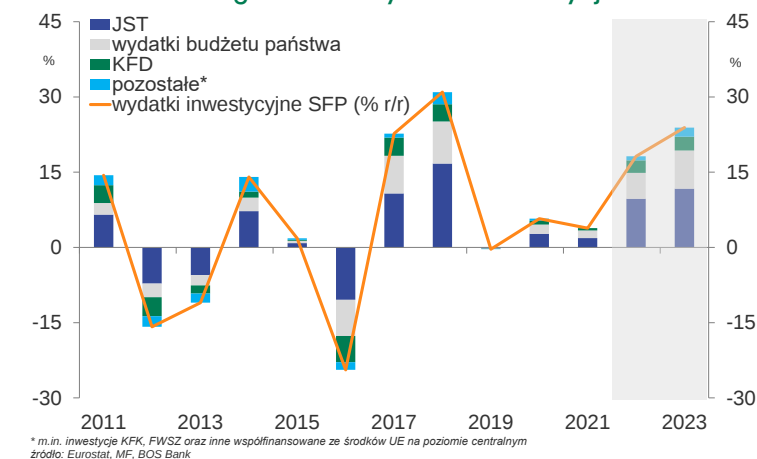
...ale potencjał do silniejszego wzrostu inwestycji publicznych

- Nie znamy jeszcze dokładniejszych danych nt. struktury nakładów brutto na środki trwałe w IV kw. oraz struktury wydatków SFP w tym okresie, niemniej nie można wykluczyć że skokowa i zaskakująca poprawa nakładów brutto na środki trwałe w IV kw. wynikała z przyspieszenia (po spowolnieniu w III kw.) inwestycji publicznych. Mogło to wynikać z przesunięcia wydatków z br. przy korzystniejszej sytuacji fiskalnej w 2022 r. (memoriałowy charakter inwestycji publicznych w rachunkach narodowych).
- W IV kw. wyniki produkcji budowlano-montażowej, w tym w firmach specjalizujących się w budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej, lekko poprawiły się. W 2023 r. oczekujemy utrzymania lepszych wyników inwestycji infrastrukturalnych biorąc pod uwagę: – utrzymanie wysokich inwestycji samorządów (JST) w okresie przedwyborczym, – konieczność zamknięcia projektów współfinansowanych ze środków UE (Perspektywa finansowa UE na l. 2014–2020), – zwiększenie emisji obligacji KFD wskazujące na utrzymanie finansowania wydatków drogowych.
- Konieczność zakończenia w br. projektów współfinansowanych z Perspektywy finansowej UE na l. 2014–2020 oraz dane dot. realizacji umów i wniosków o płatności (w przybliżeniu określających moment zakończenia projektu) wskazują na jeszcze spory potencjał wydatkowania środków w tym roku.
- Jednocześnie jednak obniżająca się dynamika wydatków inwestycyjnych JST pod koniec 2023 r. oraz zmiana priorytetów dot. wydatków sektora publicznego ograniczają potencjał przyspieszenia wzrostu inwestycji infrastrukturalnych. Na podstawie informacji dot. planów inwestycyjnych w zakresie wyposażenia armii (które zaliczane są zarówno do wydatków budżetu państwa, jak i funduszy pozabudżetowych – FWSZ) podtrzymujemy natomiast prognozę wyraźnego wzrostu dynamiki inwestycji SFP do ok. 16% r/r wobec ok 8% r/r szacowanych na 2022 r. W efekcie oczekujemy jedynie niewielkiego obniżenia dynamiki nakładów brutto na środki trwałe ogółem do 3,9% r/r z 4,6% r/r notowanych w 2022 r.

W br. wyższe inwestycje SFP przy koniecznym zakończeniu projektów współfinansowanych ze środków UE...



...przy wzroście wydatków na uzbrojenie pozwala oczekiwać dalszego wzrostu dynamiki inwestycji SFP

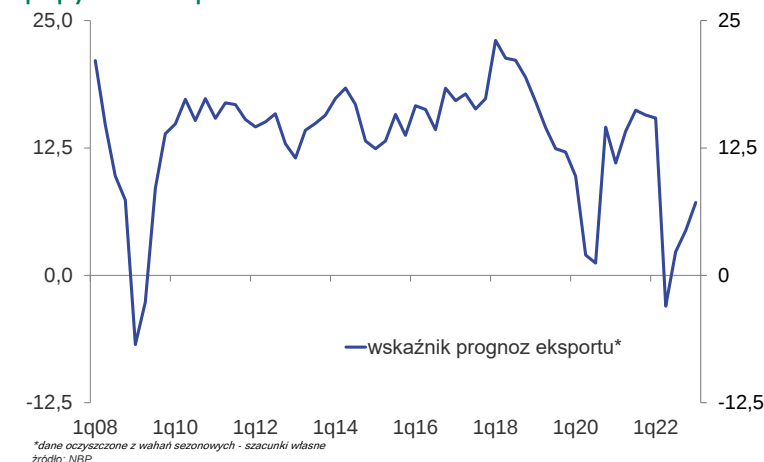




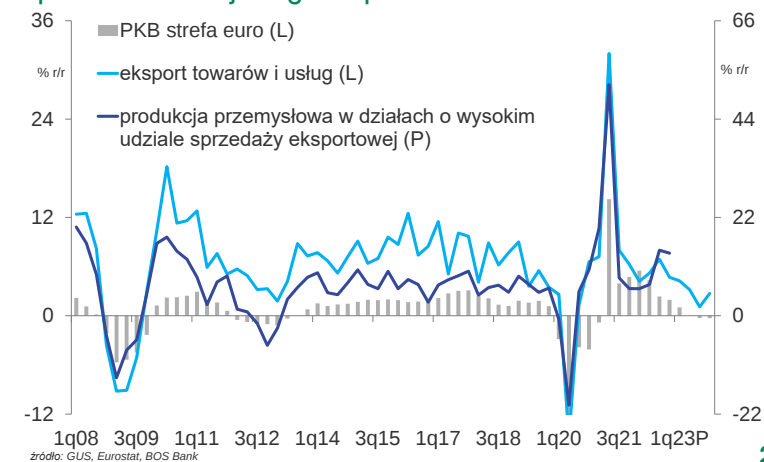
Niższe ryzyko dla strefy euro ogranicza skalę spowolnienia eksportu

