

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

22 listopada 2021 r.

Dotkliwe skutki uboczne pandemii



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

- Po dynamicznym ożywieniu koniunktury gospodarczej na świecie i w Polsce w połowie roku, przełom III i IV kw. przyniósł wyraźnie słabszą aktywność oraz obniżenie wskaźników ocen koniunktury, w szczególności w obszarze produkcji oraz zamówień.
- Wolniejsze tempo wzrostu aktywności wynika z wygasania efektu „nadrabiania” popytu po okresie restrykcji pandemicznych oraz z ograniczeń podażowych w sektorze przemysłowym, związanych m.in. z ograniczoną dostępnością surowców i komponentów do produkcji.
- Czynniki te znacząco podwyższyły koszty produkcji, co wraz z dynamicznym wzrostem cen surowców energetycznych (ropy, węgla i gazu), poskutkowało skokowym wzrostem inflacji konsumenckiej w większości gospodarek do poziomów nienotowanych od dekad i wzrostem niepewności na globalnym rynku finansowym.
- Zakładając normalizowanie się sytuacji po stronie podaży i wolniejszy wzrost popytu oczekujemy w 2022 r. wygasania presji po stronie kosztowej i obniżenia inflacji, przy ograniczonym (choć niezerowym) negatywnym wpływie dotychczasowego wzrostu kosztów na sferę realną.
- W ostatnich miesiącach sytuacja epidemiczna miała coraz mniejszy wpływ na sytuację rynkową oraz prognozy sytuacji gospodarczej (w szczególności w gospodarkach rozwiniętych), niemniej utrzymanie polityki „zero tolerancji wobec COVID-19” w Chinach (ryzyko ponownego nasilenia problemów podażowych) oraz silne pogorszenie sytuacji epidemicznej w Europie (ryzyko osłabienia popytu) implikuje utrzymujące się wysokie ryzyko dla perspektyw gospodarczych związane z sytuacją pandemiczną.
- W IV kw. sytuacja epidemiczna w Polsce wyraźnie pogorszyła się, niemniej mobilność gospodarstw domowych obniżyła się tylko nieznacznie, nie wprowadzono dotychczas żadnych restrykcji epidemicznych ograniczających aktywność gospodarczą i społeczną.
- W warunkach wygasania efektu nadrabiania aktywności po zniesieniu pandemicznych restrykcji oraz słabszego popytu zagranicznego oczekujemy stopniowego obniżenia dynamiki PKB w 2022 r. do 4,4% r/r wobec 5,2% r/r w 2021 r. Oczekujemy niższej konsumpcji prywatnej, lecz silniejszego wzrostu inwestycji, przy mocnym popycie inwestycyjnym firm oraz oczekiwanym odbiciu inwestycji publicznych.
- Kumulacja wyższych kosztów produkcji przedsiębiorstw, wzrostu cen nośników energii oraz cen żywności przetworzonej wpłynie na wzrost inflacji CPI w I kw. 2022 r. w okolice 7,5% r/r. Zakładając wygasanie presji kosztowej i oddziaływanie wysokich baz odniesienia oczekujemy od II kw. stopniowego obniżenia inflacji w kierunku 4,0% r/r na koniec 2022 r.
- Oczekując dalszego wzrostu inflacji na przełomie 2021 i 2022 r. oczekujemy, że RPP będzie kontynuować zaostrzenie polityki monetarnej i stopa referencyjna NBP zostanie podwyższona o kolejne 100 pkt. baz. do 2,25% do końca I kw. Od II kw. obniżająca się inflacja oraz wolniejsze tempo wzrostu gospodarczego będą w naszej ocenie argumentami dla RPP dla stabilizacji stóp procentowych.



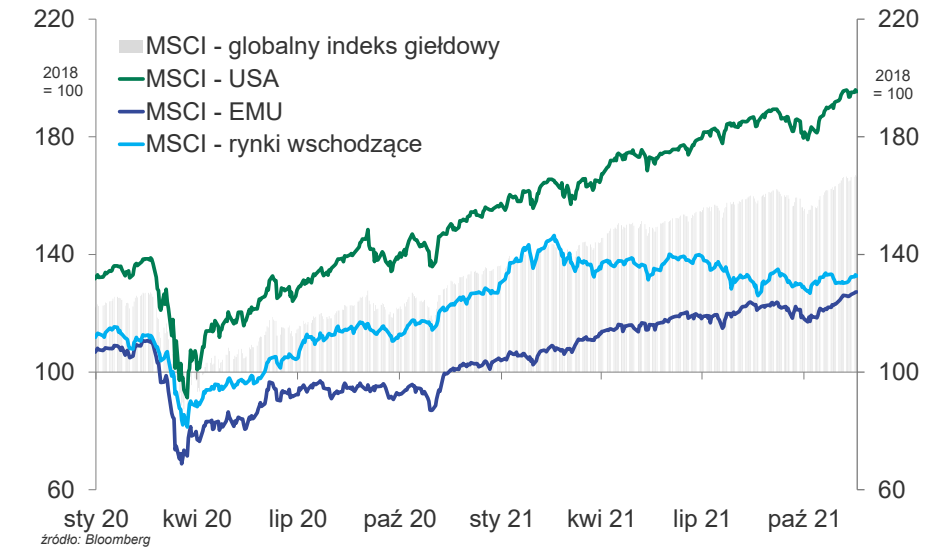
Wyższa niepewność na globalnym rynku finansowym może utrzymywać się w 2022 r.

- Na przełomie III i IV kw. ceny aktywów o wyższym profilu ryzyka jeszcze rosną, przy jednak mniejszej skali tego wzrostu oraz dużo wyższej zmienności cen. Wzrosty kontynuowały głównie indeksy akcji na rynkach rozwiniętych, przy słabszych wynikach rynków wschodzących, w szczególności w Chinach.
- Czynnikiem okresowo pogarszającym globalne nastroje rynkowe były przede wszystkim obawy przed scenariuszem stagflacji, przy sporo mniejszym wpływie obaw przed negatywnym wpływem pandemii na wzrost gospodarczy.
- Negatywnie na nastroje inwestorów wpływał dynamiczny wzrost cen surowców na globalnym rynku, dodatkowo podbijający i tak już wysokie prognozy inflacji, a w konsekwencji wzrost obaw przed negatywnym wpływem wysokiej inflacji na perspektywy aktywności w średnim okresie.
- Wzrost prognoz inflacji w ograniczonym stopniu wpłynął na rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych na dłuższym końcu krzywej dochodowości, nie wskazując na długookresowe ryzyka z tytułu wysokiej inflacji.
- Choć wysoka niepewność prognoz utrzymuje się (ceny surowców, perturbacje w globalnych łańcuchach dostaw, kolejne fale pandemii), zakładamy, że w średnim okresie dostosowania popytowe oraz w przypadku części surowców – podażowe (ropa naftowa) wpłyną na ograniczenie wzrostu cen surowców, a w kolejnych miesiącach stopniowo będą wygasały problemy podażowe dotyczące globalnej wymiany handlowej.
- Wydaje się jednocześnie, że wyzwania dla dalszego wzrostu cen aktywów o wyższym profilu ryzyka w 2022 r. rosną, biorąc pod uwagę: - spowolnienie wzrostu aktywności gospodarki globalnej (wobec wcześniejszych wyśrubowanych oczekiwań), - wygasanie impulsu fiskalnego i kredytowego, - utrzymanie podwyższonych poziomów kosztów produkcji, - okresowe / lokalne ryzyka związane z pandemią (polityka „zero tolerancji” dla pandemii w Chinach).

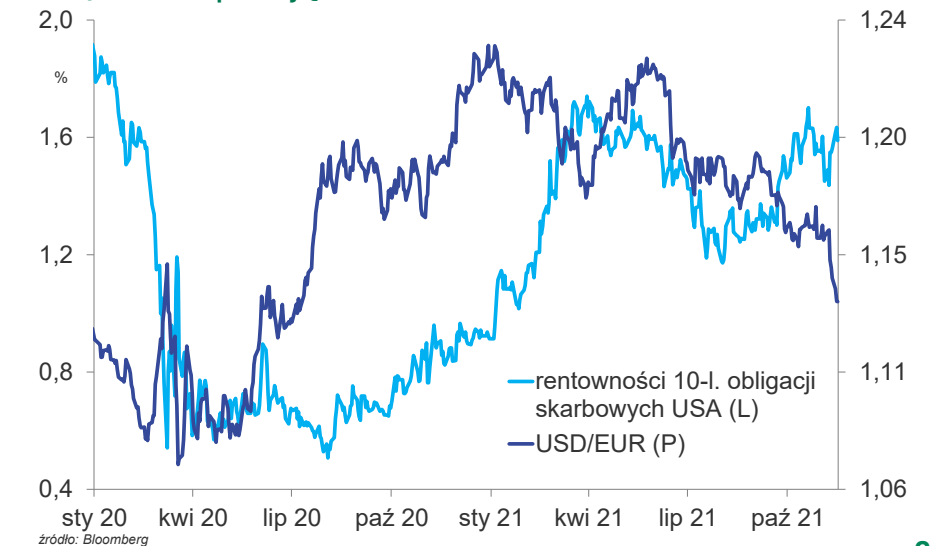
2021-11-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

W IV kw. niepewność na globalnym rynku finansowym wzrosła...



...ograniczając spadki cen bezpiecznych aktywów (obligacje USA) oraz wspierając notowania dolara

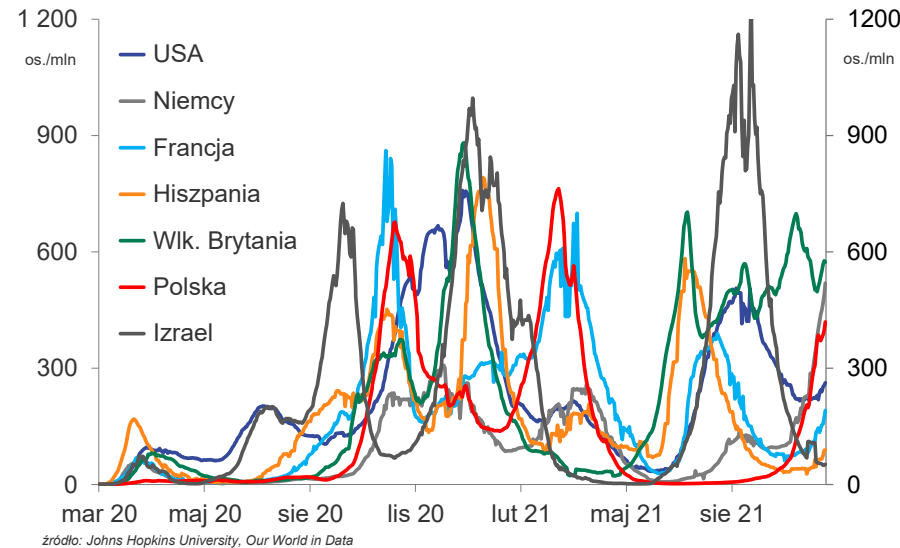




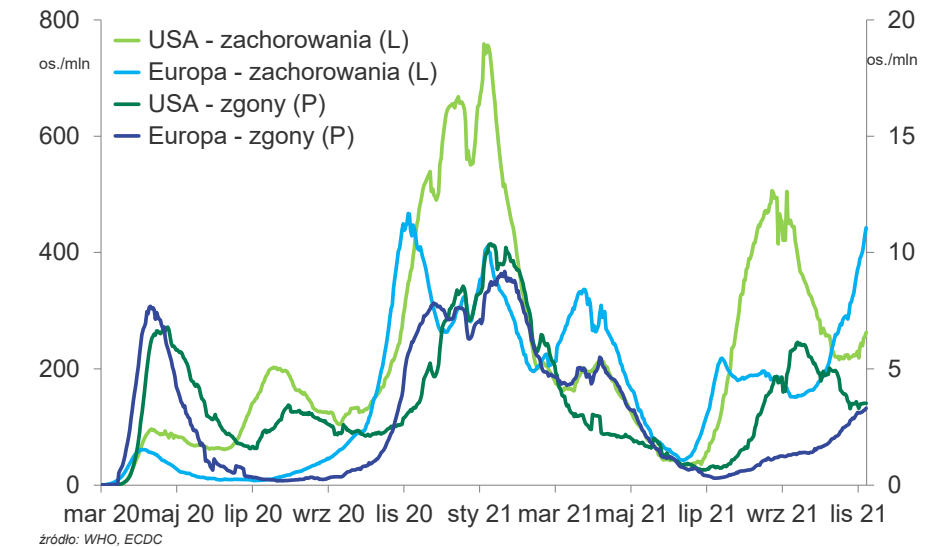
W USA i Europie kolejne fale pandemii z ograniczoną skalą restrykcji epidemicznych, w Chinach utrzymanie polityki „zero tolerancji wobec COVID-19”

- Po silnym wzroście liczby nowych zachorowań w USA w III kw, w IV kw. dynamicznie rośnie liczba nowych przypadków w Europie. Niższa skala zgonów i szeroka dostępność szczepień ogranicza z kolei wdrażanie restrykcji epidemicznych (liczba krajów / zasięg restrykcji).
- Pomimo kolejnej fali pandemii spadek mobilności gospodarstw domowych w Europie i USA jest mniejszy niż w 2020 r., stąd wpływ na prognozy gospodarcze pozostaje ograniczony, choć ryzyka utrzymują się.
- Gorsza od oczekiwań sprzed kilku miesięcy sytuacja epidemiczna jest natomiast być dodatkowym czynnikiem niepewności sytuacji gospodarczej (podaż pracy, globalne łańcuchy dostaw).
- Istotny wpływ na gospodarkę globalną ma także powolne tempo normalizacji sytuacji w Azji, w tym w Chinach (polityka „zero tolerancji” – ostre restrykcje w reakcji na jednostkowe zakażenia).
- Czynnikiem mitygującym te ryzyka może być z kolei postęp we wdrażaniu leków na COVID-19.

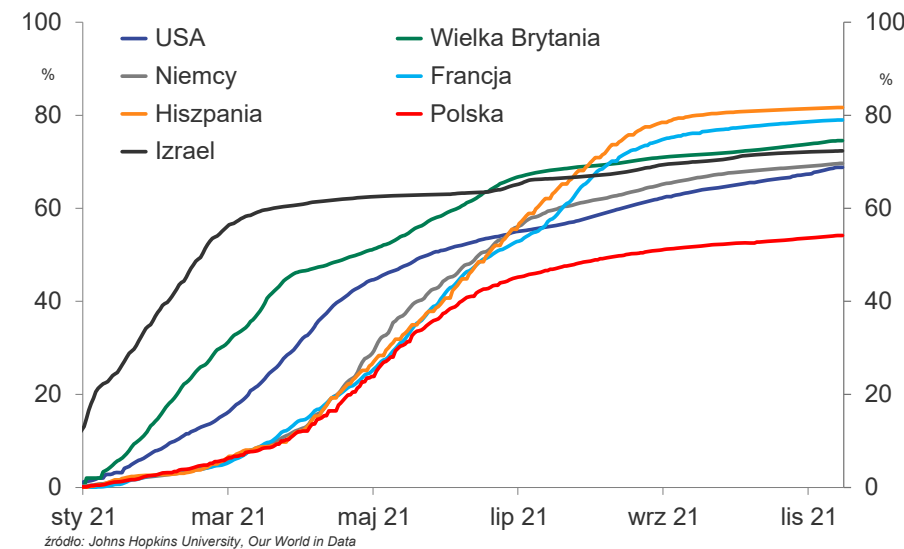
Na jesieni kolejna fala COVID-19 w Europie i USA...



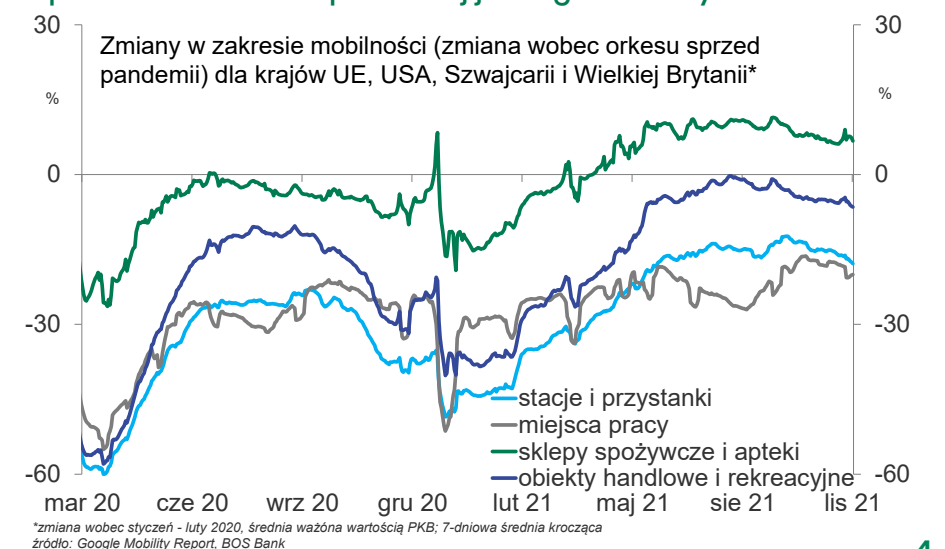
...przy póki co niższej niż przed rokiem liczbie zgonów



Wysoki odsetek szczepień w państwach rozwiniętych...



...ogranicza konieczność wdrażania restrykcji i w efekcie spadek mobilności społecznej jest ograniczony



2021-11-22

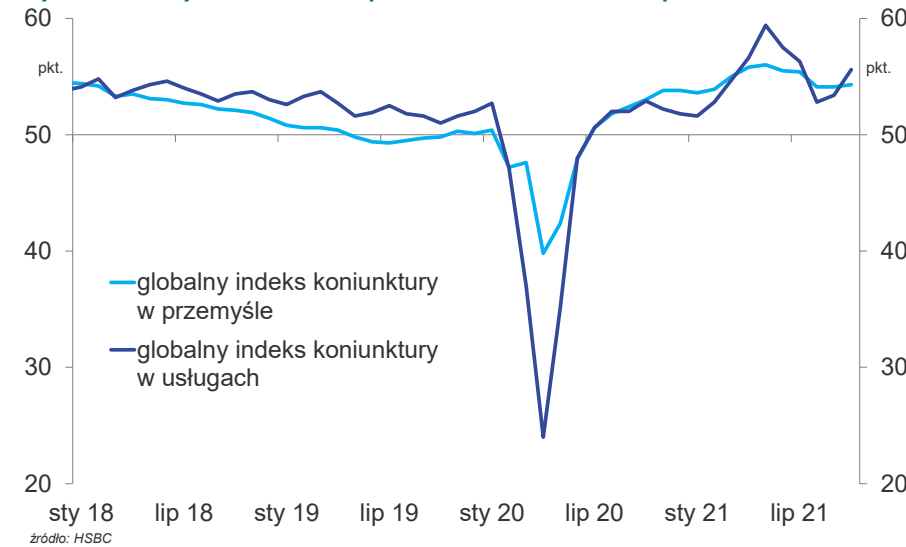
Klauzula poufności: BOŚ jawne



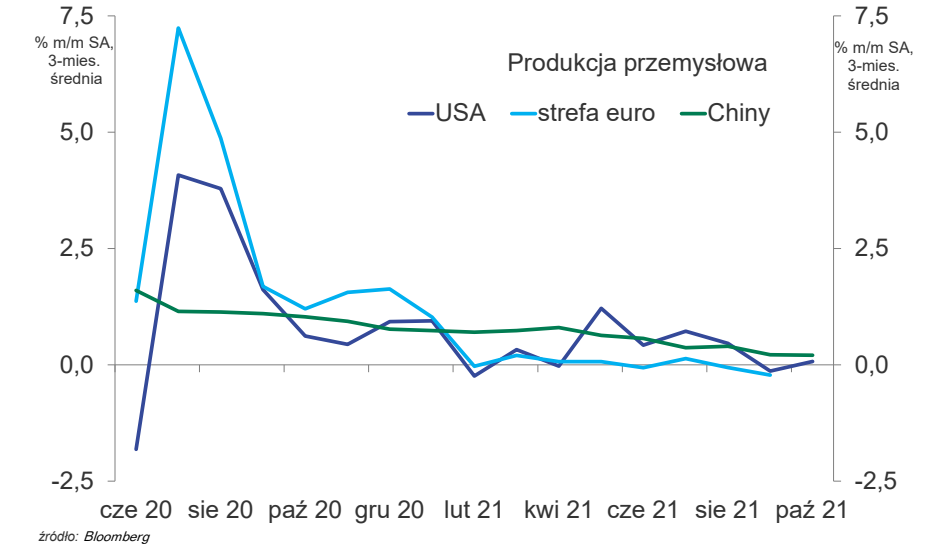
Po początkowym silnym ożywieniu, w II poł. roku wzrost aktywności gospodarki globalnej hamuje...

- Od III kw. poprawa nastrojów w gospodarce globalnej wyhamowała. W niewielkim stopniu wynikało to ze spadku popytu z tytułu sytuacji epidemicznej (okresowe pogorszenie nastrojów w usługach USA i Chin), przy cały czas obniżającym się wskaźniku niepewności sytuacji pandemicznej.
- W III kw. silniej obniżyła się dynamika obrotów w handlu międzynarodowym (miesięczne spadki obrotów).
- W ostatnich miesiącach 2021 r. silniej negatywnie na globalne nastroje mogły natomiast wpływać utrzymujące się problemy podażowe (komponent wydłużonych dostaw „sztucznie” zawyżający wskaźniki koniunktury PMI). Subindeksy produkcji oraz nowych zamówień obniżyły się już wyraźnie silniej na przełomie III i IV kw., co z kolei skutkuje wyraźnie niższą dynamiką wzrostu produkcji przemysłowej.
- Na wzrost niepewności w gospodarce światowej w II poł. roku wpływał zapewne dynamiczny wzrost kosztów produkcji.

