

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

23 maja 2023 r.



Na płaskowyzu inflacji bazowej i równinie PKB

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

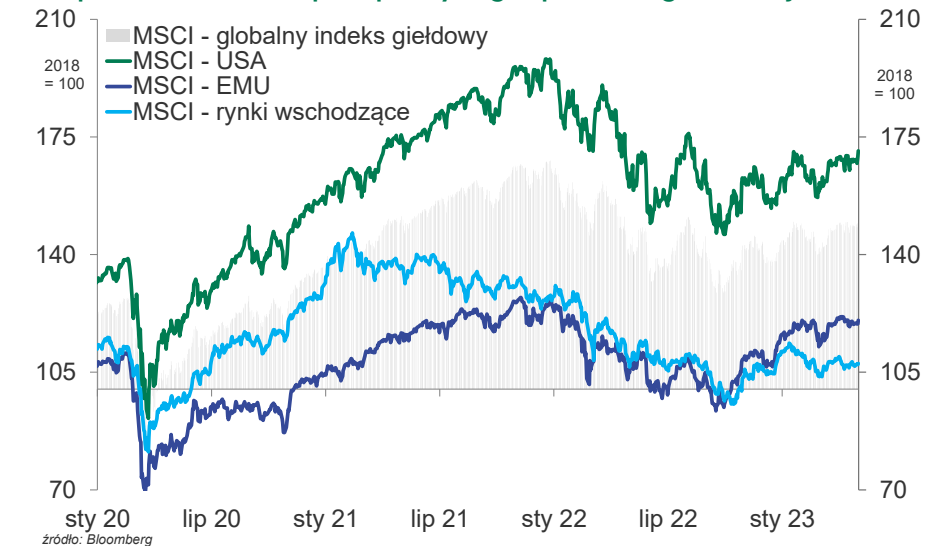
- Marcowe napięcia w sektorze bankowym w USA i w Europie nie zwiastują systemowego kryzysu bankowego. Sytuacja płynnościowa i kapitałowa sektora bankowego pozostaje stabilna. Niemniej ograniczenie podaży kredytu przez banki komercyjne obserwowane w USA i w strefie euro ograniczy skalę zacieśnienia polityki pieniężnej Fed i EBC wobec wcześniejszych oczekiwań pomimo raczej rozczarowującego procesu dezinflacji.
- Zniesienie pandemicznych restrykcji w Chinach i spadek cen surowców poprawiają perspektywy gospodarki globalnej. Jednak silniejsze zacieśnienie warunków kredytowania i skutki znaczącego zaostrzenia polityki pieniężnej będą w naszej ocenie wpływać negatywnie na aktywność gospodarczą i poskutkują w II połowie roku osłabieniem aktywności w USA i ograniczeniem tempa ożywienia w strefie euro.
- W umiarkowanie sprzyjających warunkach zewnętrznych trudno oczekiwać w najbliższych kwartałach silnego przyspieszenia aktywności polskiej gospodarki. Po spadku PKB o 0,2% r/r w I kw. prognozujemy stopniowy wzrost PKB w kierunku 2,0% r/r pod koniec roku, dzięki spadkowi inflacji poprawiającemu realne dochody gospodarstw domowych i wspierającemu konsumpcję. Wciąż jednak dynamika krajowego PKB pozostanie relatywnie niska. Dodatkowo od 2024 r. należy liczyć się z niższą dynamiką inwestycji w gospodarce, które w 2023 r. silnie wspiera konieczność zakończenia w tym roku projektów finansowanych z unijnej perspektywy finansowej na lata 2014–2020.
- Zgodnie z oczekiwaniami, w marcu i kwietniu proces dezinflacji istotnie przyspieszył a wskaźnik CPI spadł poniżej 15% r/r. Obniżenie inflacji wynikało jednak wyłącznie ze spadku dynamiki cen żywności i energii, przy wzroście inflacji bazowej powyżej 12,0% r/r. W bazowym scenariuszu w nadchodzących miesiącach oczekujemy stopniowego obniżenia inflacji bazowej, jednak oceniamy, że pod koniec roku inflacja bazowa pozostanie dwucyfrowa.
- Wolniejszy spadek inflacji bazowej będzie pod koniec roku ograniczał proces obniżenia wskaźnika CPI, szacujemy, że na koniec roku ukształtuje się on w okolicach 9,5% r/r.
- Biorąc pod uwagę nasz scenariusz inflacyjny, mniej optymistyczny wobec prognoz projekcji NBP, zakładamy, że do końca tego roku stopy procentowe NBP pozostaną stabilne. Przy generalnie „gotę bim” nastawieniu większości członków RPP nie można całkowicie wykluczyć obniżki stóp procentowych pod koniec 2023 roku, w szczególności gdyby spadek inflacji bazowej okazał się głębszy lub pojawiły się informacje o decyzjach administracyjnych (ceny energii, VAT na żywność), które dałyby przesłanki do oczekiwania silniejszego spadku inflacji na początku przyszłego roku.



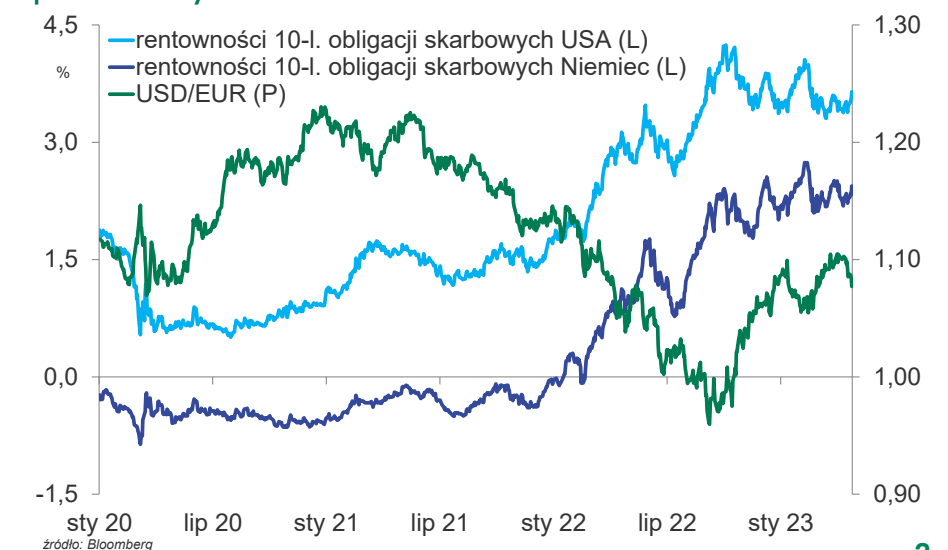
Napięcia w sektorze bankowym w USA i w Europie przyczyną wygaśnięcia optymizmu na rynkach finansowych

- Po wyraźnym nasileniu z początkiem roku oczekiwań na dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej głównych banków centralnych, marcowe napięcia w sektorze bankowym w USA i w Europie oraz sygnały o zacieśnieniu warunków kredytowania przez banki (w następstwie tych napięć) poskutkowało złagodzeniem retoryki Fed i EBC. To poskutkowało ograniczeniem skali dalszych podwyżek stóp procentowych, pomimo iż tempo spadku inflacji w gospodarkach rozwiniętych rozczarowuje.
- Te wydarzenia ograniczyły też dotychczasowy optymizm na rynkach finansowych pomimo iż aktywność gospodarek jest zadawalająca a globalne ceny surowców nadal obniżają się. Wzrost niepewności i zbliżające się zakończenie cyklu podwyżek stóp poskutkowało obniżeniem rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych.
- Choć ugruntowuje się przekonanie o uniknięciu systemowego kryzysu bankowego (choć z problemami niektórych banków, przede wszystkim mniejszych banków w USA), to zaostrzenie warunków kredytowych przez banki osłabiają średnioterminowe perspektywy aktywności gospodarczej. To, wobec nadal wysokiej inflacji komplikuje prowadzenie polityki pieniężnej. Problemy banków komercyjnych wzmocniły ponadto obawy, że bezprecedensowa skala i tempo zacieśnienia polityki pieniężnej zwiększyło ryzyko perturbacji gospodarczych w innych sektorach gospodarki.
- Na rynkach wschodzących także nie utrzymały się niezłe nastroje z początku roku. Choć w I kw. gospodarka chińska odnotowała solidny wzrost po zniesieniu pandemicznych restrykcji (głównie w efekcie wzrostu konsumpcji prywatnej), to ożywienie aktywności jest stonowane. To efekt bardzo słabej koniunktury w sektorze nieruchomości, niskich inwestycji przedsiębiorstw, podwyższonego bezrobocia i osłabionego popytu globalnego.

Napięcia w sektorze bankowym poskutkowały wzrostem niepewności co do perspektyw gospodarki globalnej...



...i ograniczyły oczekiwaną skalę podwyżek stóp procentowych Fed i EBC

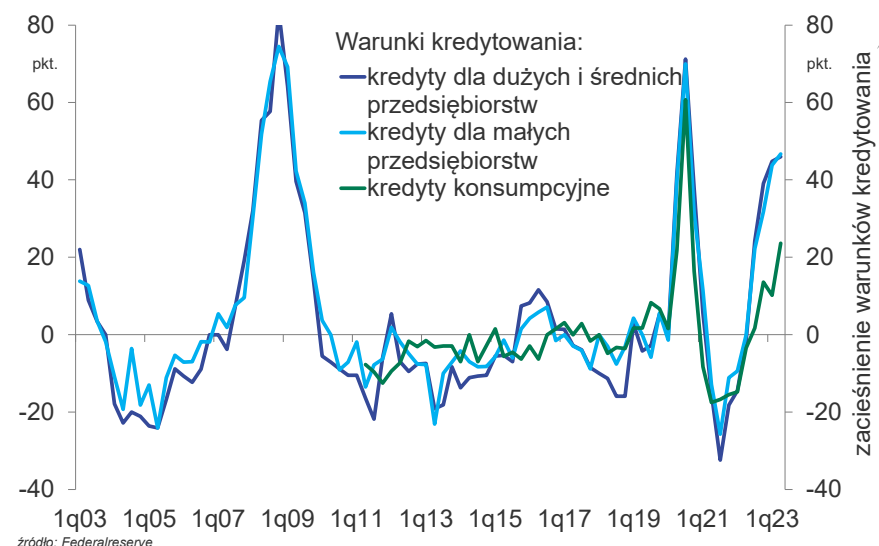




W USA i strefie euro wyraźne zaostrzenie warunków kredytowania i osłabienie popytu na kredyt...

- Choć poszczególne banki w USA i Europie (SVB, First Republic, Credit Suisse) z powodu kłopotów finansowych musiały zostać przejęte, to panuje konsensus, że dzięki zamianom regulacji po kryzysie finansowym z 2008 r. banki generalnie mają stabilniejszą sytuację płynnościową i kapitałową (w szczególności w strefie euro, dzięki ostrzejszym regulacjom nadzorczym).
- Szybka reakcja banków centralnych (programy płynnościowe) i rządu USA (objęcie gwarancjami całości depozytów SVB) obniżyły ryzyko kryzysu systemowego.
- Choć bezpośrednio podwyżki stóp wspierają sytuację sektora bankowego, to zaskakująca jej skala i obawy przed spowolnieniem przekładają się na problemy wyceny portfeli obligacji, wyższe koszty finansowania, i wyższe ryzyko kredytowe, co przy wyższej niepewności skutkuje obniżeniem podaży kredytu.
- Gwałtowny wzrost kosztu kredytu (stopy procentowe) poskutkował silnym obniżeniem popytu na kredyt do poziomów z przeszłych epizodów recesji.

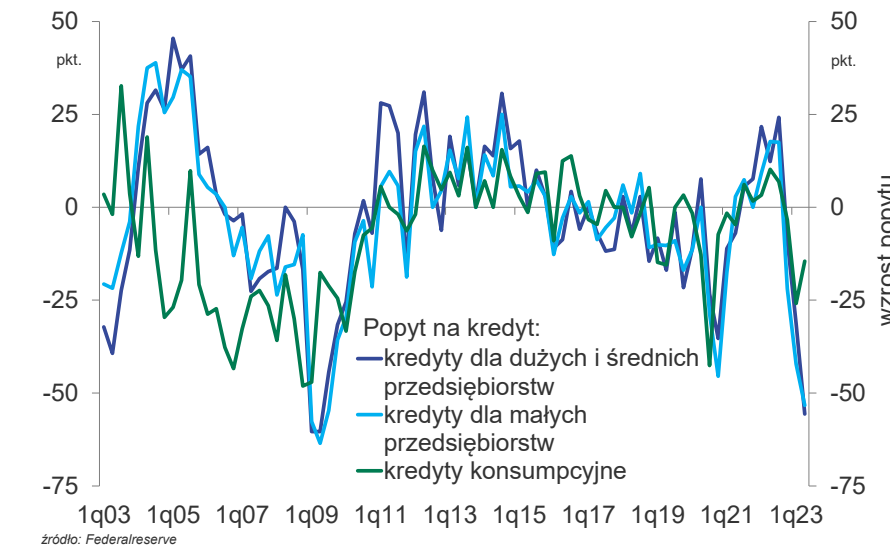
W I kw. wyraźne zaostrzenie warunków kredytowania w USA...



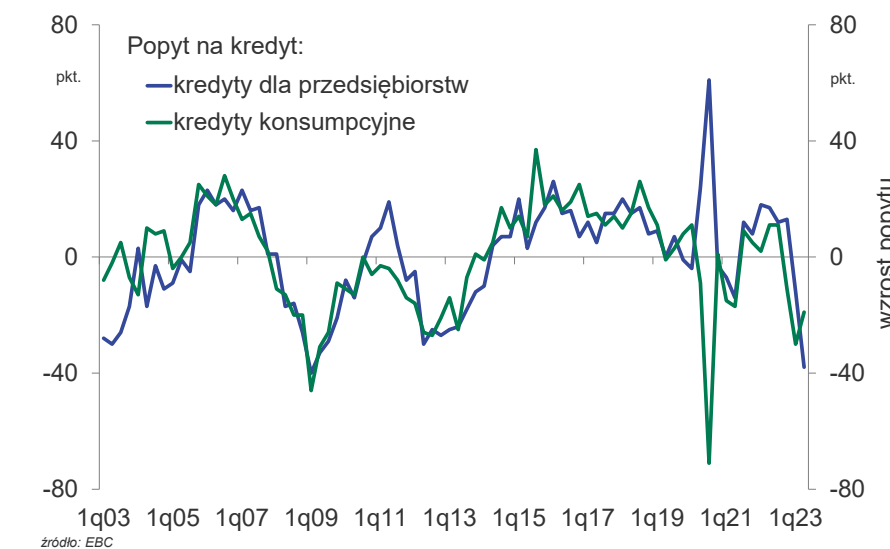
...w strefie euro nieco mniejsza skala pogorszenia dostępności kredytu...



...oraz bardzo wyraźny spadek popytu na kredyt ze strony przedsiębiorstw...



...ale równie niepokojący spadek popytu na kredyt

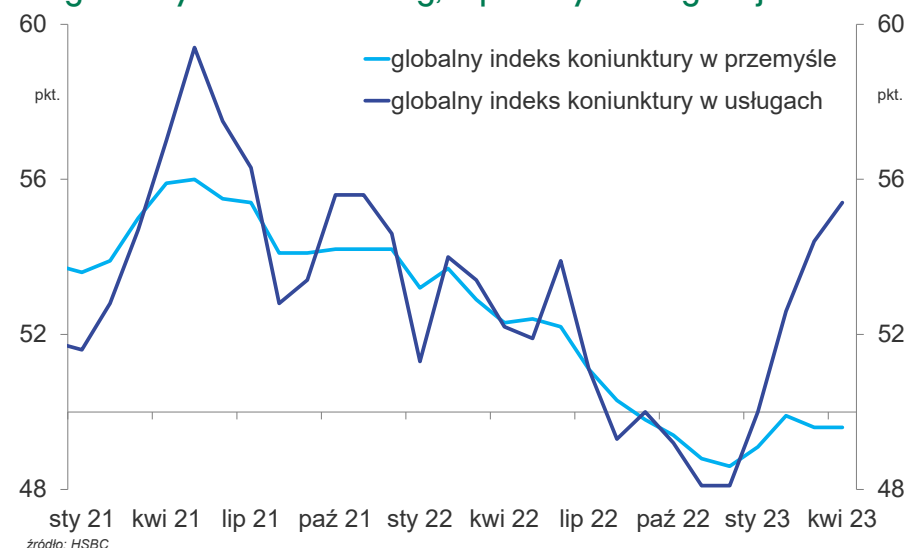




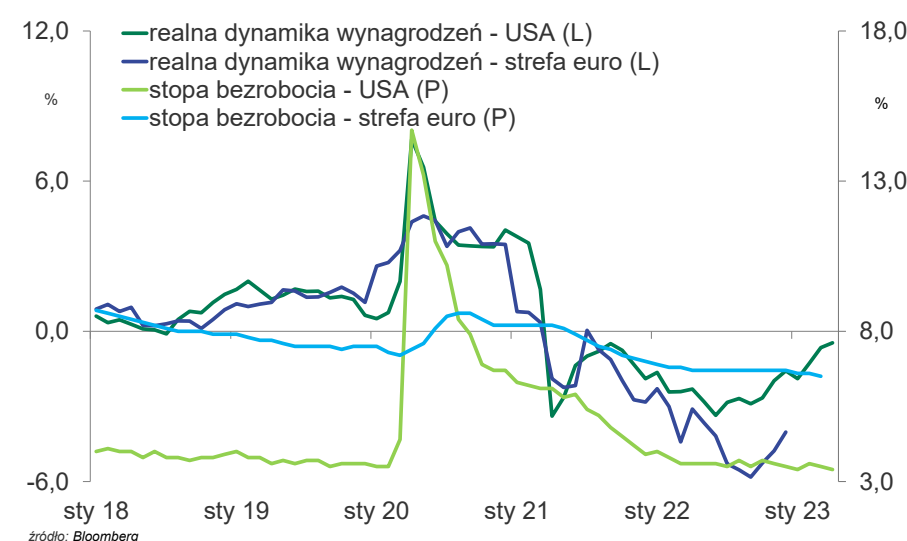
...dotychczas w ograniczonym stopniu osłabiło aktywność gospodarczą, szczególnie w sektorze usługowym

- Indeksy koniunktury potwierdzają ocenę sprzed kwartału, że osłabienie aktywności w gospodarce globalnej wyhamowało.
- W I kw. nasiliło się różnicowanie perspektyw aktywności w przemysłowym i w usługach.
- Wygasanie pozytywnych dla przemysłu efektów pandemicznych (kumulacja popytu na towary, rozbudowa zapasów) i szybsze negatywne przełożenie wyższych stóp procentowych na inwestycje osłabiło oceny koniunktury w przemyśle. Te czynniki nasiliły też dekoniunkturę w obrotach handlu międzynarodowego.
- Zdecydowanie korzystniej kształtują się nastroje przedsiębiorstw usługowych. Efekty postpandemicznego nadrobienia popytu na usługi, a przede wszystkim stabilna sytuacja na rynku pracy oraz poluzowanie polityki fiskalnej ograniczające negatywny wpływ kryzysu energetycznego (głównie w Europie) ograniczały skalę dostosowania konsumpcji prywatnej.

Na początku roku solidna poprawa nastrojów w globalnym sektorze usług, w przemyśle stagnacja...



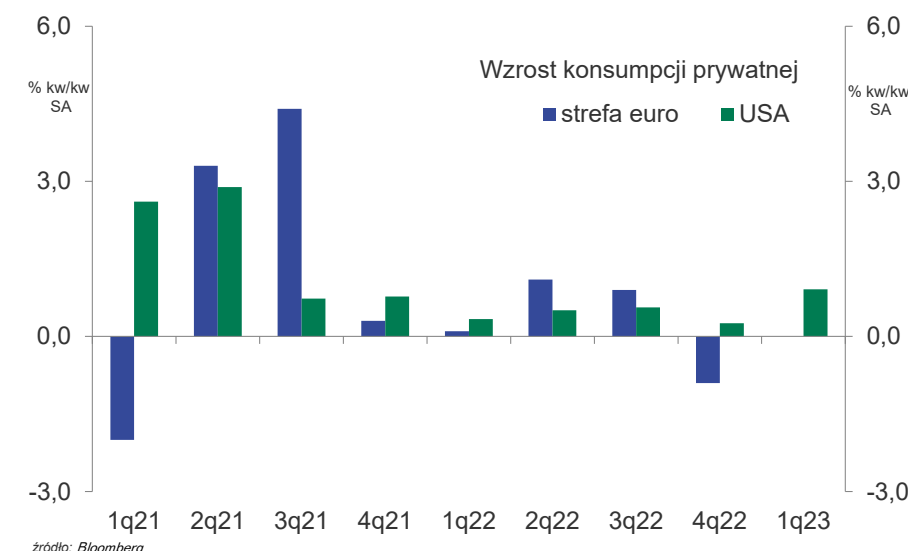
Inflacja pogarsza sytuację dochodową osób prywatnych, ale solidna koniunktura rynku pracy i wsparcie fiskalne...



...pogarszające się perspektywy handlu międzynarodowego



...stabilizują konsumpcję prywatną





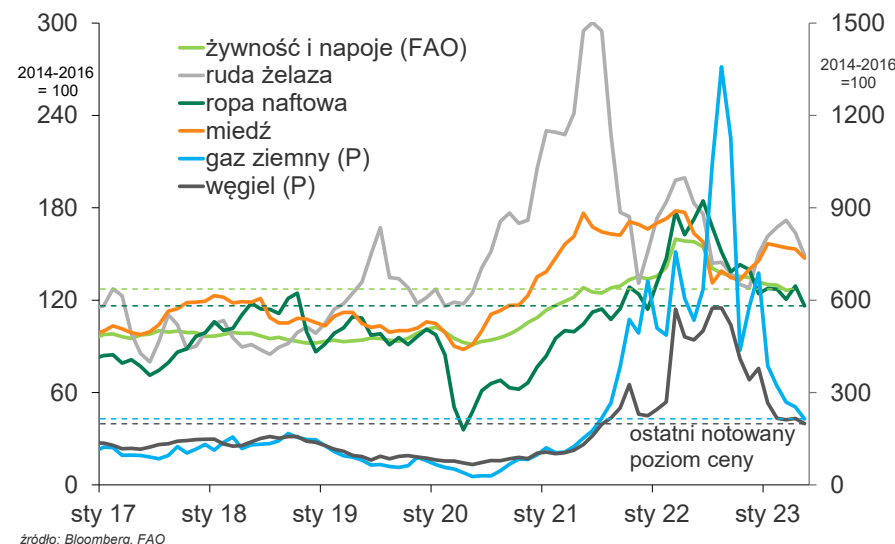
Tempo dezinflacji rozczarowuje...