- Według raportu NBP w I kw. br. ponownie poprawiły się prognozy przedsiębiorców dot. eksportu. W IV kw. utrzymały się także lepsze dane dot. produkcji przemysłowej w działach o najwyższym udziale produkcji na eksport.
- Podtrzymujemy naszą ocenę, że w części ta poprawa to efekt okresowego nadrobienia aktywności eksportowej wcześniej wstrzymywanej z powodu ograniczeń w globalnych łańcuchach dostaw (np. w motoryzacji) oraz (w przypadku wskaźnika oczekiwań firm) korekty wcześniejszych bardzo pesymistycznych prognoz (bezpośrednio po agresji Rosji na Ukrainę). Wskaźnik prognoz eksportu (wg badania NBP) pozostaje wyraźnie poniżej swojej długookresowej średniej.
- Z tego względu podtrzymujemy prognozę stopniowego obniżenia dynamiki eksportu w trakcie 2023 r. Jednocześnie jednak wobec korekty prognoz dla gospodarki globalnej, w tym dla strefy euro, skorygowaliśmy lekko w górę prognozę polskiego eksportu. Biorąc pod uwagę powyższe, oczekujemy obniżenia dynamiki eksportu do ok. 2,5% w 2023 r., wobec ponad 5,0% szacowanych w 2022 r.
- Pomimo oczekiwanego wolniejszego wzrostu eksportu, w 2023 r. oczekujemy poprawy kontrybucji eksportu netto we wzrost PKB. Oczekujemy bowiem solidnego spadku dynamiki importu z uwagi na osłabienie popytu krajowego (w tym najbardziej importochłonnej kategorii zapasów) i eksportu (wysoka importochłonność eksportu).
- Poprawa kontrybucji eksportu netto w okresie spowolnienia jest zjawiskiem typowym dla polskiej gospodarki. Jednocześnie, w porównaniu do minionych epizodów słabszej koniunktury ta poprawa będzie ograniczona ze względu na zmianę struktury publicznych inwestycji tj. wzrostu udziału importochłonnych inwestycji związanych z wyposażeniem armii (które w istotnym stopniu będą zakupami sprzętu z zagranicy) i jednocześnie spadku udziału zdecydowanie mniej importochłonnych inwestycji infrastrukturalnych.

Na przełomie roku kolejna poprawa oczekiwań firm dot. popytu na eksport...



...uniknięcie recesji w strefie euro ogranicza skalę spowolnienia krajowego eksportu

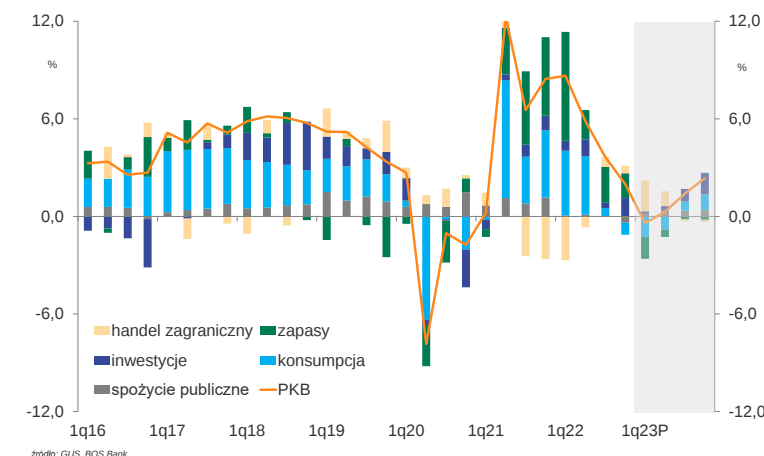




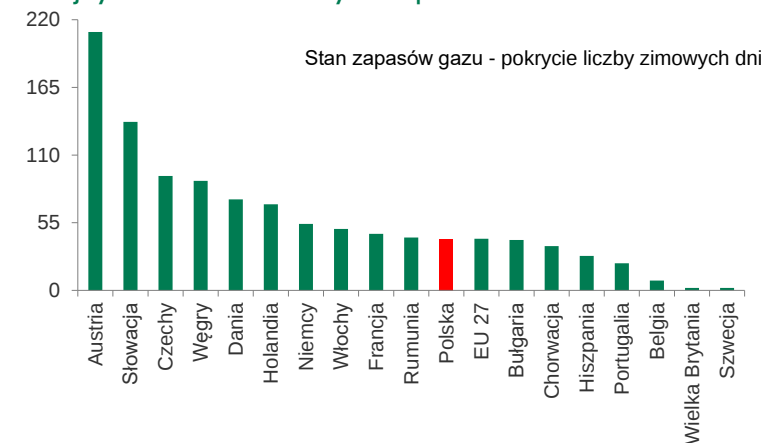
W 2023 r. wzrost PKB w okolicach 1,0%

- Szacujemy, że w 2023 r. PKB wzrośnie o około 1,0% r/r wobec 4,9% r/r w 2022 r.
- Pomimo słabych grudniowych danych ze sfery realnej i silnego spadku PKB w ujęciu kwartalnym, podwyższyliśmy lekko prognozę na 2023 r. (z 0,7%) z uwagi na: – poprawę sytuacji na globalnym rynku surowców energetycznych, – poprawę prognoz dla gospodarki strefy euro, – korektę w górę prognozy inwestycji przedsiębiorstw na podstawie dotychczasowych dobrych wyników oraz kumulacji projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE.
- Pomimo dużo słabszych wyników spożycia gospodarstw domowych w II poł. 2022 r. oraz korekty w dół prognoz konsumpcji w I poł. br. oczekujemy cały czas stopniowego wzrostu dynamiki spożycia przy założeniu wyraźnego spadku inflacji CPI w trakcie roku dzięki stabilnej sytuacji na krajowym rynku pracy.
- Czynnikiem stabilizującym perspektywę gospodarki będzie też nadal bardzo dobra sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw oraz poluzowanie polityki fiskalnej, w tym działania zmierzającego do ograniczenia wzrostu cen energii dla gospodarstw domowych, mikro- małych i średnich przedsiębiorstw i instytucji publicznych.
- Oczekujemy dalszego obniżenia dynamiki PKB poniżej 0,0% r/r z początkiem 2023 r., po czym jej stopniowego wzrostu do ponad 2,0% r/r w IV kw.
- Choć prognozy gospodarcze na 2023 r. poprawiły się, to oczekiwane słabsze odbicie gospodarki globalnej w 2024 r. oraz opóźnienie uruchomienia środków finansowych z KPO (kluczowe dla gospodarki od przyszłego roku przy wygaśnięciu z końcem br. perspektywy finansowej na l. 2014–2020) skutkują prognozą ograniczonej skali ożywienia aktywności w 2024 r. Ponadto, o ile sprzyjające warunki meteorologiczne bardzo pomogły gospodarkom europejskim w tym roku, wyzwania dot. dostępności gazu na przełomie 2023 i 2024 r., przy wciąż niestabilnej sytuacji geopolitycznej nie wygasty.

Z początkiem 2023 r. dalsze obniżenie dynamiki PKB



Wyzwania na rynku gazu będą utrzymywać się przed kolejnym sezonem zimowym na przełomie 2023 i 2024 r.