Wskaźniki koniunktury gospodarczej obniżyły się po dynamicznym wzroście pod koniec ub.r. i w I poł. br.



Wyniki produkcji przemysłowej słabsze od wskaźników PMI, zawyżanych subindeksem długości okresu dostaw



Silniejsze spowolnienie aktywności w globalnym handlu



W III kw. wzrost niepewności w gospodarce globalnej prawdopodobnie stymulowany przez efekty kosztowe

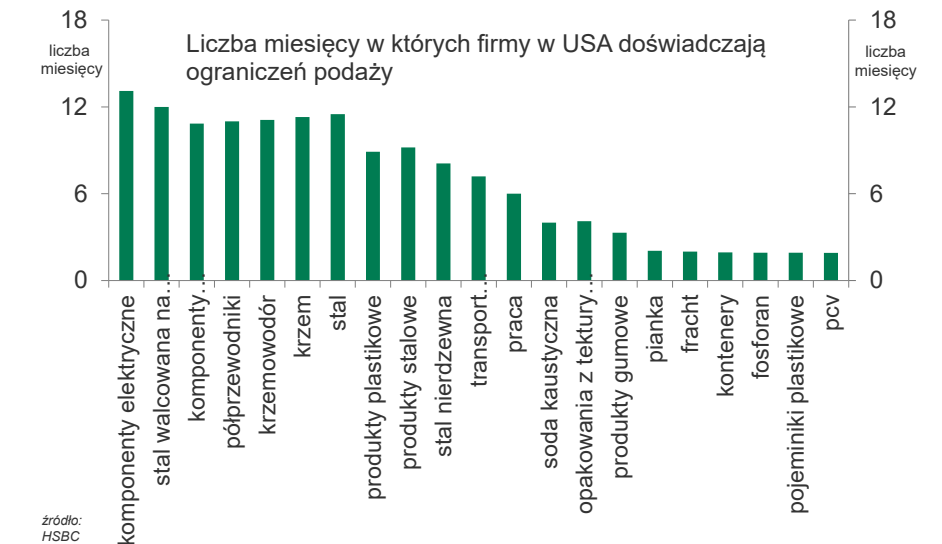




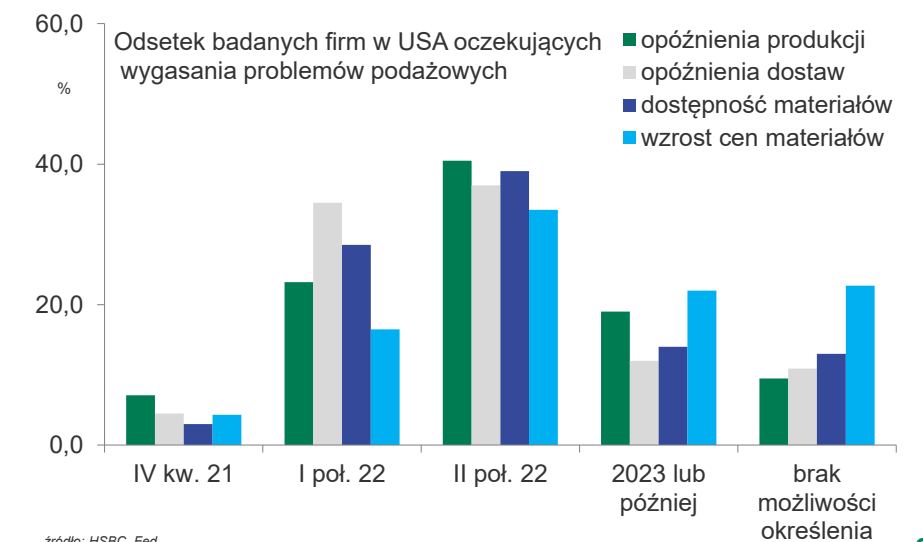
...przy utrzymujących się problemach podażowych...

- Badania instytutu ISM wskazują, że w USA ograniczona dostępność niektórych materiałów i surowców jest problemem trwającym od roku. Problem dostępności materiałów, a w rezultacie wzrost ich cen stał się istotną barierą aktywności firm przemysłowych.
- Zakładając z jednej strony bieżące pewne wychłodzenie popytu (głównie efekt ponownego wzrostu popytu na usługi w krajach rozwiniętych i jego ograniczenia na towary), jak również wygasający wpływ pandemii na ograniczanie problemów podażowych (powrót azjatyckich pracowników na rynek pracy, wznawianie produkcji w Azji) oczekujemy stopniowego wygasania tej bariery rozwoju firm w trakcie 2022 r.
- Prognoza terminu wygaśnięcia problemów po stronie podażowej jest jednak obarczona wysoką niepewnością, w dużym stopniu zależy także od rozwoju sytuacji epidemicznej i decyzji o ewentualnych restrykcjach (np. relacja popytu na towary vs usługi, ultra-restrykcyjna polityka epidemiczna Chin, obawy pracowników i ograniczenia podaży pracy).
- Wśród ankietowanych w USA firm zdecydowana większość przedsiębiorstw wskazuje na prognozę wygasania tych problemów w trakcie 2022 r., choć wysoka niepewność w tym zakresie utrzymuje się. Według dostępnych analiz zewnętrznych ośrodków analitycznych już w IV kw. br. poprawiła się dostępność komponentów dla motoryzacji (choć cały czas pozostaje ona bardzo niska), jak również zaczyna stabilizować się sytuacja w Azji (podaż pracy, przepustowość portów).
- Zapewne trudna sytuacja w zakresie globalnych łańcuchów dostaw będzie utrzymywać się jeszcze do Nowego Roku Chińskiego (który w 2022 będzie miał miejsce w pierwszej połowie lutego), który zwyczajowo jest poprzedzany okresami wzmożonego popytu w globalnym przemyśle i handlu. Silniejsza poprawa dostępności surowców, materiałów i usług transportowych oczekiwana zatem najwcześniej pod koniec I kw. 2022 r.

Ograniczenia podażowe w przemyśle utrzymują się od wielu miesięcy...



...większość firm oczekuje ich wygaśnięcia w trakcie 2022 r.

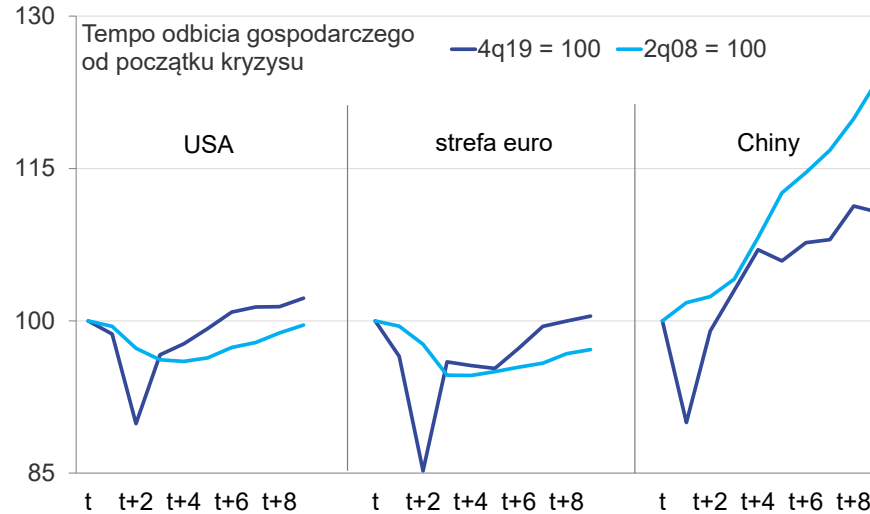




...i w następstwie rosnących kosztów produkcji

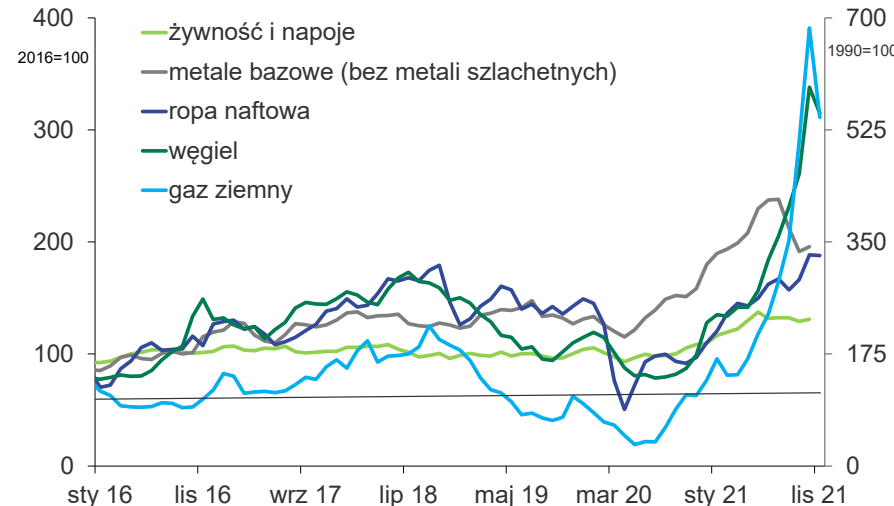
- W III i IV kw. utrzymywały się podwyższone ceny kosztów produkcji, ceny transportu w globalnym handlu obniżyły się póki co nieznacznie.
- Na przełomie kwartału na rynku globalnym ponownie dynamicznie wzrosły ceny wielu surowców energetycznych.
- Skala ożywienia gospodarki w 2021 r. była dużo silniejsza wobec oczekiwań (porównując do kryzysu finansowego z 2007 r. głębsza skala spowolnienia i dużo szybsze odbicie aktywności) dzięki znaczącej skali poluzowania polityki fiskalnej, co gwałtownie zwiększyło popyt na surowce i usługi transportowe.
- Dodatkowo presję na wzrost cen surowców zwiększają czynniki:
 - atmosferyczne (surowce żywnościowe i energetyczne), - geopolityczne (podaż ropy naftowej, polityka Rosji i ceny gazu), - niskie zapasy (gazu), - zmiana struktury globalnego popytu na rzecz towarów / przemysłu kosztem usług podbijająca ceny surowców i materiałów (większa surowcochłonność) i usług transportu.

Dynamiczne ożywienie aktywności gospodarczej po pandemii vs. kryzys finansowy z 2007 r....



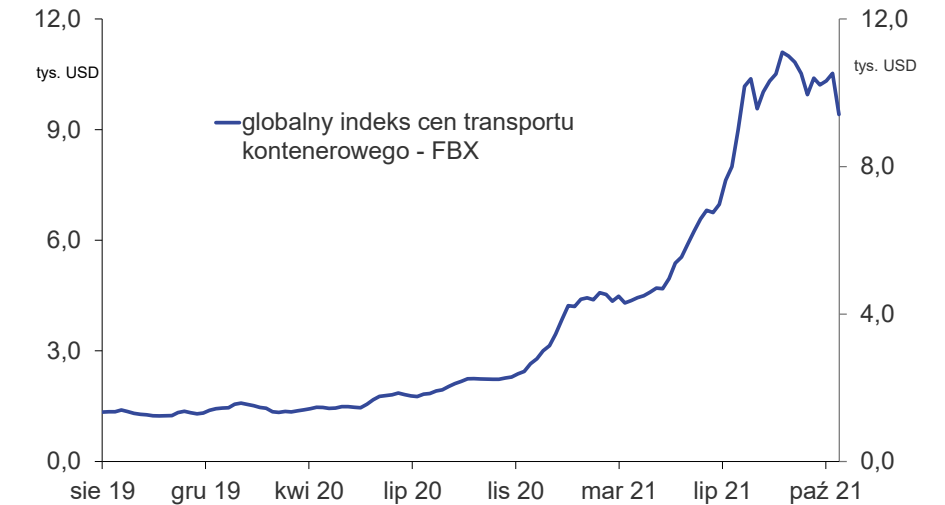
źródło: Bloomberg, BOS Bank

...w połączeniu z dynamicznym wzrostem większości cen surowców...



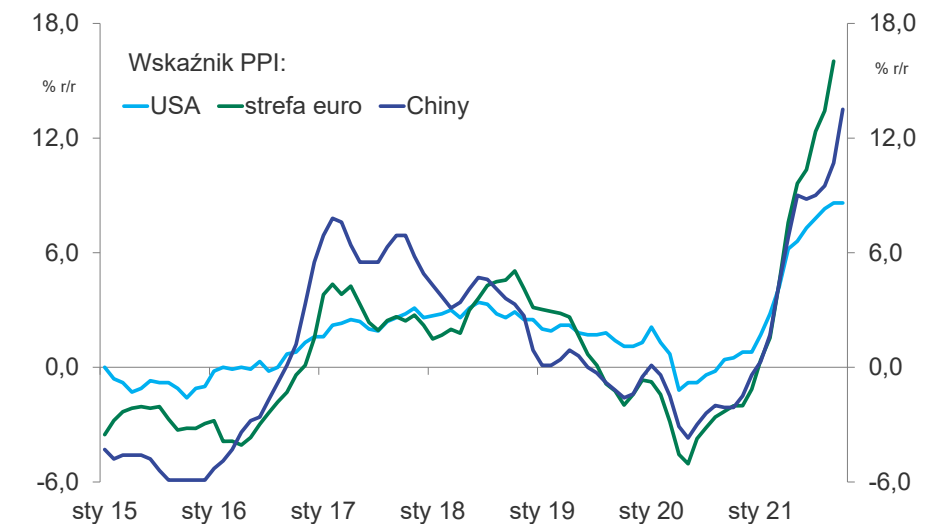
źródło: MFW, Bloomberg

...za którym nie nadąża podaż po silnych perturbacjach pandemicznych...



źródło: <https://fbx.freightos.com>

...podbija koszty produkcji



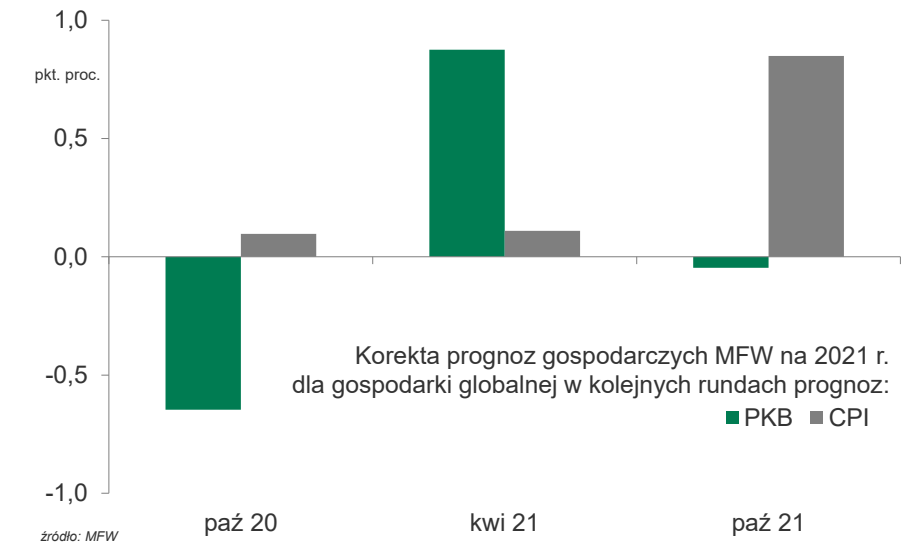
źródło: Bloomberg



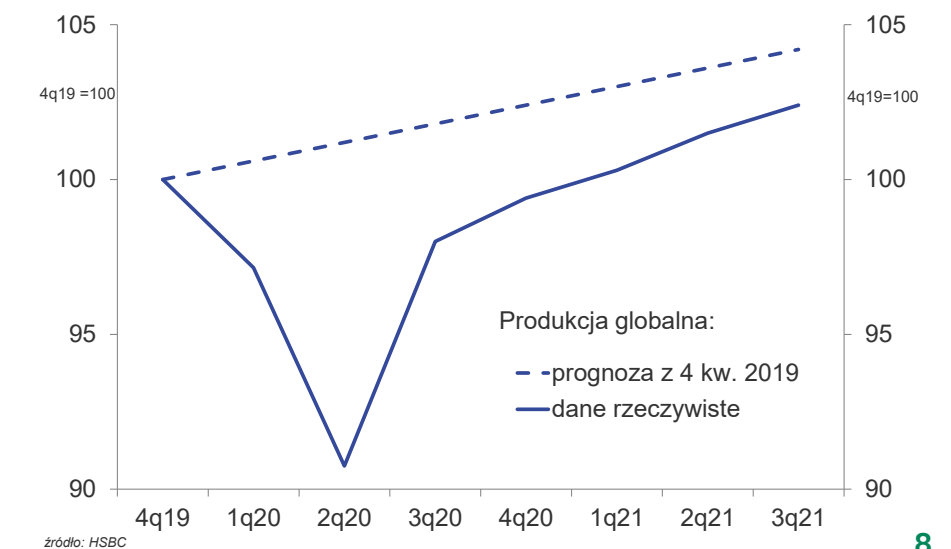
Wyhamowanie presji na rynku surowców kluczowe dla perspektyw gospodarki globalnej w 2022 r.

- Bieżący wzrost cen produkcji wynika głównie z szybszego od oczekiwań ożywienia popytu przy ograniczeniach podaży (gwałtowne ograniczenia zamówień w 2020 r. i brak możliwości adekwatnie szybkiej reakcji podaży na dynamiczny wzrost popytu pod koniec 2020 r.). W trakcie 2020 i 2021 r. skala korekt w górę najpierw prognozy wzrostu gospodarczego, a potem inflacji była bardzo silna.
- Choć skala ożywienia wyraźnie zaskoczyła wobec prognoz sprzed roku, to wciąż poziom PKB światowej gospodarki pozostaje wyraźnie niższy wobec prognoz sprzed pandemii poziomu oczekiwanego przed pandemią (nieuwzględniających wpływu tego szoku na światową gospodarkę).
- Wyższa zmienność prognoz gospodarczych w warunkach m.in. niestabilnej sytuacji epidemicznej wpływa na wzrost niepewności zarządzania przedsiębiorstwem i w związku z tym większe okresowe problemy po stronie podaży. Skala odbicia aktywności nie wskazuje natomiast na pojawienie się strukturalnych / długoterminowych problemów zbyt niskiej podaży.
- Z tego względu, oczekując normalizowania się sytuacji gospodarczej wraz z poprawą dopasowania popytu i podaży (zarówno ograniczenie popytu na towary, jak i wzrost podaży przy założeniu stabilizowania się sytuacji epidemicznej na świecie) zakładamy, że presja na wzrost kosztów produkcji będzie w kolejnych kwartałach słabnąć.
- W scenariuszu bazowym zakładamy wyhamowanie wzrostu cen surowców energetycznych, przy wolniejszym wzroście popytu, jak również sygnałach możliwości zwiększenia podaży ropy naftowej (decyzje OPEC, uwolnienie rezerw strategicznych w USA, zwiększenie eksportu ropy z Iranu), jak również eksportu gazu z Rosji do Europy (decyzje polityczne w kontekście Nord Stream 2).

Od wybuchu pandemii większa skala korekt prognoz makroekonomicznych przy wysokiej niepewności



Globalna produkcja wciąż poniżej prognoz sprzed pandemii nie powinna strukturalnie podwyższać popytu na surowce





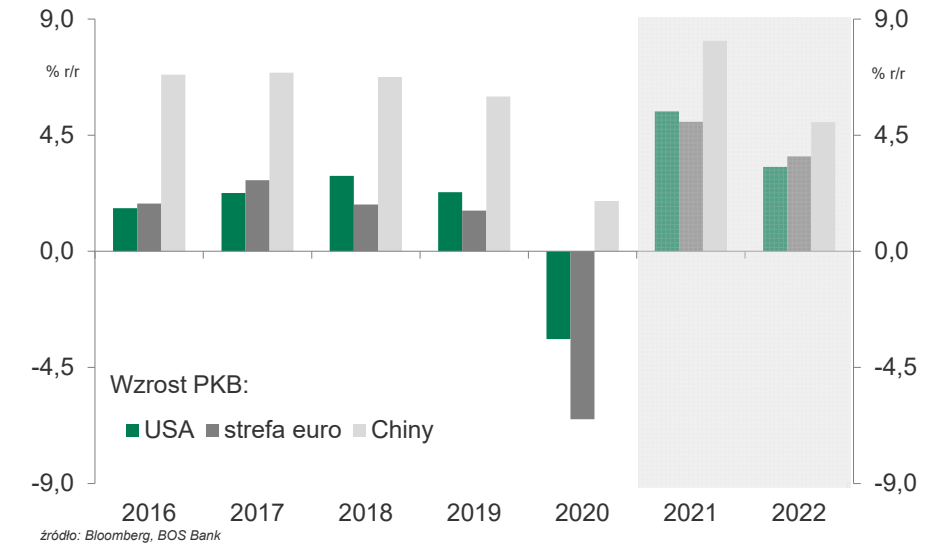
Mniejszy optymizm dot. wzrostu gospodarki globalnej w 2022 r., wyższe ryzyko związane z inflacją

- Po dynamicznym ożywieniu aktywności gospodarki globalnej w 2021 r. w 2022 r. zakładamy wyraźnie niższe tempo tego wzrostu, przy już wygasającym efekcie bardzo niskiej bazy odniesienia (który na wyniki gospodarki strefy euro będzie jeszcze wpływał w I kw. 2022 r.).
- Zakładamy, że tempo wzrostu globalnego popytu obniży się w kolejnych kwartałach, przy już wyraźnie niższym wzroście konsumpcji prywatnej (silnie dotychczas zyskującej w reakcji na znoszenie restrykcji gospodarczych).
- Dodatkowo oczekujemy w 2022 r. niższej dynamiki PKB w większości regionów świata wobec dotychczasowych oczekiwań z powodu: - negatywnego wpływu wzrostu cen surowców na koszty przedsiębiorstw oraz dochody gospodarstw domowych, - wydłużających się problemów związanych z globalnymi łańcuchami dostaw (dodatkowo podwyższających presję na wzrost cen), - ryzyka związanego z kolejnymi falami pandemii (choć w zdecydowanie mniejszym stopniu w warunkach zakładanego braku wprowadzania szerokich restrykcji epidemicznych).
- Z drugiej strony uważamy, że wzrost gospodarczy na świecie pozostanie solidny dzięki dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw i deklarowanego wzrostu popytu inwestycyjnego w gospodarkach rozwiniętych, jak i korzystnej sytuacji gospodarstw domowych (stabilny rynek pracy).
- Kluczowe dla perspektyw gospodarczych w najbliższych miesiącach będą dane inflacyjne oraz dane dot. kształtowania się cen surowców na rynku globalnym (wpływające na prognozy inflacji). Zakładamy, że bieżący wzrost inflacji jest zjawiskiem przejściowym i inflacja spadnie w trakcie 2022 r. Niemniej gdyby, ta prognoza nie spełniła się i w dłuższym okresie inflacja pozostała wysoka (np. w związku z utrzymującą się niestabilnością podaży), mogłoby to negatywnie wpłynąć na aktywność w sferze realnej gospodarki i skutkować materializacją scenariusza stagflacyjnego.