- Od początku 2023 r. postępuje trend spadkowy cen surowców z historycznie wysokich poziomów. Jednocześnie zniesienie restrykcji epidemicznych w Chinach poprawiło drożność globalnych łańcuchów dostaw.
- W rezultacie koszty produkcji wyraźnie obniżyły się względem wcześniejszych maksimów. Pomimo to tempo spadku inflacji bazowej w gospodarkach rozwiniętych rozczarowuje.
- Obniżenie dynamiki cen towarów (po wyłączeniu żywności i energii) zyskuje na sile (słabiej w Europie ze względu na silniejszy efekt kryzysu surowcowego). Jednocześnie jednak wciąż podwyższone (wobec średnich z lat minionych) poziomy cen surowców (głównie energetycznych) oraz deglobalizacja osłabiają ten proces.
- Większym wyzwaniem jest jednak wciąż wysoka dynamika cen usług (dalszy wzrost w strefie euro), które zapewne w większym stopniu wynikają z trendów na rynku pracy oraz post-pandemicznego ożywienia popytu na usługi

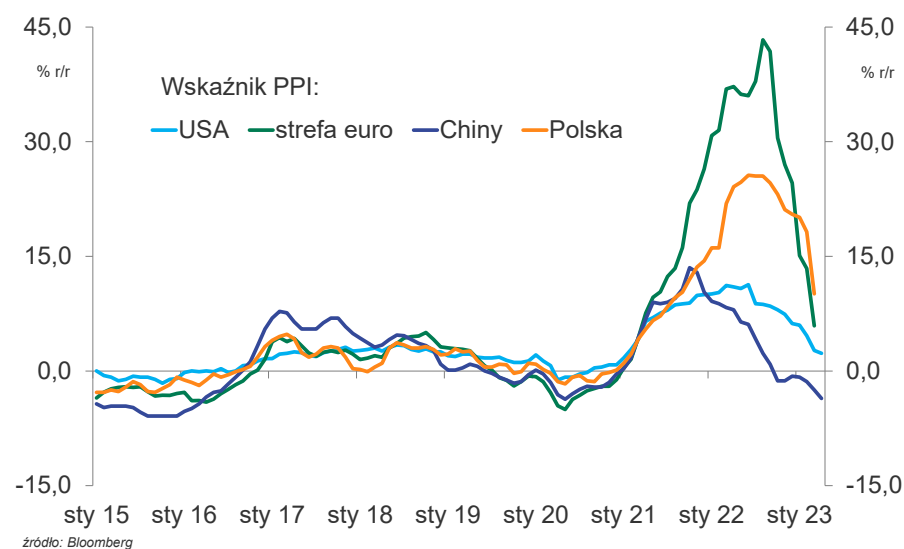
2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

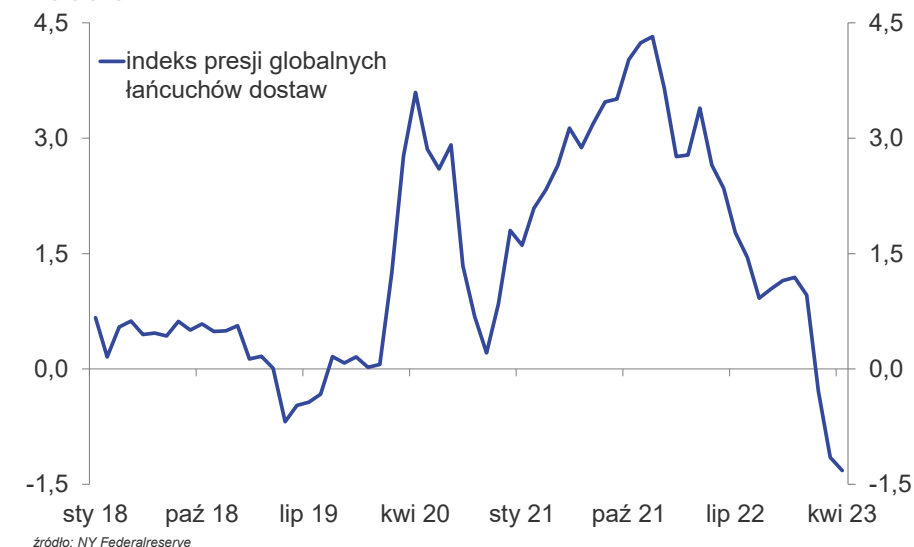
Kontynuacja korekty spadkowej cen surowców na globalnym rynku...



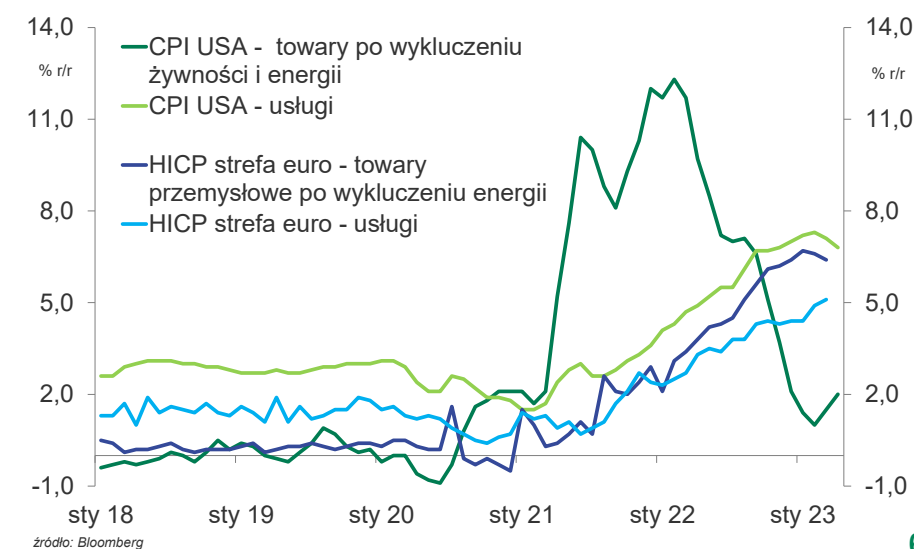
...nasilili spadek indeksów cen producentów



...i dalszy spadek presji w globalnych łańcuchach dostaw...



Oslabienie dynamiki cen detalicznych towarów, wysoki (USA) lub rosnący (EMU) wzrost cen usług





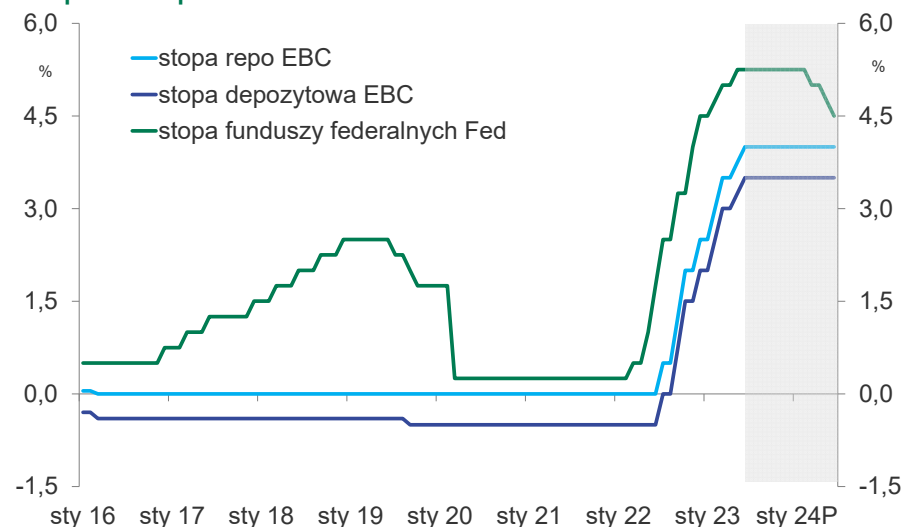
...jednak zacieśnienie warunków kredytowania ogranicza oczekiwaną skalę podwyżek stóp procentowych

- Wciąż wysoka inflacja poskutkowała kontynuacją podwyżek stóp, ale zaostrzenie warunków kredytowych spowodowało zmniejszenie ich tempa i spadkiem oczekiwań co do skali podwyżek.
- Biorąc pod uwagę bieżącą sytuację gospodarczą i rynkową oraz retorykę banków centralnych zakładamy, że w gospodarkach rozwiniętych dobiega końca cykl podwyżek stóp.
- W bazowym scenariuszu nie zakładamy gwałtownego spowolnienia gospodarczego. Jednocześnie w dłuższym okresie skokowa skala zacieśnienia polityki monetarnej będzie ciążyć aktywności gospodarczej w USA (osłabienie, które przyjdzie z pewnym opóźnieniem) i w EMU (osłabienie ożywienia).
- Powolny proces dezinflacji i zakładany brak silnego spadku PKB odsuwają na 2024 r. oczekiwane obniżki stóp Fed i EBC
- Słabsze dane z Chin z początku II kw. wskazują, że tamtejsze postpandemiczne ożywienie aktywności nie da silniejszego impulsu gospodarce globalnej.

2023-05-23

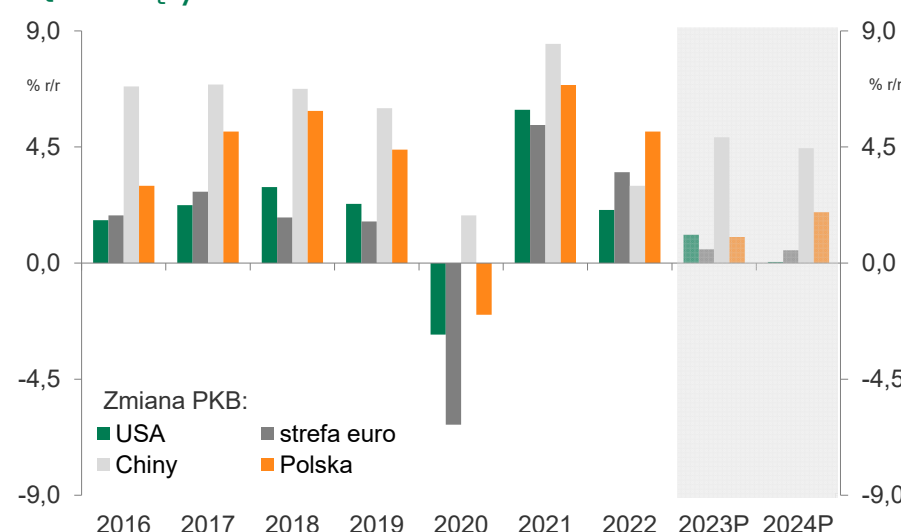
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Fed i EBC bliskie zakończenia cyklu podwyżek stóp, w 2024 r. stopniowe poluzowanie...



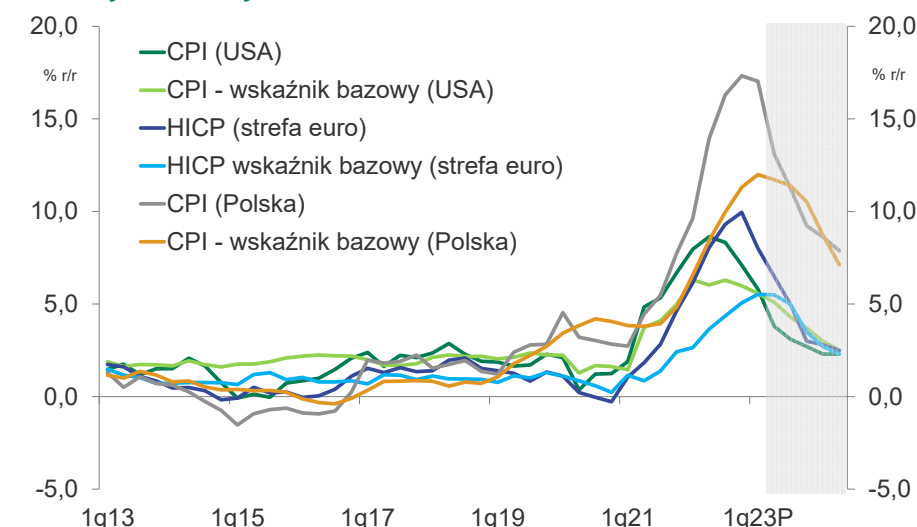
źródło: Federal Reserve, EBC, Bloomberg

Kumulacja historycznej skali zacieśnienia polityki pieniężnej będzie ciążyć wzrostowi PKB na 2024 r...



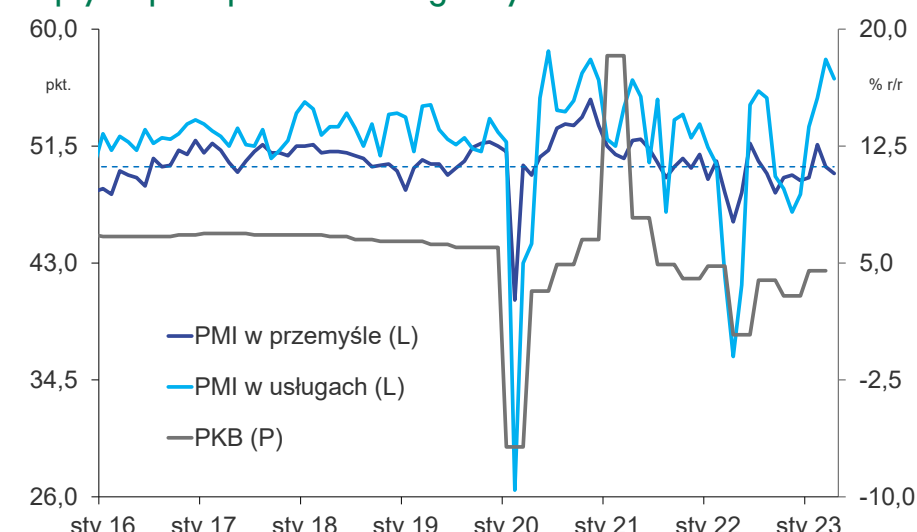
źródło: Bloomberg, BOS Bank

...tempo redukcji stóp ograniczone powolnym spadkiem inflacji bazowej...



źródło: Bloomberg, BOS Bank

...przy gasnącym optymizmie co do skali pozytywnego wpływu post-pandemicznego ożywienia w Chinach.



źródło: Bloomberg



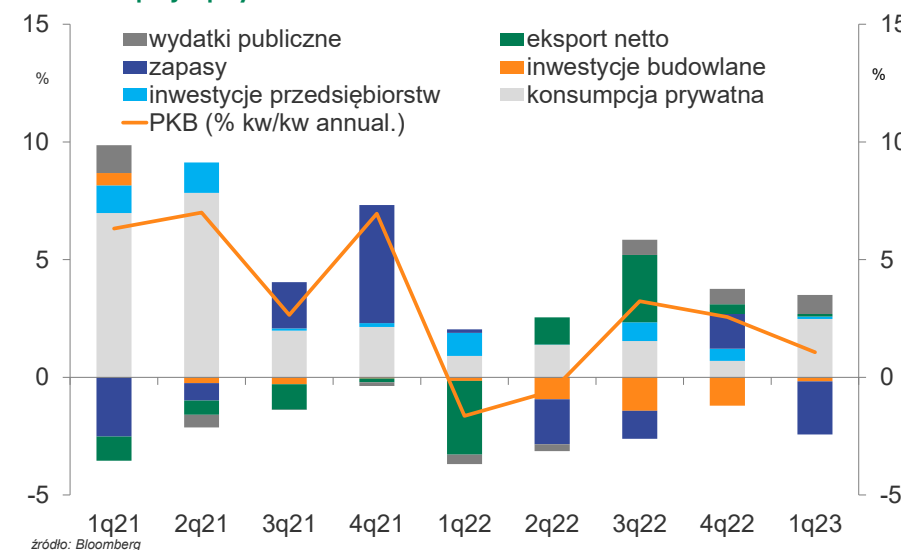
Spowolnienie gospodarki USA wciąż scenariuszem bazowym...

- Spadek kontrybucji zapasów obniżył wzrost PKB w USA w I kw. Jednak solidny wzrost konsumpcji prywatnej (po części efekt odreagowania po słabszym IV kw. ub.r.) oraz kwietniowe dane nie wskazują na silne spowolnienie aktywności w USA.
- Na początku II kw. dynamika wydatków i dochodów gospodarstw domowych pozostała stabilna, jednak w II kw. dynamika konsumpcji powinno już się obniżyć.
- Prognozę osłabienia dynamiki PKB potwierdzają słabsze oceny koniunktury gospodarczej, zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych.
- Niższe oceny koniunktury dotyczą gł. przemysłu (słabsze perspektywy eksportu, inwestycji, zapasów). Choć indeks ISM w usługach pozostaje powyżej 50 pkt., to kształtuje się wyraźnie poniżej poziomów z 2022 r., co zwiastuje osłabienie konsumpcji.
- Oslabienie aktywności na rynku nieruchomości nieco wyhamował, jednak nadal sektor ten ciąży gospodarce.
- Zakładamy, że na przełomie 2023 i 2024r. dynamika PKB obniży się do ok. 0% r/r.

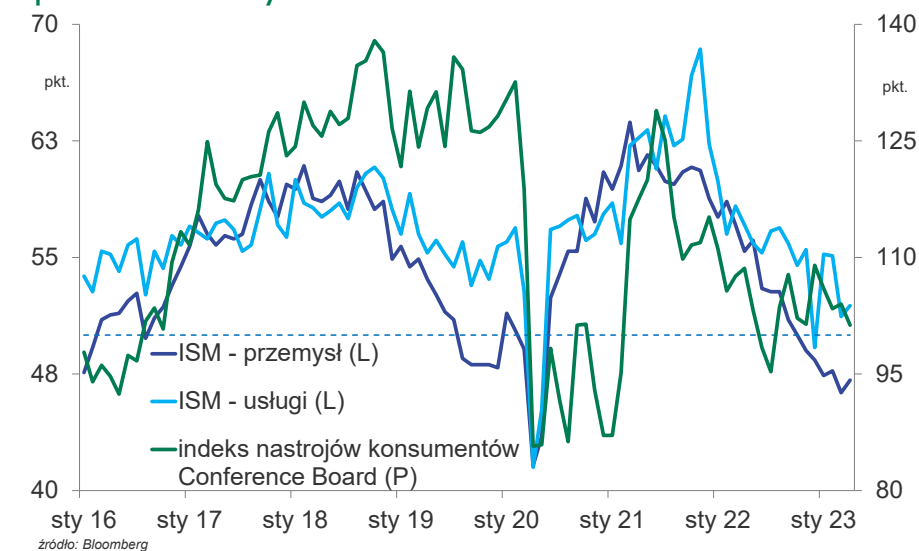
2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

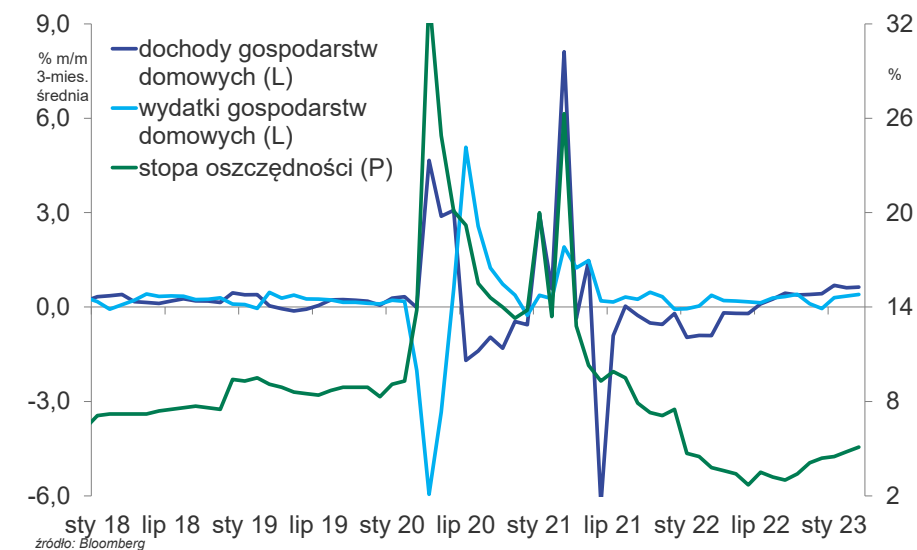
W I kw. spowolnienie dynamiki PKB, ale mocna konsumpcja prywatna...



...jednak wskaźniki koniunktury coraz wyraźniej wskazują na spowolnienie aktywności



...stabilna dynamika wydatków gospodarstw domowych z początkiem II kw...



Rynek nieruchomości nadal ciąży aktywności amerykańskiej gospodarki





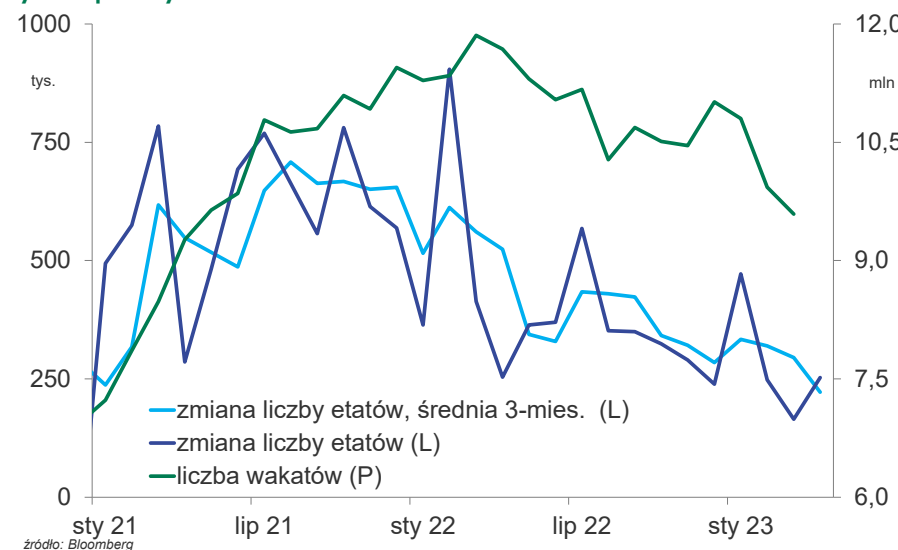
...ale ograniczona skala spowolnienia i powolny proces dezinflacji ograniczają przestrzeń do szybkich obniżek stóp procentowych Fed

- W marcu i maju FOMC podwyższył stopę procentową Fed łącznie o 50 pkt. baz. do przedziału 5,00% – 5,25%.
- Po majowym posiedzeniu komitet zasygnalizował możliwą pauzę na posiedzeniu w czerwcu, ale nie zadeklarował zakończenia cyklu podwyżek.
- Bieżące dane z rynku pracy nie przesądzają wyniku czerwcowego posiedzenia. Dynamika zatrudnienia, liczba wakatów i dynamika płac wskazują na pewne osłabienie na rynku pracy, niemniej pozostają mocne, co przy jedynie powolnym spadku bieżącej inflacji bazowej utrzymuje niepokój FOMC.
- W bazowym scenariuszu oczekujemy stabilizacji stóp Fed na bieżącym poziomie do końca 2023 r. z ryzykiem podwyżki stóp w czerwcu lub lipcu o 25 pkt. baz..
- O ile nie dojdzie do silniejszego pogorszenia koniunktury gospodarczej, oczekujemy, że cykl obniżek stóp zacznie się później (w I kw. 2024 r.) i będzie mniej dynamiczny wobec bieżących oczekiwań rynkowych.