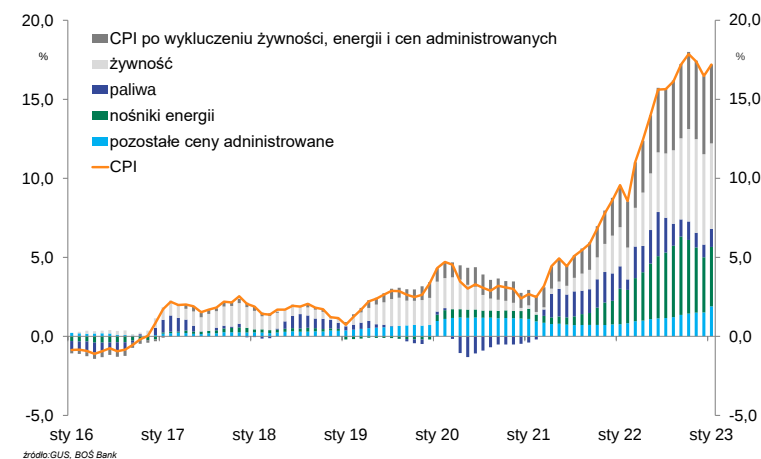
Pod koniec 2022 r. długo oczekiwane wyhamowanie wzrostu CPI

- Pod koniec 2022 r. inflacja CPI obniżyła się, a jej styczniowy wzrost okazał się słabszy od prognoz. Po tym jak w połowie roku silnie obniżyła się dynamika cen paliw (dzięki spadkowi cen ropy naftowej), od listopada silnie obniżyły się ceny opatu (w tym węgla).
- Niższy od prognoz okazał się także wzrost cen nośników energii w styczniu br. Ponadto z początkiem roku miesięczna dynamika cen żywności zbliżyła się do sezonowego wzorca.
- Tym samym korekty cen na globalnym rynku surowców zaczęły także ograniczać wzrost inflacji konsumenckiej.
- Sygnałów dezinflacji wciąż nie widać natomiast w grupie towarów i usług zaliczanych do inflacji bazowej, która wg wstępnych szacunków (opartych o stary system wag koszyka inflacyjnego) wzrosła w styczniu w kierunku 12,0% r/r.
- Miesięczny wzrost inflacji bazowej wyraźnie przekroczył średni styczniowy wynik z ostatnich lat (zazwyczaj spadek m/m przed 2020 r.).

2023-02-21

Klauzula poufności: BOŚ jawne

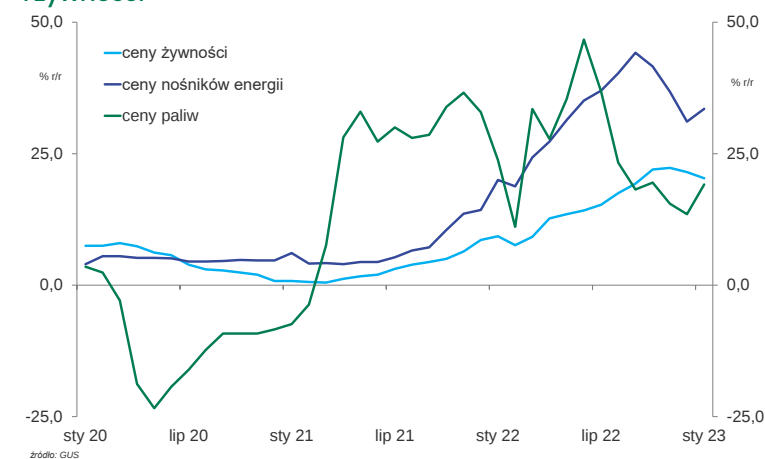
Na przełomie 2022 i 2023 r. wyhamowanie wzrostu wskaźnika CPI...



Choć pod koniec roku tempo wzrostu inflacji bazowej lekko wyhamowało zarówno w grupie towarów i usług...



...głównie dzięki niższej dynamice cen nośników energii i żywności



...to w styczniu roczna zmiana cenników ponownie podbiła inflację bazową



W 2023 r. oczekujemy obniżenia inflacji bazowej, ale jej poziom pozostanie wysoki

- Wstępne szacunki styczniowej inflacji wskazują na wzrost styczniowej inflacji bazowej w kierunku 12,0% r/r. Taki wynik jest spójny z utrzymaniem dużo wyższych podwyżek cen wobec uśrednionych styczniowych wyników z lat minionych. W naszej ocenie w warunkach corocznych zmian cenników nastąpiło „przerzucanie” na ceny finalne wyższych dotychczasowych i antycypowanych kosztów przedsiębiorstw, głównie energii.
- Jednocześnie styczniowy miesięczny wzrost inflacji bazowej (ok. 1,4% m/m) już w mniejszym stopniu niż przed rokiem przewyższył wzrost inflacji ze stycznia poprzedniego roku (1,0% m/m), co przy wyższych bazach odniesienia ogranicza skalę wzrostu wskaźnika rocznego inflacji bazowej. Badanie NBP koniunktury w sektorze przedsiębiorstw także potwierdza, że przedsiębiorcy oczekują stabilnej skali podwyżek cen własnych, co przy rosnących bazach odniesienia powinno hamować wzrost inflacji bazowej.
- Dodatkowo, w warunkach siniego spowolnienia popytu konsumpcyjnego, przy wolniejszym wzroście cen importu oraz kosztów pracy oczekujemy stopniowego obniżenia skali podwyżek cen w II poł. roku, co pozwoli na lekkie obniżenie rocznej inflacji bazowej.
- Jak na skalę osłabienia cyklu koniunkturalnego wskaźnik inflacji bazowej pozostanie jednak wysoki. Taka prognoza wynika z wciąż utrzymujących się bardzo wysokich cen surowców i materiałów, które w dłuższym okresie będą nadal „przerzucane” na konsumentów. Tempo spadku cen będą także ograniczać strukturalne zmiany w postaci skrócenia globalnych łańcuchów dostaw.
- W przypadku cen dóbr i usług w dużej mierze zależnych od decyzji administracyjnych (poza nośnikami energii) oczekujemy ich lekkiego obniżenia w kierunku 7,0% r/r na koniec 2023 r. z ok. 8,0% r/r pod koniec 2022 r. W okresie przedwyborczym podwyżki cen w wielu kategoriach są ograniczane, pomimo silnej presji kosztowej. Dostępne informacje wskazują natomiast na skokowy wzrost czynszów komunalnych z początkiem tego roku, co ograniczy spadek wskaźnika cen administrowanych.

2023-02-21

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Przedsiębiorstwa wskazują pod koniec ub.r. na utrzymanie skali podwyżek cen własnych dóbr i usług



W 2023 r. wyhamowanie wzrostu cen surowców i efekty cykliczne powinny lekko obniżyć skalę podwyżek cen