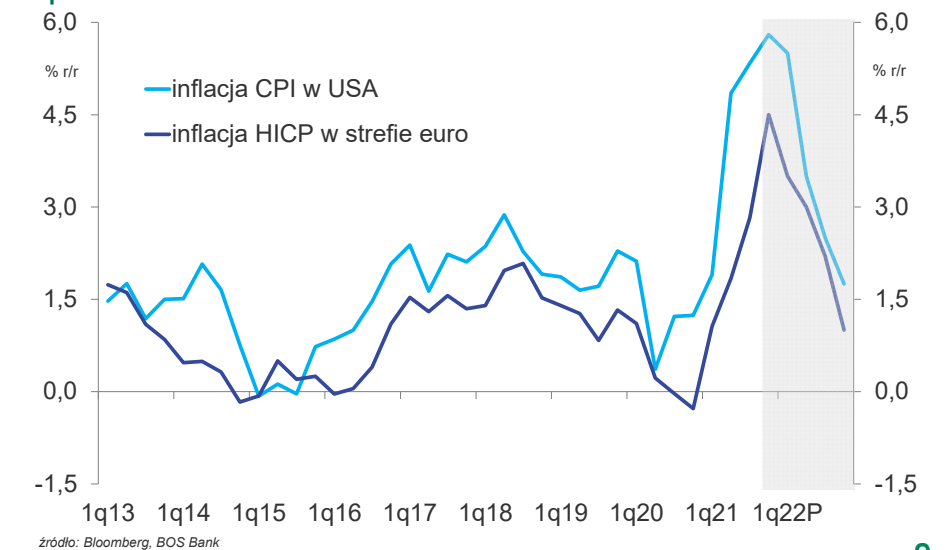
2021-11-22

Klauzula poufności: BOS jawne

W 2022 r. niższe, ale wciąż solidne tempo wzrostu gospodarczego na świecie...



...przy oczekiwanym wzroście inflacji w krótkim okresie i jej spadku w trakcie 2022 r.





Sytuacja epidemiczna oraz nierównowagi sektorowe pogłębiają spowolnienie gospodarcze w Chinach...

- Opublikowane w ostatnich miesiącach dane wskazują na silniejszą skalę spowolnienia aktywności w Chinach, przy silniejszym spowolnieniu wydatków inwestycyjnych, sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłu oraz niższym wzroście agregatów monetarnych. Jakkolwiek na solidnym poziomie utrzymują się dane dot. eksportu, to niższe tempo wzrostu importu odzwierciedla silniejsze spowolnienie popytu krajowego.
- Czynniki spowalniające wzrost gospodarczy w Chinach to: - polityka „zero tolerancji wobec COVID-19” regionalne, powtarzające się bardzo ostre restrykcje gospodarcze nawet przy niewielkiej skali wzrostu liczby zachorowań; - silne pogorszenie na rynku nieruchomości (pilotażowy program podatku od nieruchomości, ograniczenie finansowania deweloperów z uwagi na wzrost obaw o ich stabilność finansową); - powrót do polityki ograniczania zadłużenia przedsiębiorstw państwowych.
- Wśród pro-wzrostowych czynników można natomiast wskazać zapowiadane wsparcie polityki fiskalnej dla inwestycji rozwojowych oraz proekologicznych.
- Zakładamy, że w 2022 r. dynamika PKB w Chinach obniży się w kierunku 5,0% r/r (tj. poniżej poziomów sprzed pandemii) wobec szacowanych 8,2% r/r na 2021 r.
- Według ocen zewnętrznych ośrodków analitycznych ryzyka dla dewelopera Evergrande nie powinny poskutkować głębokim kryzysem branży z serią upadłości przedsiębiorstw. Za takim scenariuszem przemawiają także interwencje (na razie werbalne) przedstawicieli banku centralnego oraz władz centralnych. Nieuniknione wydaje się jednak dalsze osłabienie aktywności sektora przy wysokiej skali zadłużenia.
- Choć wskaźnik inflacji CPI zapewne silniej wzrośnie w kolejnych kwartałach (z bieżącego niskiego poziomu 1,5% r/r) w reakcji na silny wzrost cen produkcji, to przy silniejszym od oczekiwań spowolnieniu aktywności prawdopodobne jest poluzowanie polityki monetarnej, choć zapewne wciąż dominować będzie selektywne luzowanie polityki (dot. określonych obszarów)

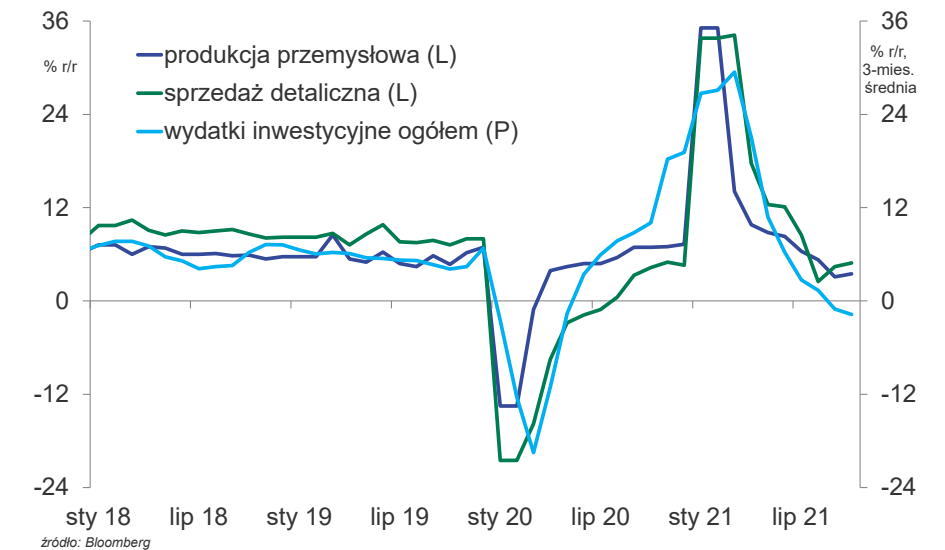
2021-11-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

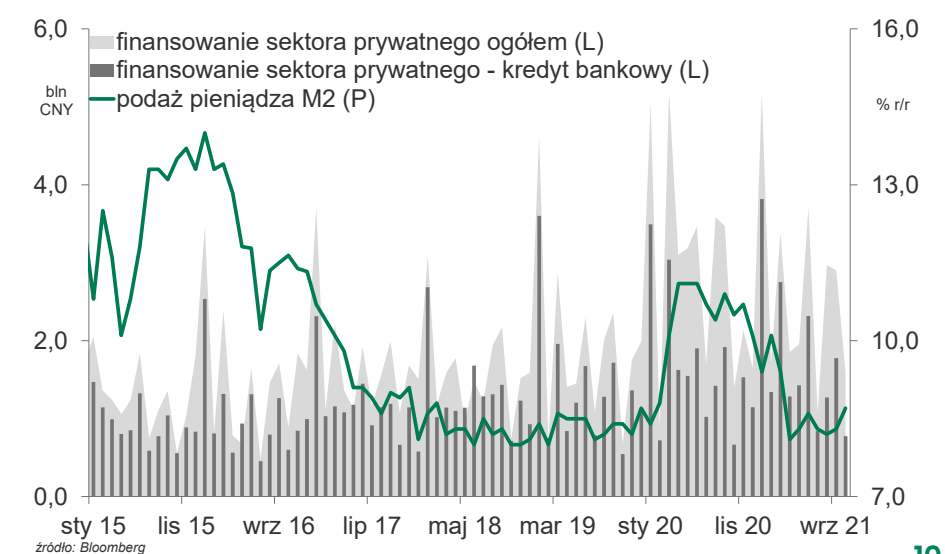
BOŚ
BANK

30 lat

Dalsze spowolnienie sfery realnej w Chinach, w szczególności inwestycji na rynku nieruchomości...



...któremu silnie cięży ograniczenie dostępności finansowania

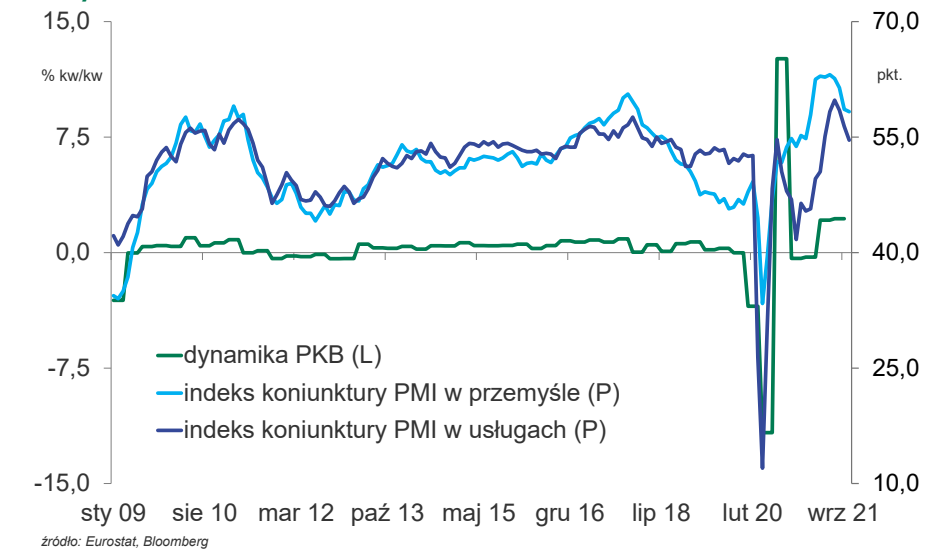




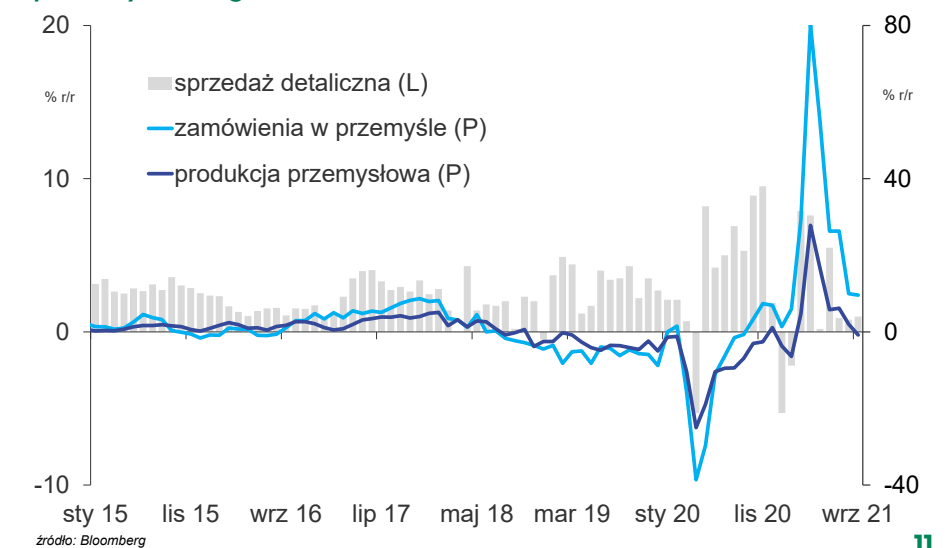
...pod koniec roku pogorszenie prognoz dla strefy euro...

- Tak jak przed kwartałem dane ze strefy euro skutkowały korektami *in plus* tempa ożywienia, tak bieżące dane jak również silniejszy negatywny efekt wzrostu cen surowców (istotniejszy dla strefy euro wzrost cen gazu), jak również istotny wzrost zachorowań w IV fali pandemii (silne pogorszenie sytuacji epidemicznej w Europie kontynentalnej w IV kw.) przekładają się na korektę w dół prognoz wzrostu aktywności.
- Wskaźniki koniunktury (szczególnie subindeksy produkcji oraz nowych zamówień) wskazują na wyraźnie niższe tempo wzrostu gospodarczego już w IV kw. po dynamicznym ożywieniu notowanym w II i III kw.
- Najwyższe korekty notuje gospodarka niemiecka, której szczególnie silnie (na tle całej strefy euro) ciężką ograniczenia w globalnym handlu osłabiające aktywność sektora przemysłowego (większy jego udział w gospodarce). O ile samo odblokowywanie ograniczeń podażowych przełoży się na okresowe silniejsze odbicie produkcji w przemyśle, to w średnim okresie skalę tego ożywienia będą już ograniczać wyraźnie niższy wzrost zamówień w przemyśle (w IV kw.) w warunkach globalnego efektu spowolnienia popytu.
- Zakładamy, że w 2022 r. dynamika PKB w strefie euro spowolni do 3,7% r/r, wobec 4,2% zakładanych w poprzednim przeglądzie kwartalnym oraz 5,0% r/r szacowanych na 2021 r.
- Czynnikiem nadal wspierającym aktywność gospodarki powinien być solidny popyt inwestycyjny firm (jeżeli silniej nie ograniczy go ewentualny dalszy wzrost cen surowców) oraz dotychczasowa solidna sytuacja na rynku pracy strefy euro, która będzie ograniczać spowolnieniu konsumpcji prywatnej (jej spadek z tytułu wygasania efektu nadrabiania konsumpcji i negatywnego efektu wzrostu inflacji).

Po solidnym III kw. w strefie euro już słabsze wyniki aktywności od IV kw. br.



Szczególnie trudna sytuacja niemieckiego sektora przemysłowego

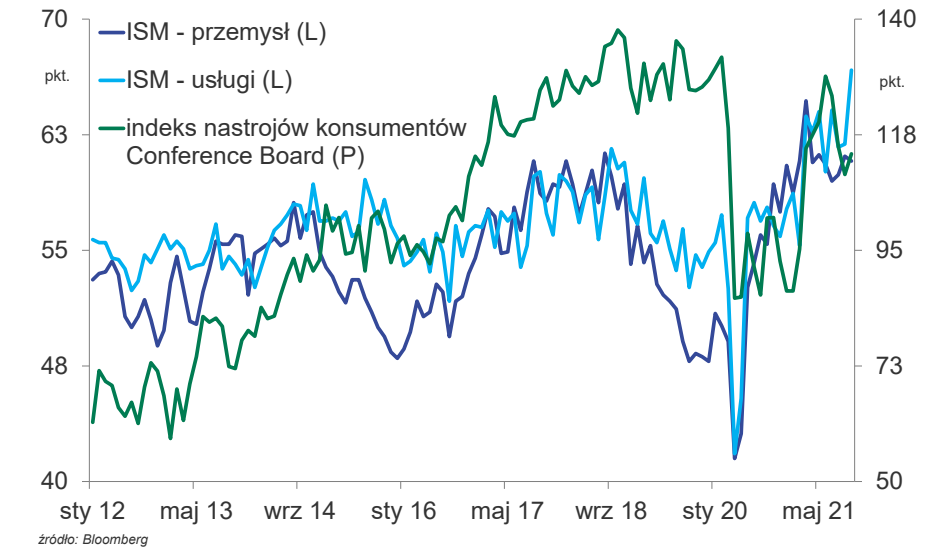




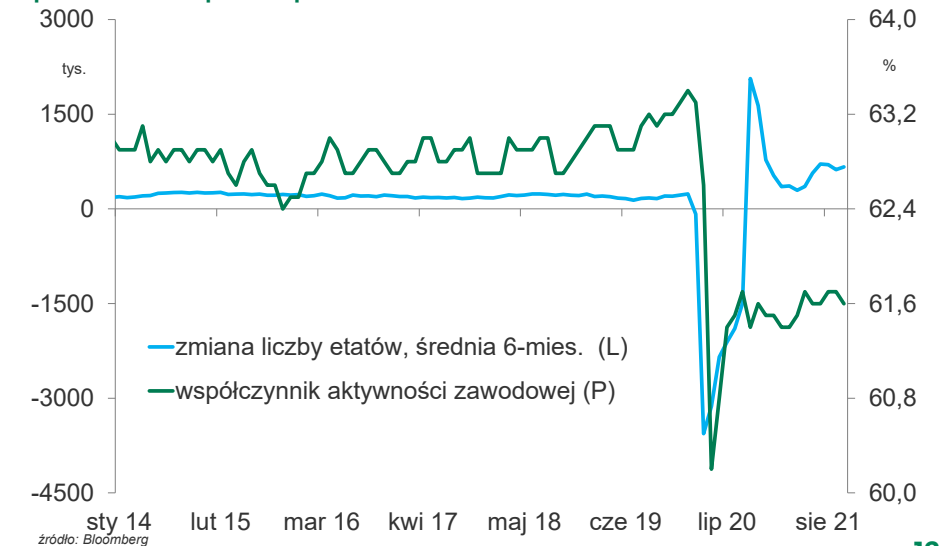
...pozytywnym sygnałem odbicie koniunktury w USA w IV kw. br.

- Po pewnym pogorszeniu wskaźników makroekonomicznych i relatywnie słabym wyniku PKB w USA w III kw., wskaźniki koniunktury gospodarczej z początkiem IV kw. ponownie wzrosły. W szczególności ponownemu odbiciu koniunktury w usługach mogło towarzyszyć uspokojenie się sytuacji epidemicznej po tym, jak w III kw. wyraźne, okresowe pogorszenie sytuacji epidemicznej poskutkowało ograniczeniem wydatków gospodarstw domowych.
- Na przełomie III i IV kw. ponownie przyspieszyło także tempo poprawy sytuacji na rynku pracy ze wzrostem zatrudnienia oraz spadkiem bezrobocia. W dalszym ciągu jednak skala zatrudnienia (mierzona współczynnikiem aktywności zawodowej) pozostaje daleko poza poziomami sprzed pandemii. Według ocen zewnętrznych ośrodków analitycznych utrzymująca się niepewność dot. sytuacji epidemicznej (obawy o zarażenie, obawy przed ponownym otwarciem działalności) skutkują utrzymaniem niższej podaży pracy w gospodarce USA.
- W części podwyższone wskaźniki koniunktury są pochodną wydłużonych okresów dostaw, co nie oznacza nadmiernego wzrostu popytu, a jest efektem ograniczeń po stronie podażowej. Subindeksy produkcji oraz nowych zamówień (w szczególności w przemyśle) obniżyły się w ostatnich miesiącach.
- Choć w krótkim okresie uwalnianie przestojów może podbijać wyniki aktywności (nadrabianie produkcji), to długi okres problemów podażowych, wolniejszy wzrost nowych zamówień, a przede wszystkim wygasanie efektu nadrabiania wydatków gospodarstw domowych oraz negatywny efekt wysokiej inflacji wpłyną na obniżenie dynamiki wzrostu PKB w 2022 r. 3,3% r/r, wobec 4,0% zakładanych w poprzednim przeglądzie kwartalnym oraz blisko 5,5% r/r szacowanych na 2021 r.

W IV kw. lekka poprawa perspektyw gospodarczych po rozczarowujących wynikach III kw. ...