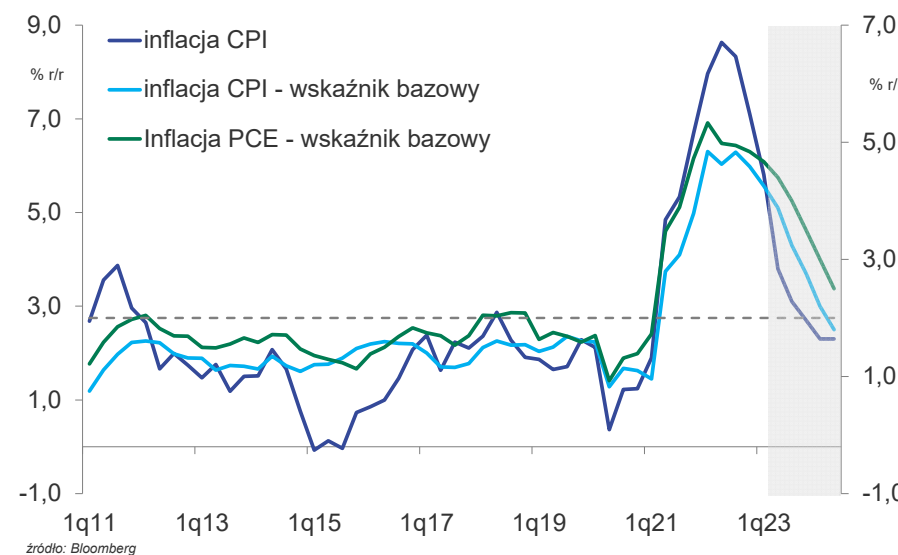
2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

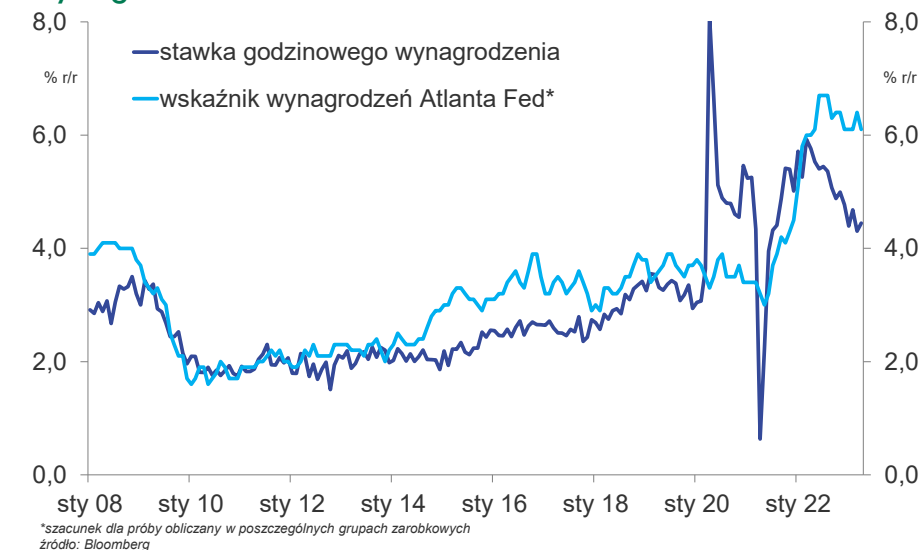
Bardzo powolny proces schłodzenia koniunktury na rynku pracy...



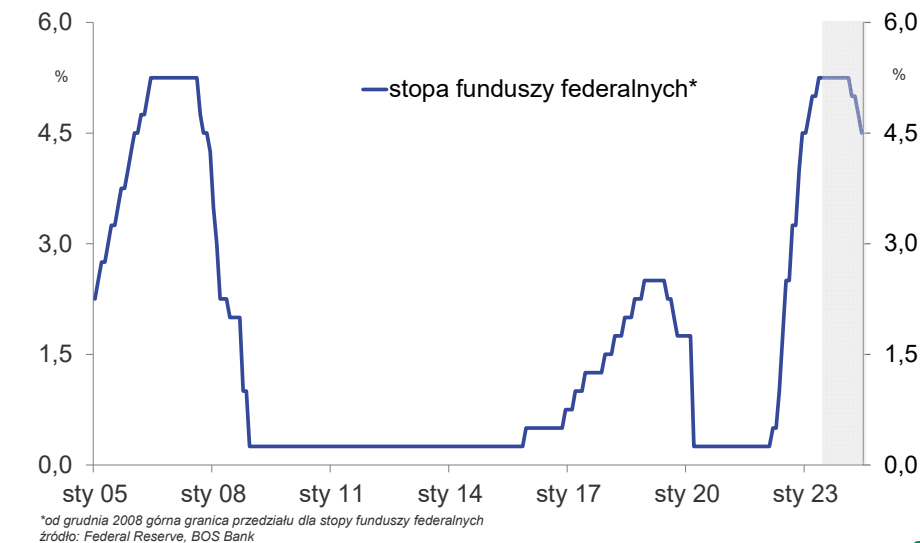
...spowalniając tempo dezinflacji...



...utrzymuje stosunkowo mocne tempo wzrostu wynagrodzeń...



...i opóźniając początek cyklu obniżek stóp procentowych



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



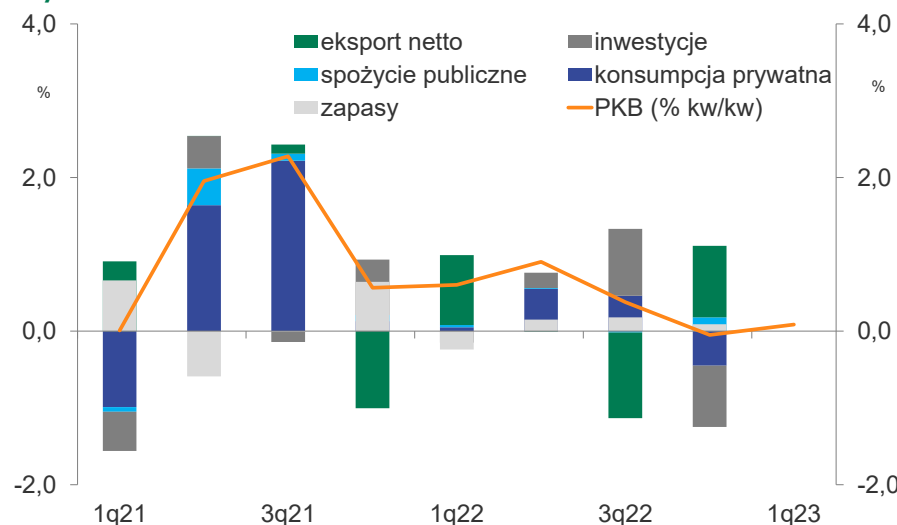
Strefa euro uniknęła recesji na przełomie roku...

- Stabilizacja się sytuacji na rynku energetycznym pozwoliła na uniknięcie recesji w strefie euro. Pomimo spadku cen surowców, poprawa nastrojów w przemyśle jednak wygasta, wpisując się w globalny trend spowolnienia aktywności.
- Pomimo lepszej sytuacji podażowej (udrożnienie globalnych łańcuchów dostaw), słabszy popyt (wygasanie postpandemicznej odbudowy zapasów, wyższe koszty finansowania osłabiające inwestycje) osłabiają koniunkturę w przemyśle. Pomimo postpandemicznego otwarcia gospodarki chińskiej, zamówienia zagraniczne w niemieckim przemyśle w marcu silnie obniżyły się.
- Zakładamy, że skutki gwałtownego zacieśnienia polityki pieniężnej będą obniżać dynamikę PKB, do nieco powyżej 0,0% r/r na przełomie 2023 i 2024 r.
- Wysokie wypełnienie magazynów gazu daje dobry punkt startowy dla procesu odbudowy zapasów przed kolejną zimą, niemniej obszar ten pozostaje czynnikiem ryzyka.

2023-05-23

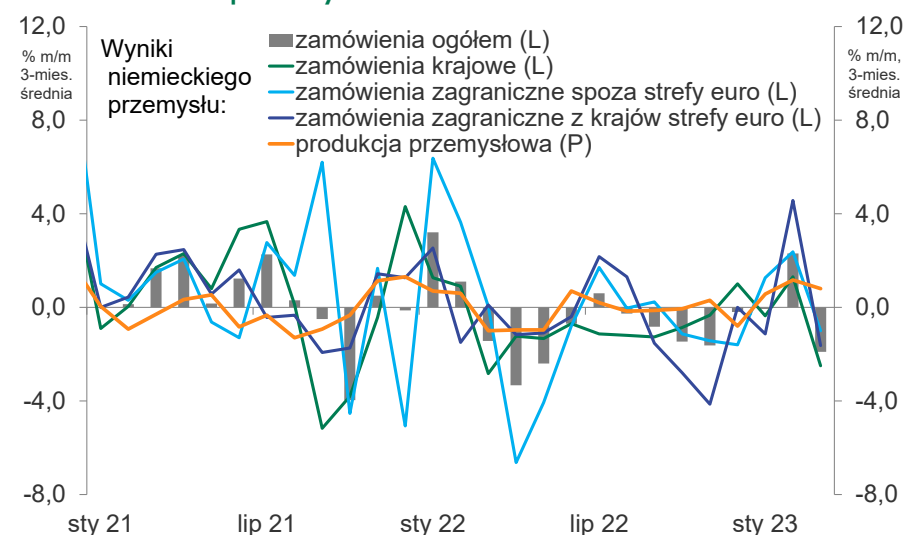
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Na przełomie roku utrzymanie minimalnie dodatniej dynamiki PKB



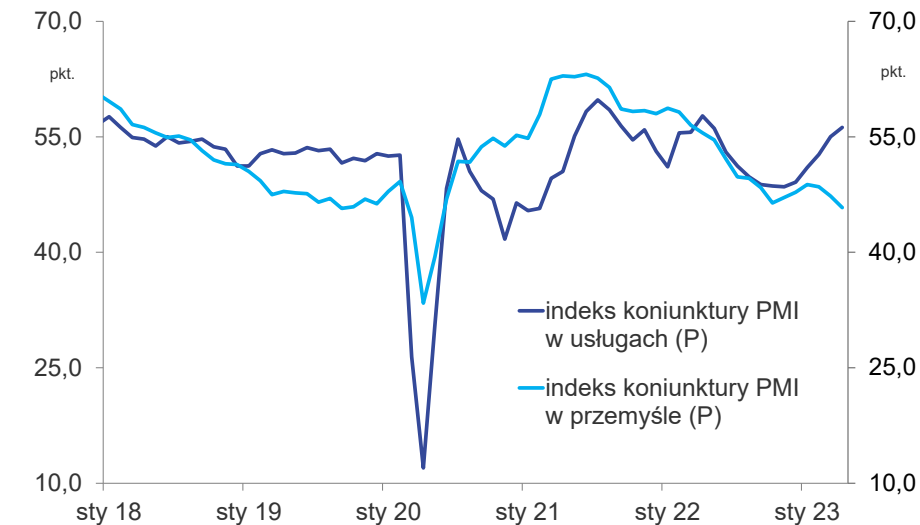
źródło: Eurostat

Globalne spowolnienie popytu silniej obniżyło zamówienia w niemieckim przemyśle



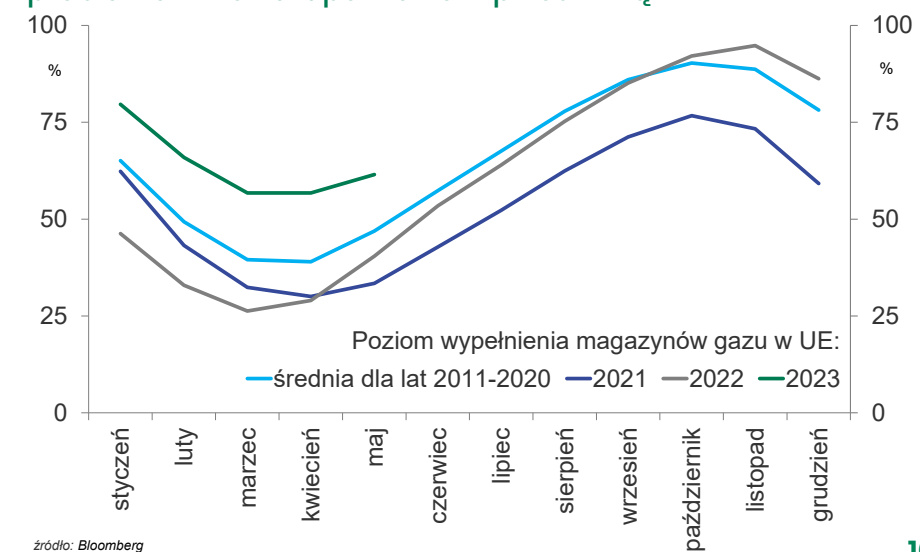
źródło: Bloomberg

Oczekiwane ożywienie konsumpcji prywatnej wspiera nastroje w usługach, ich pogorszenie w przemyśle



źródło: Bloomberg

Wysoki poziom zapętnienia magazynów obniża ryzyko problemów z ich uzupełnieniem przed zimą



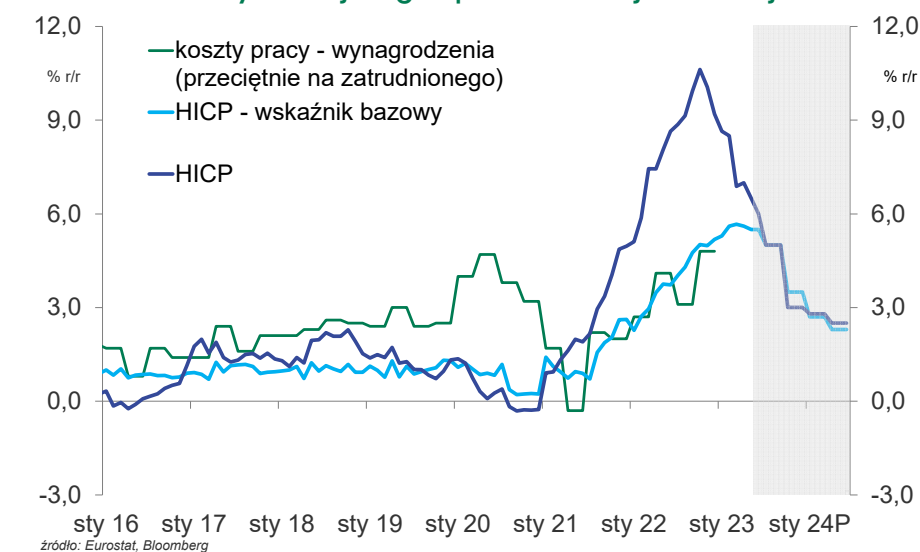
źródło: Bloomberg



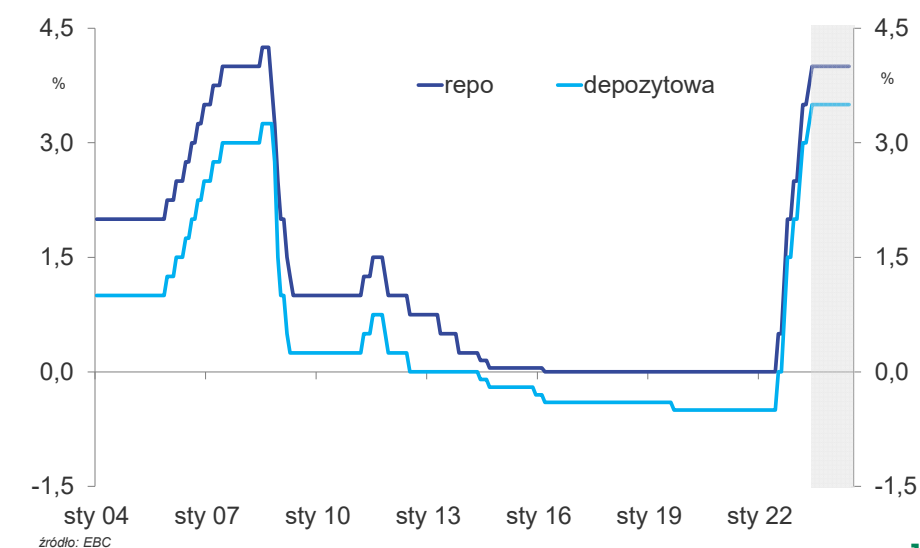
...co przy wysokiej inflacji utrzymuje „jastrzębią” politykę EBC

- Rada EBC na posiedzeniu w marcu i maju podwyższyła stopy procentowe o łącznie 75 pkt. baz. – stopę repo do 3,75%, a stopę depozytową do 3,25%.
- Kontynuacja cyklu podwyżek była reakcją na wysoką inflację bazową i poprawę krótkookresowych perspektyw gospodarczych w EMU. Z kolei widoczne zaostrenie polityki kredytowej przez banki komercyjne skutkowało ograniczeniem skali podwyżek stóp.
- W maju rada EBC zasygnalizowała potrzebę dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej, jednak nie powróciła już do bardzo restrykcyjnej retoryki z lutego.
- Zakładamy, że po czerwcowej podwyżce stóp o 25 pkt. baz. rada zakończy bieżący cykl podwyżek. Przestankami dla tych założeń są oczekiwania na: – dalszy stopniowy spadek inflacji bazowej, – utrzymanie słabszych dynamik wzrostu kredytu w gospodarce, – utrzymanie niskiej dynamiki PKB oraz rosnące wyzwania związane z wyższymi kosztami obsługi długu dla części gospodarek (tzw. peryferyjnych) strefy euro.
- Ryzyko, że w III kw. podwyżki stóp będą kontynuowane jest wysokie ze względu na bieżący bardzo powolny spadek inflacji bazowej, w tym utrzymujący się wzrost wskaźnika cen usług. Choć dotychczasowe wyniki negocjacji płacowych nie wskazują na eskalację spirali cenowej – płacowej, to jednak sugerują wyższe tempo wzrostu wynagrodzeń w I. 2023 – 2024 wobec dotychczasowych założeń.
- Zakładamy, że przestrzeń do obniżek stóp procentowych EBC pojawi się dopiero w II poł. 2024 r. biorąc pod uwagę, że proces dezinflacji w strefie euro jest opóźniony wobec sytuacji w USA, a także proces wzrostu wynagrodzeń jest trwalszy (negocjacje płacowe obejmujące także 2024 r.). Zakładamy jednocześnie braku silniejszego spowolnienia aktywności i pogorszenia sytuacji rynkowej.

Wyższa dynamika wynagrodzeń ryzykiem dla scenariusza wyraźniejszego spadku inflacji bazowej...



...co będzie utrzymywać jastrzębią politykę EBC

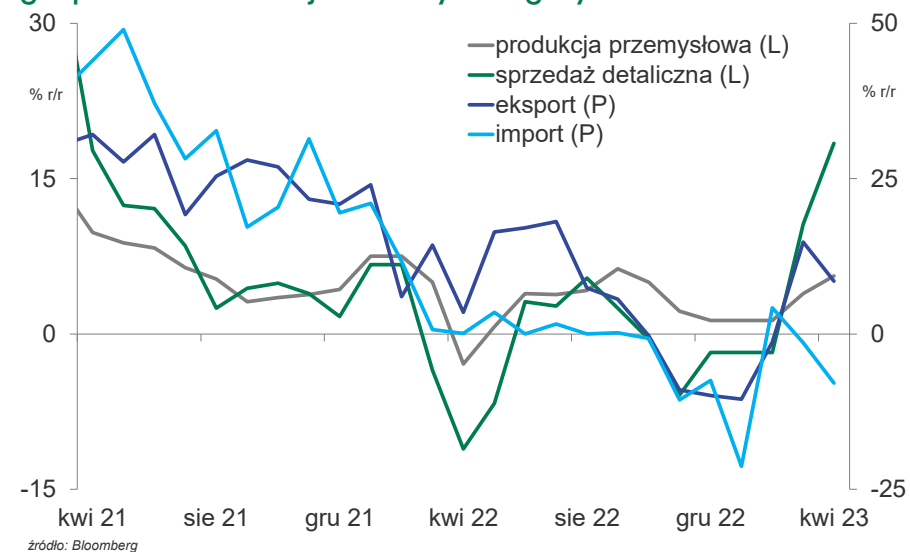




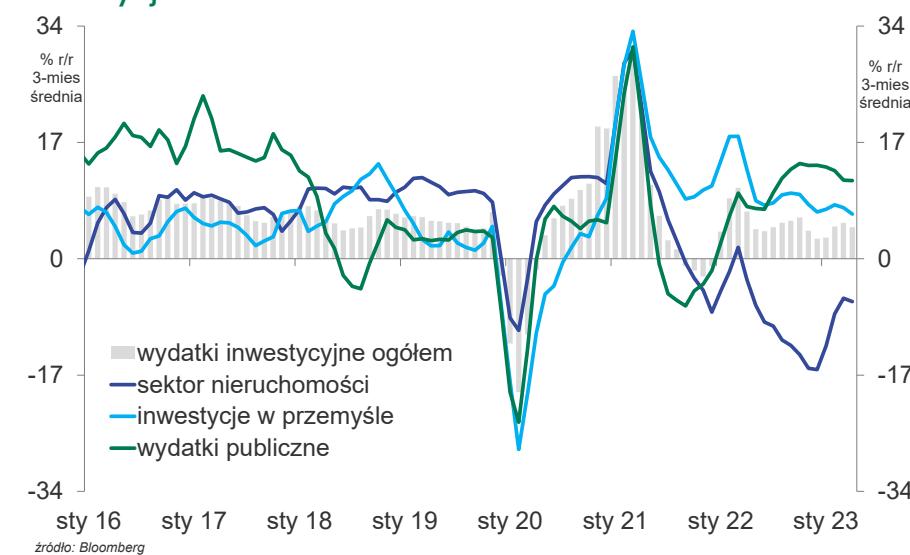
Zniesienie pandemicznych restrykcji wspiera konsumpcję w Chinach, ale globalne spowolnienie i problemy strukturalne ograniczają skalę ożywienia aktywności

- Zniesienie większości restrykcji epidemicznych poskutkowało na początku roku wyraźną poprawą aktywności gospodarczej w Chinach.
- Jednocześnie o ile solidna poprawa postępuje w przypadku sprzedaży detalicznej i koniunktury w usługach, to tempo poprawy w pozostałych sektorach rozczarowuje.
- Spowolnienie aktywności w handlu międzynarodowym ogranicza ożywienie w przemyśle. Słabe wyniki importu oraz popytu na finansowanie wskazują na umiarkowane ożywienie inwestycji firm. Choć sytuacja na rynku nieruchomości lekko poprawiła się, to pozostaje bardzo słaba, co w połączeniu z ograniczeniem wzrostu wydatków publicznych ogranicza wzrost inwestycji ogółem.
- Bieżące dane nie wskazują, aby popyt z gospodarki chińskiej silniej pobudził aktywność światowej gospodarki. Z drugiej strony umiarkowana skala ożywienia chińskiego przemysłu i budownictwa obniża ryzyko silnego wzrostu cen surowców.