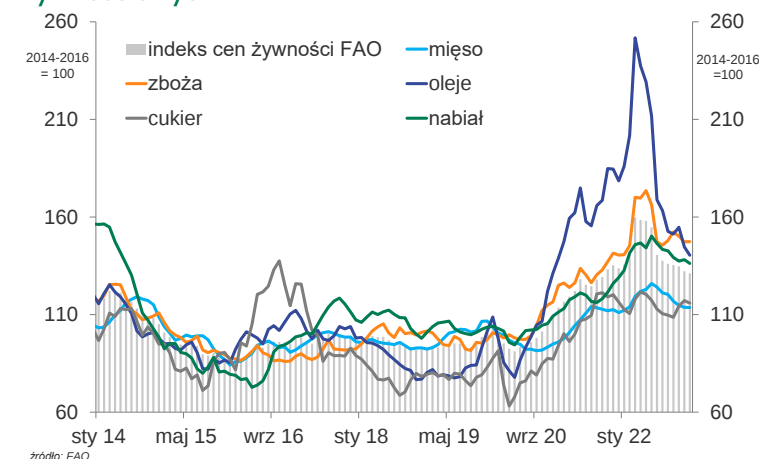




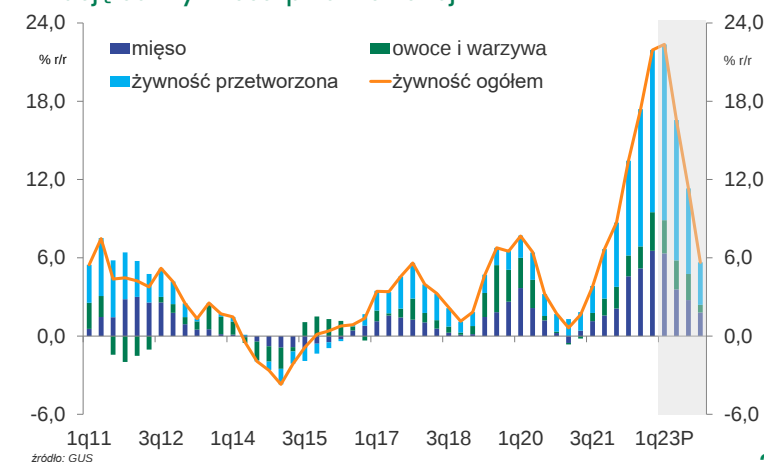
Niższe ceny surowców sprzyjają obniżeniu dynamiki cen żywności, ale wysokie koszty produkcji ograniczają skalę tego spadku

- Na przełomie 2022 i 2023 r. dynamika wzrostu cen żywności wyhamowała, co przy wyraźnie rosnących bazach odniesienia poskutkowało lekkim obniżeniem rocznego indeksu cen żywności.
- Tym samym notowane od wakacji wyraźne spadki cen surowców żywnościowych (do poziomów sprzed wybuchu wojny) wpłynęły także na ograniczenie wzrostu detalicznych cen żywności. Biorąc pod uwagę wyraźne stabilizowanie się sytuacji na rynkach globalnych zarówno cen surowców żywnościowych, energetycznych i cen nawozów oraz efekty opóźnień oczekujemy w kolejnych kwartałach wyraźnego obniżenia rocznej dynamiki cen żywności w okolicach 5,5% r/r na koniec roku.
- Najsilniejszego obniżenia dynamiki cen oczekujemy w grupie żywności przetworzonej. W niewielkim stopniu w kolejnych kwartałach będzie zmieniała się kontrybucja owoców i warzyw we wzrost inflacji żywności w związku ze zdecydowanie stabilniejszą sytuacją na tym rynku w I. 2021 – 2022 (brak efektów bardzo wysokich baz).
- Prognozowana skala obniżenia dynamiki cen żywności w 2023 r. jest znacząca. Należy jednak zwrócić uwagę, że tempo wzrostu tych cen utrzyma się na poziomie wyższym względem długookresowej średniej, pomimo spadku cen surowców żywnościowych na światowych rynkach. Taka sytuacja wynika z założenia, że jeszcze w dłuższym horyzoncie na ceny finalne będą wpływać cały czas podwyższone poziomy kosztów produkcji (m.in. energii elektrycznej, czy kosztów pracy).
- Zgodnie z deklaracjami rządowymi, w prognozie cen żywności założyliśmy utrzymanie do końca 2023 r. zerowej stawki VAT na żywność.

Na rynku globalnym nasilenie spadku cen surowców żywnościowych...



...co w dłuższym horyzoncie powinno silnie obniżyć inflację cen żywności przetworzonej

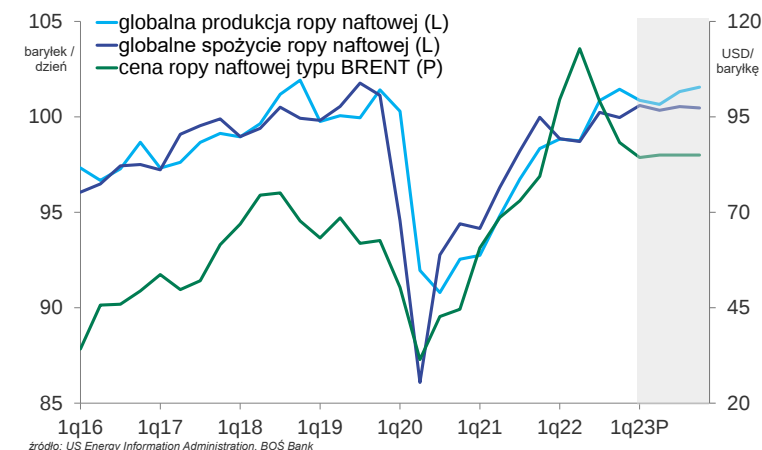




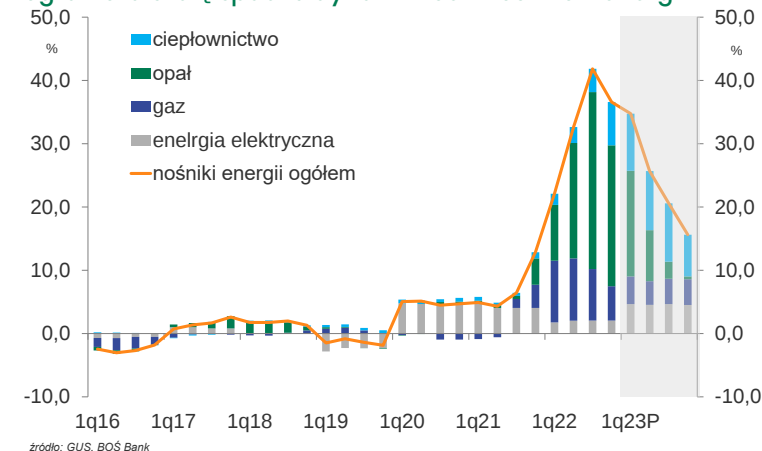
Od II kw. oczekiwany wyraźny spadek dynamiki cen paliw i nośników energii po skokowym wzroście w 2022 r.