...rośnie też zatrudnienie, choć jego poziom wciąż daleko od poziomów sprzed pandemii

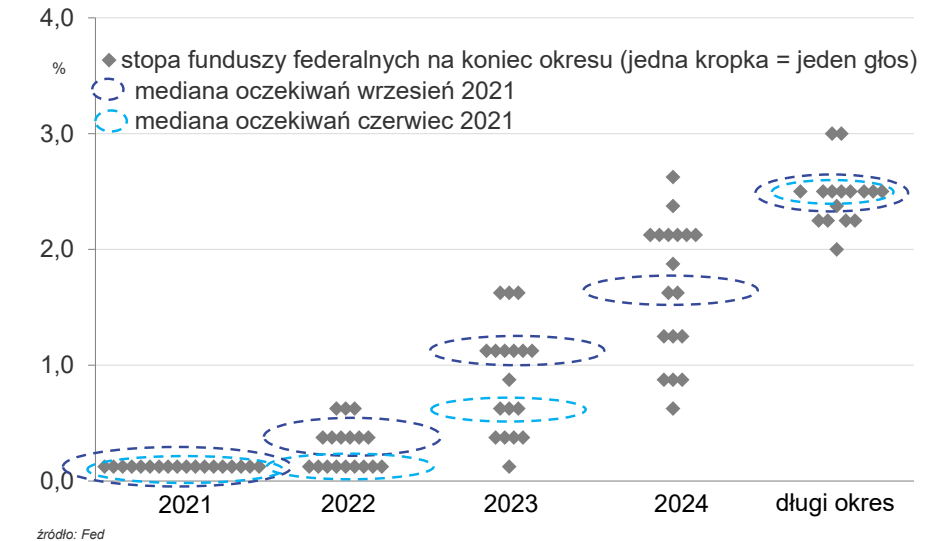




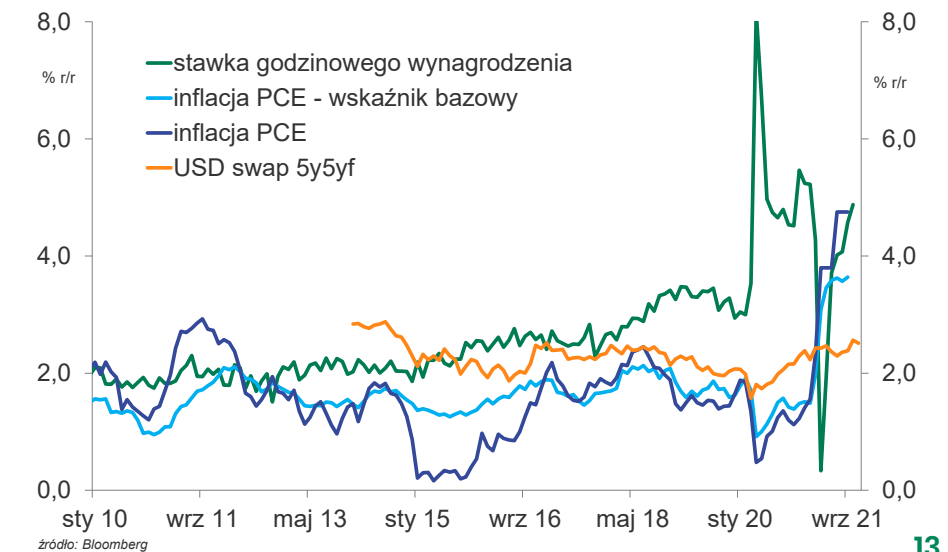
Fed rozpoczął *tapering*, pozostaje ostrożny w kwestii podwyżek stóp procentowych...

- FOMC na listopadowym posiedzeniu utrzymał stopę funduszy federalnych w przedziale 0,00% – 0,25%. Komitet ogłosił jednocześnie proces redukcji miesięcznej skali skupu aktywów o 15 mld USD (10 mld USD papierów skarbowych i 5 mld USD instrumentów MBS) począwszy od listopada z obecnych 120 mld USD miesięcznie. O ile na kolejnych posiedzeniach komitet nie zdecyduje o zmianie tempa ograniczania programu, w połowie 2022 r. Fed zakończy bieżący program skupu aktywów.
- W komunikacie utrzymano zapisy *forward guidance* dot. stóp procentowych tj., że właściwym będzie utrzymanie stóp na bieżącym poziomie do momentu, kiedy wskaźniki rynku pracy będą spójne ze stanem pełnego zatrudnienia, a inflacja wzrośnie do 2,0% r/r i utrzyma się na tym poziomie „przez jakiś czas”.
- Prezes Fed Jerome Powell powiedział, że obecny czas nie jest właściwym momentem na rozważanie podwyżek stóp procentowych. W kontekście oczekiwań rynkowych dot. wzrostu stóp Fed w II poł. 2022 r. prezes Powell powiedział, że dla komitetu bazowym scenariuszem jest nadal okresowy charakter bieżącego wzrostu inflacji.
- Przy bieżących wyzwaniach inflacyjnych trudno całkowicie wykluczyć opcję podwyżki stóp procentowych w II poł. 2022 r. – na wzrost takiego ryzyka wskazuje także część członków FOMC. Póki co nie zmieniamy jednak naszego scenariusza ich stabilizacji w przyszłym roku i ich wzrostu w 2023 r. Zakładamy, że bieżący wzrost inflacji będzie wygasał w trakcie 2022 r. Ponadto wzrost ryzyka dla sfery realnej może dodatkowo skutkować ostrożną polityką pieniężną.
- Dla oceny ryzyka wcześniejszej podwyżki stóp kluczowe będzie kształtowanie się : - inflacji bazowej PCE, - dynamiki wzrostu wynagrodzeń, - oczekiwań inflacyjnych jako indikatora ewentualnego materializowania się efektów drugiej rundy.

Kolejni członkowie FOMC wskazują na możliwość wzrostu stóp procentowych w 2022 r.



Kluczowe dla decyzji FOMC poziom oczekiwań inflacyjnych oraz dane dot. tempa wzrostu wynagrodzeń

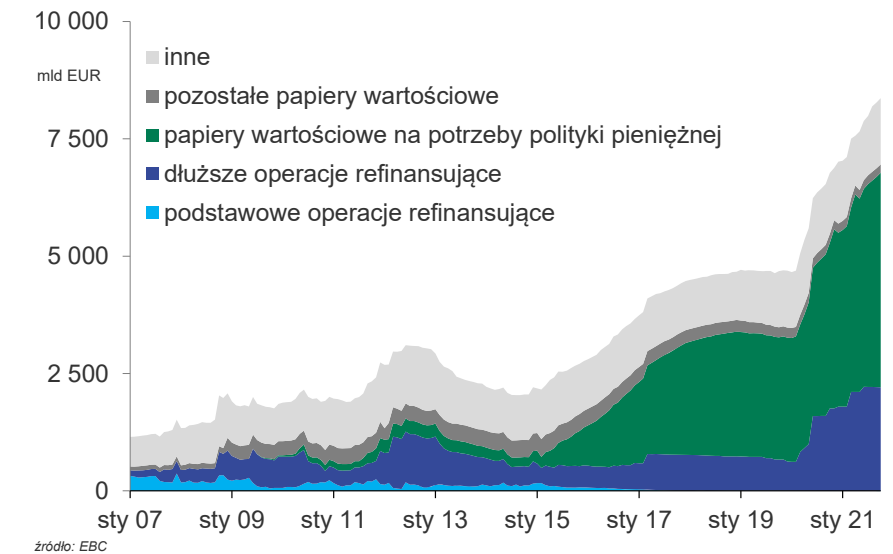




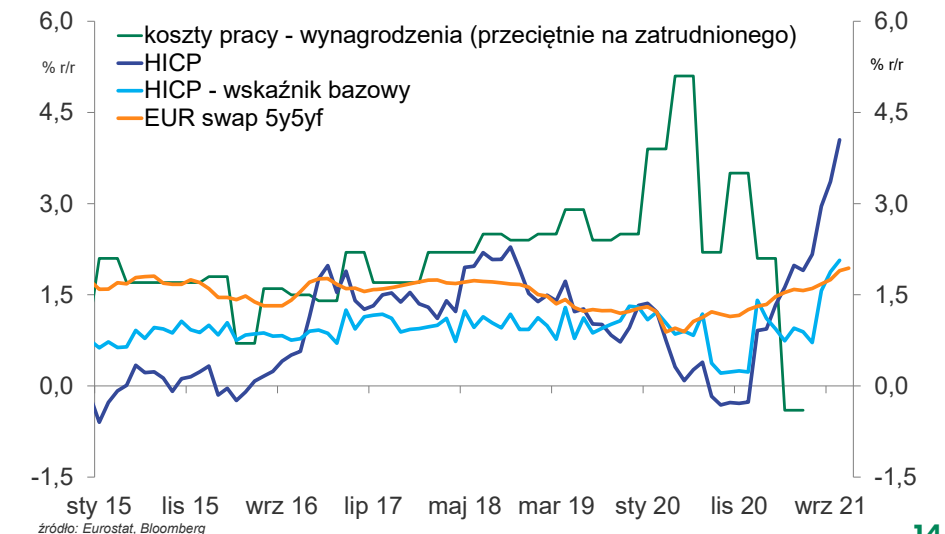
...EBC wyraźniej zdystansowany wobec podwyżek stóp...

- Na posiedzeniach we wrześniu i październiku rada EBC utrzymała stopy procentowe bez zmian (0,0% stopa repo i -0,5% stopa depozytowa). Rada powróciła do standardowej skali skupu aktywów w ramach pandemicznego programu PEPP (po okresowym zwiększeniu tej skali w II i III kw.), w listopadzie prezes Christine Lagarde wskazała, że prognozy EBC wskazują na zakończenie PEPP zgodnie z planem w I kw. 2022 r.
- Podtrzymujemy naszą ocenę, iż aby nie dopuścić do zbyt gwałtownego zaostrzenia warunków monetarnych po wygaśnięciu PEPP (obecny skup to ok. 70-80 mld EUR miesięcznie) i wzrostu rynkowych stóp procentowych, rada zwiększy skalę skupu aktywów w ramach standardowego programu APP (obecnie 20 mld miesięcznie) i ewentualnie zdecyduje się na dostosowania w zakresie formalnych warunków programu APP (np. udziały skupu aktywów poszczególnych krajów oraz udziały EBC na danych rynkach).
- Podczas październikowej konferencji prasowej prezes Lagarde zdystansowała się wobec oczekiwań rynkowych na podwyżkę stóp w 2022 r. Według analiz EBC, choć bieżący wzrost inflacji okazuje się silniejszy oraz będzie utrzymywał się dłużej, to w dalszym ciągu można oczekiwać, że wzrost ten będzie miał charakter okresowy (efekty bazy, okresowe perturbacje podażowe, założenie okresowego wzrostu cen surowców).
- Oczekujemy, że stopy procentowe EBC pozostaną w 2022 na bieżącym poziomie, biorąc pod uwagę rosnące wyzwania dla sfery realnej oraz wzrost oczekiwań inflacyjnych ledwie w kierunku poziomu celu inflacyjnego EBC. W kolejnych miesiącach w kontekście polityki pieniężnej kluczowe informacje będą związane z kształtowaniem się wynagrodzeń w 2022 r. (w tym wyników negocjacji płacowych w części krajów i branż jeszcze w 2021 r.) oraz oczekiwań inflacyjnych. Sądzymy, że przesłanką dla zmiany postawy EBC ws. poziomu stóp procentowych, musiałby być bardzo silny wzrost oczekiwań inflacyjnych. Ich bieżący wzrost w kierunku 2,0% rada może uznać za pozytywny efekt spadku średniookresowego ryzyka deflacji, przez wiele lat głównego wyzwania EBC.

EBC obniży skalę skupu aktywów po I kw. 2022 r.



Bieżący wzrost oczekiwań inflacyjnych w strefie euro nie rodzi presji na zacieśnienie polityki pieniężnej





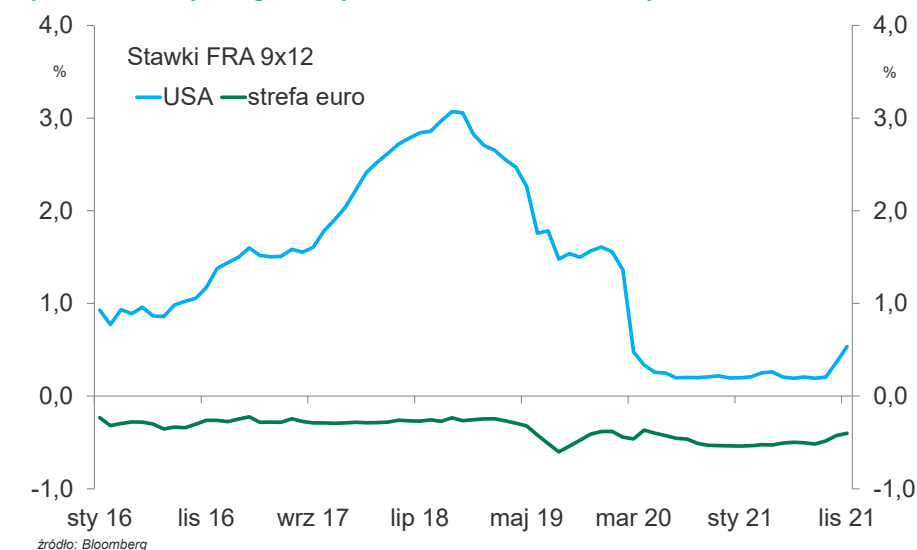
...co powinno ograniczać presję na wzrost rentowności obligacji na rynkach bazowych

- Przyspieszenie wzrostu bieżącej inflacji oraz wzrost prognozowanej inflacji przełożyło się na przełomie roku na wzrost oczekiwań na przyspieszenia zacieśnienia polityki pieniężnej Fed i EBC, w większym stopniu wpływając na krótki koniec krzywej dochodowości. Jednocześnie korekty w dół prognoz wzrostu gospodarczego ograniczyły presję na wzrost rentowności na długim końcu, stąd pomimo kolejnych korekt w górę prognoz inflacji, rentowności nie przekroczyły lokalnych maksimum z wiosny br.
- W trakcie 2022 r. oczekujemy stabilizacji / niewielkiego wzrostu rentowności obligacji skarbowych na dłuższym końcu krzywej przy założeniu stabilizowania się perspektyw średniookresowych. Pomimo bieżącego wzrostu inflacji oraz korekt rynkowych prognoz dot. terminu rozpoczęcia podwyżek stóp, nie zmieniają się oczekiwania (zarówno rynkowe jak i np. członków FOMC) dot. długoterminowego poziomu stopy procentowej.
- Nasz bazowy scenariusz ostrożnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych oraz prognozowany spadek inflacji będzie hamował presję na wzrost rentowności obligacji, przy możliwej korekcie spadkowej rentowności na krótkim końcu.
- Czynnikiem ograniczającym wzrost rentowności obligacji jest także wzrost ryzyka rozwoju sytuacji gospodarczej. Sądzymy, że przy wciąż wysokiej niepewności co do perspektyw gospodarczych ograniczanie programów skupu Fed i EBC w niewielkim stopniu będzie wpływać na rentowności obligacji, przy większych ryzykach z tytułu niższej płynności dla aktywów o wyższym profilu ryzyka.
- Głównym czynnikiem ryzyka dla tej prognozy jest rozwój sytuacji na rynku surowców oraz ich wpływ na wzrost oczekiwań inflacyjnych. W krótkim okresie bilans ryzyka wskazuje na wyższe poziomy rentowności, jednocześnie jednak istotny wpływ szoków podaźowych na wzrost inflacji powoduje, że w średnim okresie ponownie mogłyby obniżyć się rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych (negatywny wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego).

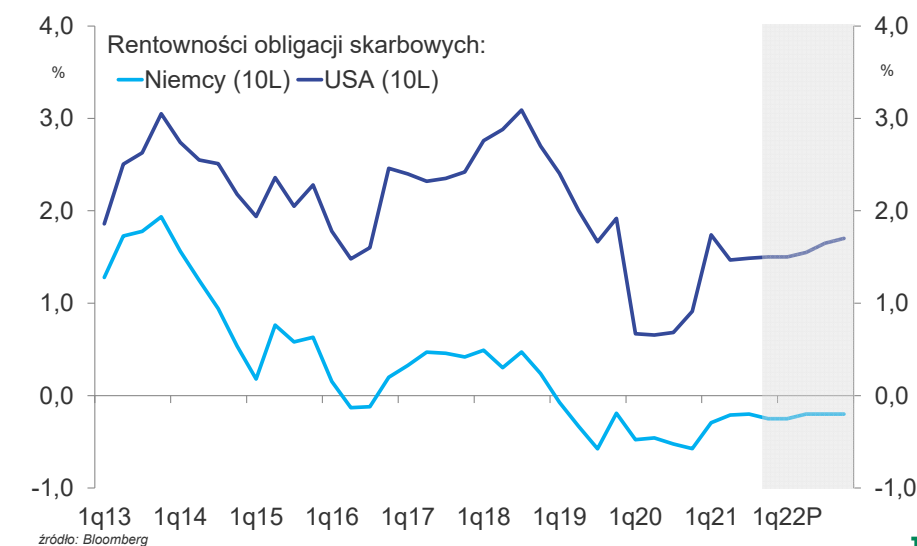
2021-11-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

W IV kw. wzrost oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp procentowych głównych banków centralnych



Stabilne długookresowe prognozy stóp ograniczają wzrost rentowności SPW na dłuższym końcu krzywej

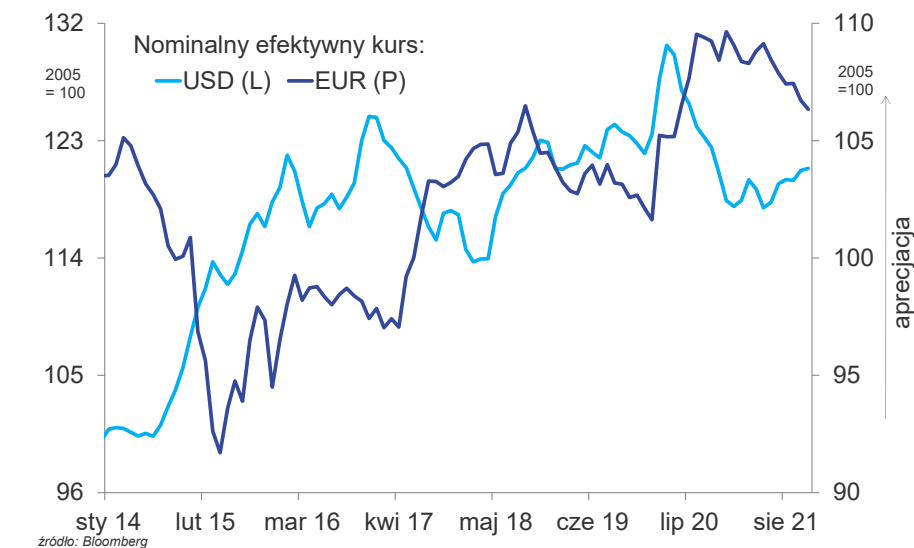




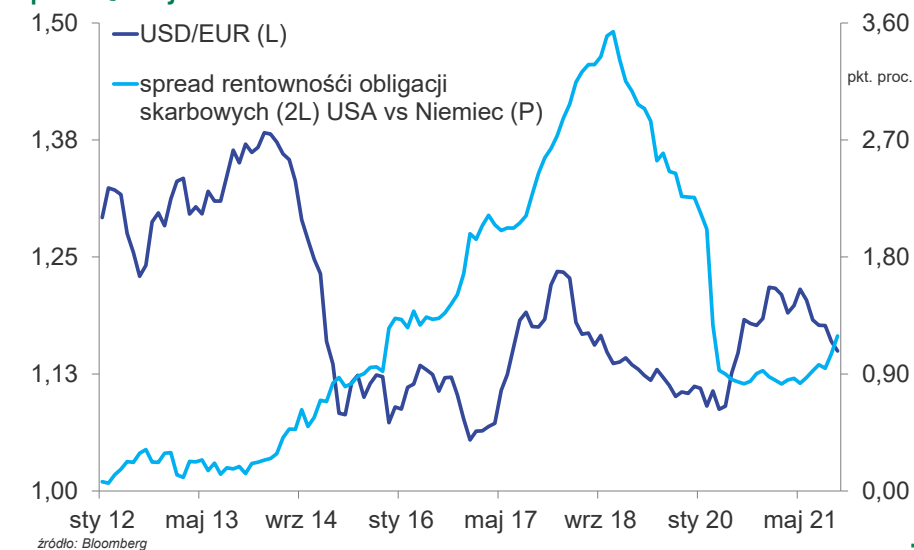
Wzrost niepewności co do perspektyw gospodarki globalnej wzmacnia dolara

- Wyższa niepewność co do perspektyw gospodarczych na świecie oraz ograniczenie luzowania ilościowego polityki pieniężnej Fed wzmacnia kurs dolara. Jednocześnie wygaśnięcie pozytywnego dla euro wpływu publikacji mocnych danych makroekonomicznych i dynamicznego tempa szczepień oraz kryzys energetyczny (silniejszy negatywny wpływ na gospodarki europejskie) dodatkowo silniej ciążyło notowaniom europejskiej waluty.
- W rezultacie kurs euro wobec dolara spadł poniżej 1,15 USD/EUR.
- W krótkim okresie, przy utrzymującej się niepewności na rynku surowców oraz rozwoju sytuacji epidemicznej w Europie oraz przy wzroście zróżnicowania co do perspektyw zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed i EBC, presja na osłabienie kursu euro wobec dolara może utrzymywać się.
- Jeżeli jednak te ryzyka nie będą się potęgować, a FOMC nie zaostri retoryki oraz nie podwyższy stóp procentowych w 2022 r., co zakładamy w scenariuszu bazowym, można oczekiwać powrotu kursu do trendu bocznego w okolicach 1,15 USD/EUR.
- Jako niskie oceniamy prawdopodobieństwo trwalszego osłabienia dolara do poziomów z I poł. br., biorąc pod uwagę: - korekty w dół prognoz wzrostu gospodarczego i spadek globalnej premii za ryzyko, - silniejsze perspektywy średniookresowe wzrostu gospodarczego w USA wobec Europy, - niezależnie od prognozy stabilizacji stóp procentowych w USA w 2022 r., bliższa perspektywa normalizacji polityki pieniężnej Fed wobec EBC, - utrzymanie ryzyka wielu gospodarek wschodzących ograniczające napływ kapitału zagranicznego wspierające notowania amerykańskiej waluty.