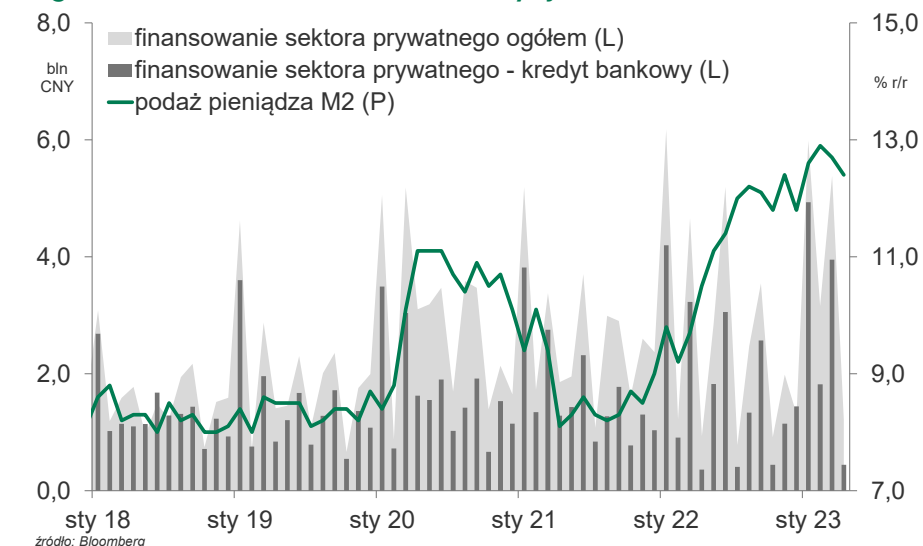
Na przełomie marca i kwietnia większość danych z gospodarki chińskiej zaskoczyła negatywnie...



...przy wyhamowaniu wzrostu we wszystkich obszarach inwestycji...



...słabsze wskaźniki monetarne potwierdzają ograniczoną skalę odbicia inwestycji...



...w tym przede wszystkim przy wciąż bardzo trudnej sytuacji na rynku nieruchomości

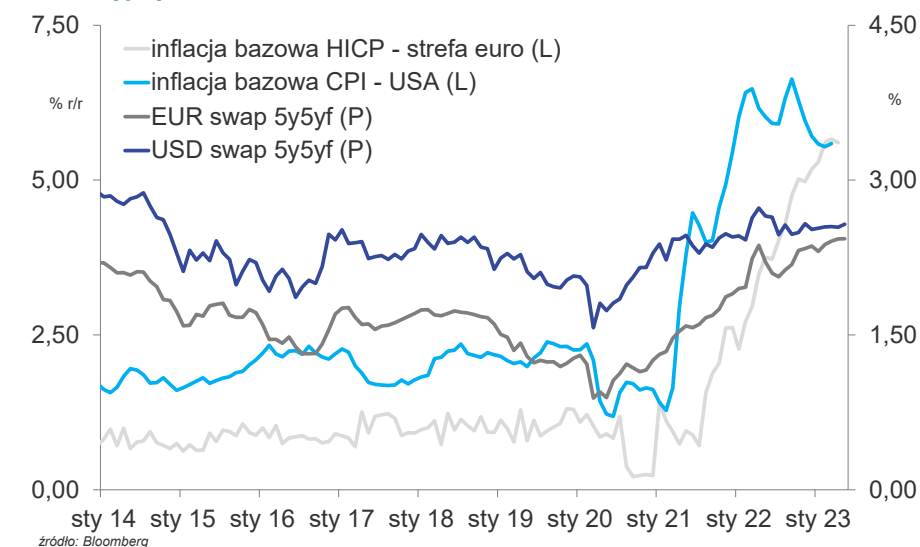




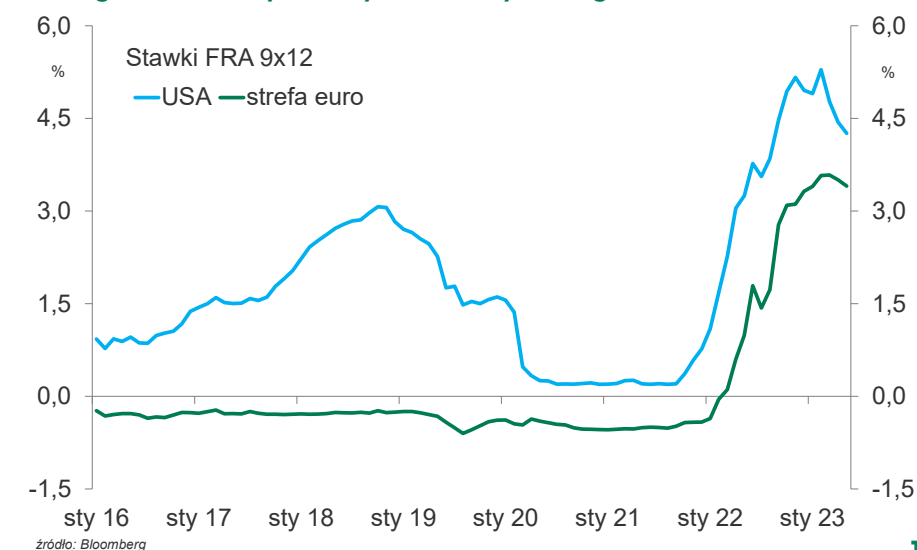
Korekta oczekiwań rynkowych dot. skali podwyżek stóp obniżyła rentowności obligacji na rynkach bazowych pomimo rozczarowującego procesu dezinflacji...

- Problemy sektora bankowego w USA i w Europie przełożyły się na korektę oczekiwań co do przyszłej polityki pieniężnej Fed i EBC. W rezultacie pomimo utrzymujących się wyzwań dla procesu dezinflacji, w marcu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych znacząco obniżyły się.
- Pomimo późniejszej stabilizacji nastrojów rynkowych oraz publikacji wciąż niezłych danych makroekonomicznych z USA, rentowności nie powróciły już do poziomu z początku roku (kiedy oczekiwania na podwyżki stóp silnie rosły) w warunkach postępującego zacieśnienia warunków kredytowania i tym samym ograniczenia oczekiwań co do skali dalszych podwyżek stóp przez Fed i EBC.
- Wiosenna korekta rynkowa oraz bieżące oczekiwania rynkowe na szybkie i znaczące poluzowanie polityki pieniężnej, szczególnie w USA, ograniczają potencjał dla spadku rentowności w krótkim okresie. Uważamy, że o ile nie dojdzie do gwałtowniejszych dostosowań gospodarczych (i wzrostu ryzyka recesji) przestrzeń dla obniżek stóp pojawi się dopiero na początku 2024 r. w USA i w II połowie 2024 roku w strefie euro.
- Ponownego, jednak stopniowego spadku rentowności oczekujemy bliżej końca 2023 r. wraz z ugruntowaniem się spadków inflacji, w tym inflacji bazowej, wzmacniającej oczekiwania stopniowych obniżek stóp.
- Ryzyko podwyższonej zmienności notowań papierów skarbowych utrzymuje się. Jakkolwiek scenariusz bazowy wskazuje na relatywnie łagodny proces dostosowań (bardzo powolny spadek inflacji i póki co umiarkowana skala spowolnienia aktywności), to ryzyko zarówno zatrzymania spadku inflacji, jak i silniejszych dostosowań gospodarczych (w efekcie historycznej skali zacieśnienia polityki pieniężnej) utrzymują się. Wciąż bowiem nie można mówić o zakończeniu scenariusza stagflacji w gospodarkach rozwiniętych.

Pomimo ograniczonej poprawy perspektyw inflacyjnych...



...korekta oczekiwań dot. polityki pieniężnej Fed i EBC z uwagi na obawy dot. rynku kredytowego





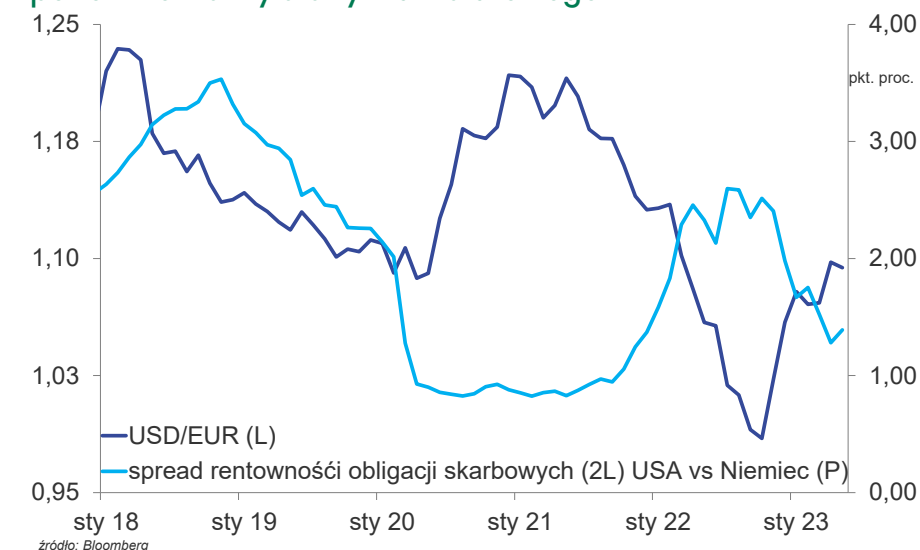
...oraz wzmocniła trend aprecjacji euro wobec dolara, przy silniejszej korekcie oczekiwań rynkowych co do polityki Fed

- Po ustąpieniu najsilniejszych obaw dot. kondycji sektora bankowego w USA i strefie euro i spadku globalnej awersji do ryzyka, w kwietniu i maju dolar lekko tracił na wartości przy jednoczesnej aprecjacji notowań wspólnej waluty. W rezultacie kurs euro wobec dolara wahał się w okolicach 1,10 USD/EUR.
- W warunkach wygaśnięcia wysokiej awersji do ryzyka na znaczeniu ponownie zyskał czynnik dysparytetu stóp procentowych i perspektyw gospodarczych. Bardziej zaawansowany proces dezinflacji w USA, a przede wszystkim korekta wcześniejszych optymistycznych prognoz dot. sytuacji gospodarczej i większego ryzyka dla banków amerykańskich (mniejsze banki) przełożyła się na oczekiwania stosunkowo szybkich obniżek stóp w USA. Z drugiej strony odbudowujące się oczekiwania co do konieczności dalszych podwyżek stóp w strefie euro, przy notowanej poprawie perspektyw wzrostu z tytułu dalszego spadku cen surowców wspierało notowania euro.
- Biorąc pod uwagę trwały charakter poprawy perspektyw gospodarczych w Europie (sytuacja na rynku surowców) oczekujemy utrzymania mocniejszego kursu euro, w tym kursu wobec dolara powyżej poziomu 1,05 USD/EUR.
- Z drugiej strony nie oczekujemy dalszego osłabienia dolara i silniejszego trwałego wzrostu kursu z uwagi na nasze założenia wolniejszego procesu luzowania polityki pieniężnej w USA, a przede wszystkim wciąż podwyższonego ryzyka wzrostu globalnej awersji do ryzyka. Silniejsze zacieśnienie warunków kredytowania i recesja w USA może bowiem poskutkować pogorszeniem sytuacji gospodarki globalnej, co może wzmocniać dolara. Z innych czynników ryzyka można wymienić ryzyko sytuacji geopolitycznej oraz ryzyko przedłużającej się stagflacji w strefie euro i wzrostu ryzyka krajów peryferyjnych.
- O ile w krótkim okresie notowaniom dolara może ciążyć brak kompromisu dot. podwyższenia limitu zadłużenia w USA, w bazowym scenariuszu zakładamy że w czerwcu lub lipcu kompromis zostanie ostatecznie osiągnięty.

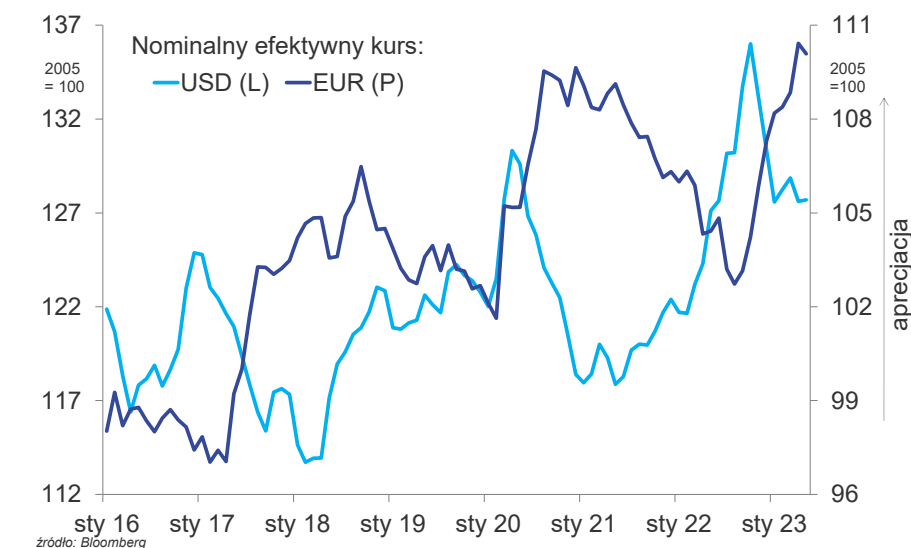
2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Po krótkiej przerwie w marcu, w II kw. dysparytet stóp ponownie ważny dla rynku walutowego...



...wzmocnił notowania euro i osłabił dolara





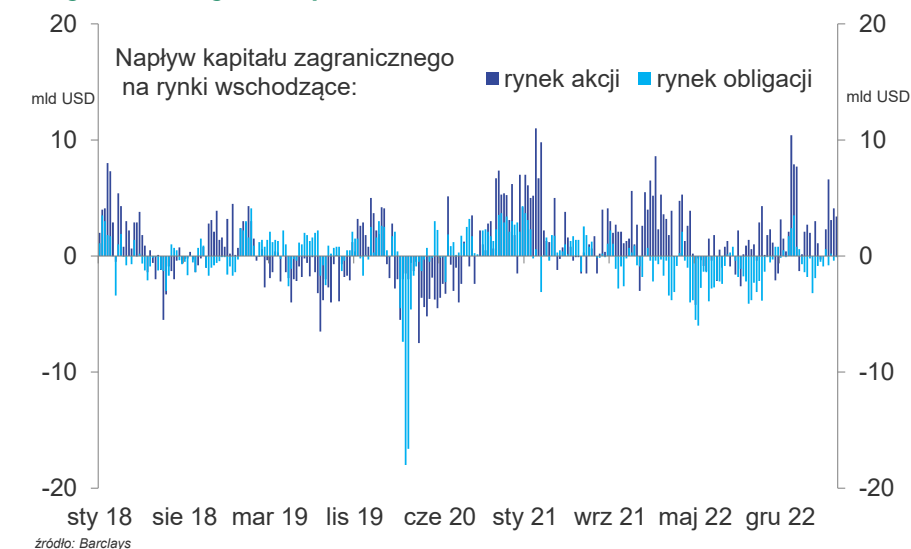
Opóźniona aprecjacja złotego na spadek ryzyka kryzysu energetycznego w Europie

- Po okresowym wzroście globalnej awersji do ryzyka w marcu (obawy dot. sektora bankowego w USA i w Europie) i ograniczeniu napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące, w kwietniu i maju słabnięcie tych obaw sprzyjało ponownie większej skali napływu kapitału na rynki wschodzące.
- W efekcie w II kw. br. na wartości zyskał także złoty. Skala aprecjacji jednak zaskoczyła, kurs złotego obniżył się w kierunku 4,50 PLN/EUR, a dodatkowo przy silniejszym wzmocnieniu wobec innych walut (gł. tracącego na wartości dolara) kurs złotego w relacji do koszyka walut zyskał w tym okresie bisko 5%.
- W naszej ocenie w części ta aprecjacja jest opóźnionym efektem silnej poprawy nastrojów wobec aktywów europejskich na przełomie 2022 / 2023, w pierwszym okresie wygasania obaw przed kryzysem energetycznym. Na początku br. wzmocnienie złotego było jeszcze ograniczone, na co wskazywaliśmy w raporcie sprzed kwartału. Być może silniejszym impulsem dla bieżącej aprecjacji była szybsza poprawa wyniku na rachunku obrotów bieżących w I kw. br. (wspierana właśnie spadkiem cen importowanych surowców) oraz silniejszy spadek inflacji CPI uwiarygadniający prognozy dezinflacji w polskiej gospodarce.
- Pomimo generalnie stabilnej sytuacji fundamentalnej pozostajemy ostrożni co do trwałości bieżącego trendu aprecjacji. Cały czas uważamy, że czynnikiem warunkującym trwalszy trend wzmocnienia złotego jest uruchomienie środków finansowych z Krajowego Planu Odbudowy gwarantujących stabilny napływ środków denominowanych w walutach obcych. Ponadto wskazane czynniki ryzyka dla gospodarki globalnej wskazują także na podwyższone ryzyko okresowego osłabienia aktywów rynków wschodzących.
- Biorąc pod uwagę powyższe podtrzymujemy prognozę kursu złotego na koniec roku na poziomie ok. 4,60 PLN/EUR przy silniejszych poziomach kursu w trakcie roku wobec dotychczas prognozowanej ścieżki.

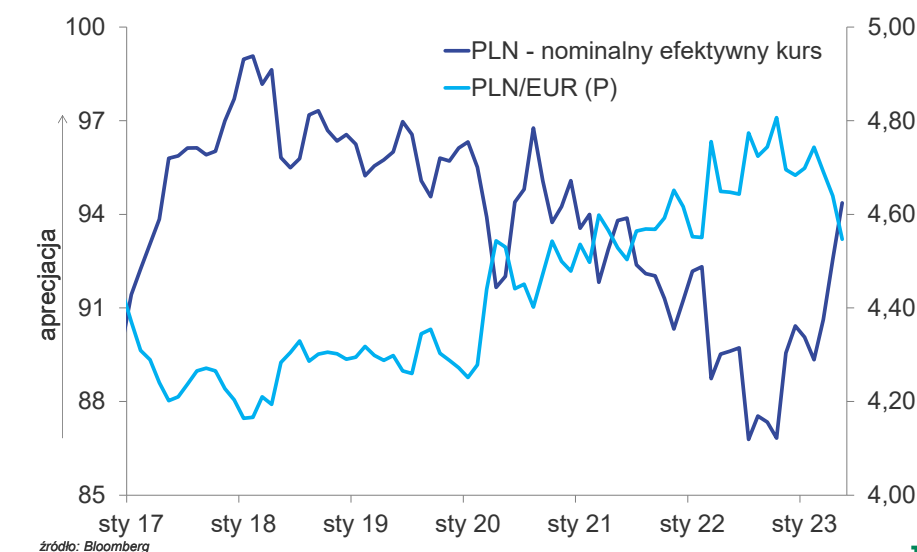
2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Po marcowej przerwie, w II kw. powrót kapitału zagranicznego na rynki wschodzące...



...wspart złotego silniej niż na początku br.

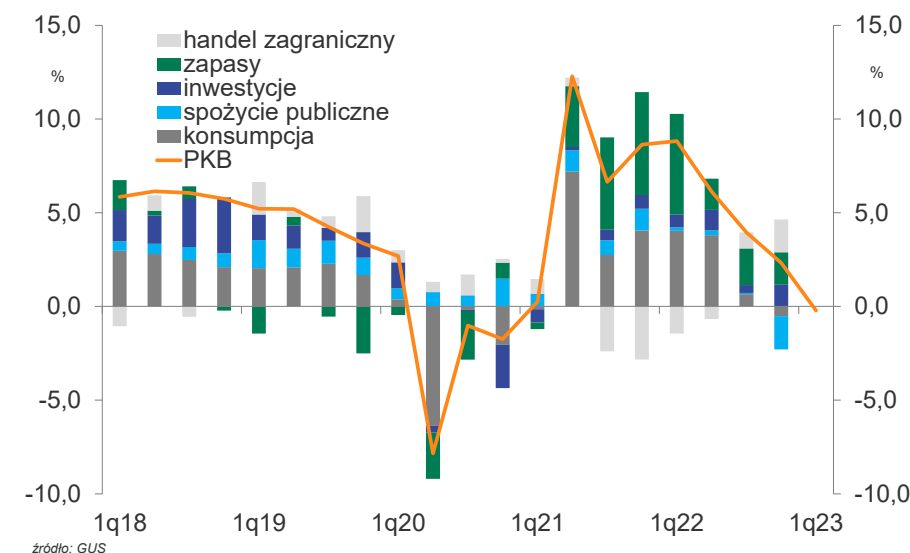




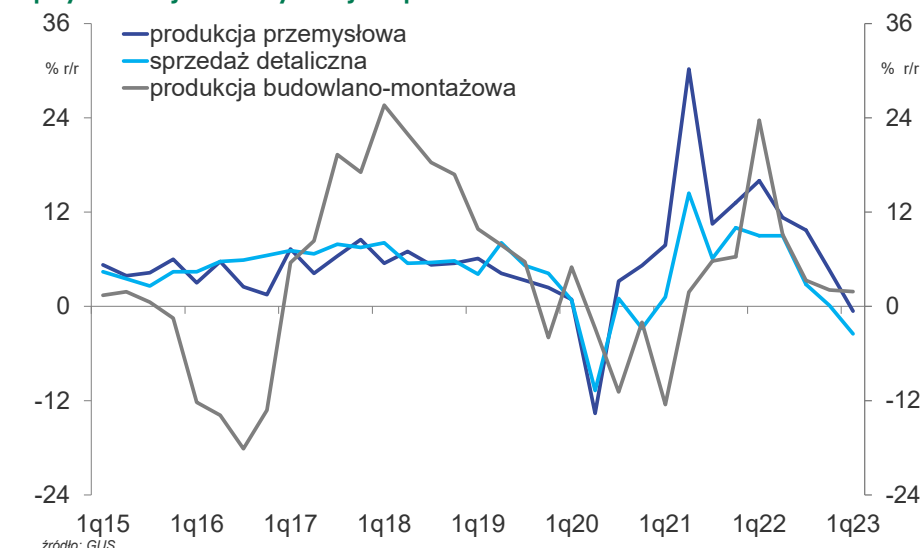
W I kw. spadek PKB w Polsce, choć jego skala mniejsza od oczekiwań...