- Zgodnie z naszymi założeniami, ani wzrost stawek podatkowych z początku roku, ani wprowadzenie embarga w lutym na import produktów ropopochodnych z Rosji nie spowodowały wzrostu cen detalicznych paliw do transportu.
- Zakładając z jednej strony utrzymującą się lepszą relację popytu i podaży, a z drugiej strony biorąc pod uwagę bieżące niskie poziomy zapasów ropy naftowej na świecie oczekujemy, że w trakcie 2023 r. cena ropy naftowej pozostanie w okolicach 85 USD/baryłkę ropy Brent, co powinno stabilizować ceny detaliczne paliw w okolicach notowanych obecnie poziomów. Przy tym założeniu i rosnących od marca bazach odniesienia oczekujemy w II kw. spadku rocznej dynamiki cen paliw w kierunku 0% r/r wobec blisko 20% r/r w styczniu.
- Także dynamika roczna cen nośników energii będzie się obniżać w trakcie roku. Przyczyni się do tego przede wszystkim stabilizacja na niższym poziomie cen opatu za sprawą spadku pod koniec 2022 r. cen węgla. Stabilizacja cen opatu, przy wysokich bazach odniesienia, będzie obniżać kontrybucję opatu do ok. 0 pkt. proc. w grudniu.
- Zmiany w tarczy antyinflacyjnej (inaczej niż w przypadku paliw do środków transportu) będą z kolei oddziaływać w kierunku wyższej rocznej dynamiki cen nośników energii. Pomimo ustawowego zamrożenia cen energii netto dla odbiorców indywidualnych, przywrócenie w styczniu podstawowych stawek VAT i akcyzy poskutkowało skokowym wzrostem cen energii elektrycznej i gazu dla odbiorców indywidualnych.
- Jednocześnie choć rozwiązania ustawowe ograniczają skalę podwyżek cen za energię ciepłą (max. do 40% wobec września 2022) wzrost stawek podatku oraz wyższe taryfy w ciepłownictwie także będą podwyższać dynamikę cen nośników energii.
- Wypadkową wskazanych tendencji będzie obniżenie dynamiki cen nośników energii do 15% r/r w grudniu br. wobec ponad 30% w I kw..

W 2023 r. oczekujemy stabilizacji cen ropy naftowej przy utrzymaniu korzystniejszej relacji popytu i podaży



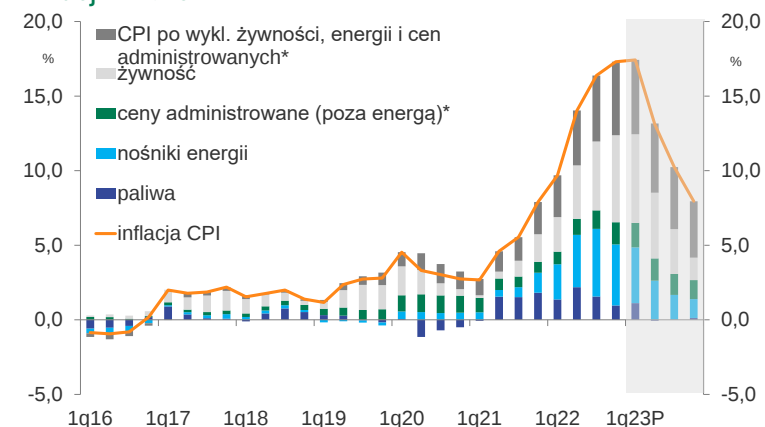
Przywrócenie wyższych stawek podatkowych w 2023 r. ogranicza skalę spadku dynamiki cen nośników energii



W 2023 r. oczekiwane wyraźne obniżenie CPI, w III kw. szansa na wynik jednocyfrowy

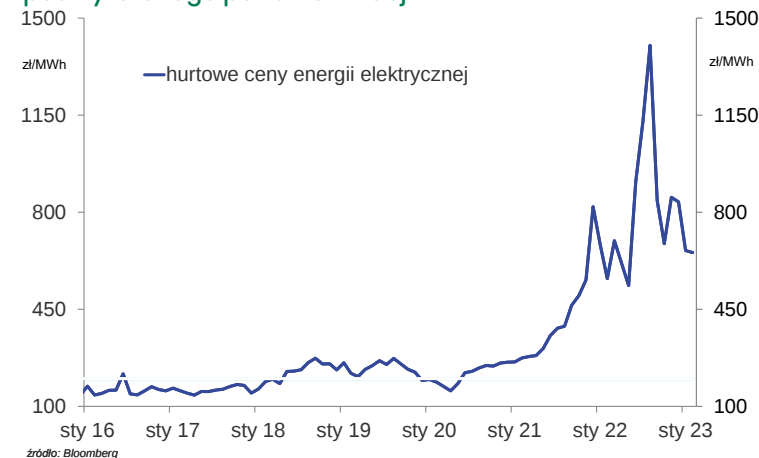
- Oczekujemy, że w 2023 r. wskaźnik średniorocznej inflacji obniży się w kierunku 12% wobec 14,4% w 2022 r. W lutym 2023 r. oczekujemy wzrostu inflacji CPI powyżej 18,0% r/r, do lokalnego maksimum, na co w głównej mierze wpłynie okresowy spadek bazy odniesienia sprzed roku – efekt obniżenia do zera stawki VAT na żywność.
- Jednocześnie skokowy wzrost statystycznych baz odniesienia skutkuje od marca dynamicznym spadkiem wskaźnika inflacji do jesieni (miesięczne spadki wskaźnika inflacji o ok. 1 pkt. proc.). Oczekujemy, że w okresie wakacyjnym inflacja obniży się do jednocyfrowego poziomu a następnie poniżej 8,0% na koniec 2023 r.
- Generalnie prognoza obniżenia inflacji z bardzo wysokich poziomów wynika z założenia stabilizacji cen surowców i materiałów na bieżących niższych poziomach i stabilizacji wskaźników cen produkcji (od kilku miesięcy stabilizacja indeksu PPI), co oznacza, że miesięczne zmiany wskaźnika CPI nie powinny już przyspieszać.
- Jednocześnie inflacja nadal pozostanie wysoka (na tle danych historycznych), gdyż przez dłuższy czas postępować będzie proces przenikania do cen detalicznych wciąż wysokich (choć niższych od szczytowych poziomów) cen czynników produkcji – energii, surowców i materiałów.
- Jakkolwiek bieżące obniżenie hurtowych cen energii elektrycznej jest znaczące w porównaniu do skali wzrostu na jesieni 2022 r., to wciąż ceny energii elektrycznej pozostają kilkakrotnie wyższe wobec poziomów sprzed pandemii. Jednocześnie pomimo ustawowego ograniczenia cen energii na 2023 r. dla mikrofirm i MSP do maksymalnego poziomu 785 zł za MWh, cena na tym poziomie oznacza dla tych przedsiębiorstw średnio około podwojenie cen wobec 2021 roku. Tym samym przenoszenie podwyższonych kosztów przedsiębiorstw z tytułu wyższych cen energii elektrycznej na ceny detaliczne będzie się utrzymywać przez dłuższy czas i także w 2024 r. będzie podwyższać inflację.

Spadek kontrybucji większości składowych we wzrost inflacji w 2023 r....