W ostatnich miesiącach wzmocnienie kursu dolara oraz osłabienie notowań euro...



...przy nasileniu różnic co do perspektyw polityki pieniężnej Fed i EBC

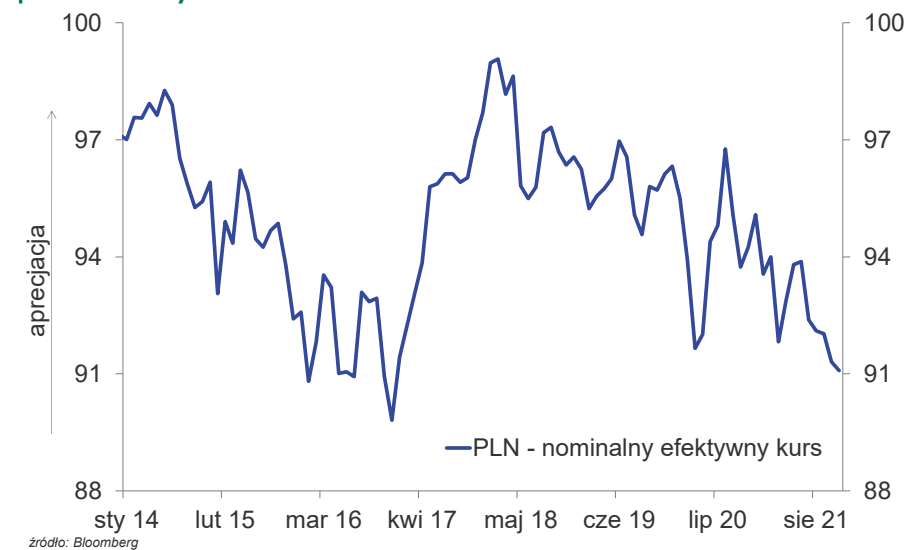




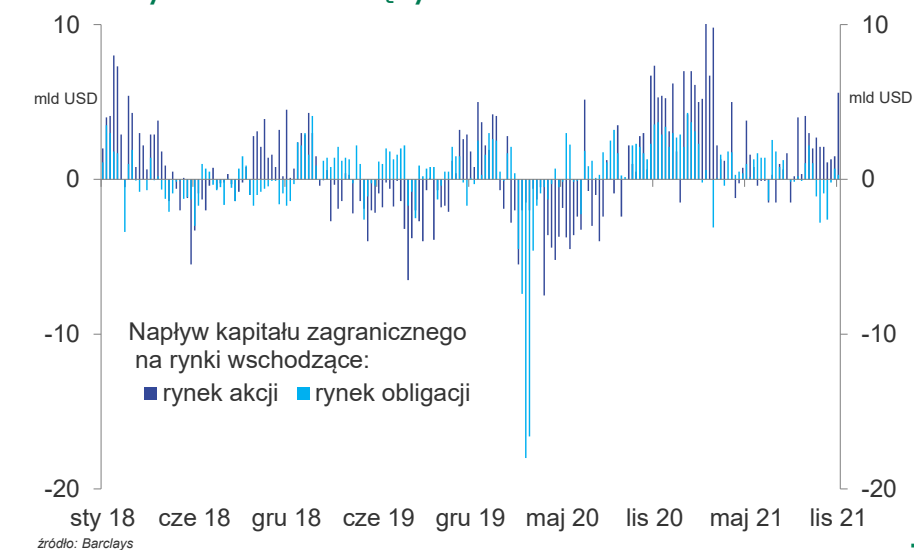
Utrzymująca się słabość kursu złotego

- Kurs złotego silnie tracił na wartości w IV kw. br. W połowie listopada złoty osłabił się blisko 4,70 PLN/EUR, a przy jednoczesnej aprecjacji dolara oraz franka szwajcarskiego na rynku globalnym silnie stracił wobec tych walut (4,15 PLN/USD i 4,48 PLN/CHF).
- Choć w tym okresie nastroje na globalnym rynku, czy też skala napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące podlegały większej zmienności, to jednak skala deprecjacji złotego wobec sytuacji na rynku globalnym wydaje się nadmierna.
- Złotemu nie pomogła także gwałtowna zmiana stanowiska RPP i szybkie podwyżki stóp procentowych.
- Być może słabsze notowania złotego to kombinacja efektów: - słabszych nastrojów wokół aktywów europejskich, - słabszej wiarygodności NBP i niepewności co do skali wzrostu inflacji oraz zacieśnienia polityki monetarnej, - napiętych relacji Polska – UE (opóźnienie przyjęcia KPO i tym samym silniejszego impulsu inwestycyjnego) wskazywane przez agencje ratingowe jako czynnik ryzyka dla oceny kredytowej Polski, - bieżących nastrojów rynkowych lepszych prognoz gospodarczych dla rynków rozwiniętych wobec rynków wschodzących.
- Biorąc pod uwagę nasz scenariusz bazowy rozwoju sytuacji gospodarczej i rynkowej, powyższe efekty powinny mieć charakter okresowy, co powinno w trakcie 2022 r. sprzyjać umocnieniu kursu złotego.
- Oczekujemy w średnim okresie wzmocnienia złotego w kierunku 4,50 PLN/EUR, 3,90 PLN/USD oraz 4,20 PLN/CHF. Jednak w krótkim okresie utrzymujące się ryzyka globalne oraz lokalne mogą jednak skutkować utrzymaniem presji na notowania złotego.

Słabość złotego utrzymuje się, pomimo podwyżek stóp procentowych NBP...



...oraz umiarkowanego pogorszenia sentymentu wobec rynków wschodzących

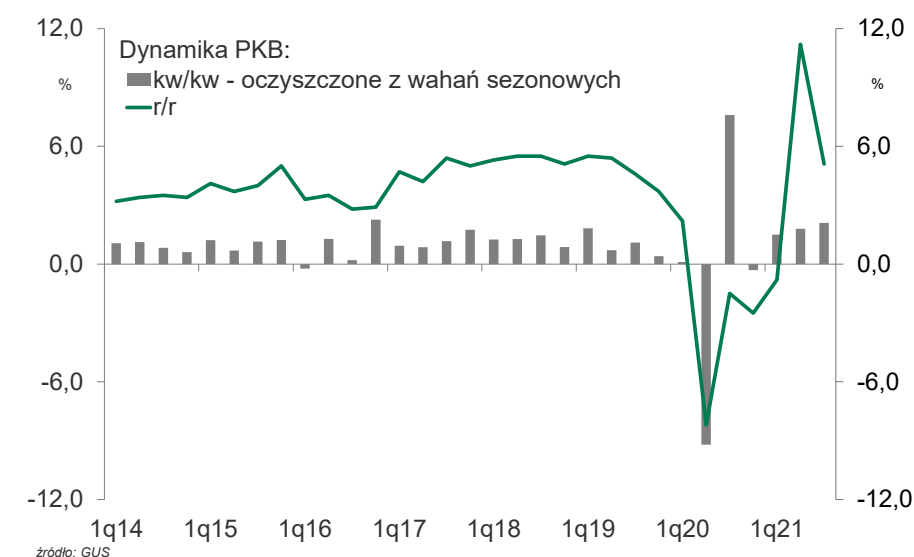




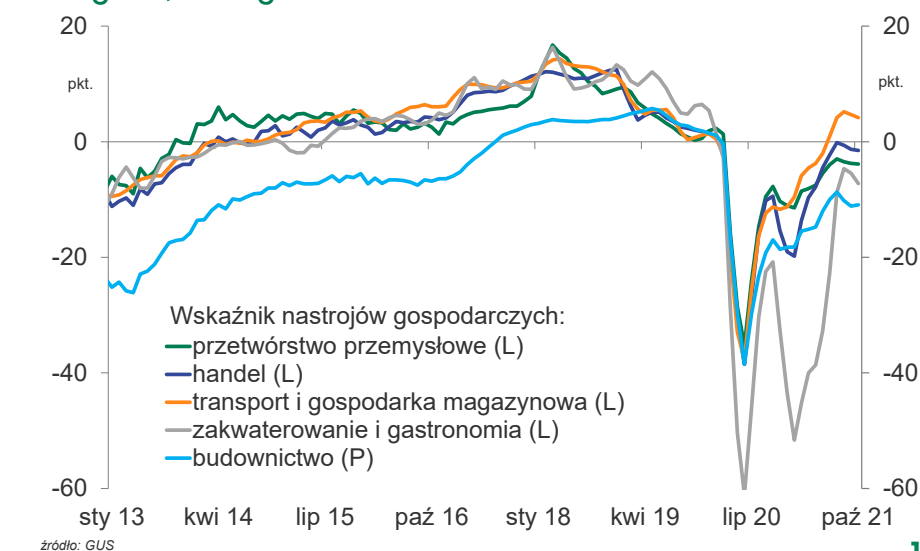
W Polsce w III kw. dalszy wzrost aktywności gospodarczej wraz z ożywieniem w usługach najsilniej dotkniętych restrykcjami pandemicznymi...

- W III kw. dynamika PKB (wg szacunku *flash*) obniżyła się do 5,1% r/r z 11,2% r/r, co było wyłącznie skutkiem wygaśnięcia bardzo niskiej bazy odniesienia sprzed roku. W ujęciu zmian kwartalnych, oczyszczonych z wzrost PKB w III kw. wyniósł solidne 2,1% kw/kw, kontynuując ożywienie rozpoczęte z początkiem roku.
- Tak jak na początku roku wzrost aktywności stymulowany był przez dynamiczny wzrost popytu w przemyśle (kumulujący się popyt na towary kosztem „zamkniętych” usług), tak w II i III kw. głównym motorem wzrostu były branże usługowe wznawiające aktywność po okresach restrykcji epidemicznych.
- W III kw. przy już niższym wzroście aktywności w handlu detalicznym (i dalszym osłabieniu tego wzrostu w przemyśle i budownictwie), to najprawdopodobniej sektor usług stymulował wzrost PKB. Wciąż bowiem w na początku II kw. część usług konsumenckich była jeszcze niedostępna, co wraz z bardzo silnym wzrostem mobilności gospodarstw domowych od wiosny, przełożyło się w III kw. na dynamiczny wzrost aktywności m.in. w gastronomii, turystyce, czy rozrywce.
- Szacujemy, że w III kw. jeszcze przyspieszyła dynamika spożycia gospodarstw domowych (efekt opisanego powyżej wzrostu popytu na usługi), na poziomie zbliżonym do I poł. roku (w ujęciu uśrednionym) wzrosły inwestycje, z kolei wolniejsze tempo wzrostu notowały już składowe handlu zagranicznego. Publikacja struktury PKB za III kw. planowana jest pod koniec listopada.

W III kw. dalsze przyspieszenie wzrostu PKB...



...przy poprawiającej się jeszcze szybko koniunkturze w usługach, szczególnie konsumenckich

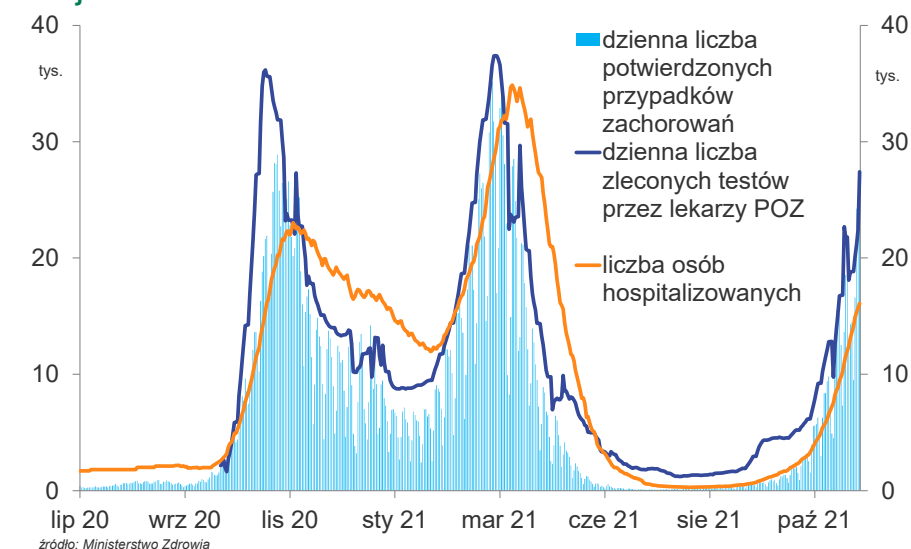




Uniknięcie kolejnego *lockdownu* kluczowe dla utrzymania solidnego tempa wzrostu krajowej gospodarki

- Normalizacja sytuacji gospodarczej w kontekście sytuacji epidemicznej była kluczowa dla solidnego wzrostu aktywności krajowej gospodarki w połowie roku. Dane dot. mobilności potwierdzają, że normalizacja życia gospodarczego i społecznego była czynnikiem stymulującym wzrost aktywności (w warunkach utrzymania stabilnej sytuacji finansowej przedsiębiorstw i gospodarstw domowych).
- Od początku IV kw. sytuacja epidemiczna pogarsza się, choć zestawiając statystyki dot. liczby nowych przypadków COVID-19 i hospitalizacji z danymi dot. mobilności (niewielkie jej obniżenie) można wskazywać na wolniejszy jej rozwój w porównaniu do poprzednich fal zachorowań.
- Choć ryzyka inflacyjne powoli zajmują pierwszoplanowe miejsce w liście czynników ryzyka dla perspektyw gospodarczych, to w dalszym ciągu kluczowe dla materializacji pozytywnych perspektyw krajowej gospodarki jest uniknięcie kolejnych restrykcji epidemicznych wpływających na sytuację gospodarczą.
- W bazowym scenariuszu zakładamy utrzymanie takiej sytuacji także w kolejnych miesiącach (w warunkach szerokiego dostępu do szczepień), niemniej sytuacja epidemiczna pozostaje ważnym czynnikiem ryzyka dla prognoz, szczególnie biorąc pod uwagę pojawiające się informacje dot. restrykcji epidemicznych w niektórych europejskich krajach.

W IV kw. wyraźne pogorszenie sytuacji epidemicznej w kraju...



...póki co z minimalnym wpływem na mobilność i aktywność gospodarczą





Rosną wyzwania dla gospodarki z tytułu presji kosztowej i wzrostu cen surowców

- Dane wysokiej częstotliwości potwierdzają wygasanie efektu ultra-niskich baz odniesienia i nadrabiania aktywności po pandemicznych restrykcjach.
- Nastroje przedsiębiorstw utrzymują się na solidnym poziomie, niemniej wskaźniki popytu poprawiają się już wyraźnie wolniej, co potwierdza wzrost niepewności działalności firm w stosunku do sytuacji z połowy br.
- Jakkolwiek nastroje przedsiębiorstw wskazują na dalsze ograniczenie bariery rozwoju z tytułu pandemii, to z jednej strony wciąż wysoki jej poziom, a z drugiej rosnące wyzwania związane z presją kosztową przekładają się, podobnie jak w gospodarce globalnej, na wyhamowanie optymizmu.
- Póki co solidny popyt konsumpcyjny, wysokie potrzeby inwestycyjne firm, perspektywa wzrostu wydatkowania środków w ramach programów UE utrzymuje solidne perspektywy gospodarki, ale ryzyka związane z presją kosztową stanowią istotne zagrożenie dla prognoz gospodarczych.

Perturbacje związane z pandemią z coraz mniejszym wpływem na bieżące dane



źródło: PSE, GDDKiA

...przy już wolniejszym wzroście popytu wraz z wygasaniem efektu otwierania gospodarki...



źródło: NBP

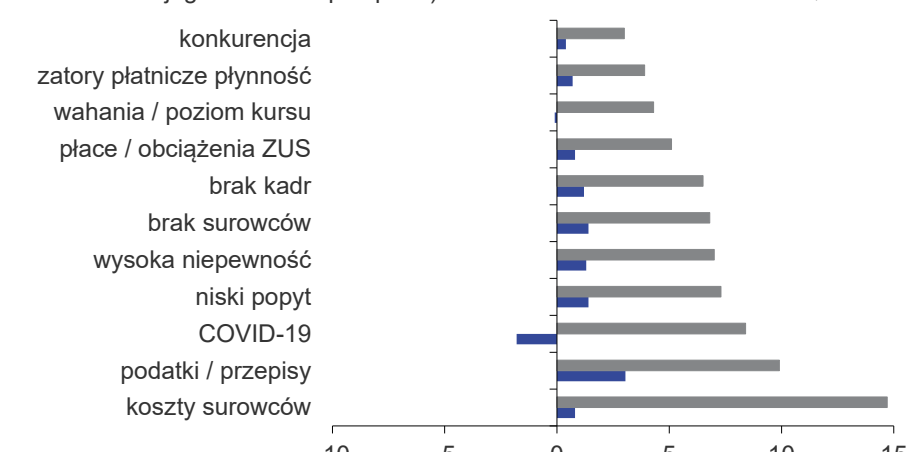
Po dynamicznej poprawie nastrojów w połowie roku, w III i IV kw. przedsiębiorstwa bardziej ostrożne...



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

...oraz narastaniu kolejnej bariery rozwoju – wysokich kosztów

Bariery rozwoju firm (odsetek firm w próbie i jego zmiana w pkt. proc.):



źródło: NBP

2021-11-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne





W krótkim okresie podażowe, w dłuższym popytowe ograniczenia wzrostu eksportu

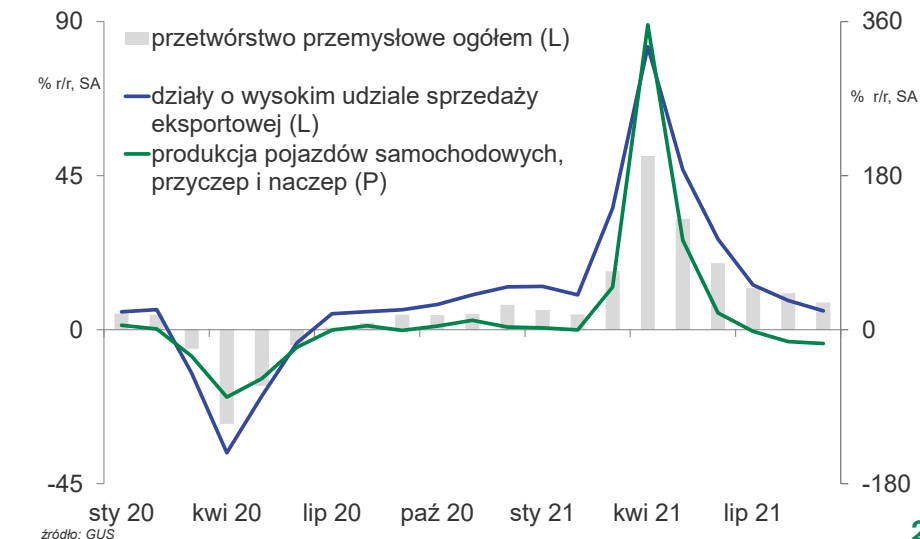
- Wyniki badania NBP koniunktury w sektorze przedsiębiorstw potwierdziły silniejsze osłabienie zamówień eksportowych, które w II poł. 2020 r. oraz w I poł. 2021 r. były silnym motorem wzrostu aktywności w sektorze przemysłowym.
- W warunkach globalnego efektu wolniejszego tempa wzrostu gospodarczego oczekujemy spadku dynamiki eksportu w 2022 r. do ok 8,0% r/r wobec prognozowanych 12,5% r/r w br. Globalny efekt ograniczenia popytu na towary na rzecz usług będzie przekładał się także na wyhamowanie dynamiki wzrostu aktywności krajowego przemysłu, w tym produkcji na rzecz eksportu.
- W krótkim okresie na wyniki produkcji przemysłowej w działach o wysokim udziale sprzedaży eksportowej mogą jeszcze cały czas wpływać ograniczające utrudnienia podażowe (brak dostępności surowców i materiałów). Silne ograniczenie aktywności w motoryzacji (przestoje / ograniczenie liczby zmian pracy w fabrykach) jest efektem ograniczonej podaży podzespołów (chipów), które ograniczają wartość produkcji samochodów, pomimo solidnego wzrostu popytu.
- Zakładając, że ten efekt będzie miał charakter okresowy (wg zewnętrznych ośrodków analitycznych już pod koniec 2021 r. dostępność podzespołów w Europie powinna zacząć poprawiać się), uruchomienie wstrzymywanej produkcji może okresowo podbijać dynamikę produkcji przemysłowej oraz sprzedaży eksportowej, niemniej średniookresowo oczekujemy już cyklicznego efektu spadku sprzedaży eksportowej po jej dotychczasowym solidnym wzroście.

W II poł. 2021 r. ograniczenie wcześniejszych wzrostów prognoz popytu eksportu...