- W I kw. PKB spadł o 0,2% w relacji do analogicznego okresu ub.r. Spadek PKB jest w przypadku polskiej gospodarki bardzo rzadkim zjawiskiem, co mogłoby wskazywać na bardzo silne hamowanie gospodarki należy jednak pamiętać, że w istotnym stopniu wynikał on z efektu bazy (wzrost o 8,8% w I kw. 2022 r.).
- Miesięczne dane wskazały, że w I kw. stabilne wyniki notowało budownictwo (silniejsze inwestycje infrastrukturalne), silny spadek miał miejsce w przemyśle i sprzedaży detalicznej, co wskazywało na pogłębienie spadku konsumpcji w I kw.
- Skala spadku PKB w I kw. okazała się mniejsza od oczekiwań. Brak informacji dot. struktury wzrostu utrudnia ocenę na ile lepszy wynik PKB jest efektem trwałym.
- Przed rokiem bardzo silnie wzrosły zapasy, być może obecne dostosowanie w tej składowej PKB przebiega wolniej od założeń. Z kolei jeśli za ostatnią pozytywną niespodzianką stoi mniejszy od prognoz spadek konsumpcji wskazywałoby to na trwalszy pozytywny wpływ na ścieżkę PKB.

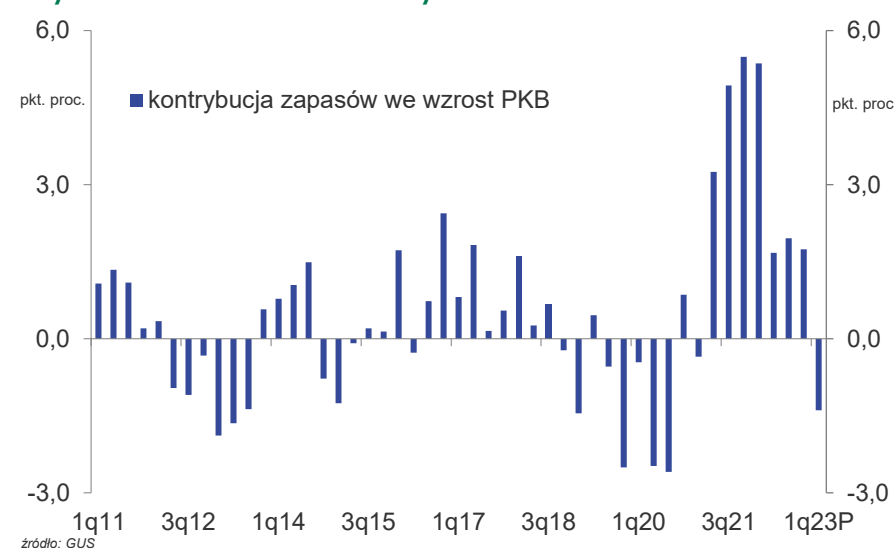
W I kw. dynamika PKB lekko ujemna...



...dane miesięczne sugerują dalsze osłabienie konsumpcji prywatnej i kontrybucji zapasów...



...zapasy w ostatnich kwartałach bardzo istotnym czynnikiem zmienności danych PKB...



...wysoka zmienność danych nt. PKB w ujęciu kw/kw utrudnia ocenę momentu cyklu koniunkturalnego



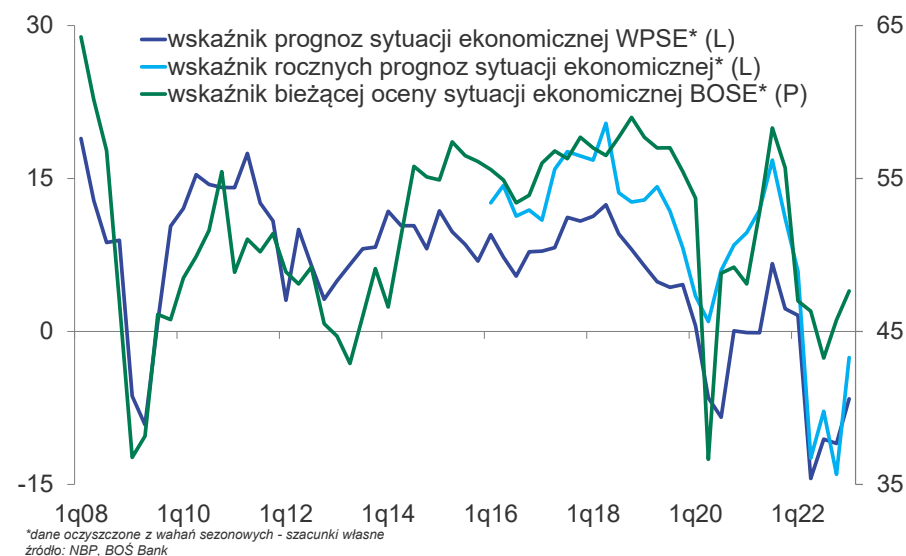
...a nastroje przedsiębiorców pozwalają oczekiwać na stopniową poprawę koniunktury

- Kolejna runda badań koniunktury wśród przedsiębiorstw („Szybki Monitoring” NBP) oraz dane jakościowe (zużycie energii elektrycznej, przewozy ładunków) wskazują, że aktywność gospodarcza w Polsce osiągnęła z początkiem roku najniższy punkt. Z drugiej strony wciąż nie widać potencjału dla silnego odbicia aktywności.
- W dalszym ciągu poprawa ocen koniunktury przez przedsiębiorców w głównej mierze wynika ze stabilizacji sytuacji na rynkach surowców energetycznych i ograniczenia wpływu tego czynnika jako bariery dla rozwoju firm.
- Wolniej poprawia się popyt i wskaźniki koniunktury w tym obszarze pozostają wyraźnie poniżej długookresowej średniej.
- Najbardziej pozytywnym wynikiem badania wśród firm jest ocena spadku niepewności (wygasanie efektów pandemii, wojny, szoków surowcowych) i silniejsza poprawa oczekiwań w dłuższym horyzoncie (tj. rocznym). Także w tym przypadku nie można jednak wciąż mówić o wysokich poziomach wskaźników koniunktury.

2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dalsze ograniczenie pesymizmu przedsiębiorstw...



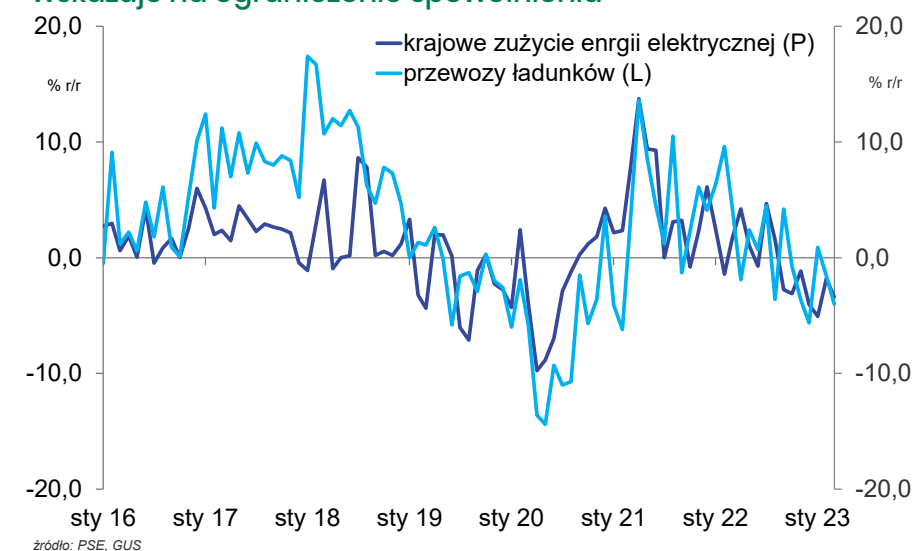
...przy ograniczonej poprawie perspektyw popytu



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



Popyt na energię elektryczną i usługi transportowe wskazuje na ograniczenie spowolnienia





Stabilny rynek pracy...

- Z początkiem roku, zgodnie z oczekiwaniami, dynamika zatrudnienia obniżyła się. Dane z rynku pracy pozostają spójne z sygnałami obniżenia prognoz zatrudnienia przez firmy („Szybki Monitoring”), przy lekkim osłabieniu koniunktury na rynku pracy (spadek liczby nowych miejsc pracy).
- Wciąż jednak, pomimo silnego pogorszenia wyników aktywności i nastrojów firm, wskaźniki rynku pracy pozostają bardzo mocne, a stopa bezrobocia utrzymuje się blisko historycznie niskiego poziomu.
- Ten efekt wynika z postępujących zmian demograficznych. Przy niższej liczbie aktywnych zawodowo (pomimo wzrostu wskaźnika aktywności zawodowej) wzrost zatrudnienia w ostatnich kwartałach był stymulowany napływem migrantów. Oczekiwane osłabienie zatrudnienia nie będzie zatem skutkowało wyraźnym wzrostem bezrobocia w I. 2023 – 2024.
- Te efekty demograficzne będą (obok podwyższonej inflacji) utrzymywały także wyższą dynamikę wynagrodzeń w horyzoncie prognozy, pomimo osłabienia koniunktury.

2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

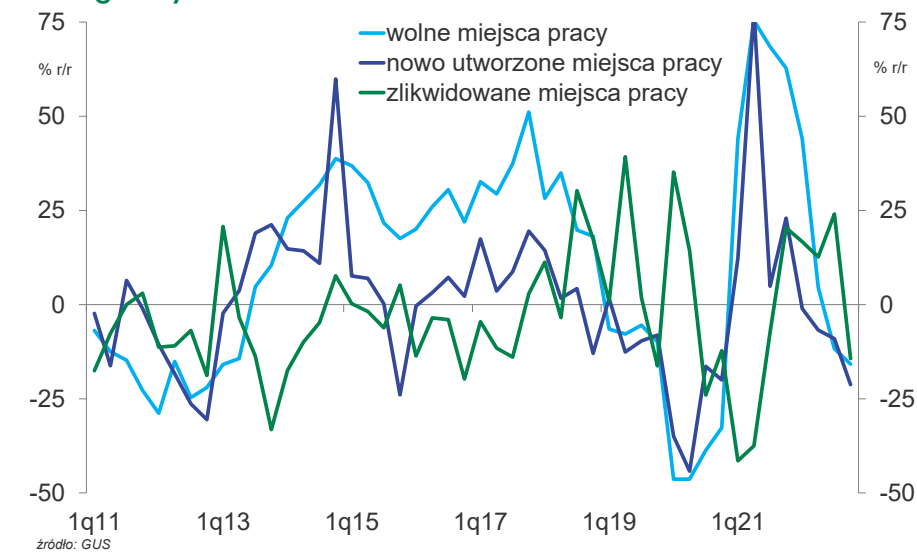
Pomimo wciąż słabych nastrojów przedsiębiorców, sytuacja pracowników wciąż komfortowa...



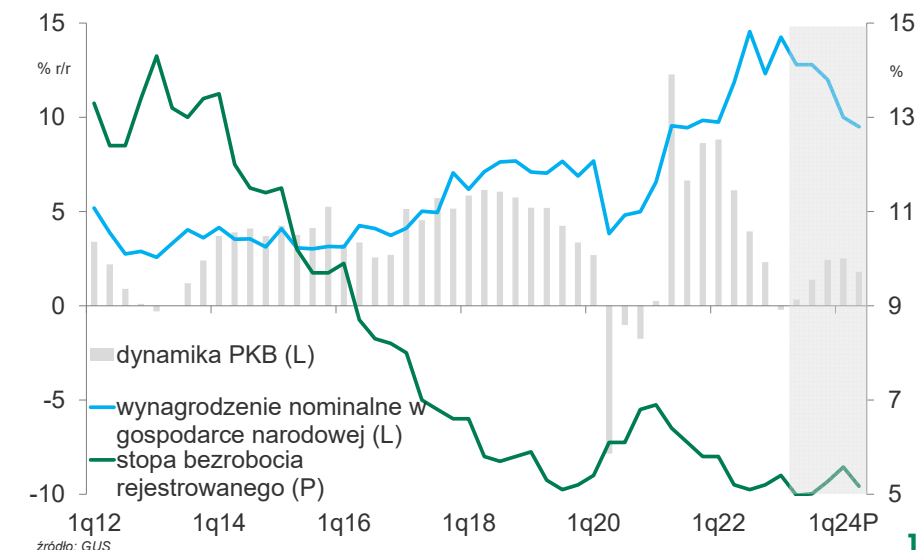
...a z punktu widzenia długookresowego to wciąż niska podaż pracy pozostaje większym wyzwaniem...



...osłabienie popytu na pracę następuje po okresie jego silnego ożywienia...



...co trwale podwyższa dynamikę wynagrodzeń





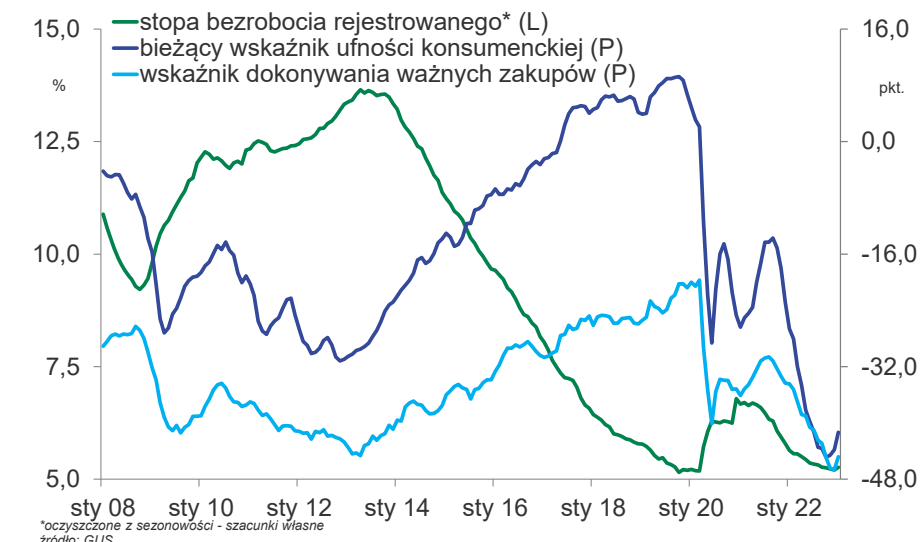
...pozwala oczekiwać wzrostu konsumpcji prywatnej wraz z obniżeniem inflacji

- Wyniki sprzedaży detalicznej za I kw. wskazują na pogłębienie spadku spożycia gospodarstw domowych. Prognozujemy na tej podstawie, że w I kw. konsumpcja spadła o 3,5% r/r, wobec spadku w IV kw. o 1,5% r/r.
- Kluczowym czynnikiem osłabiającym konsumpcję prywatną jest wyraźny spadek realnych dochodów do dyspozycji. O ile dobra koniunktura rynku pracy podwyższa nominalne tempo wzrostu dochodów, to bardzo wysoka inflacja (rosnąca na przetomie roku szybciej niż dochody nominalne) skutkuje spadkiem siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych.
- Dodatkowym czynnikiem osłabiającym wydatki konsumentów było zapewne wygasanie wcześniejszego efektu nadrabiania konsumpcji po pandemicznych ograniczeniach w warunkach wydatkowania wcześniej kumulowanych oszczędności. Pod koniec roku spadek dynamiki spożycia nasiliło ograniczenie wcześniejszego pozytywnego wpływu dodatkowych wydatków konsumpcyjnych obywateli Ukrainy przebywających w Polsce (efekt wyjazdu części uchodźców w II poł. roku). Prawdopodobnie ten czynnik będzie także dodatkowo obniżał konsumpcję w II kw. (wobec kumulacji w II kw. 2022 r. wydatków migrantów oraz zakupów przeznaczonych na pomoc uchodźcom).
- Z drugiej strony, przy stabilnej sytuacji na rynku pracy (poziom bezrobocia bliski historycznym minimom) wraz z obniżeniem się inflacji i wzrostem dynamiki realnych dochodów do dyspozycji prawdopodobne jest ożywienie spożycia gospodarstw domowych w kierunku +2,0% r/r pod koniec roku. Z początkiem 2024 r. dodatkowym impulsem pro-konsumpcyjnym będzie wzrost dochodów z tytułu podwyżki świadczenia wychowawczego, co powinno podwyższyć dynamikę spożycia w okolice 3,0% r/r.
- W dalszym ciągu jednak skala wzrostu dochodów realnych będzie niższa niż w czasach boomu z I. 2016–2017 (inflacja wciąż zdecydowanie powyżej historycznej średniej), co wraz z koniecznością odbudowy oszczędności będzie hamować silniejszy wzrost konsumpcji.

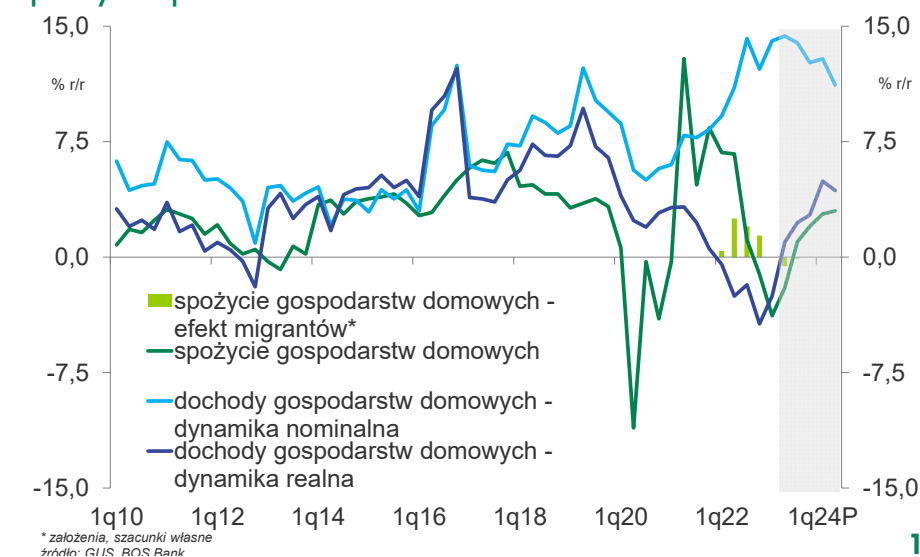
2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Z początkiem 2023 r. nieznaczna poprawa planów wydatkowych konsumentów...



...głębszy spadek inflacji powinien silnie wesprzeć te plany w II połowie 2023 r.





Pomimo słabych nastrojów inwestycje firm nie osłabną znacząco...

- Pomimo słabych nastrojów przedsiębiorstw ich inwestycje solidnie wzrosły w 2022 r., na co wpływała wysokie nakłady inwestycyjne największych firm. Podobne tendencje utrzymywały się na początku br. („Szybki Monitoring” NBP), przy poprawie projektów inwestycyjnych w grupie przedsiębiorstw publicznych oraz firm z sektora energetycznego.
- Konieczność zakończenia w tym roku projektów współfinansowanych ze środków UE (Perspektywa Finansowa na l. 2014–2020) i dane dot. realizacji umów i wniosków o płatności (w przybliżeniu określających moment zakończenia projektu) wskazują na wciąż spory potencjał wydatkowania środków w 2023 r., co będzie ograniczać skalę pogorszenia inwestycji firm pomimo ich słabszych wyników finansowych słabszej aktywności.
- Dynamikę inwestycji prywatnych wciąż obniżać będzie dekonunktura na rynku mieszkaniowym. Tępienie liczby nowych projektów obniża liczbę mieszkań w budowie, co implikuje prognozę dalszych spadków inwestycji mieszkaniowych.

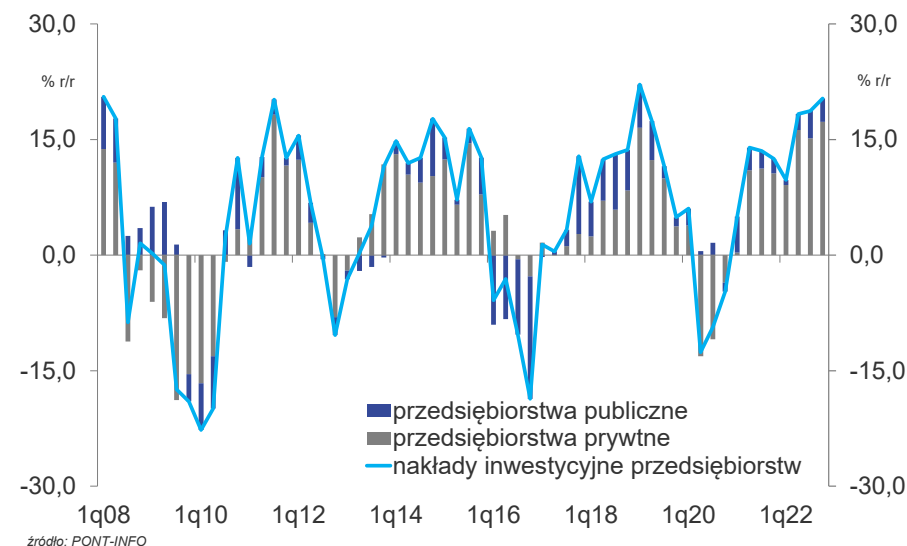
2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

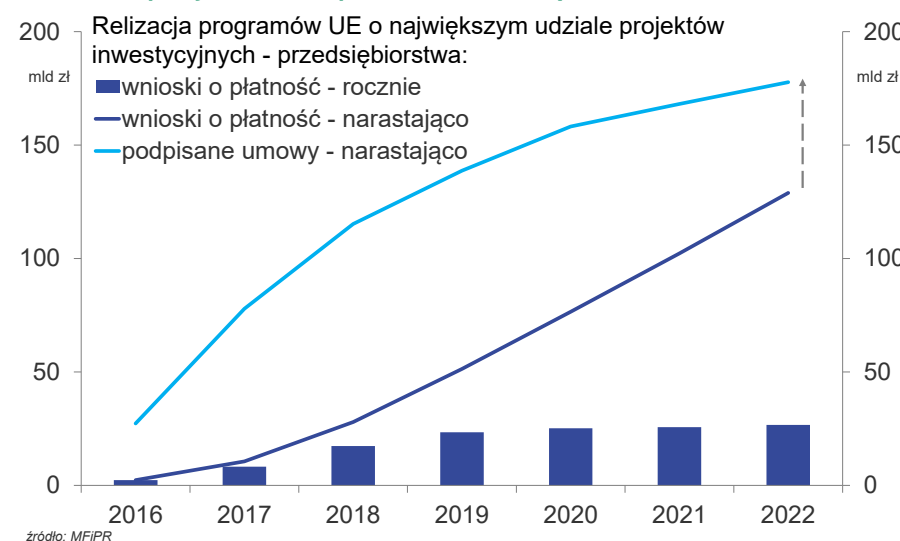
Nastroje inwestycyjne firm z początkiem 2023 r. wciąż wyraźnie poniżej długookresowej średniej...



...pomimo słabszych nastrojów nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw solidnie wzrosły w 2022 r.