*szacunki własne
źródło: GUS, Eurostat, BOŚ Bank

...skala szoku energetycznego wskazuje jednak na długi okres podwyższonego poziomu inflacji



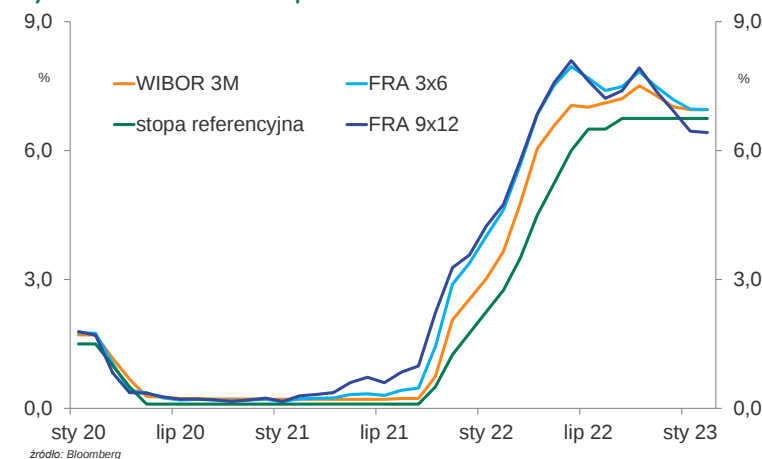
źródło: Bloomberg



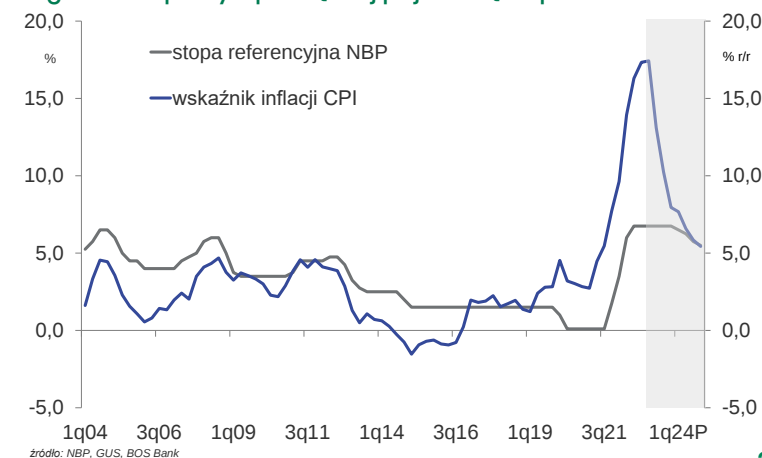
W marcu prawdopodobne ogłoszenie przez RPP zakończenia cyklu podwyżek stóp NBP, obniżki dopiero w 2024 r.

- Na przełomie roku RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie 6,75% w warunkach stabilizowania się wskaźnika inflacji (zgodnie z prognozami NBP z listopadowej projekcji makroekonomicznej) oraz kontynuacji spowolnienia aktywności krajowej gospodarki. Jednocześnie Rada do lutego nie zdecydowała się na oficjalne zakończenie rozpoczętego w październiku 2021 r. cyklu podwyżek stóp, wskazując, że taka decyzja będzie możliwa na posiedzeniu marcowym.
- Biorąc pod uwagę prawdopodobne potwierdzenie w marcowej projekcji NBP perspektywy obniżenia inflacji w I. 2023 – 2025, materializujące się osłabienie danych ze sfery realnej, a także powszechnie antycypowany skokowy spadek inflacji w marcu, oczekujemy, że w marcu RPP ogłosi zakończenie bieżącego cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej.
- Jednocześnie biorąc pod uwagę, że: – do końca br. inflacja CPI będzie utrzymywać się powyżej stopy referencyjnej NBP, – inflacja bazowa obniży się jedynie nieznacznie, – w I kw. 2024 r. trend spadkowy inflacji może zatrzymać się przy założeniu kolejnych podwyżek cen nośników energii i przywrócenia podstawowej stawki podatku VAT na żywność, zakładamy, że do końca 2023 r. stopy procentowe NBP pozostaną na bieżącym poziomie. Oczekujemy, że przestrzeń dla ich redukcji pojawi się w trakcie 2024 r. wraz z silniejszym spadkiem inflacji bazowej i obniżeniem wskaźnika CPI poniżej poziomu stopy referencyjnej NBP.
- Jednocześnie przy generalnie „gołębim” nastawieniu większości członków RPP trudno całkowicie wykluczyć rozpoczęcie już w ostatnich miesiącach 2023 r. cyklu obniżek stóp. Dla RPP przesłanką dla takiej decyzji mogłoby być szybsze obniżanie się wskaźnika CPI w II połowie roku i antycypowane jego wyraźniejsze obniżenie z początkiem 2024 r. np. w kontekście oczekiwanej niższej dynamiki cen żywności i energii – w tych obszarach istotne będą decyzje rządu w zakresie stawki VAT na żywność, czy o kontynuacji ustawowego zamrożenia cen energii dla odbiorców detalicznych.

Niższa inflacja na przełomie roku wzmogła oczekiwania rynkowe na obniżki stóp NBP w 2023 r....



...prognoza inflacji wskazuje jednak, że przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej pojawi się dopiero w 2024

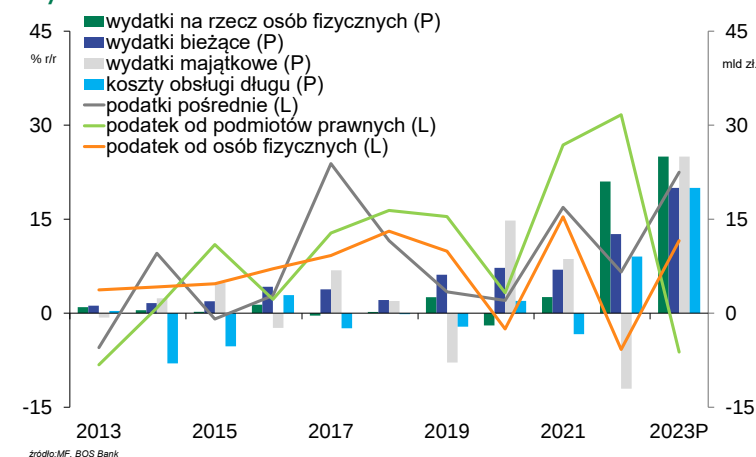




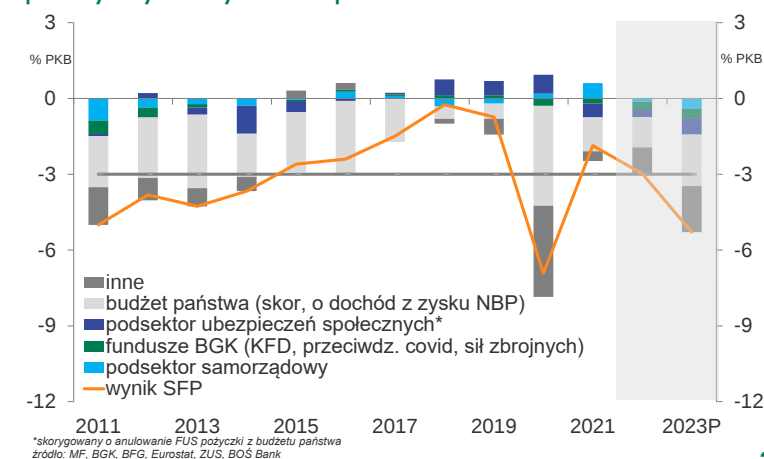
Deficyt SFP za 2022 r. prawdopodobnie poniżej 3,0% PKB, w br. silny wzrost