źródło: NBP

...silniejszy spadek produkcji eksportowej wobec popytu z powodu ograniczeń podażowych



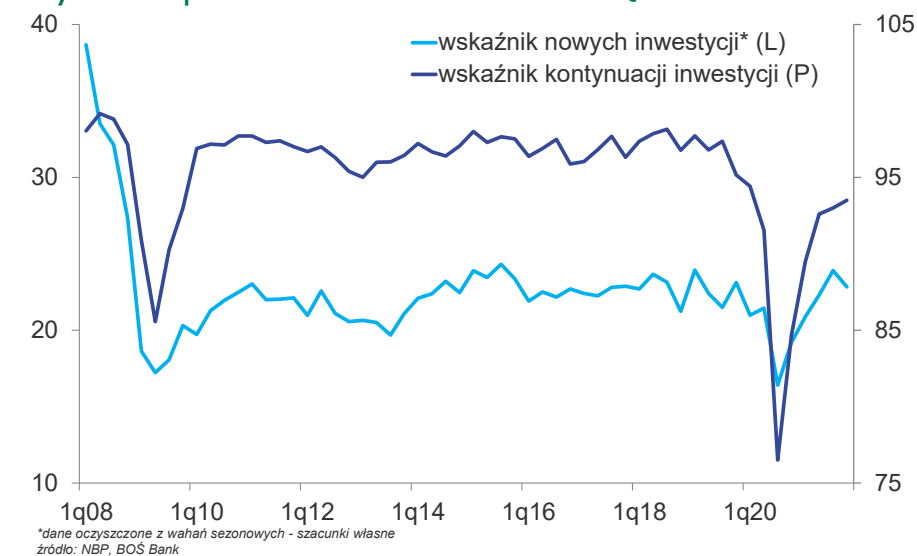
źródło: GUS



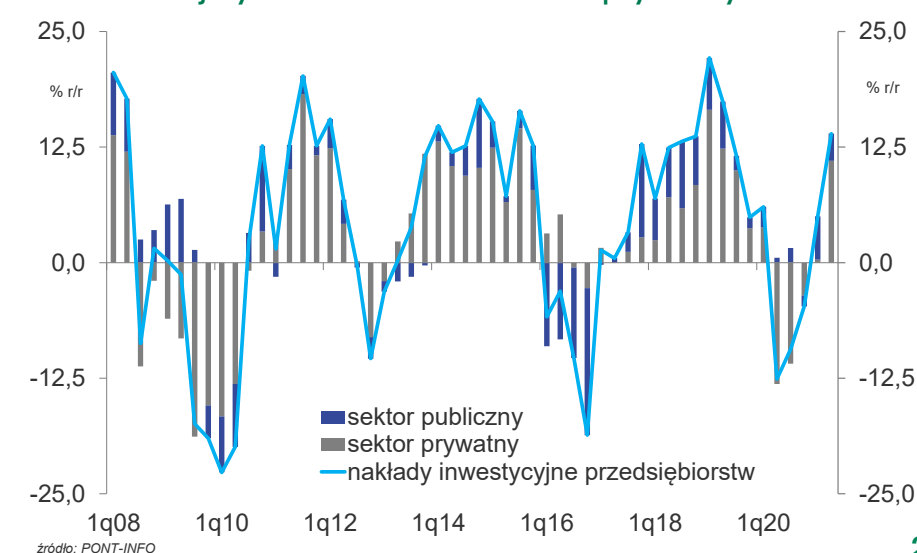
Wyzwania popytowe i kosztowe hamulcem silniejszego wzrostu inwestycji firm po ich solidnym odbiciu w 2021 r...

- Wyniki badań koniunktury wskazują na utrzymanie silniejszego popytu inwestycyjnego w sektorze przedsiębiorstw, choć wskaźniki koniunktury nie wskazują już na dalsze przyspieszenie tempa wzrostu tego popytu. Zakładamy, że inwestycje przedsiębiorstw w 2022 r. będą rosły w solidnym tempie ok. 7,0% r/r, ale poniżej wyniku z 2021 r. (szacowane blisko 9,5% r/r), m.in. przy wygaśnięciu bardzo niskiej bazy odniesienia z 2020 r. (spadek o ponad 15%).
- Czynnikiem cały czas silnie sprzyjającym rosnącym inwestycjom będzie solidne (pomimo spowolnienia) tempo wzrostu aktywności gospodarczej, potrzebny inwestycyjne w zakresie poprawy wydajności (silny wzrost kosztów produkcji, w tym pracy) przy jednocześnie utrzymującej się korzystnej sytuacji finansowej sektora przedsiębiorstw. W kolejnych kwartałach oczekujemy także utrzymania wyższego popytu inwestycyjnego firm publicznych (realizujących projekty środowiskowe, infrastrukturalne, w tym współfinansowane ze środków UE).
- Jednocześnie wydaje się, że w kolejnych kwartałach optymizm firm w zakresie planów inwestycyjnych będzie hamowany trudną sytuacją na rynku surowców (dla części firm oznaczającą wyższe ryzyko działalności), niepewności związanej z ograniczeniami podażowym. W samym 2022 r. mniej korzystnie wobec wcześniejszych oczekiwań na wyniki inwestycji może wpływać także opóźnienie przyjęcia KPO. Ponadto utrzymanie wskaźnika kontynuacji inwestycji (wg badania NBP) na poziomie poniżej długookresowej średniej może wskazywać na trwalsze ograniczenie inwestycji w branżach gospodarki silniej dotkniętych skutkami pandemii.

Solidne nastroje inwestycyjne przedsiębiorstw, choć wyższa niepewność może hamować skalę wzrostów



Cały czas solidne inwestycje w firmach publicznych, od II kw. br. silniejszy wzrost także w sektorze prywatnym





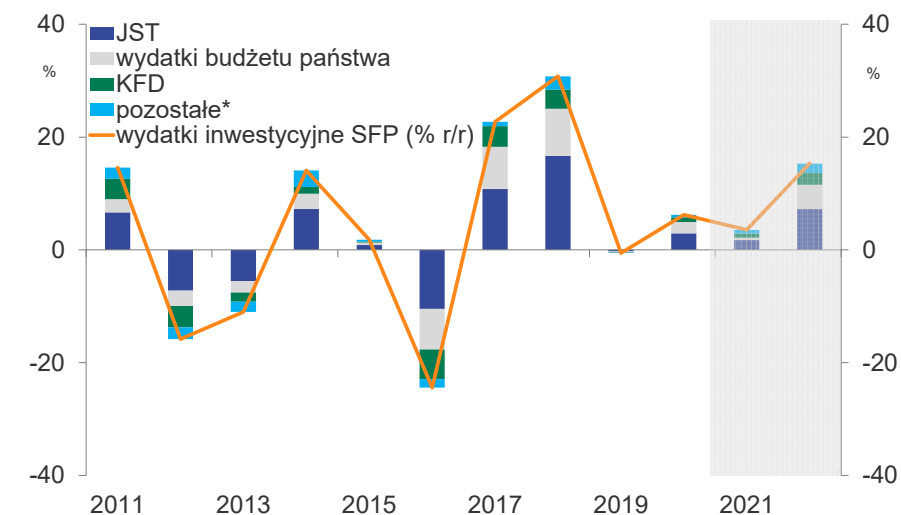
...przy z kolei lepszych prognozach dla inwestycji publicznych, po rozczarowujących wynikach w 2021 r.

- Choć produkcja budowlano-montażowa w trakcie 2021 r. przyspieszyła, to opublikowane dane ukształtowały się na poziomie słabszym od oczekiwań. Przy stopniowo poprawiającej się koniunkturze na rynku budownictwa mieszkaniowego, wzroście nakładów inwestycyjnych firm w kategorii budynki, to najprawdopodobniej niższe tempo wzrostu publicznych inwestycji infrastrukturalnych przekłada się na słabsze ożywienie w budownictwie, co także potwierdzają bardzo słabe dane dot. inwestycji SFP w II kw. i brak dynamicznego ożywienia wydatków inwestycyjnych budżetu państwa w III kw.
- Po rozczarowujących wynikach w zakresie inwestycji publicznych w I. 2020-2021 zakładamy silniejsze odbicie inwestycji publicznych w 2022 r., choć opóźnienia przyjęcia KPO oraz rosnące koszty (w tym produkcji budowlanej) przekładają się na wyższe ryzyka dla tej prognozy.
- Zakładamy, że wyższa skala projektów inwestycyjnych, przy wyższym wzroście finansowania inwestycji współfinansowanych w ramach środków UE jak również rozpędzanie wydatków publicznych przed wyborami samorządowymi oraz szczybla centralnego na jesieni 2023 r. będą już w przyszłym roku silniej pozytywnie wpływać na krajową gospodarkę. Poza środkami w ramach funduszu odbudowy, w dalszym ciągu dane dot. realizacji projektów współfinansowanych ze środków UE w ramach perspektywy 2014-2020 wskazują jeszcze na potencjał realizacji projektów inwestycyjnych sektora publicznego.
- Szacujemy, że w 2022 r. dynamika inwestycji publicznych wzrośnie w kierunku 13% r/r, po ich niewielkim wzroście w 2020 r. oraz spadku w I poł. 2021 r.
- Silny wzrost liczby nowych inwestycji mieszkaniowych (dotychczasowy dynamiczny wzrost rozpoczynanych inwestycji) będzie z kolei przez sporą część 2022 r. podbijał wyniki budownictwa mieszkaniowego, przy silnym wzroście liczby mieszkańców w budowie w porównaniu do okresu 2020 – I poł. 2021.

2021-11-22

Klauzula poufności: BOS jawne

Po rozczarowujących wynikach w I. 2020-2021 r. w 2022 r. oczekiwane przyspieszenie wydatków inwestycyjnych SFP



Aktywność budownictwa w kolejnych kwartałach będzie wspierać większą skalę inwestycji na rynku budowlanym





Sytuacja na krajowym rynku pracy pozostaje bardzo dobra...

- Zgodnie z wynikami badania NBP dot. koniunktury w przedsiębiorstwach firmy cały czas zwiększają popyt na pracę oraz wskazują na utrzymującą się presję płacową. Udział firm planujących podwyższyć wynagrodzenia wzrósł do rekordowo wysokiego poziomu, jednocześnie przy stabilnej skali deklarowanych przez firmy podwyżek.
- Przy pozytywnych ocenach popytu na pracę można wnioskować, że relatywnie niskie tempo wzrostu przeciętnego zatrudnienia i pracujących w przedsiębiorstwach w III kw. to efekt niższej skali produkcji (i wymiaru etatu pracy) w przedsiębiorstwach borykających się z przestojami z tytułu problemów podażowych (gł. motoryzacja) oraz pogłębianie się problemów demograficznych i ograniczeń podaży pracy dodatkowo wzmacniane pandemicznymi zaburzeniami tej podaży (okresowe migracje np. cudzoziemców, studentów, przekwalifikowywanie się części pracowników).
- Zakładamy, że w kolejnych kwartałach wraz z normalizacją sytuacji gospodarczej poziom zatrudnienia będzie rósł, choć zarówno lekkie wyhamowanie tempa wzrostu aktywności jak i demograficzne ograniczenia po stronie podażowej (podaż i koszty pracy) będą w kolejnych kwartałach nieco ograniczać tempo tego wzrostu.
- W warunkach generalnie solidnego popytu na pracę i utrzymujących się wyzwań podażowych, które tylko w części będzie mitygować dalszy wzrost liczby pracujących migrantów oraz wzrostu aktywności zawodowej, oczekujemy utrzymania solidnego tempa wzrostu wynagrodzeń na poziomie ponad 8,0% r/r. Choć dynamika płac nie wzrośnie istotnie wobec danych z 2021 r. to inaczej niż w br. na te wyniki już w minimalnym stopniu będą wpływać efekty niskiej bazy odniesienia.
- W trakcie 2022 r. oczekujemy także dalszego, choć już wolniejszego spadku stopy bezrobocia w kierunku jego dotychczasowego historycznego minimum notowanego przed pandemią.

Przedsiębiorstwa deklarują wyższy popyt na pracę i szerszy zasięg podwyżek wynagrodzeń



Ograniczenia podaży pracy oraz ograniczenia podaży surowców i komponentów ostabiają wzrost zatrudnienia





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

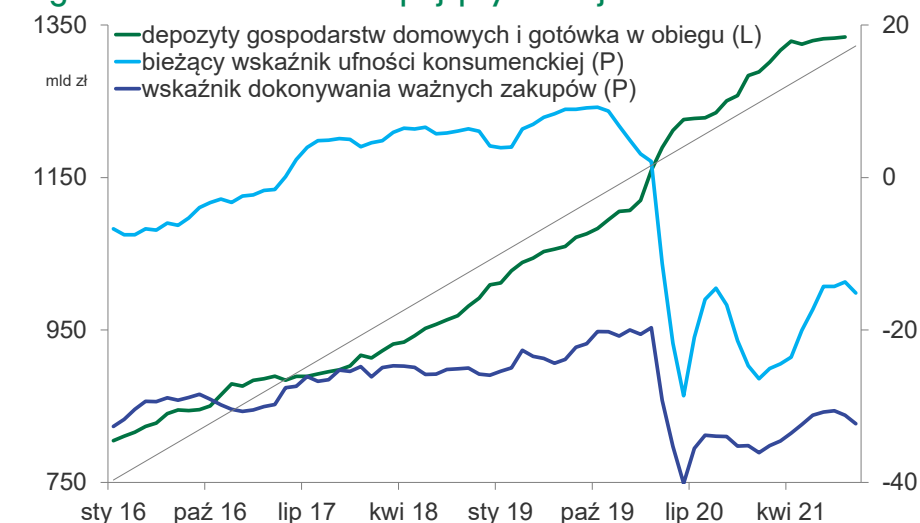
- Choć nominalne tempo wzrostu dochodów gospodarstw domowych (mierzonych dochodami z pracy najemnej, świadczeniami społecznymi) w 2022 r. utrzyma się na solidnym poziomie rosnąc nieco silniej niż w 2021 r., to oczekiwane utrzymanie podwyższonej inflacji CPI w przyszłym roku przełoży się na niskie tempo wzrostu dochodów w ujęciu realnym.
- Przy jednocześnie stopniowo wygasającym efekcie nadwyżkowych oszczędności (generowanych poprzez ograniczenie skali konsumpcji w okresach restrykcji epidemicznych przy z kolei ograniczonej skali ubytku dochodów) oczekujemy w trakcie 2022 r. wyraźnego spadku dynamiki spożycia gospodarstw domowych w kierunku 3,5% r/r wobec szacowanych 5,5% r/r w 2021 r.
- Prawdopodobnie przyspieszenie inflacji pod koniec 2021 r. oraz oczekiwania silnego wzrostu cen towarów i usług pierwszej potrzeby z początkiem 2022 r. poskutkowały ograniczeniem dotychczasowej poprawy nastrojów konsumentów na początku IV kw. w tym spadkiem subindeksu planów zakupowych. Nie można także wykluczyć okresowego pewnego ograniczenia konsumpcji usług na przełomie roku w warunkach pogorszenia sytuacji epidemicznej wynikającej już nie tyle z odgórnych restrykcji, a bardziej indywidualnych decyzji gospodarstw domowych.
- Czynnikiem, który z kolei powinien ograniczać skalę spadku dynamiki spożycia gospodarstw domowych w 2022 r. powinien być silniejszy wzrost dochodów do dyspozycji w grupie gospodarstw domowych o najniższym poziomie dochodów (i wyższej skłonności do konsumpcji), oraz stabilna (dużo stabilniejsza np. w porównaniu z okresem 2012–2013) sytuacja finansowa gospodarstw domowych w zakresie poziomu ich oszczędności i zadłużenia, przy zdecydowanie korzystniejszej sytuacji na rynku pracy (historycznie niski poziom bezrobocia).

Rosnąca inflacja silnie obniża siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych...



źródło: GUS, BOS Bank

...przy słabnącym wpływie nadwyżkowych oszczędności ogranicza wzrost konsumpcji prywatnej



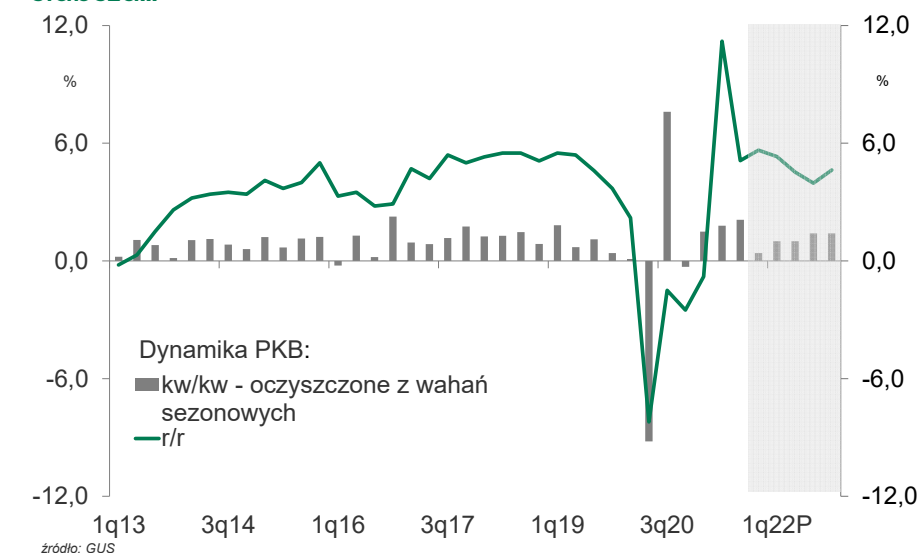
źródło: NBP, GUS



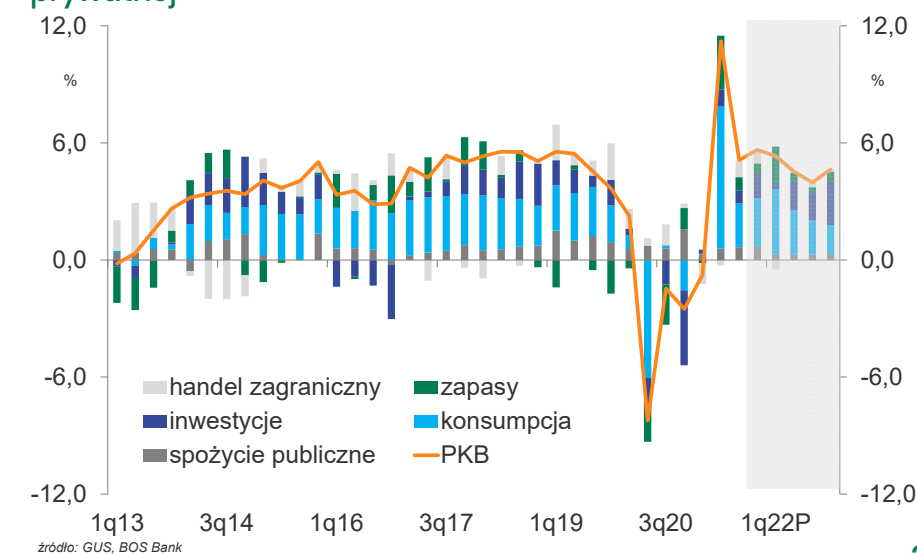
W 2021 r. wzrost PKB o 5,2%, w 2022 r. obniżenie do 4,4%

- Dane ze sfery realnej za okres I – III kw. br. dają podstawy do prognoz przekroczenia całorocznej dynamiki PKB w 2021 r. poziomem 5,0% r/r, nawet przy ostrożnych założeniach już minimalnego wzrostu aktywności w ostatnich miesiącach roku.
- Pomimo silniejszego punktu startowego obniżyliśmy prognozę dynamiki PKB w 2022 r. do 4,4% wobec 4,9% w poprzednim przeglądzie, z uwagi na: - silniejsze spowolnienie gospodarki globalnej, - wysoką presję kosztową i inflację konsumencką, która może ograniczać aktywność części przedsiębiorstw i będzie hamowała tempo wzrostu spożycia gospodarstw domowych, - opóźnienie we wdrażaniu Krajowego Planu Odbudowy, dodatkowo ograniczające tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe na przełomie 2021 i 2022 r.
- Choć ryzyko związane z pandemią utrzymuje się i w dalszym ciągu jest powodem istotnych perturbacji w gospodarce globalnej, to bezpośrednio ryzyko z tego tytułu (w postaci ograniczenia aktywności) jest obecnie niższe niż w 2020 r., przy szerokiej dostępności szczepień, potencjale pojawienia się leków na COVID-19, a przede wszystkim lepszej umiejętności funkcjonowania gospodarczego i społecznego w warunkach pandemii.
- Pomimo tej zmiany, ryzyko dla prognoz gospodarczych na 2022 r. pozostają wysokie i w naszej ocenie przeważa ryzyko niższego tempa wzrostu aktywności. Główne czynniki ryzyka to: - niepewność jak przedsiębiorstwa poradzą sobie z dotychczasową skalą wzrostu kosztów produkcji (nawet przy założeniu hamowania dotychczasowego ich wzrostu), - kształtowanie się cen surowców, - niepewność dot. terminu zatwierdzenia KPO przez Komisję Europejską i tempa wdrażania programów, - rozwoju sytuacji epidemicznej w kraju i na świecie.

W kolejnych kwartałach dynamika wzrostu PKB wyraźnie słabsza...