Pesymizm firm równoważony koniecznością zakończenia w 2023 r. projektów współfinansowanych ze środków UE



Dekoniunktura w budownictwie mieszkaniowym utrzyma się w 2023 r. osłabiając inwestycje prywatne





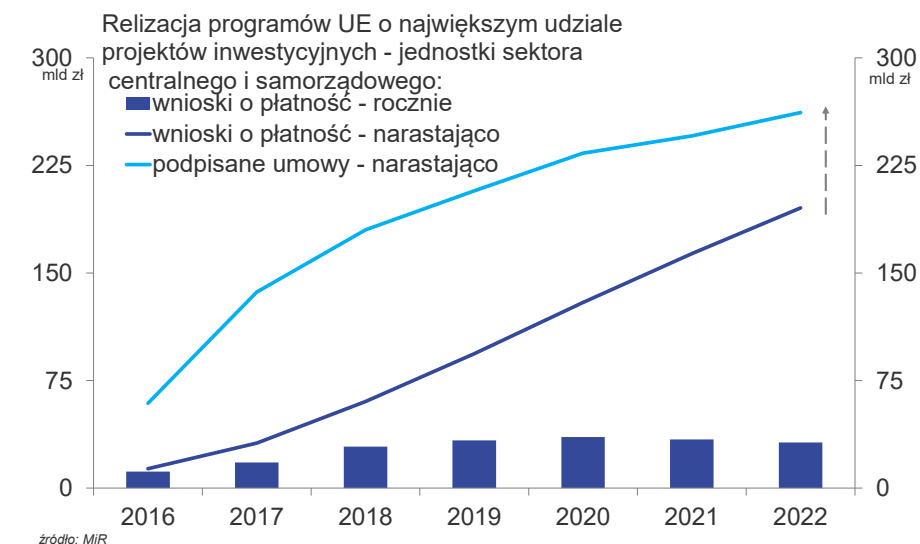
...a solidny wzrost inwestycji publicznych będzie stabilizował inwestycje ogółem

- W I kw. wyniki produkcji budowlano-montażowej wyraźnie poprawiły się, szczególnie w firmach specjalizujących się w budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej, co wskazuje na materializację oczekiwanego scenariusza przyspieszenia inwestycji infrastrukturalnych.
- W całym 2023 r. oczekujemy utrzymania wyższych inwestycji infrastrukturalnych biorąc pod uwagę: – znaczące inwestycje samorządów w okresie przedwyborczym, – konieczność zakończenia projektów współfinansowanych ze środków UE (Perspektywa finansowa UE na l. 2014-2020), – zwiększenie emisji obligacji KFD wskazujące na utrzymanie wydatków drogowych (pomimo przesuwania środków na wydatki zbrojeniowe).
- Wymóg zakończenia w 2023 r. projektów współfinansowanych z unijnej Perspektywy finansowej UE na l. 2014-2020 oraz dane dot. realizacji umów i wniosków o płatności (w przybliżeniu określających moment zakończenia projektu) wskazują na nadal spory potencjał wydatkowania środków w tym roku.
- Poza inwestycjami infrastrukturalnymi w 2023 r. oczekujemy dodatkowo skokowego wzrostu wydatków na wyposażenie wojska. Na podstawie informacji dot. planów wydatków w tym obszarze podtrzymujemy prognozę wyraźnego wzrostu realnej dynamiki inwestycji SFP w tym roku do ok. 15,0% r/r wobec ok. 4% r/r w 2022 r.
- Silny wzrost inwestycji publicznych przy ograniczonym osłabieniu inwestycji prywatnych przekłada się na prognozę wzrostu dynamiki nakładów brutto na środki trwałe w całej gospodarce do 5,8% r/r z 5,0% r/r w 2022 r. Jednocześnie jednak kumulacja w tym roku inwestycji współfinansowanych ze środków UE wpływa na prognozę wyraźnego obniżenia tej dynamiki w 2024 r. Na podstawie dostępnych informacji oceniamy, że rozpoczynane projekty inwestycyjne współfinansowane ze środków UE z nowej perspektywy finansowej nie przebiegają wystarczająco dynamicznie, aby utrzymać wyższe tempo wzrostu. Ponadto słabsza aktywność gospodarki globalnej oraz oczekiwane utrzymanie słabszych wyników finansowych firm nie będą sprzyjały inwestycjom.

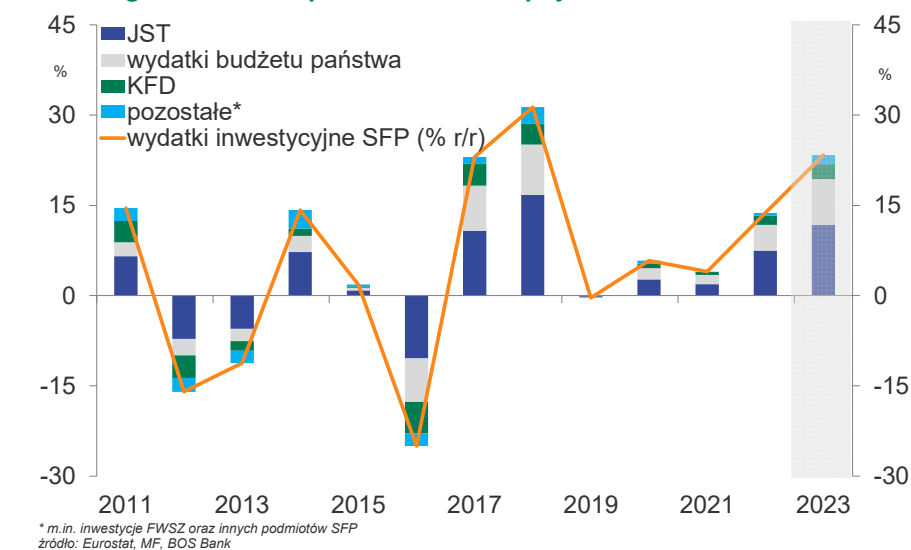
2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

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



...a wzrost wydatków na uzbrojenie pozwala oczekiwać dalszego wzrostu dynamiki inwestycji SFP

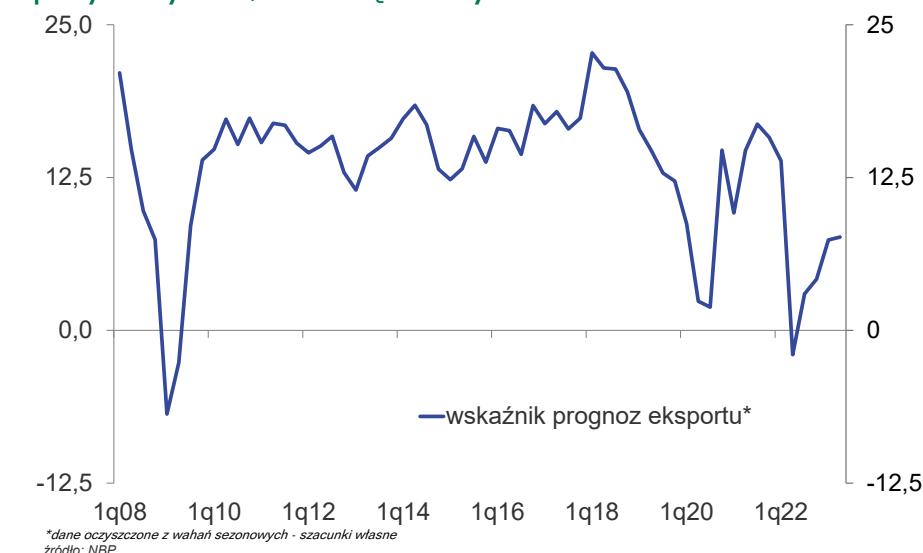




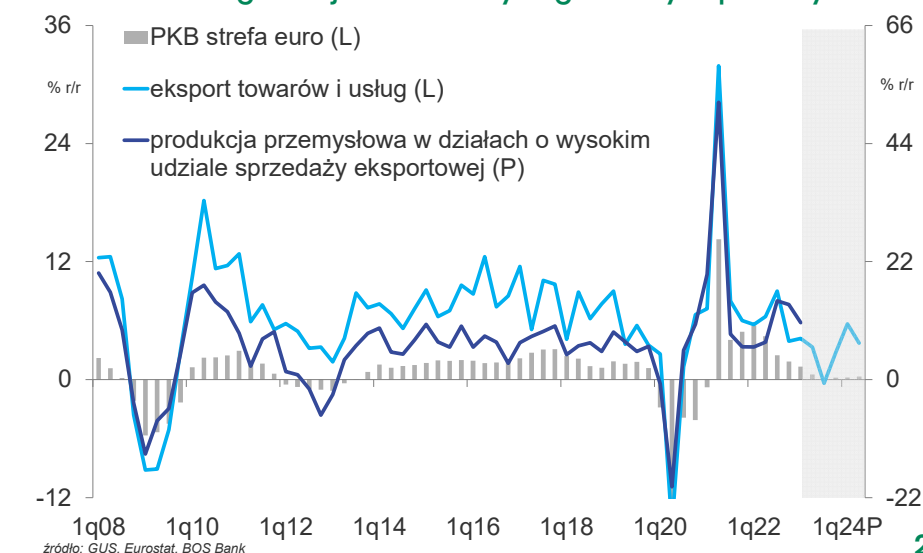
Oczekiwana stagnacja w strefie euro i ochłodzenie nastrojów w globalnym przemyśle poskutkują stopniowym obniżeniem dynamiki eksportu

- Według raportu NBP „Szybki Monitoring” w I poł. br. wyraźnie poprawiły się prognozy przedsiębiorców dot. eksportu. W I kw. skala spadku dynamiki produkcji przemysłowej w działach o najwyższym udziale produkcji na eksport była ograniczona.
- 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 oraz w II poł. roku w związku z ryzykiem kryzysu energetycznego. Wskaźnik prognoz eksportu pozostaje wyraźnie poniżej długookresowej średniej.
- Ostrożność co do perspektyw krajowego eksportu potwierdzają także, sygnały ochłodzenia koniunktury w globalnym przemyśle, w tym słabsze wyniki z niemieckiego przemysłu oraz nieco rozczarowujące wyniki aktywności chińskiej gospodarki jak również słaby wynik produkcji przetwórstwa przemysłowego w kwietniu.
- Podtrzymujemy prognozę stopniowego obniżenia dynamiki eksportu w trakcie 2023 r. do ok. 2,5% w całym roku, wobec ponad 6,0% w 2022 r.
- Pomimo oczekiwanego wolniejszego wzrostu eksportu, w 2023 r. oczekujemy poprawy kontrybucji eksportu netto we wzrost PKB. Oczekujemy bowiem wyraźnego obniżenia dynamiki importu spowodowanego osłabieniem popytu krajowego (w tym najbardziej importochłonnej kategorii zapasów) i eksportu (także wysoka importochłonność).
- 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 inwestycji publicznych tj. wzrostu udziału importochłonnych inwestycji związanych z wyposażeniem armii, które w istotnym stopniu będą zakupami sprzętu z zagranicy.

Oczekiwania przedsiębiorstw dot. popytu na eksport mniej pesymistyczne, ale wciąż relatywnie słabe...



...co sygnalizuje osłabienie dynamiki eksportu, szczególnie w warunkach gorszej koniunktury w globalnym przemyśle

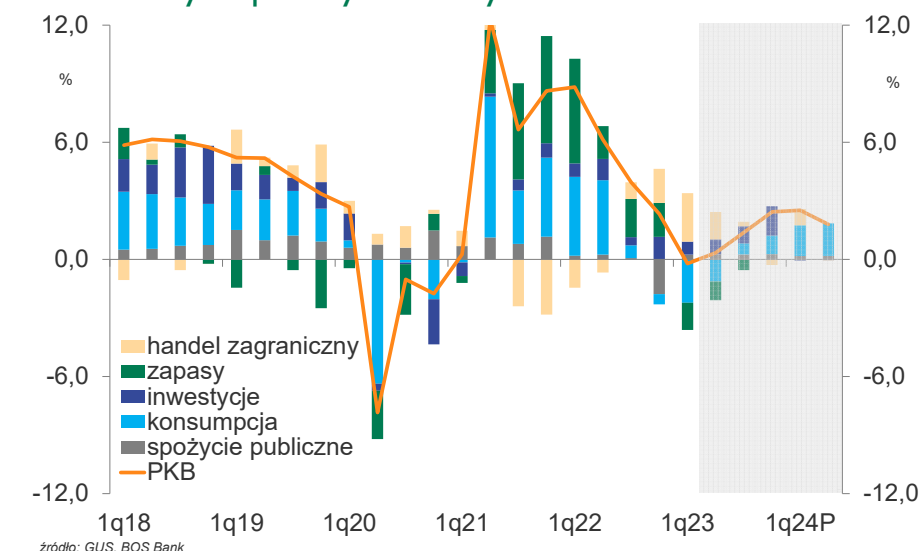




W 2023 r. wzrost PKB w okolicach 1,0%

- Szacujemy, że w 2023 r. PKB wzrośnie o około 1,0% r/r wobec 5,1% r/r w 2022 r. (bez zmian wobec prognozy sprzed kwartału przy lekkich zmianach struktury, tj. wyższej prognozie inwestycji i niższej spożycia).
- Nie zmieniła się także oczekiwana przez nas ścieżka wyników gospodarki w kolejnych kwartałach, tj. po ujemnym wyniku PKB w I kw. oczekujemy jej wzrostu w okolice 0,0% r/r w II kw. i dalszego wzrostu do ok. 2,0% r/r w IV kw. To przyspieszenie w głównej mierze będzie opierało się na wzroście kontrybucji spożycia gospodarstw domowych dzięki rosnącej sile nabywczej dochodów gospodarstw domowych.
- Z początkiem 2024 r. oczekujemy wyhamowania poprawy dynamiki PKB. Przy dalszym wzroście dynamiki konsumpcji oczekujemy bowiem wyraźnego obniżenia dynamiki inwestycji biorąc pod uwagę wygaśnięcie efektu kumulacji wykorzystania do końca br. środków z perspektywy UE na l. 2014–2020. W kolejnych kwartałach oczekujemy dalszego pogorszenia wyników finansowych przedsiębiorstw, co łącznie z raczej słabym optymizmem inwestycyjnym przedsiębiorstw ogółem będzie także hamować silniejsze ożywienie inwestycji prywatnych. Biorąc pod uwagę wyzwania dla gospodarki globalnej związane z ze znaczącą skalą zacieśnienia warunków monetarnych trudno także oczekiwać silniejszej stymulacji wzrostu gospodarczego ze strony popytu zagranicznego.
- Nie sądzimy natomiast, aby słabsze wyniki finansowe firm były istotnym czynnikiem ryzyka dla gospodarki. Ich bieżące pogorszenie następuje bowiem z historycznie wysokich poziomów, a wskaźniki rentowności pod koniec ub.r. utrzymywały się na poziomach wyraźnie powyżej średnich wieloletnich.
- Głównym czynnikiem ryzyka dla prognoz pozostaje sytuacja zewnętrzna, w tym rozwój sytuacji geopolitycznej, ceny surowców energetycznych w kolejnym okresie grzewczym oraz rozwój sytuacji sektora bankowego w gospodarkach rozwiniętych.

Z początkiem 2023 r. dotek koniunktury, od II kw. oczekiwany stopniowy wzrost dynamiki PKB



Prawdopodobne dalsze pogorszenie wyników finansowych firm, jednak z bardzo mocnych poziomów





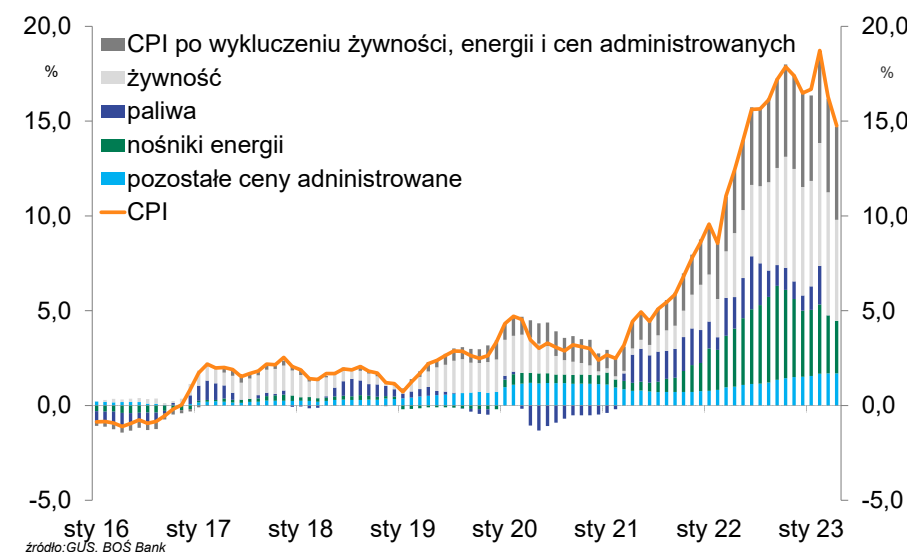
Przełom I i II kw. przyniósł oczekiwany skokowy spadek wskaźnika inflacji CPI

- Po okresowym wzroście inflacji w lutym do lokalnego maksimum na poziomie 18,4% r/r, w marcu i kwietniu wskaźnik CPI obniżył się łącznie o 3,7 pkt. baz.
- Spadek inflacji wynikał z efektów bazy (skokowy wzrost inflacji w reakcji na agresję Rosji na Ukrainę w 2022 r.). W dalszym ciągu miesięczne wzrosty cen kształtują się bowiem powyżej średnich.
- Spadki dynamiki cen dotyczą głównie żywności i energii, gdzie przed rokiem miał miejsce skokowy wzrost cen, a z kolei bieżąca korekta spadkowa globalnych cen surowców sprzyja teraz dezinflacji.
- Do kwietnia trudno natomiast wskazywać na proces dezinflacji w kategoriach zaliczanych do inflacji bazowej. Po wzroście inflacji bazowej do 12,3% r/r w marcu, w kwietniu indeks ten tylko nieznacznie obniżył się – do 12,2% r/r.
- Miesięczne wzrosty cen w dalszym ciągu utrzymują się wyraźnie powyżej długookresowej średniej, co wskazuje na dalsze „przerzucanie” dotychczasowych wzrostów kosztów firm na ceny detaliczne.

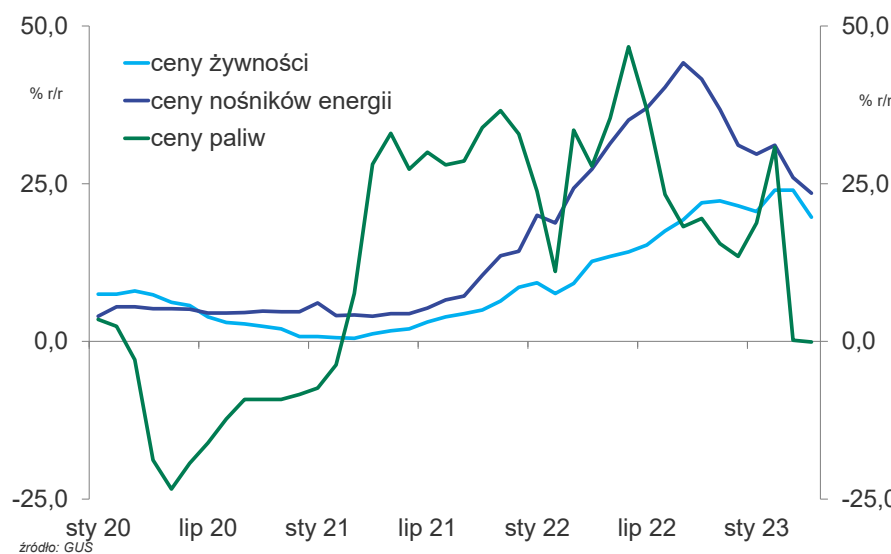
2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

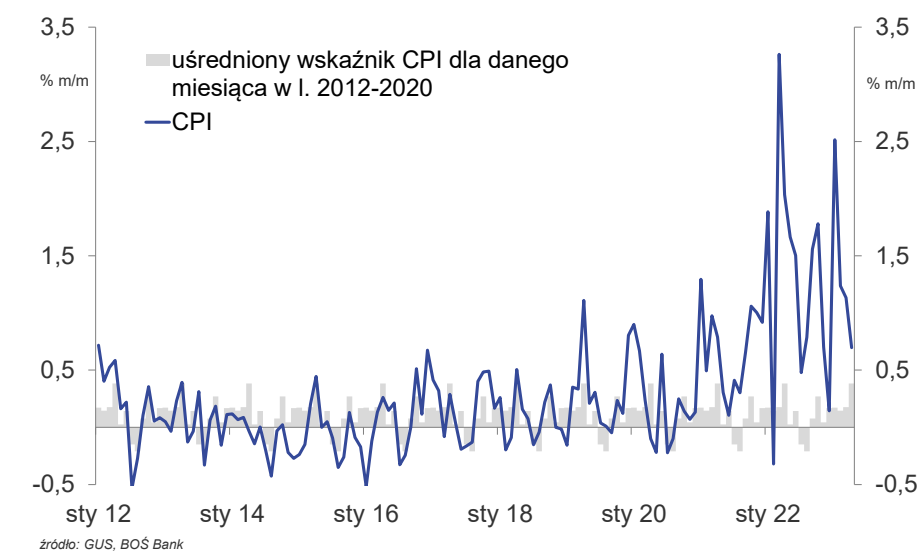
W marcu i kwietniu skokowy spadek wskaźnika inflacji CPI...



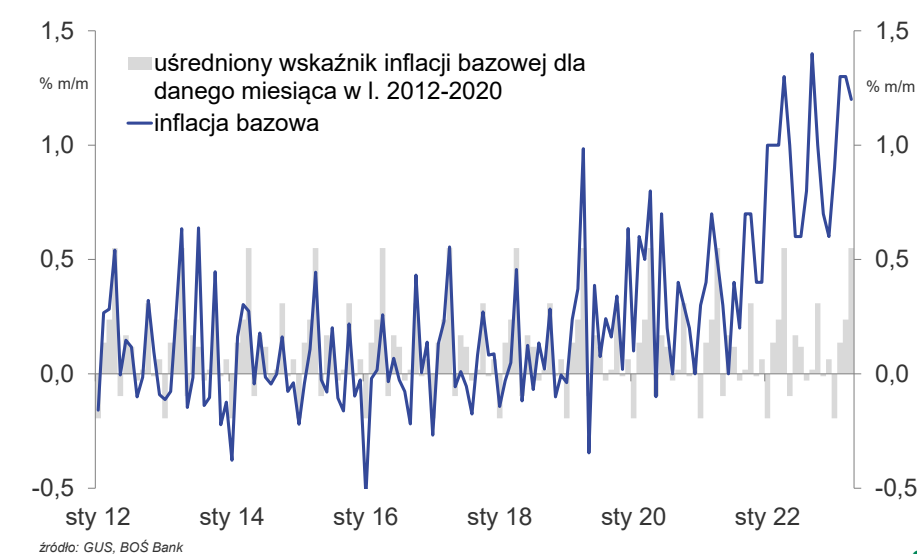
...koncentrujących się w żywności i energii...



...w warunkach historycznie wysokich baz odniesienia...