- Słabe wyniki spożycia gospodarstw domowych pod koniec ub.r. oraz zmiany w podatku dochodowym w 2022 r. przełożyły się na wyraźne pogorszenie realizacji dochodów podatkowych pod koniec 2022 r. Pomimo tych danych, na podstawie wcześniejszych dobrych wskaźników fiskalnych, niższej wobec oczekiwań skali emisji obligacji na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych (FWSZ), niższego wykonania wydatków pod koniec roku szacujemy, że poziom deficytu SFP za 2022 r. nie przekroczył 3% PKB.
- W niewielkim stopniu te dane wpływają na prognozy silnego wzrostu deficytu w 2023 r. Wzrost deficytu w br. wynikał będzie z kumulacji wydatków w większości najważniejszych grup, w tym na wydatki związane z wyposażeniem wojska, kosztów ograniczenia podwyżek cen energii dla podmiotów gospodarczych, czy też wyższych kosztów obsługi długu publicznego.
- Pomimo silnego spowolnienia aktywności, niższe ryzyka dla rynku pracy oraz przywrócenie wyższych stawek podatkowych na paliwa i nośniki energii będzie stabilizowało stronę dochodową budżetu państwa.
- Jakościowe informacje dot. skali wydatków zbrojeniowych (finansowanych także z FWSZ), zwiększenie emisji KFD, pogorszenie wyniku JST w okresie wyborczym będą łącznie z wyższym poziomem deficytu budżetu państwa pogarszać wyniki SFP, pomimo oczekiwanego wygaszania wydatków funduszu przeciwdziałania COVID-19, silnie obciążających wynik SFP w I. 2020-2021.
- Szacujemy, że deficyt SFP w 2023 r. wzrośnie do ok. 5% PKB.

W 2023 r. wzrost deficytu budżetowego z tytułu kumulacji wydatków...



...co łącznie z silnym wzrostem wydatków funduszy BGK podwyższy deficyt SFP do ponad 5% PKB

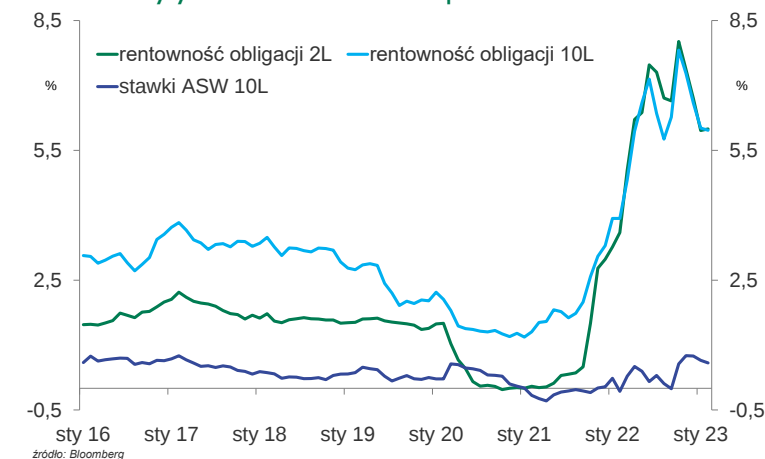




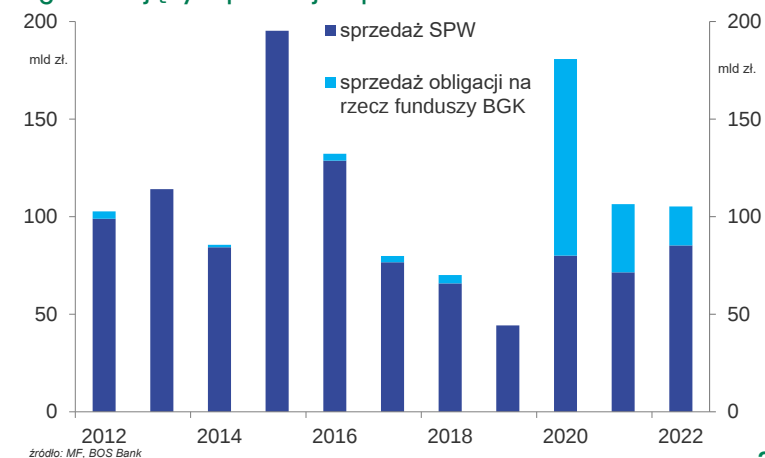
Oczekiwania rynkowe na obniżki stóp procentowych NBP mogą być przedwczesne

- Zakończenie podwyżek stóp procentowych NBP w IV kw., szybszy od oczekiwań spadek krajowej inflacji poskutkowały korektą oczekiwań rynkowych dot. krajowej polityki pieniężnej i skokowym spadkiem rentowności SPW na początku br.
- Poza wątkami krajowymi na zmienność rentowności obligacji wpływały także globalne nastroje dot. procesów dezinflacyjnych, skali zacieśnienia polityki pieniężnej głównych banków centralnych oraz poziomu globalnej awersji do ryzyka.
- Biorąc pod uwagę nasze oczekiwania dot. wyraźnego spadku krajowej inflacji w tym roku, perspektywy redukcji stóp procentowych w I. 2024-2025 oraz oczekiwania spadku rentowności obligacji na rynkach bazowych w II poł. roku, oczekujemy ponownego obniżenia rentowności krajowych obligacji skarbowych docelowo do poziomu 5,80% dla papierów 2-letnich oraz 5,60% dla 10-latek w II poł. roku.
- Jednocześnie jednak biorąc pod uwagę dotychczasowy wzrost oczekiwań rynkowych co do rozpoczęcia luzowania polityki pieniężnej już w 2023 r. i utrzymującą się zmienność sytuacji na rynku globalnym, w nadchodzących miesiącach możliwe jest utrzymanie wysokiej zmienności cen obligacji (tj. szybszy spadek rentowności z ryzykiem silniejszych korekt w górę).
- Cały czas czynnikiem ograniczającym skalę spadku rentowności papierów skarbowych będzie utrzymanie wysokiej podaży obligacji, zarówno obligacji SP, jak i funduszy BGK. W bazowym scenariuszu rozwoju sytuacji gospodarczej (stabilniejsza sytuacja surowcowa, brak silnego pogorszenia na rynku pracy) nie oczekujemy natomiast gwałtownego wzrostu premii za ryzyko z tytułu krajowej sytuacji fiskalnej.

Spadki inflacji CPI i zmiana oczekiwań dot. polityki NBP silnie obniżyły rentowności SPW na przełomie roku



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



Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	3,0	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,8	4,9	1,0
Popyt krajowy	% r/r	2,2	5,4	6,3	3,3	-2,7	8,4	5,5	0,4
Spożycie indywidualne	% r/r	3,6	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,3	3,0	-0,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-7,6	1,6	12,6	6,2	-2,3	2,1	4,6	3,9
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0,8	-0,1	-0,2	1,2	0,6	-1,0	-0,5	0,6
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1 853	1 983	2 127	2 288	2 338	2 624	3 077	3 515
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,8	-0,3	-1,3	-0,2	2,5	-1,4	-3,8	-0,8
	mld EUR	-3,4	-1,5	-6,5	-1,2	12,8	-8,3	-25,1	-6,2
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	10,0	11,1	15,7	16,3	19,0	17,5	18,6	20,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	8,9	7,3	6,1	5,4	6,0	6,4	5,4	5,2
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,3	3,3	2,6	2,2	-1,0	0,4	2,1	0,8
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	8,8	12,1	10,8
	% r/r, real.	4,4	3,2	5,4	4,7	1,9	3,6	-1,9	-1,2
Inflacja CPI	% r/r, śr.	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,4	12,2
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	-0,2	0,7	0,7	2,0	3,9	4,1	9,1	10,4
Depozyty ogółem	% r/r	9,4	4,2	9,1	8,2	13,8	10,9	5,5	5,3
Kredyty ogółem	% r/r	4,9	3,8	7,1	5,0	0,7	5,1	2,4	1,4
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,9	-3,0	-5,3
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	54,5	50,8	48,7	45,7	57,2	53,8	50,7	49,7
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	6,75
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	7,25
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,00	1,25	6,25	6,25
WIBOR 3M	%, k.o.	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,54	7,02	6,95
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	2,01	1,69	1,33	1,43	0,01	3,33	6,63	5,80
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,87	2,66	2,13	1,79	0,41	3,93	6,83	5,70
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	3,62	3,29	2,81	2,10	1,22	3,62	6,83	5,60
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,60
PLN/USD	PLN, k.o.	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	4,06	4,40	4,28
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,12	3,57	3,82	3,92	4,26	4,45	4,77	4,67
założenia zewnętrzne		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P
PKB – USA	% r/r	1,7	2,3	2,9	2,3	-2,8	5,9	2,1	1,1
PKB – strefa euro	% r/r	1,8	2,7	1,9	1,4	-6,3	5,3	3,5	0,1
PKB – Chiny	% r/r	6,8	6,9	6,8	6,0	1,8	8,5	3,0	5,0
Inflacja CPI – USA	% r/r, śr.	1,3	2,1	2,4	1,9	1,2	4,7	8,0	3,6
Inflacja HICP – strefa euro	% r/r, śr.	0,4	1,4	1,4	1,2	0,3	2,6	8,4	5,9
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	0,75	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	4,50	5,00
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	5,00
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,46	2,42	2,70	1,92	0,91	1,51	3,88	3,10
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	3,75
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	3,50
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,58	-0,19	2,56	1,95
Stopa SNB	%, k.o.	-0,25	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	1,00	1,50
SARON	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	0,94	1,50
USD/EUR	USD, k.o.	1,05	1,20	1,15	1,12	1,22	1,14	1,07	1,07
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	43,8	54,3	71,0	64,1	42,3	70,5	99,9	84,8

% r/r – procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. – przeciętnie w okresie

k.o. – na koniec okresu

real. – po korekcie o zmiany cen

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

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

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

2023-02-21

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		1q22	2q22	3q22	4q22	1q23P	2q23P	3q23P	4q23P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	8,6	5,8	3,6	2,0	-0,4	0,3	1,4	2,3
Popyt krajowy	% r/r	12,0	6,9	3,1	1,6	-2,3	-0,7	1,5	2,5
Spżycie indywidualne	% r/r	6,7	6,4	0,9	-1,5	-2,1	-1,4	1,0	2,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	4,7	6,6	2,0	5,2	1,2	1,8	4,7	5,9
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-3,4	-1,1	0,5	0,4	1,9	0,9	-0,1	-0,2
Saldo rachunku obrotów bieżących									
	% PKB	-2,7	-3,5	-3,5	-3,8	-2,5	-1,7	-1,3	-0,8
	mld EUR	-7,4	-4,4	-5,8	-7,5	0,4	0,7	-2,7	-4,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	5,8	5,2	5,1	5,2	5,3	5,0	5,1	5,3
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	1,9	2,0	2,4	2,1	1,3	1,0	0,5	0,0
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	9,7	11,8	14,6	12,3	12,5	11,5	10,0	9,5
	% r/r, real.	0,1	-1,8	-1,5	-4,3	-4,2	-1,4	-0,2	1,4
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	11,0	15,5	17,2	16,6	15,6	11,0	8,9	7,9
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	6,9	9,1	10,7	11,5	11,7	10,9	10,0	9,4
Stopa referencyjna NBP	% k.o.	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Stopa kredytu lombardowego NBP	% k.o.	4,00	6,50	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25
Stopa depozytowa NBP	% k.o.	3,00	5,50	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
WIBOR 3M	% k.o.	4,77	7,05	7,21	7,02	6,95	6,95	6,95	6,95
Obligacje skarbowe 2L	% k.o.	5,45	7,76	7,37	6,63	6,25	6,10	5,95	5,80
Obligacje skarbowe 5L	% k.o.	5,51	7,30	7,36	6,83	6,20	6,05	5,90	5,70
Obligacje skarbowe 10L	% k.o.	5,15	6,87	7,13	6,83	6,20	6,05	5,90	5,60
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,65	4,68	4,87	4,69	4,70	4,69	4,65	4,60
PLN/USD	PLN, k.o.	4,18	4,48	4,95	4,40	4,41	4,42	4,35	4,28
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,52	4,69	5,07	4,77	4,75	4,75	4,72	4,67

założenia zewnętrzne		1q22	2q22	3q22	4q22	1q23P	2q23P	3q23P	4q23P
PKB – USA	% r/r	3,7	1,8	1,9	1,0	1,5	1,8	1,0	0,0
PKB – strefa euro	% r/r	5,5	4,4	2,4	1,9	1,0	0,0	-0,3	-0,3
PKB – Chiny	% r/r	4,8	0,4	3,9	2,9	4,0	7,2	4,5	4,4
Stopa funduszy federalnych Fed*	% k.o.	0,50	1,75	3,25	4,50	5,00	5,25	5,25	5,00
LIBOR USD 3M	% k.o.	-	-	-	-	5,10	5,25	5,25	5,00
Obligacje USA 10L	% k.o.	2,34	3,01	3,83	3,88	3,60	3,40	3,25	3,10
Stopa repo EBC	% k.o.	0,00	0,00	1,25	2,50	3,50	3,75	3,75	3,75
EURIBOR 3M	% k.o.	-	-	-	-	3,25	3,50	3,50	3,50
Obligacje GER 10L	% k.o.	0,54	1,33	2,10	2,56	2,35	2,15	2,05	2,00
Stopa SNB	% k.o.	-0,75	-0,25	0,50	1,00	1,50	1,50	1,50	1,50
SARON	% k.o.	-0,70	-0,20	0,44	0,94	1,50	1,50	1,50	1,50
USD/EUR	USD, k.o.	1,11	1,05	0,98	1,07	1,07	1,06	1,07	1,07
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	99,5	112,8	99,1	88,3	84,4	85,0	85,0	85,0

% 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.