...przy wygasaniu efektu nadrabiania konsumpcji prywatnej

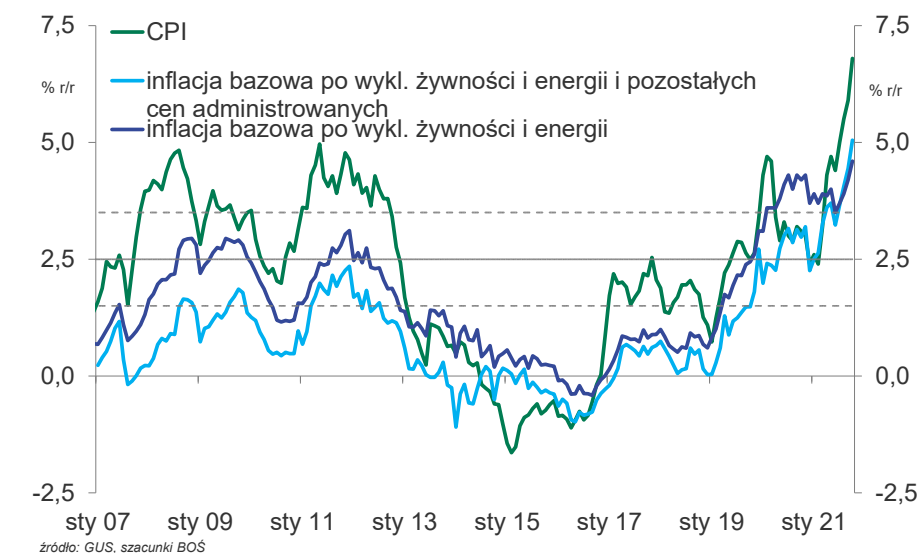




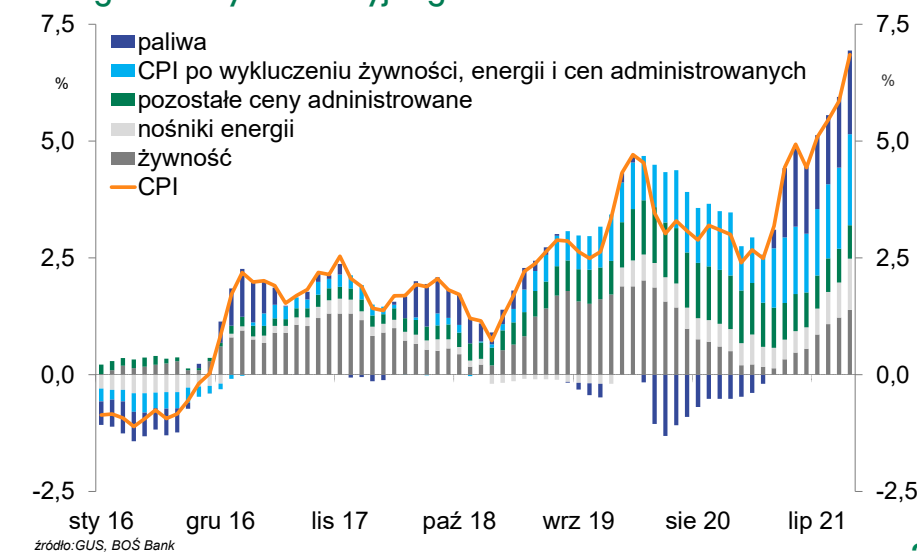
W IV kw. br. kolejny skokowy wzrost inflacji CPI w okolice 7,0% r/r

- Na przełomie III i IV kw. wskaźnik inflacji CPI gwałtownie wzrósł do 6,8% r/r w październiku, osiągając poziom nienotowany od trzech dekad.
- Wysokie poziomy notuje zarówno wskaźnik inflacji CPI, jak również inflacja bazowa po wykluczeniu cen żywności i energii (4,5% r/r w październiku), a także szacowany przez nas indeks inflacji bazowej dodatkowo wykluczający te kategorie dóbr i usług, na których ceny istotny wpływ mają decyzje administracyjne (5,0% r/r).
- Do wzrostu inflacji w tym okresie przyczyniły się prawie wszystkie główne kategorie CPI – w zbliżonej skali ceny żywności (przy bardzo silnym wzroście żywności przetworzonej), nośników energii (podwyżka cen gazu, wysokie wzrosty cen opału i energii cieplnej) oraz inflacji bazowej.
- W nieco mniejszej skali do wzrostu inflacji przyczyniły się ceny paliw (efekt wzrostu cen ropy naftowej na rynku globalnym). W ostatnich miesiącach w najmniejszym stopniu rosły ceny w grupie towarów i usług o wysokim wpływie decyzji administracyjnych na ceny (bez uwzględnienia nośników energii).
- Oceniamy, że w listopadzie inflacja przekroczy 7,0% r/r i będzie kontynuowała wzrost na przełomie 2021 i 2022 r.

Skokowy wzrost inflacji CPI, w październiku do 6,8% r/r...



...przy wzroście dynamiki cen w większości głównych kategorii koszyka inflacyjnego

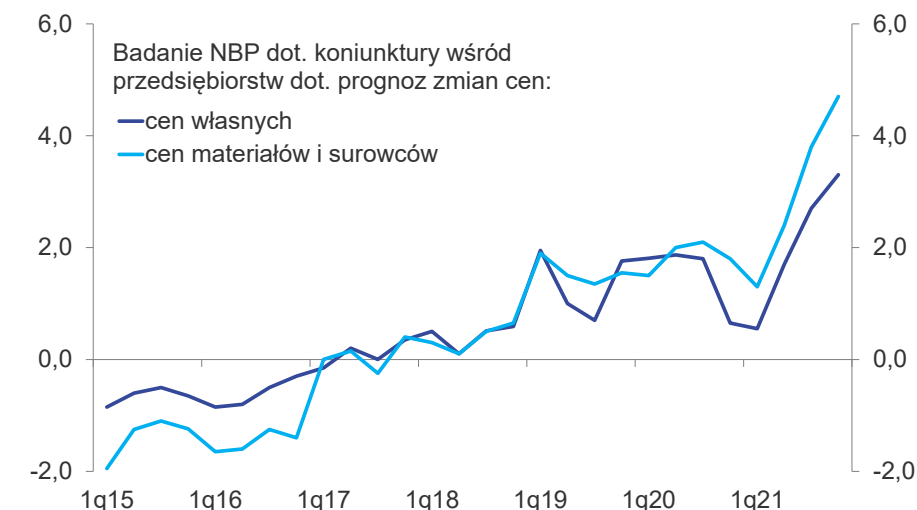




Wzrost cen surowców i materiałów głównym powodem wzrostu inflacji na przełomie 2021 i 2022 r. ...

- Dynamiczny wzrost szacowanego przez nas wskaźnika inflacji bazowej po wykluczeniu cen żywności, energii oraz cen kontrolowanych wskazują na dominujący efekt przeliczenia przez przedsiębiorców wyższych kosztów produkcji na ceny finalne.
- Tak jak w I. 2020-2021 do wzrostu inflacji bazowej przyczyniały się przede wszystkim wyższe ceny usług (w których duży udział miały branże odradzające się po restrykcjach epidemicznych), tak obecnie silniej wzrost inflacji stymulowany jest przez ceny towarów, na które silniejszy wpływ mają wyższe ceny surowców.
- Zgodnie z wynikami badania NBP „Szybki monitoring” udział przedsiębiorstw prognozujących wzrost cen materiałów i surowców i w efekcie cen własnych wzrósł w II poł. 2021 r. do najwyższych poziomów od ponad dekady, choć tempo tego przyrostu nieco obniżyło się w ostatniej edycji badania.
- Zakładając w trakcie 2022 r. stopniowe wygasanie presji na wzrost cen surowców i materiałów (m.in. w efekcie normalizacji globalnych łańcuchów dostaw) oczekujemy, że w II poł. 2022 r. ten efekt będzie miał coraz słabszy wpływ na CPI.
- Niemniej z początkiem 2022 roku, przy okazji zmiana cenników z początkiem roku należy liczyć się z wyższym sezonowym wzrostem cen w porównaniu do lat ubiegłych będącym odzwierciedleniem tendencji kosztowych w bieżącym roku.

Coraz więcej firm wskazuje na konieczność przeliczenia wyższych kosztów surowców i materiałów na ceny własne



Efekt wzrostu cen surowców i materiałów w głównej mierze podwyższa ceny towarów

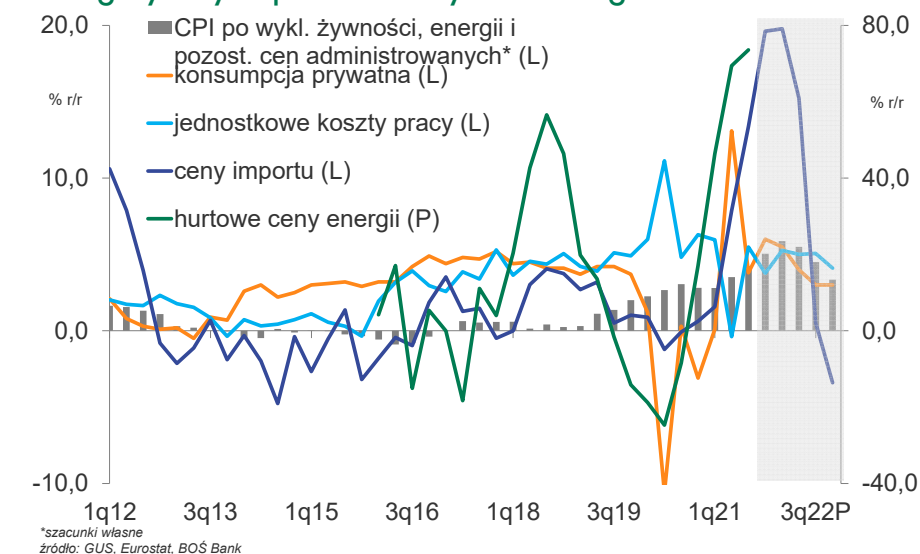




...i dalszego wzrostu inflacji bazowej

- Biorąc pod uwagę kumulację efektów kosztowych: - bardzo wysokie tempo wzrostu cen importu (głównie efekt dynamicznego wzrostu cen importowanych surowców energetycznych), - dynamiczny wzrost cen energii elektrycznej na rynku hurtowym, - utrzymanie podwyższonej dynamiki jednostkowych kosztów pracy, należy liczyć się z dalszym wzrostem inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii i pozostałych cen administrowanych z początkiem 2022 r. w kierunku 6,0% r/r.
- Choć okresy dynamicznego wzrostu cen surowców lub kosztów pracy zdarzały się w przeszłości (np. I. 2007-2008), zazwyczaj skalę wzrostu cen hamowało solidne umocnienie kursu złotego (łagodzące skalę wzrostu cen importowanych wyrażonych w złotych) oraz niższe tempo wzrostu kosztów energii elektrycznej i ciepłej.
- W trakcie 2022 r., zakładając stopniowe wygasanie presji na wzrost cen surowców i materiałów, przy dynamicznie rosnących bazach odniesienia i jednocześnie hamującym wzroście popytu konsumpcyjnego, wskaźnik inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii i pozostałych cen administrowanych powinien obniżyć się w kierunku 3,5% r/r na koniec roku.
- W przypadku wskaźnika cen administrowanych po wykluczeniu ceny nośników energii zakładamy jego stabilizację na podwyższonym poziomie (wzrost akcyzy na alkohol i papierosy, efekty kosztowe związane ze wzrostem cen surowców i materiałów). Jednocześnie zakładamy, że indeks ten obniży się wobec poziomów z lat 2019-2020, kiedy gwałtowny jego wzrost podbijany był przez blisko 100-procentowy wzrost opłat za wywóz śmieci (w okresie dwóch lat). Zakładamy bowiem, że w 2022 r. skala wzrostu opłat za śmieci będzie zdecydowanie niższa w porównaniu z ostatnimi dwoma latami.

Dynamiczny wzrost cen importu, w tym surowców energetycznych powodem dynamicznego wzrostu cen



Wygaśnięcie podwyżek opłat za wywóz śmieci ograniczy dynamikę cen administrowanych

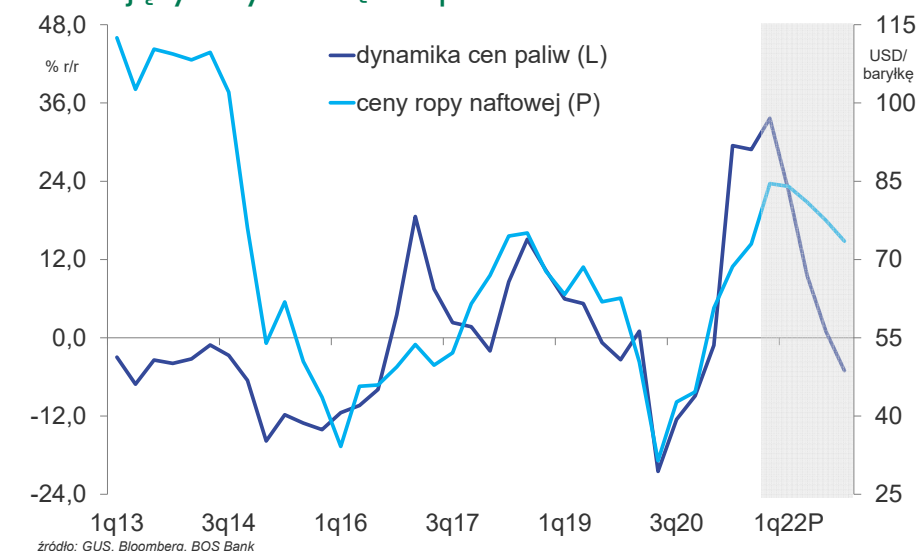




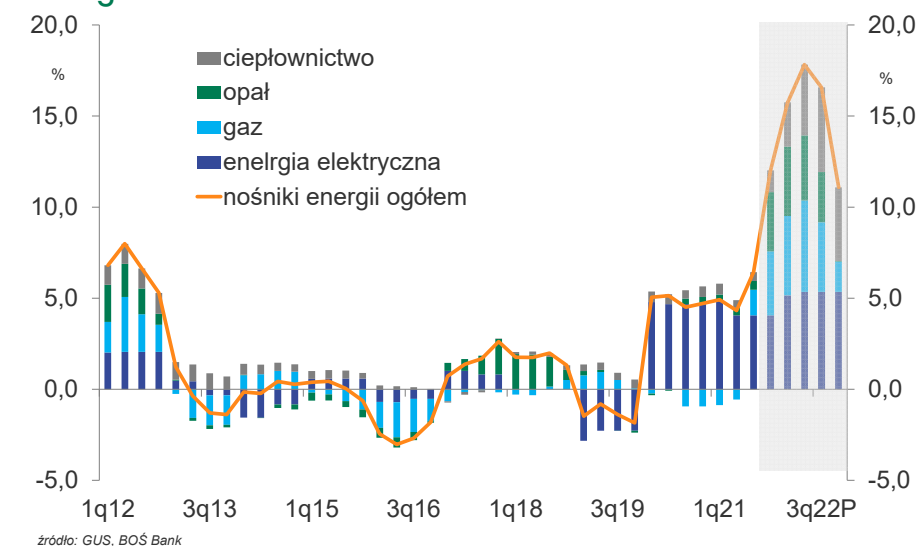
W 2022 r. kumulacja podwyżek cen nośników energii, oczekiwany spadek dynamiki cen paliw

- Dalszy wzrost cen ropy naftowej w IV kw. br. oraz pogłębienie deprecjacji złotego wobec dolara przełożyło się na dalszy solidny wzrost cen paliw w III kw. i na początku IV kw.
- Choć przedłużające się wyzwania podażowe na rynku ropy naftowej utrzymują presję na wzrost cen i przekładają się na korektę w górę ścieżki cen w kolejnych kwartałach w porównaniu do dotychczasowych prognoz, to w trakcie 2022 zakładamy lekki spadek cen surowca oczekując stabilizację relacji popytu i podaży surowca. Przy tym założeniu i rosnących bazach odniesienia w trakcie 2022 r. oczekujemy silnego spadku dynamiki cen paliw (do ok. 7%, wobec ponad 20% w 2021 r.)
- Do najwyższego od wielu lat poziomu może wzrosnąć natomiast w 2022 r. dynamika cen nośników energii (ponad 15% r/r wobec 6,5% r/r w 2021 r.), na co wpłynie kumulacja podwyżek cen we wszystkich grupach towarów (energia elektryczna, gaz, opał, ciepłownictwo) jako efekt dotychczasowych dynamicznych wzrostów cen surowców energetycznych na rynku globalnym.
- Nie znamy jeszcze decyzji URE dot. skali wzrostu cen energii elektrycznej, niemniej biorąc pod uwagę informacje o wnioskowanej kilkudziesięcioprocentowej podwyżce oraz skalę wzrostu cen na rynku hurtowym zakładamy, że wzrost cen będzie nie mniejszy niż w 2021 r. Jakkolwiek oczekuje się spadku cen gazu na rynku globalnym wiosną 2022 r. to trudno także zakładać ich powrót do poziomu z lat 2019 – 2020, co przy bieżących cenach rynkowych wskazuje na wysokie ryzyko ponownej podwyżki cen w I kw. 2021 r.
- W przypadku prognozy ścieżki cen nośników energii ryzyka *in minus* są związane z ewentualnymi decyzjami politycznymi dot. ograniczenia podwyżek cen albo zmianami podatkowymi (np. obniżenie akcyzy na paliwa).

Ograniczenie wzrostu cen ropy naftowej czynnikiem silnie obniżającym dynamikę cen paliw w 2022 r.



W 2022 r. oczekiwana kumulacja podwyżek cen nośników energii

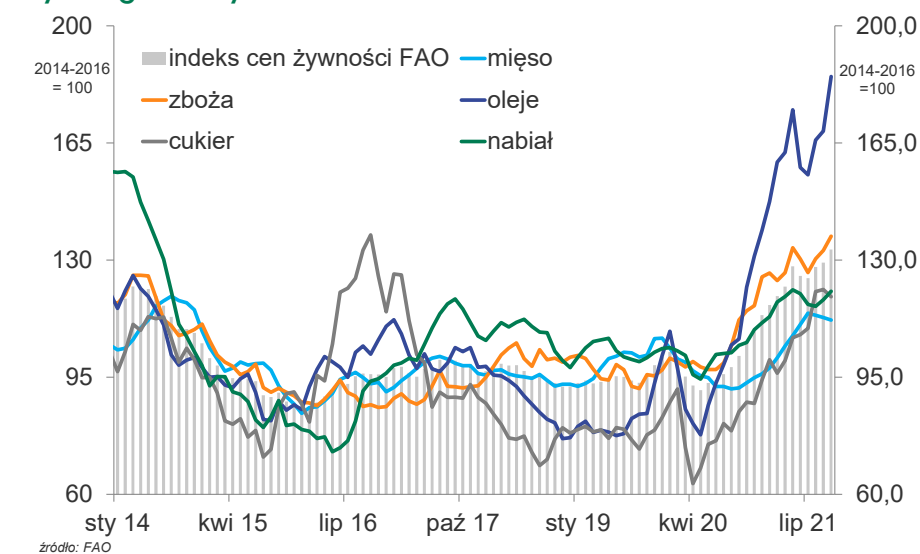




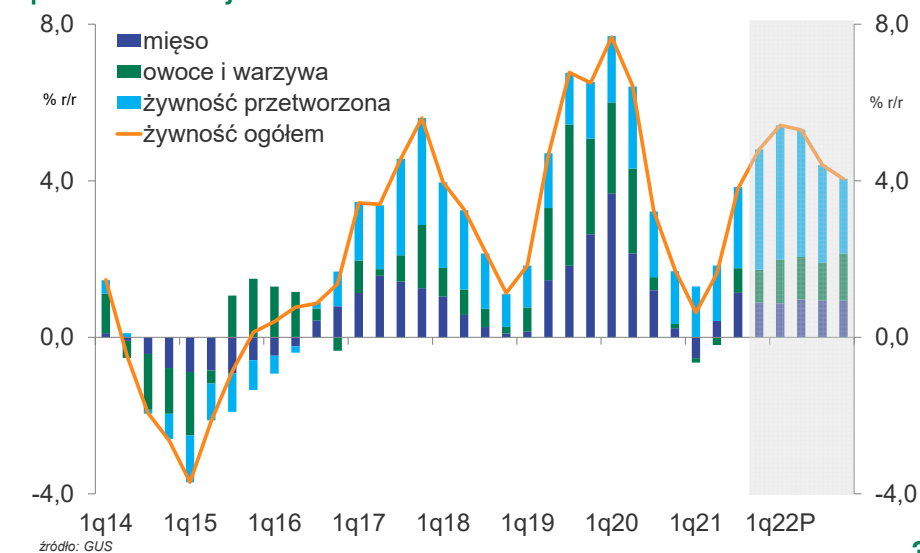
Silniejszy wzrost cen żywności przetworzonej w warunkach dynamicznego wzrostu cen surowców na rynku globalnym

- Z początkiem 2022 r. oczekujemy także dalszego nasilenia wzrostu cen żywności, na co wpłynie bardzo silny wzrost cen żywności przetworzonej. Nasilenie trendu wzrostowego na rynku surowców żywnościowych w III i IV kw. przełoży się na wyższą presję na wzrost cen w tej grupie towarów na początku 2022 r.
- W 2022 r. wzrost dynamiki wzrostu cen żywności przetworzonej będą hamować jedynie niższe wzrosty napojów bezalkoholowych, których dynamika w 2021 r. silnie wzrosła z tytułu wejścia w życie opłaty cukrowej.
- Skalę wzrostu cen żywności ogółem powinny natomiast ograniczać pozostałe kategorie. Oczekujemy, że choć ceny mięsa przestaną już obniżać się (po ich korekcyjnym spadku w 2021 r.), to przy bieżącej wysokiej podaży mięsa na rynku europejskim zakładamy ograniczone tempo wzrostu cen w trakcie roku.
- Zakładając, że skala wzrostu cen owoców i warzyw będzie przebiegała wg uśrednionego wzorca sezonowego (bez anomalii urodzaju) oczekujemy wyższej kontrybucji tych składowych we wzrost cen żywności w 2022 r., niemniej przy wciąż niższej skali ich wzrostu porównując do okresu 2019-2020.
- Oczekujemy, że w ujęciu średniorocznym ceny żywności w 2022 r. wzrosną o blisko 5,0%, wobec ponad 2,5% r/r szacowanych na 2021 r.
- Biorąc pod uwagę dynamiczny wzrost cen surowców żywnościowych oraz fakt, że żywność należy do grupy towarów pierwszej potrzeby (szybki cenowo popyt) widzimy spore ryzyko wyższej ścieżki wzrostu cen żywności wobec prognozy bazowej.

Dynamiczny wzrost cen surowców żywnościowych na rynku globalnym...



...będzie dodatkowo podwyższał ceny żywności przetworzonej

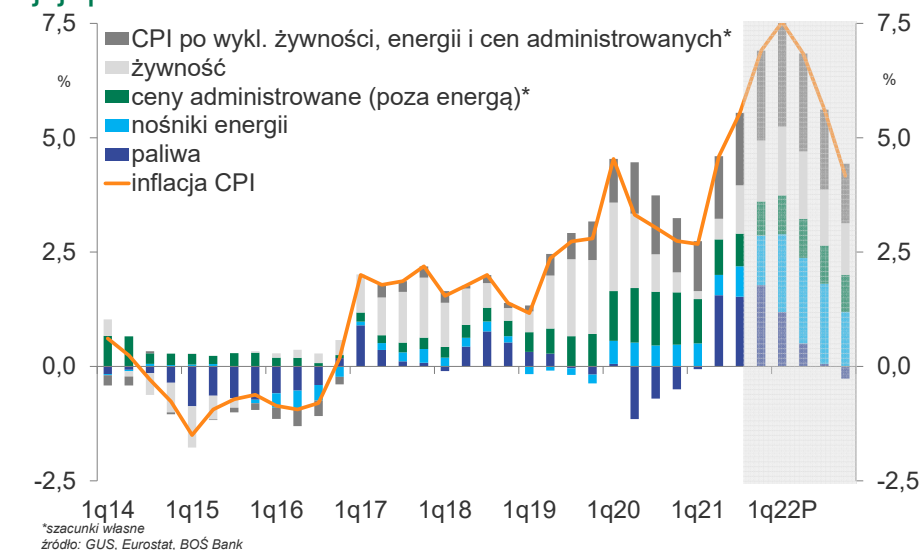




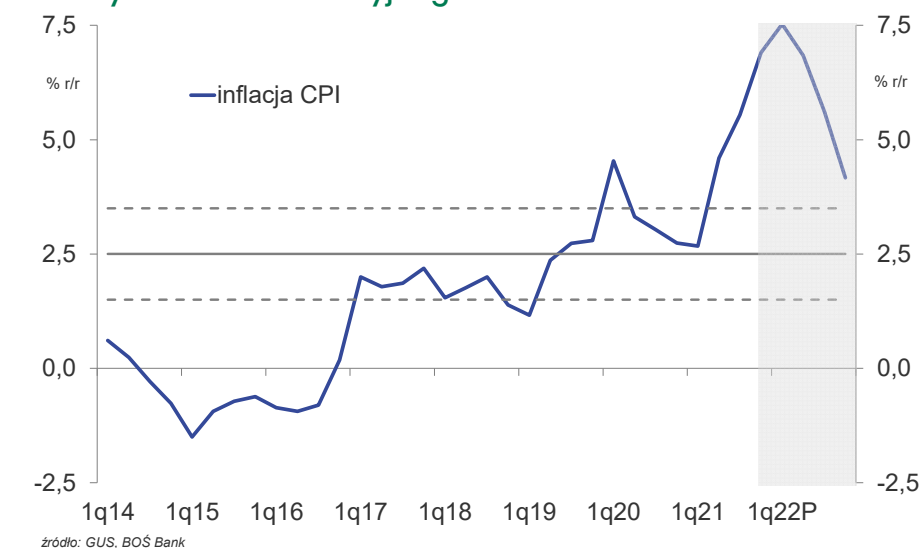
Z początkiem 2022 r. CPI w okolicach 7,5% r/r, w kolejnych miesiącach stopniowy spadek

- Oczekujemy, że w 2022 r. wskaźnik średniorocznej inflacji wzrośnie do 6,0% r/r z blisko 5,0% r/r w 2021 r. tj. do najwyższego od ponad 20-tu lat poziomu.
- Prognozujemy, że wskaźnik inflacji osiągnie maksimum w pierwszych miesiącach roku w okolicach 7,5% r/r, po czym przy dynamicznym wzroście baz odniesienia oraz wygasaniu presji kosztowej i inflacja CPI obniży się w kierunku 4,0% r/r na koniec roku.
- Główną kategorią przyczyniającą się do dalszego wzrostu inflacji w I kw. 2022 r. będzie kumulacja podwyżek cen nośników energii bezpośrednio podbijająca wzrost inflacji. Jednocześnie rosnące ceny surowców energetycznych pośrednio poprzez przerzucanie wyższych kosztów na ceny finalne będą podbijały także ceny towarów i usług zaliczanych do inflacji bazowej.
- Bilans ryzyka dla prognozy oceniamy jako zbilansowany.
- W kierunku wyższej od prognozowanej w bazowym scenariuszu dynamiki cen może oddziaływać: - kontynuacja / nasilenie problemów podażowych oraz wzrostów cen surowców na rynku globalnym, - większa od założeń skala przerzucenia wyższych kosztów firm na ceny finalne dóbr i usług, - wyższe tempo wzrostu surowców żywnościowych oraz cen żywności przetworzonej.
- Z kolei dynamikę cen może obniżyć: - ograniczenie lub opóźnienie wzrostu cen nośników energii przez spółki Skarbu Państwa lub wprowadzenie zmian podatkowych skutkujących obniżeniem finalnej ceny dla odbiorców indywidualnych, - silniejszy negatywny efekt wzrostu kosztów na sferę realną i finalny negatywny efekt spadku popytu (w dalszej części roku), - silniejsze od założeń spadki cen surowców na rynku globalnym.

Z początkiem 2022 r. wzrost inflacji CPI w kierunku 7,5% r/r i jej spadek w trakcie roku



Przez cały 2022 r. inflacja CPI powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego RPP





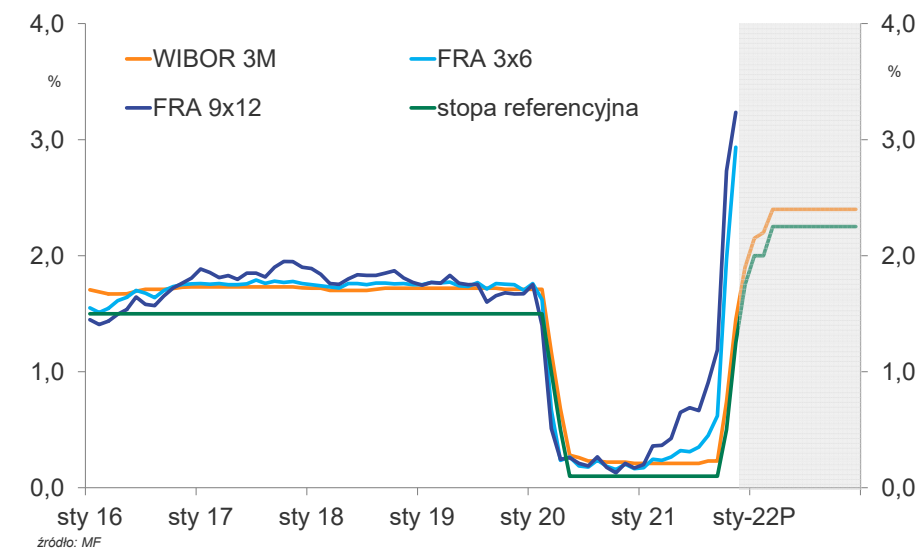
Oczekujemy, że stopa procentowa NBP wzrośnie do 2,25% I kw. 2022 r. i na tym poziomie RPP zakończy cykl podwyżek

- Silny wzrost bieżącej inflacji poskutkował gwałtownym zaostrzeniem nastawienia Rady Polityki Pieniężnej. Na posiedzeniu w październiku i listopadzie RPP podwyższyła stopę referencyjną NBP łącznie o 115 pkt. baz. do 1,25%, podczas, gdy jeszcze we wrześniu większość RPP prezentowała pogląd o perspektywie stabilnych stóp procentowych.
- Prezes NBP poinformował, że NBP *de facto* zakończył program skupu programu aktywów finansowych, jednocześnie program nie został formalnie definitywnie zamknięty.
- RPP nie deklaruje w komunikatach po posiedzeniach kierunku dalszych zmian polityki monetarnej. Prezes NBP podczas konferencji prasowej w listopadzie wskazał na wysoce prawdopodobną kontynuację podwyżek stóp. W publicznych wypowiedziach poszczególnych członków RPP przeważa opinia o prawdopodobnych dalszych podwyżkach stóp, przy jednoczesnym wskazywaniu na niepewność co do skali tego zacieśnienia.
- Dalsze tempo i skala kolejnych podwyżek stóp zależą głównie od przebiegu bieżącej inflacji. Prognozując, że w listopadzie inflacja osiągnie kolejny psychologiczny poziom 7% sądzimy, że w grudniu skala podwyżki stóp NBP ukształtuje się w przedziale 25–50 pkt. baz.
- Perspektywa kontynuacji wzrostu inflacji i dalszego jej wzrostu na początku 2022 r., a następnie stopniowego obniżenia inflacji w trakcie 2022 r., daje przesłanki do oczekiwania dalszego zacieśnienia polityki NBP w trakcie I kw. i zakończenia cyklu na poziomie 2,25% dla stopy referencyjnej NBP na przełomie I i II kw. 2022 r. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach trend spadkowy bieżącej inflacji oraz niższe tempo wzrostu aktywności będą ograniczały skłonność Rady do silniejszego zaostrzenia polityki monetarnej.
- Jednocześnie scenariusz ten obarczony jest ryzykiem, które wynika z: - niepewności co do kształtowania się inflacji na przełomie 2021/2022; - trudności w ocenie skali reakcji na sytuację inflacyjną obecnej Rady (dotychczasowe kłopoty z komunikacją), - nowej RPP, która zostanie wybrana w I kw. 2022 r. (nieznana funkcja reakcji).

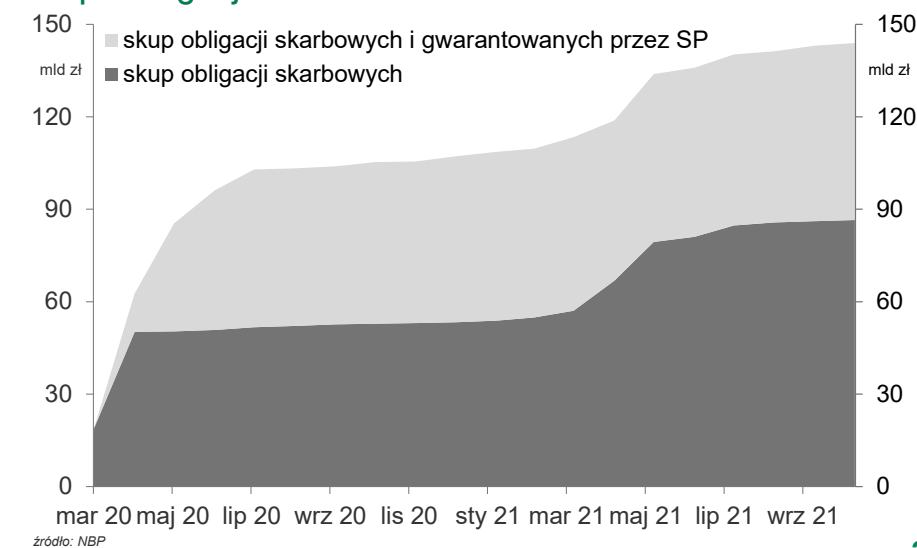
2021-11-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Gwałtowna zmiana nastawienia RPP i słaba komunikacja podbiły oczekiwania rynkowe dot. skali podwyżek stóp



NBP zapowiedziało „praktyczne” zamknięcie programu skupu obligacji

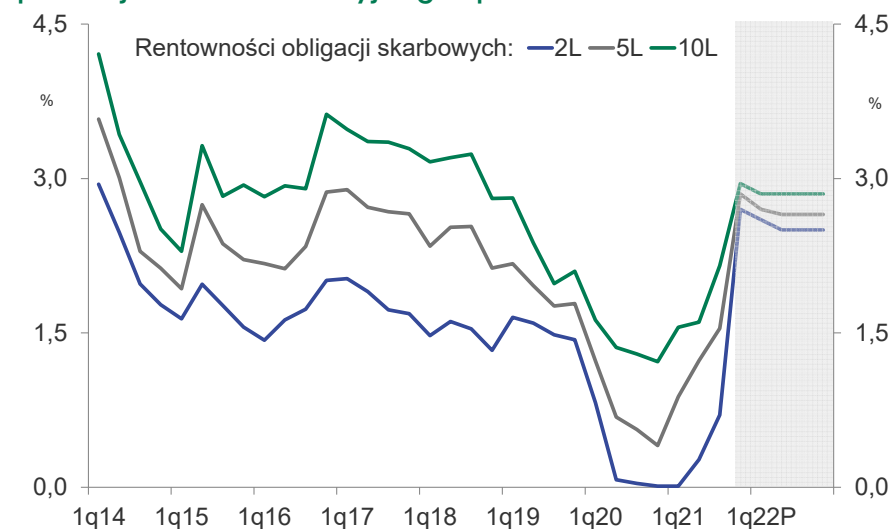




Oczekiwana wyższa ścieżka rentowności obligacji skarbowych w warunkach zmiany polityki pieniężnej NBP

- Znacząca skala korekty prognoz stóp procentowych NBP oraz ograniczenie aktywności NBP na rynku obligacji skarbowych przekłada się na istotną korektę w górę prognozy rentowności obligacji skarbowych.
- Jednocześnie biorąc pod uwagę bieżące oczekiwania rynkowe dot. skali wzrostu stóp procentowych (do ponad 3,0% dla stopy referencyjnej) oraz nasze założenia (2,25%) oczekujemy w trakcie 2022 r. korekty spadkowej rentowności wobec bieżących poziomów.
- Niższa skala zacieśnienia krajowej polityki pieniężnej powinna wspierać krótszy koniec krzywej dochodowości, z kolei długi koniec powinien w większym stopniu pozostawać pod wpływem rynków bazowych, co przy naszych prognozach dot. globalnej gospodarki oraz decyzji głównych banków centralnych i jednocześnie ograniczenia w dłuższym okresie awersji do ryzyka powinno ograniczać presję na spadek cen obligacji także o dłuższych terminach zapadalności.
- W 2022 r. będzie utrzymywać się podwyższona wartość potrzeb pożyczkowych brutto (efekt wyraźnego pogorszenia sytuacji fiskalnej z tytułu pandemii). Przy wyższych podażach brak popytu NBP na obligacje będzie dodatkowym czynnikiem presji na rentowności, z drugiej strony, przy wciąż bardzo wysokiej nadpłynności krajowego sektora bankowego, oczekujemy utrzymania solidnego popytu sektora na obligacje.
- Biorąc pod uwagę, że NBP nie zdecydował się na całkowite zamknięcie programu skupu papierów i regularnie skupuje niewielkie ich ilości zakładamy, że takie działanie ma na celu ewentualne ponowne zwiększenie skupu, gdyby zaistniała konieczność poluzowania polityki pieniężnej w przyszłości, ale także ewentualne wznowienie skupu w sytuacji zbyt gwałtownej presji na spadek cen obligacji.

Trwale wyższe rentowności krajowych SPW, choć widzimy potencjał do ich korekcyjnego spadku w trakcie 2022 r.



źródło: Bloomberg, BOŚ Bank

W 2022 r. utrzymanie wyższych niż przed pandemią potrzeb pożyczkowych



źródło: MF, BOŚ Bank

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	4,2	3,1	4,8	5,4	4,7	-2,5	5,2	4,4
Popyt krajowy	% r/r	3,7	2,3	4,9	5,6	3,6	-3,4	6,2	4,7
Spożycie indywidualne	% r/r	3,8	3,9	4,8	4,3	4,0	-3,0	5,5	3,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	6,2	8,2
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0,6	0,9	0,1	0,0	1,3	0,6	0,5	0,0
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1 801	1 863	1 990	2 122	2 293	2 327	2 594	2 846
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,9	-0,8	-0,3	-1,3	0,5	2,9	2,2	1,4
	mld EUR	-3,9	-3,4	-1,5	-6,5	2,5	15,3	12,4	8,6
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	13,0	10,0	11,1	15,7	16,3	19,0	18,0	18,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	10,5	8,9	7,3	6,1	5,4	5,9	6,0	5,8
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,9	2,3	3,3	2,6	2,2	-1,0	0,3	1,4
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	8,6	8,1
	% r/r, real.	4,3	4,4	3,2	5,4	4,7	2,4	3,5	2,0
Inflacja CPI	% r/r, śr.	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,9	6,0
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	0,3	-0,2	0,7	0,7	2,0	3,9	4,0	4,8
Depozyty ogółem	% r/r	7,4	9,4	4,2	9,1	8,2	13,8	8,5	5,9
Kredyty ogółem	% r/r	6,9	4,9	3,8	7,1	5,0	0,7	4,3	6,7
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-5,2	-3,7	-3,0
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	51,3	54,2	50,6	48,8	45,6	56,2	54,2	52,7
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	2,25
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	2,50	3,25
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,00	1,00	1,25
WIBOR 3M	%, k.o.	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	1,90	2,40
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,56	2,01	1,69	1,33	1,43	0,01	2,75	2,50
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,21	2,87	2,66	2,13	1,79	0,41	2,85	2,65
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	2,94	3,62	3,29	2,81	2,10	1,22	3,10	2,85
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,26	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,50
PLN/USD	PLN, k.o.	3,90	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	4,03	3,91
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,94	4,12	3,57	3,82	3,92	4,26	4,34	4,19
założenia zewnętrzne		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
PKB - USA	% r/r	2,7	1,7	2,3	2,9	2,3	-3,4	5,4	3,3
PKB - strefa euro	% r/r	1,9	1,8	2,7	1,9	1,4	-6,5	5,0	3,7
PKB - Chiny	% r/r	7,0	6,8	6,9	6,8	6,0	2,0	8,2	5,0
Inflacja (CPI) - USA	% r/r, śr.	0,2	1,3	2,1	2,4	1,9	1,2	4,5	3,3
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, śr.	0,2	0,4	1,4	1,4	1,2	0,3	2,6	2,4
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	0,50	0,75	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	0,25
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	0,15	0,15
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,28	2,46	2,42	2,70	1,92	0,91	1,50	1,70
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0,55	-0,55
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,58	-0,25	-0,20
SARON	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0,72	-0,72
USD/EUR	USD, k.o.	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,22	1,14	1,15
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	52,4	43,8	54,3	71,0	64,1	42,3	71,7	79,0

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

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

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

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

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		1q21	2q21	3q21P	4q21P	1q22P	2q22P	3q22P	4q22P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	-0,8	11,2	5,1	5,6	5,3	4,1	3,9	4,5
Popyt krajowy	% r/r	1,0	12,8	5,5	6,8	6,2	4,3	3,9	4,6
Spożycie indywidualne	% r/r	0,1	13,1	3,8	6,0	5,5	3,5	3,0	3,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	1,7	5,6	6,6	8,6	2,0	9,7	8,6	10,2
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-1,8	-1,6	-0,4	-1,2	-0,8	-0,2	0,0	-0,2
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	2,7	1,7	2,1	2,2	2,1	2,0	2,1	1,4
	mld EUR	2,7	0,4	4,8	4,5	2,8	0,0	5,3	0,4
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	6,4	6,0	5,6	5,9	6,0	5,6	5,6	5,7
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1,4	1,5	1,2	1,1	1,8	1,6	1,4	1,3
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	6,6	9,6	9,4	8,9	8,9	8,1	7,9	7,7
	% r/r, real.	3,7	4,9	3,8	1,7	1,4	1,2	2,2	3,4
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	3,2	4,4	5,9	7,2	7,1	6,7	5,1	3,9
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	3,9	3,5	4,2	4,7	5,3	5,1	4,2	3,7
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	0,10	0,10	0,10	1,75	2,25	2,25	2,25	2,25
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	2,50	3,25	3,25	3,25	3,25
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,00	0,00	0,00	1,00	1,25	1,25	1,25	1,25
WIBOR 3M	%, k.o.	0,21	0,21	0,23	1,90	2,40	2,40	2,40	2,40
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	0,01	0,27	0,70	2,75	2,60	2,50	2,50	2,50
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	0,88	1,23	1,54	2,85	2,70	2,65	2,65	2,65
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	1,56	1,60	2,15	3,10	2,95	2,85	2,85	2,85
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,66	4,52	4,63	4,60	4,55	4,53	4,52	4,50
PLN/USD	PLN, k.o.	3,97	3,80	3,99	4,03	3,97	3,94	3,93	3,91
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,21	4,12	4,27	4,34	4,28	4,24	4,22	4,19

założenia zewnętrzne		1q21	2q21	3q21	4q21P	1q22P	2q22P	3q22P	4q22P
PKB - USA	% r/r	0,5	12,2	4,9	4,6	3,9	3,0	3,2	3,0
PKB - strefa euro	% r/r	-1,2	14,2	3,6	4,6	5,4	4,1	2,6	2,7
PKB - Chiny	% r/r	18,3	7,9	4,9	4,0	4,5	4,5	5,5	5,5
Stopa funduszy federalnych Fed*	%, k.o.	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Obligacje USA 10L	%, k.o.	1,74	1,47	1,49	1,50	1,50	1,55	1,65	1,70
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55
Obligacje GER 10L	%, k.o.	-0,29	-0,21	-0,20	-0,25	-0,25	-0,20	-0,20	-0,20
SARON	%, k.o.	-	-	-	-0,72	-0,72	-0,72	-0,72	-0,72
USD/EUR	USD, k.o.	1,17	1,19	1,16	1,14	1,15	1,15	1,15	1,15
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	60,7	68,6	73,0	84,6	84,0	81,0	77,5	73,5

% 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.