...przy wciąż bardzo wysokich wzrostach inflacji bazowej





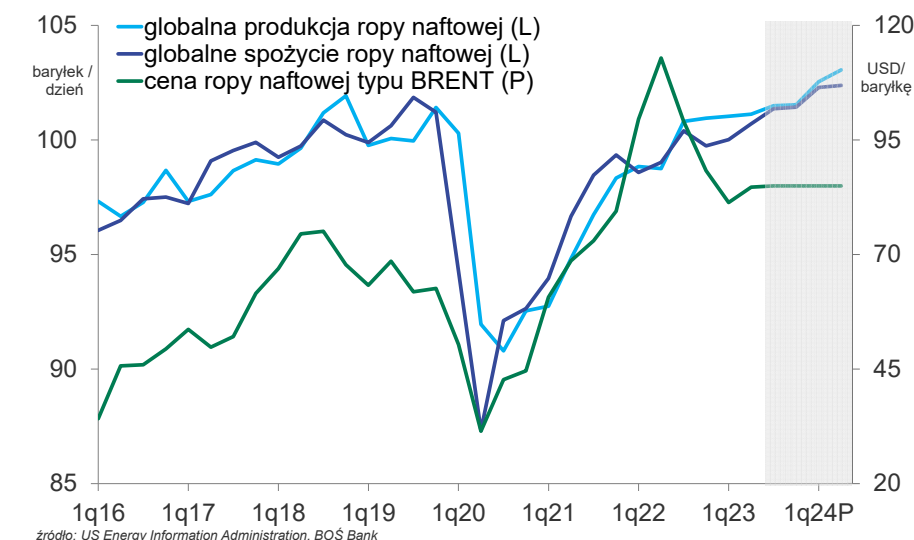
W kolejnych miesiącach oczekiwany dalszy spadek inflacji dzięki niższej dynamice cen energii...

- Pomimo globalnych zawirowań w zakresie podaży ropy naftowej i kolejnej decyzji OPEC o ograniczeniu produkcji, ceny tego surowca utrzymują się na stabilnym poziomie, blisko zakładanego przez nas średniokresowego poziomu 85 USD/baryłkę Brent. Ponadto wygaśnięcie obaw przed silnym wzrostem cen oleju napędowego po wejściu w życie embarga UE na import produktów ropopochodnych z Rosji przelożyło się na silniejszą korektę cen oleju napędowego na przełomie I i II kw. Bieżący spadek cen paliw wobec gwałtownego ich wzrostu przed rokiem poskutkował spadkiem ich rocznej dynamiki cen w okolice 0,0% r/r.
- Choć sytuacja podażowa na rynku ropy naftowej pozostaje czynnikiem ryzyka, w bazowym scenariuszu zakładamy utrzymanie stabilnych cen ropy naftowej, przy utrzymujących się wyzwaniach dla globalnego wzrostu gospodarczego (i popytu). Przy takim założeniu widzimy jeszcze potencjał do obniżenia dynamiki cen w trakcie 2023 r. do ujemnego poziomu, po czym niewielkiego wzrostu z początkiem 2024 r.
- Także dynamika roczna cen nośników energii będzie się obniżać. Przyczyni się do tego przede wszystkim stabilizacja na niższym poziomie cen opału za sprawą rozpoczętego pod koniec ub. trendu spadkowego cen węgla. Ujemna dynamika cen opału w II poł. roku powinna obniżyć dynamikę cen nośników energii w kierunku 15% r/r na koniec br. wobec ponad 35% r/r w styczniu br. pomimo utrzymania wysokich dynamik cen energii elektrycznej, energii cieplnej i gazu – efektu podwyżek administracyjnych z początku roku.
- Ceny energii z początkiem 2024 r. będą zależne od decyzji administracyjnych. Póki co zakładamy, że w warunkach utrzymujących się podwyższonych cen hurtowych energii, ale jednocześnie wyraźnie niższych cen wobec ekstremalnie wysokich poziomów z ub.r., konieczności ograniczania wydatków publicznych na rekompensaty z tego tytułu, należy liczyć się z kilkuletnim okresem stopniowych podwyżek cen energii, co może utrzymywać dynamikę cen nośników energii powyżej 10,0% r/r.

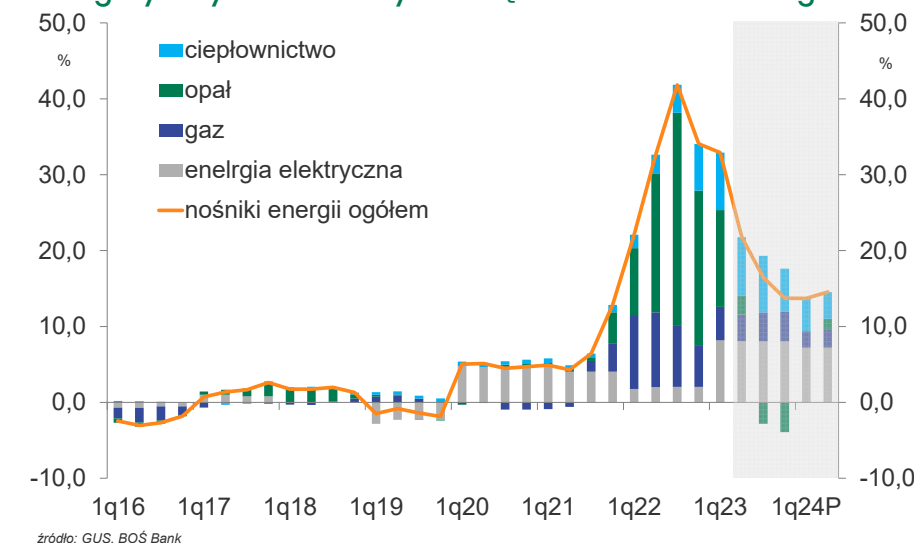
2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

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



Wysokie bazy odniesienia i korekta cen surowców energetycznych obniża dynamikę cen nośników energii



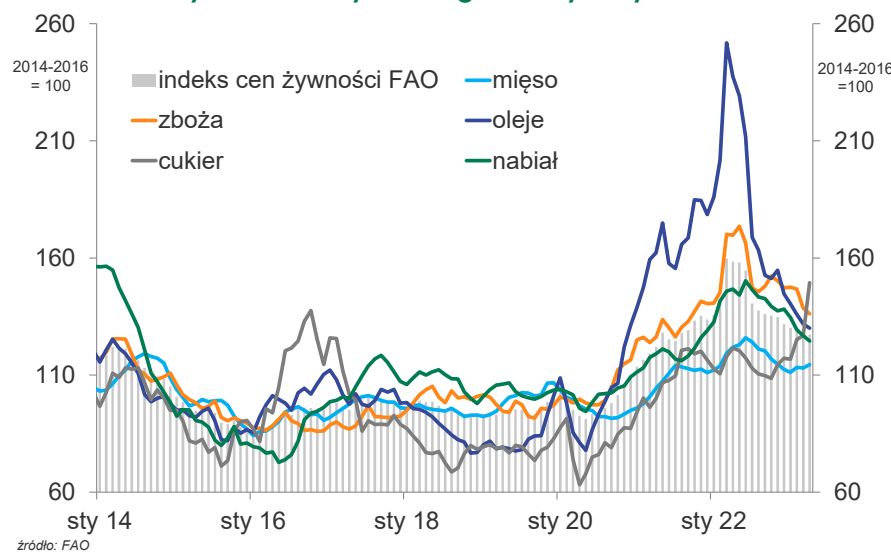
...oraz żywności dzięki korekcie cen surowców na rynku globalnym

- Biorąc pod uwagę stabilizowanie się globalnych cen surowców żywnościowych, energetycznych i nawozów oczekujemy wyraźnego obniżenia dynamiki cen żywności do ok. 7,5% r/r na koniec br. Z początkiem 2024 r. spadek ten zahamuje założony przez nas w prognozie powrót do wyższych stawek VAT na żywność.
- Najsilniejszego obniżenia dynamiki cen oczekujemy w grupie żywności przetworzonej. W niewielkim stopniu będzie zmieniała się kontrybucja owoców i warzyw w związku ze zdecydowanie stabilniejszą sytuacją na tym rynku w I. 2021 – 2022 (brak efektów bardzo wysokich baz odniesienia).
- Prognozowana skala obniżenia dynamiki cen żywności jest znacząca. Należy jednak zwrócić uwagę, że oczekujemy, że tempo wzrostu cen utrzyma się powyżej długookresowej średniej, pomimo globalnego spadku cen surowców żywnościowych. Taka sytuacja wynika z założenia, że jeszcze w dłuższym horyzoncie na ceny detaliczne będą wpływać podwyższone koszty przedsiębiorstw (energia elektryczna, wynagrodzenia).

2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

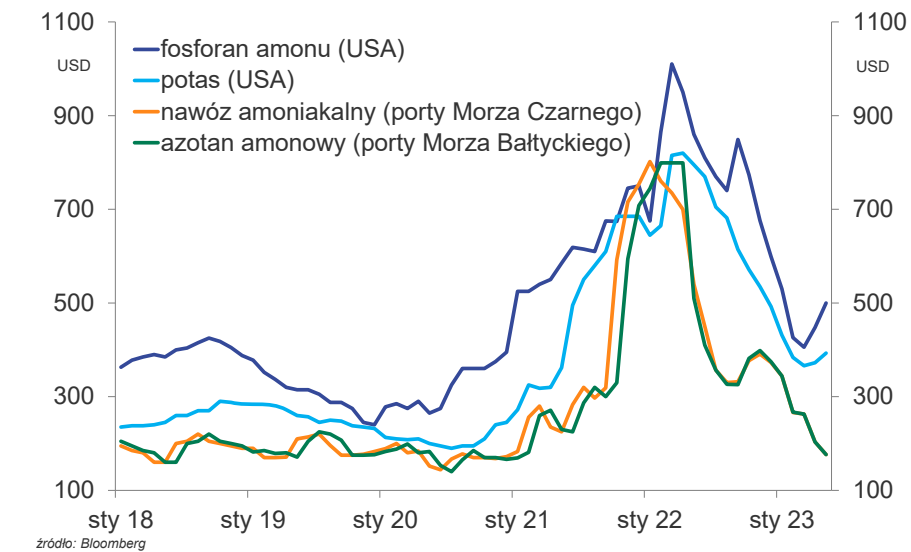
Do maja systematyczny spadek cen większości cen surowców żywnościowych na globalnym rynku...



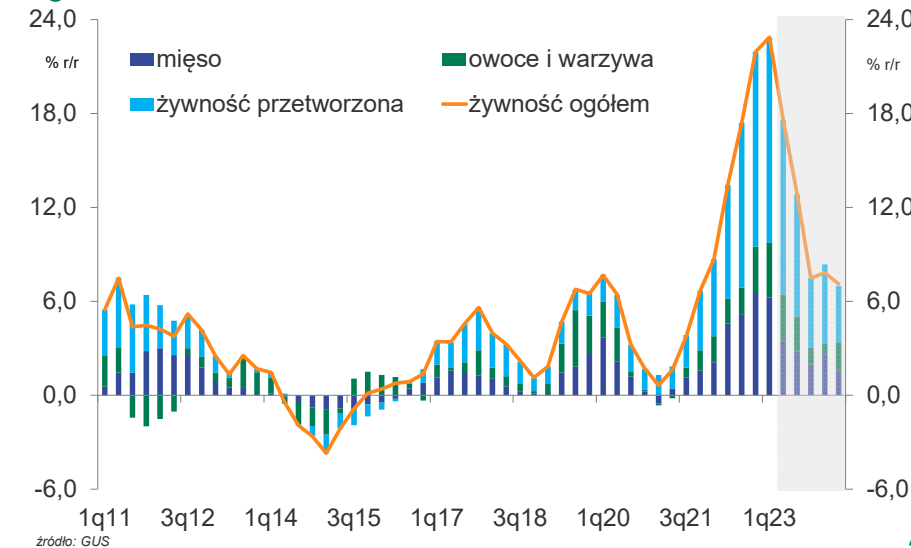
...pozwala oczekiwać spadku dynamiki żywności przetworzonej...



...oraz kontynuacja spadku cen nawozów...



...której wzrost najsilniej podbił wzrost cen żywności ogółem w 2022 r.





Powolny proces obniżenia inflacji bazowej...

- Od jesieni 2022 r. inflacja bazowa (CPI po wykluczeniu żywności i energii) dynamicznie rosła do 12,3% r/r w marcu, a w kwietniu obniżyła się minimalnie do 12,2% r/r.
- Podwyżki cen z początkiem roku okazały się wyższe od oczekiwań, zatrzymując na początku 2023 r. obserwowaną wcześniej deflację w obszarze towarów. Na początku br. lekko obniżyła się dynamika cen usług, co jednak w części mogło wynikać z efektów bazy (wzrosty cen usług na początku 2022 r. m.in. jako efekt zmian w PIT). Wykluczając niższe indeksy cen usług w transporcie (koszty paliw, decyzje administracyjne) widoczna jest wciąż bardzo wysoka dynamika cen.
- Oczekujemy, że spadek cen surowców ograniczy presję na wzrost cen detalicznych. Taką prognozę wspierają oczekiwania firm („Szybki Monitoring”). W szczególności oczekujemy nasilenia deflacji towarów (silny spadek indeksu PPI), czemu sprzyjać będzie także aprecjacja złotego. Jednocześnie rosnące znaczenie czynnika kosztów pracy może ograniczać skalę spadku indeksu cen usług.

2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

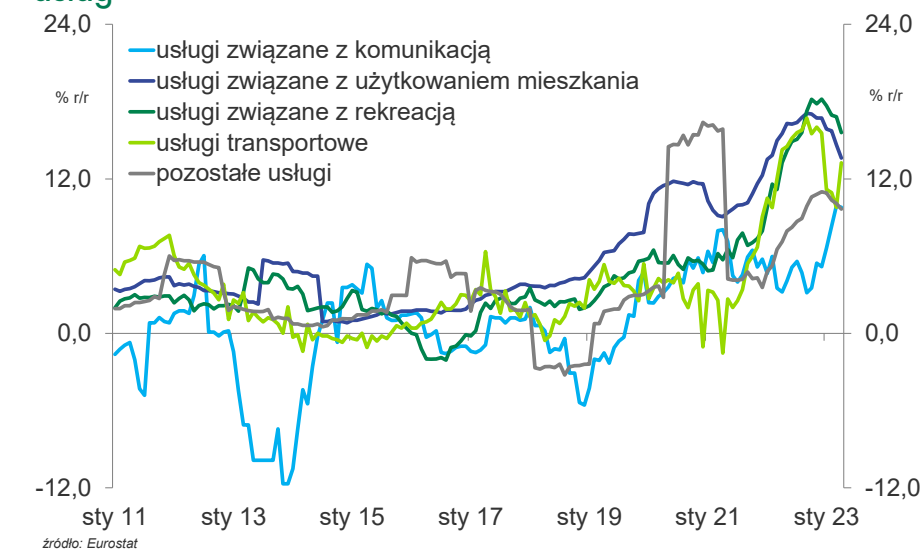
Powszechny charakter wysokich podwyżek cen na początku roku...



Stabilizacja cen surowców będzie sprzyjać wyhamowaniu inflacji CPI w br. w szczególności w grupie towarów...



...przy utrzymujących się bardzo wysokich wzrostach cen usług



...w ślad za wyraźnym spadkiem indeksu cen produkcji w przemyśle



...poskutkuje wolniejszym spadkiem inflacji CPI pod koniec 2023 r.

- Biorąc pod uwagę wyraźne spadki cen importu, energii elektrycznej i słabnący popyt konsumpcyjny, oczekujemy stopniowego obniżenia wskaźnika inflacji najsilniej zależnego od czynników makroekonomicznych (tj. po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych).
- Uważamy jednak, że utrzymujące się sporo wyższe poziomy kosztów (np. ceny energii elektrycznej) będą spowalniać dezinflację w porównaniu do wcześniejszych okresów spowolnienia. Firmy będą zapewne jeszcze w dłuższym okresie przenosić koszty na ceny finalne.
- Choć odsetek przedsiębiorstw planujących podwyżki cen z tytułu wyższych kosztów surowców i materiałów obniżył się, wciąż pozostaje wysoki, a w br. wzrosło znaczenie kosztów pracy.
- Na początku 2024 r. oczekujemy zahamowania spadku wskaźnika cen administrowanych (zaliczanych do inflacji bazowej). Uważamy, że z powodu okresu wyborczego (2023 r.) wiele podwyżek cen w tej grupie nastąpi dopiero w 2024 r.

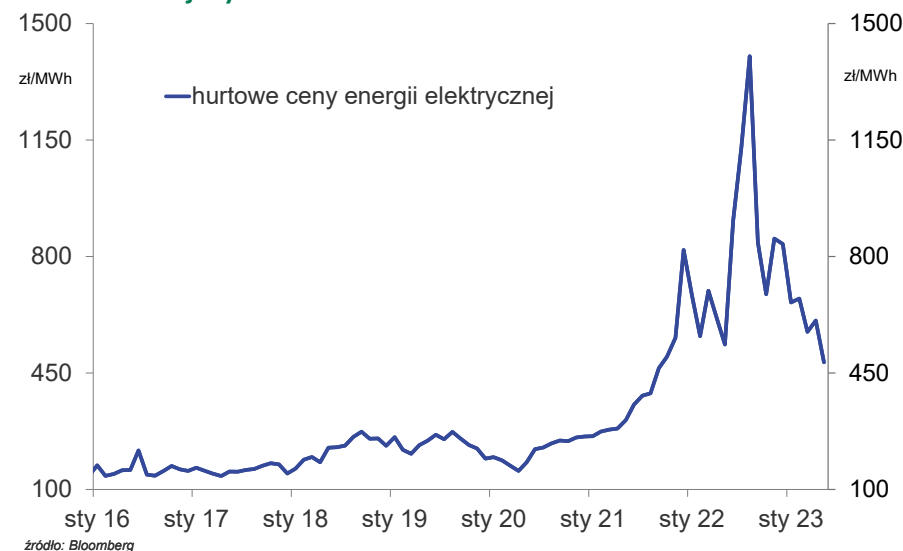
2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

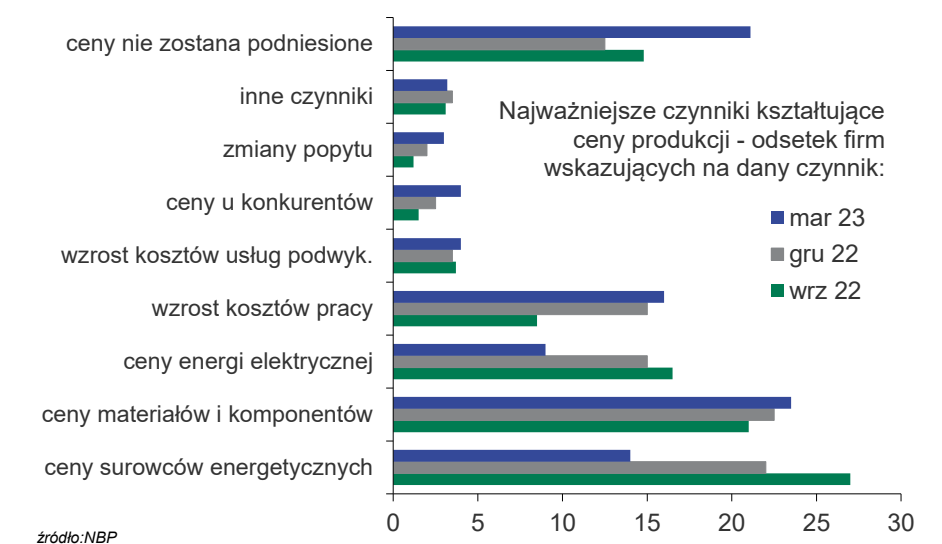
Czynniki makroekonomiczne obniżą inflację bazową w br., choć jej poziom pozostanie wysoki...



...gdyż ich ceny nie powróciły do poziomów z lat wcześniejszych



...przy wciąż istotnym znaczeniu wzrostu cen surowców...



Po okresie wyborczym w 2023 r., w 2024 prawdopodobne silniejsze podwyżki cen administrowanych

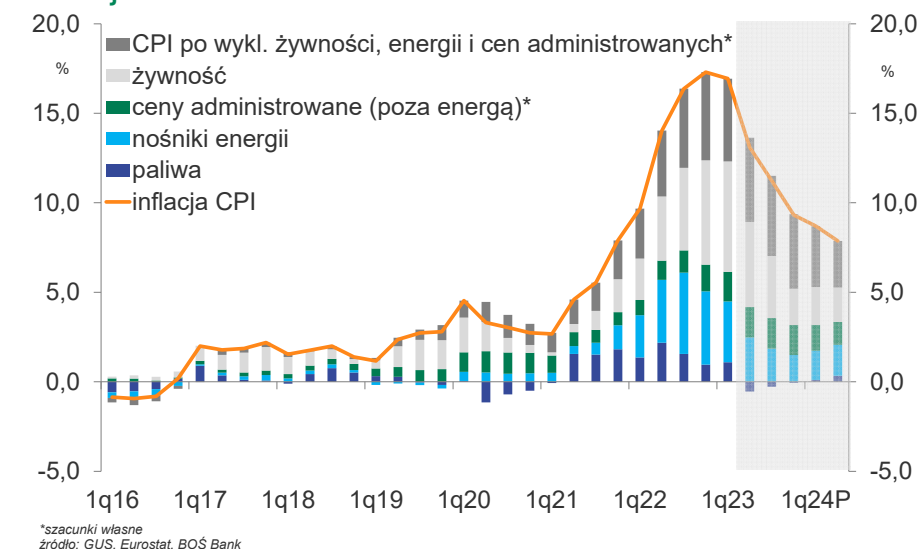




W III kw. jest szansa na jednocyfrowy poziom inflacji CPI, początek 2024 r. pod znakiem decyzji administracyjnych

- Oczekujemy, że w 2023 r. wskaźnik średniorocznej inflacji obniży się w kierunku 12,7% wobec 14,3% w 2022 r.
- Oczekujemy, że na jesieni (we wrześniu lub październiku) wskaźnik CPI obniży się do jednocyfrowego poziomu, po czym w ostatnich miesiącach roku spadek ten spowolni a indeks CPI na koniec roku wyniesie blisko 9,5% r/r.
- Od lipca efekty wysokich statystycznych baz odniesienia będą już słabiej wpływać na obniżenie inflacji z powodu notowanego w II poł. ub.r. spadku cen ropy naftowej, czy też spadek cen węgla pod koniec 2022 r., a zakładany przez nas jedynie powolny spadek inflacji bazowej w trakcie 2023 r. będzie ograniczał spadek wskaźnika CPI ogółem.
- Prognozujemy, że do końca br. inflacja bazowa utrzyma się na dwucyfrowym poziomie na koniec roku kształtując się na poziomie ok. 10,7% r/r.
- Utrzymanie tendencji z tego roku – tj. niższych podwyżek cen w warunkach stabilizujących się cen surowców żywnościowych, energetycznych i zaopatrzeniowych – wskazuje na potencjał dla dalszego spadku inflacji CPI z początkiem 2024 r.
- W scenariuszu bazowym prognozujemy jednak, że ten proces na początku przyszłego roku spowolni, zakładając powrót od stycznia 2024 r. do wyższych stawek VAT na żywność oraz stopniowy proces podwyższania cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych z uwagi na prawdopodobne utrzymanie cen hurtowych energii powyżej poziomów z lat wcześniejszych.
- Te założenia jednak wskazują na ponownie bardzo duże znaczenie decyzji administracyjnych dla prognoz inflacji w 2024 r. Przy założeniu utrzymania bieżącej stawki podatku VAT na żywność oraz stabilizacji cen energii elektrycznej, CPI na początku 2024 r. obniżyłby się poniżej 7%, tj. ok. 2 pkt. proc. poniżej naszej prognozy bazowej.

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



...dla ścieżki inflacji CPI w 2024 r. istotne znaczenie decyzji administracyjnych





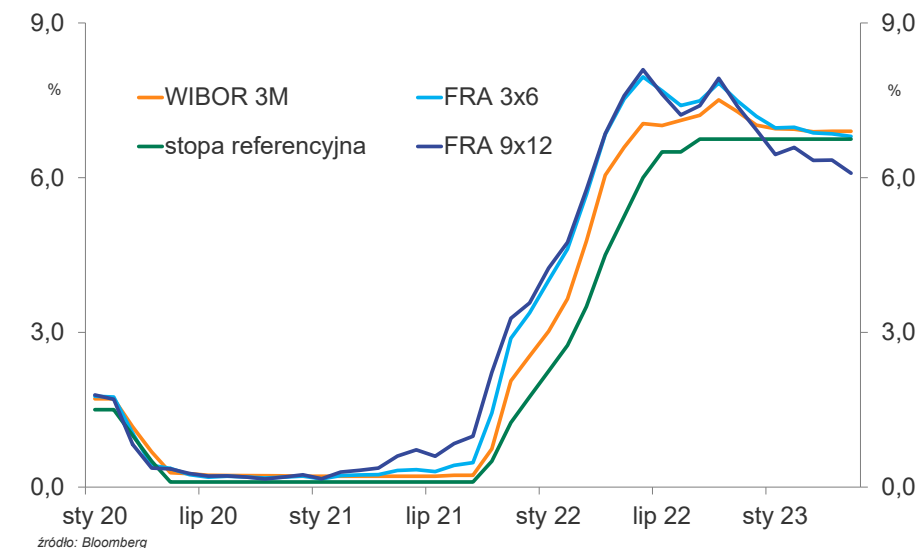
Inflacja pod koniec roku zbyt wysoka, aby rozpocząć luzowanie polityki pieniężnej

- W pierwszych miesiącach 2023 r. RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie 6,75% dla stopy referencyjnej NBP w warunkach materializującego się scenariusza spadku inflacji CPI oraz kontynuacji spowolnienia aktywności krajowej gospodarki.
- Wyhamowanie wzrostu inflacji pod koniec 2022 r. oraz jej istotny spadek w marcu i kwietniu wzmocniły oczekiwania rynkowe dot. rozpoczęcia przed końcem 2023 r. luzowania polityki pieniężnej. Te prognozy rynkowe stymulowała także sytuacja globalna, tj. przesunięcie oczekiwań dot. polityki pieniężnej głównych banków centralnych, w tym redukcji stóp Fed.
- Dodatkowo oczekiwania na redukcję stóp wzmacniały pojawiające się wypowiedzi członków RPP sugerujące opcję obniżenia stóp w ostatnich miesiącach 2023 r., przy generalnym łagodnym nastawieniu zdecydowanej większości członków Rady.
- Jednocześnie biorąc pod uwagę, że: – do końca br. inflacja CPI będzie utrzymywać się powyżej stopy referencyjnej NBP i zgodnie z naszymi prognozami ukształtuje się powyżej poziomu prognozowanego przez NBP (marcowa projekcja inflacyjna NBP), – inflacja bazowa obniży się jedynie nieznacznie i pozostanie dwucyfrowa pod koniec br., – 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 stabilne. Oczekujemy, że przestrzeń dla ich redukcji pojawi się w trakcie 2024 r. wraz z silniejszym spadkiem inflacji bazowej i obniżeniem wskaźnika CPI bliżej poziomu stopy referencyjnej NBP.
- Jednocześnie przy generalnie „gołębim” nastawieniu większości członków RPP trudno całkowicie wykluczyć pierwszą obniżkę stóp NBP już pod koniec 2023 r. Dla RPP przesłanką dla takiej decyzji mogłoby być szybsze od naszych prognoz obniżenie inflacji bazowej i tym samym ścieżka inflacji CPI zbliżona do tej prognozowanej przez NBP lub decyzje administracyjne (VAT na żywność, ceny nośników energii) obniżające prognozę inflacji CPI na początku 2024 r.

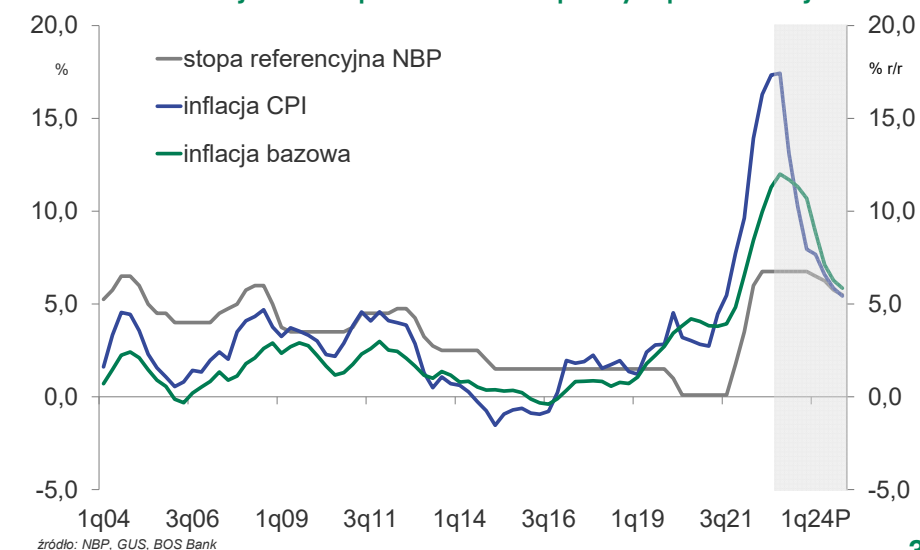
2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Spadek inflacji i czynniki globalne nasiliły oczekiwania rynkowe na obniżkę stóp NBP pod koniec 2023 r...



...nasza prognoza inflacji wskazuje jednak na późniejszy termin i wolniejsze tempo luzowania polityki pieniężnej

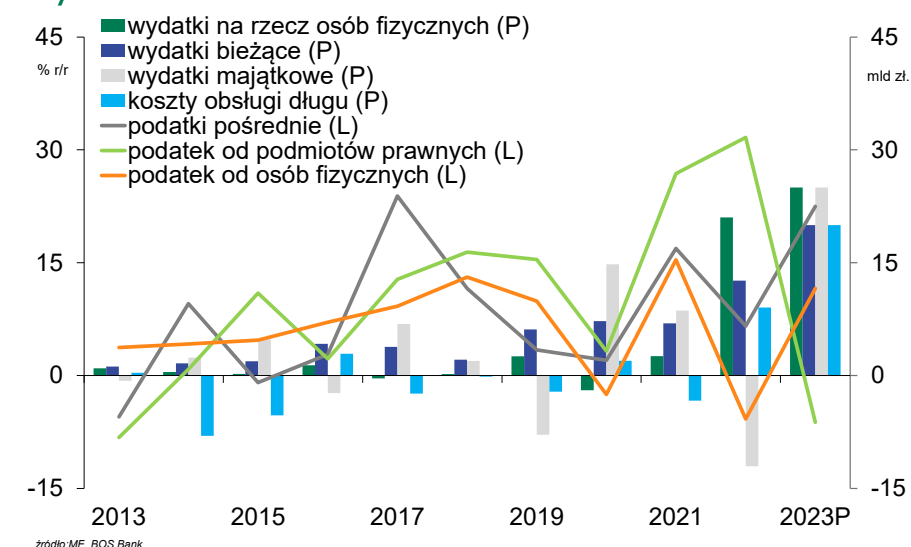




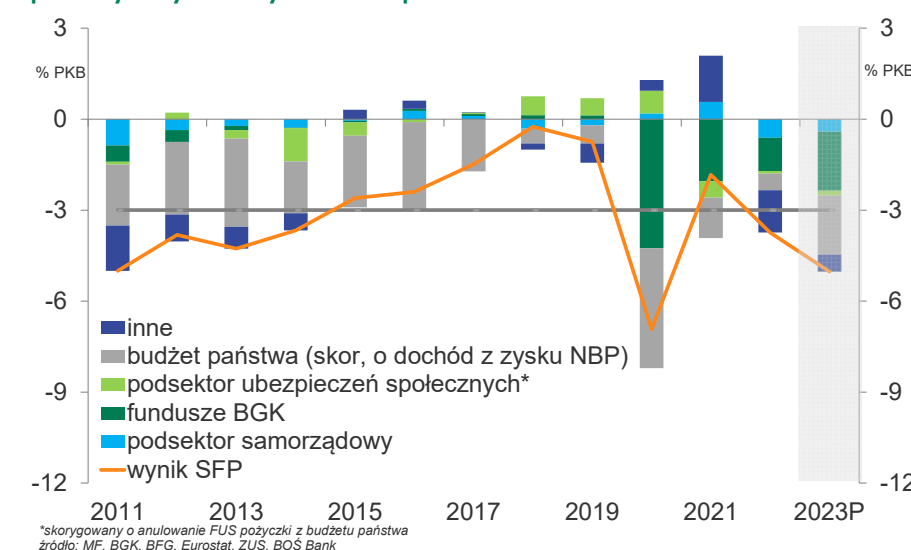
Kumulacja wydatków podwyższy deficyt SFP w 2023 r.

- Według danych GUS w 2022 r. deficyt sektora finansów publicznych (SFP) wzrósł do 3,7% PKB z 1,8% PKB w 2021 r., z kolei dług SFP obniżył się do 49,1% PKB wobec 53,6% PKB w 2021 r.
- W 2023 r. oczekujemy dalszego wzrostu deficytu SFP w kierunku 5,0% PKB.
- Od strony dochodowej, efekty spowolnienia aktywności (przede wszystkim niższej dynamiki wzrostu nominalnego spożycia gospodarstw domowych) będzie rekompensowało przywrócenie wyższych stawek podatku VAT i akcyzy w warunkach wycofania się z części rozwiązań tarczy antyinflacyjnej (paliwa, nośniki energii). Ponadto pomimo silnego spowolnienia aktywności, niższe ryzyko dla rynku pracy będzie istotnie stabilizowało stronę dochodową budżetu państwa (w porównaniu do poprzednich okresów spowolnienia aktywności gospodarczej).
- Dla prognoz wyniku SFP w 2023 r. kluczowa jest strona wydatkowa z uwagi na kumulację wydatków w większości najważniejszych grup wydatkowych, w tym na wydatki związane z wyposażeniem wojska, rekompensat dla spółek energetycznych ograniczenia podwyżek cen energii, czy też wyższych kosztów obsługi długu publicznego.
- Jakościowe informacje dot. skali wydatków zbrojeniowych (finansowanych także z pozabudżetowego Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych), zwiększenie emisji Krajowego Funduszu Drogowego, pogorszenie wyniku samorządów w okresie wyborczym łącznie z wyższym poziomem deficytu budżetu państwa zwiększą deficyt SFP, pomimo oczekiwanego wygaszenia wydatków funduszu przeciwdziałania COVID-19, silnie obciążających wynik SFP w I. 2020–2021.

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

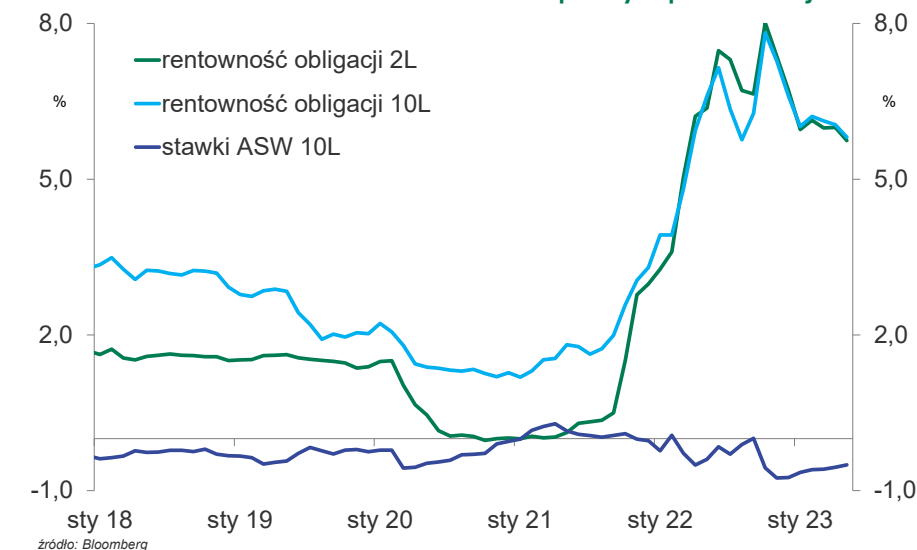




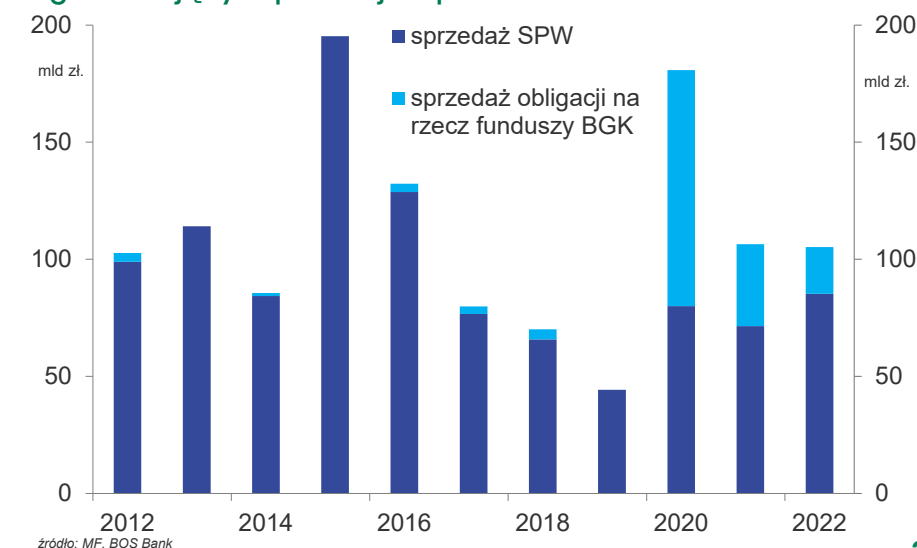
Oczekiwania rynkowe na obniżki stóp procentowych NBP mogą być przedwczesne

- Na przełomie I i II kw. rentowności krajowych obligacji obniżyły się w warunkach narastających oczekiwań na redukcję stóp procentowych NBP pod koniec roku oraz spadku rentowności obligacji na rynkach bazowych. Okresowo ten spadek ograniczały okresy wzrostu globalnej awersji do ryzyka.
- Duża wrażliwość rynków na napływające dane i informacje (wpływające na ocenę procesu dezinflacji w kraju i na świecie) i tym samym na prawdopodobieństwo redukcji stóp procentowych NBP w 2023 r. stymulowała zmienność rentowności. Jednocześnie jednak generalna korekta dot. perspektyw krajowej polityki pieniężnej (tj. z początkiem br. wygaśnięcie oczekiwań na podwyżki stóp) oraz głównych banków centralnych (po marcowych perturbacjach sektora bankowego) ograniczały już skalę tych wahań.
- Biorąc pod uwagę oczekiwania dalszego spadku krajowej inflacji, perspektywy redukcji stóp procentowych w I. 2024-2025 oraz prognozy obniżenia rentowności obligacji na rynkach bazowych oczekujemy generalnego trendu spadkowego rentowności krajowych obligacji skarbowych. Jednocześnie jednak przy bieżącym nasileniu oczekiwań rynkowych na rozpoczęcie luzowania krajowej polityki pieniężnej już w tym roku w krótkim okresie potencjał spadkowy rentowności jest już mniejszy.
- W nadchodzących miesiącach możliwe jest utrzymanie podwyższonej zmienności cen obligacji (tj. szybszy spadek rentowności z ryzykiem silniejszych korekt w górę), przy wyczekiwaniu rynków na sygnały dotyczące decyzji RPP pod koniec tego roku.
- Cały czas czynnikiem ograniczającym spadek rentowności papierów skarbowych będzie utrzymanie wysokiej podaży obligacji, zarówno obligacji Skarbu Państwa, jak i funduszy BGK. W bazowym scenariuszu rozwoju sytuacji gospodarczej nie oczekujemy natomiast gwałtownego wzrostu premii za ryzyko z tytułu krajowej sytuacji fiskalnej.

Kontynuacja spadków rentowności krajowych SPW w warunkach oczekiwań na luzowanie polityki pieniężnej



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	6,9	5,1	1,0
Popyt krajowy	% r/r	2,2	5,4	6,3	3,3	-2,7	8,5	5,1	0,1
Spożycie indywidualne	% r/r	3,6	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,2	3,3	-0,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-7,6	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	5,0	5,8
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0,8	-0,1	-0,2	1,2	0,6	-1,1	0,2	0,9
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1 853	1 983	2 127	2 288	2 338	2 631	3 078	3 498
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,8	-0,3	-1,3	-0,2	2,5	-1,4	-3,0	-1,1
	mld EUR	-3,4	-1,5	-6,5	-1,2	12,8	-8,3	-19,5	-8,0
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	10,0	11,1	15,7	16,3	19,0	17,5	18,6	20,3
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	2,2	0,4
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	8,8	12,1	12,9
	% r/r, real.	4,4	3,2	5,4	4,7	1,9	3,6	-1,9	0,2
Inflacja CPI	% r/r, śr.	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,4	12,7
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	11,4
Depozyty ogółem	% r/r	9,4	4,2	9,1	8,2	13,8	10,9	5,5	4,8
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	-1,8	-3,7	-5,0
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	54,5	50,8	48,7	45,7	57,2	53,6	49,1	48,4
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	6,90
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	2,01	1,69	1,33	1,43	0,01	3,33	6,63	5,70
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,87	2,66	2,13	1,79	0,41	3,93	6,83	5,65
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	4,68
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	0,5
PKB – Chiny	% r/r	6,8	6,9	6,8	6,0	1,8	8,5	3,0	4,9
Inflacja CPI – USA	% r/r, śr.	1,3	2,1	2,4	1,9	1,2	4,7	8,0	3,8
Inflacja HICP – strefa euro	% r/r, śr.	0,4	1,4	1,4	1,2	0,3	2,6	8,4	5,6
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	0,75	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	4,50	5,25
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	5,35
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	4,00
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	2,15
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	84,0

% 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 (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

2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		3q22	4q22	1q23	2q23P	3q23P	4q23P	1q24P	2q24P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	3,9	2,3	-0,2	0,2	1,4	2,4	2,5	1,8
Popyt krajowy	% r/r	3,1	0,6	-2,8	-1,2	1,2	2,8	1,8	1,9
Spżycie indywidualne	% r/r	1,1	-1,1	-3,8	-2,0	1,0	2,0	2,8	3,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	2,5	5,4	5,3	4,9	5,4	6,8	-0,5	-0,2
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0,8	1,7	2,6	1,4	0,2	-0,4	0,7	-0,1
Saldo rachunku obrotów bieżących									
	% PKB	-3,4	-3,0	-1,6	-0,9	-0,8	-1,0	-0,8	-0,7
	mld EUR	-6,1	-2,7	2,5	0,1	-5,8	-4,7	4,1	1,1
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	5,1	5,2	5,4	5,0	5,0	5,3	5,6	5,2
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,4	2,6	1,8	1,5	0,9	0,0	0,0	0,0
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	14,6	12,3	14,3	12,8	12,8	12,0	10,0	9,5
	% r/r, real.	-1,5	-4,3	-2,4	-0,4	1,4	2,5	1,1	1,2
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	17,2	16,6	16,1	12,0	10,8	9,5	8,2	7,8
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	10,7	11,5	12,3	11,7	11,1	10,7	9,0	7,3
Stopa referencyjna NBP	% k.o.	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25
Stopa kredytu lombardowego NBP	% k.o.	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	7,00	6,75
Stopa depozytowa NBP	% k.o.	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,00	5,75
WIBOR 3M	% k.o.	7,21	7,02	6,89	6,90	6,90	6,90	6,60	6,30
Obligacje skarbowe 2L	% k.o.	7,37	6,63	5,97	5,75	5,75	5,70	5,40	5,10
Obligacje skarbowe 5L	% k.o.	7,36	6,83	5,93	5,80	5,80	5,65	5,35	5,05
Obligacje skarbowe 10L	% k.o.	7,13	6,83	6,03	5,85	5,75	5,60	5,30	5,00
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,87	4,69	4,68	4,60	4,60	4,60	4,60	4,60
PLN/USD	PLN, k.o.	4,95	4,40	4,29	4,22	4,24	4,28	4,26	4,24
PLN/CHF	PLN, k.o.	5,07	4,77	4,69	4,69	4,68	4,68	4,68	4,67
założenia zewnętrzne		3q22	4q22	1q23	2q23P	3q23P	4q23P	1q24P	2q24P
PKB – USA	% r/r	1,9	0,9	1,6	1,9	1,0	0,0	-0,3	-0,3
PKB – strefa euro	% r/r	2,5	1,8	1,3	0,5	0,1	0,2	0,2	0,3
PKB – Chiny	% r/r	3,9	2,9	4,5	6,0	4,5	4,5	4,3	4,5
Stopa funduszy federalnych Fed*	% k.o.	3,25	4,50	5,00	5,25	5,25	5,25	5,00	4,50
LIBOR USD 3M	% k.o.	-	-	-	5,35	5,35	5,35	5,10	4,60
Obligacje USA 10L	% k.o.	3,83	3,88	3,47	3,45	3,25	3,10	2,95	2,80
Stopa repo EBC	% k.o.	1,25	2,50	3,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
EURIBOR 3M	% k.o.	-	-	-	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Obligacje GER 10L	% k.o.	2,10	2,56	2,29	2,25	2,20	2,15	2,10	2,05
Stopa SNB	% k.o.	0,50	1,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
SARON	% k.o.	0,44	0,94	1,42	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
USD/EUR	USD, k.o.	0,98	1,07	1,08	1,09	1,09	1,08	1,08	1,08
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	99,1	88,3	81,4	84,7	85,0	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.

2023-05-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne