

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

27 maja 2024 r.



Ostrożnie do przodu

**Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych**
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

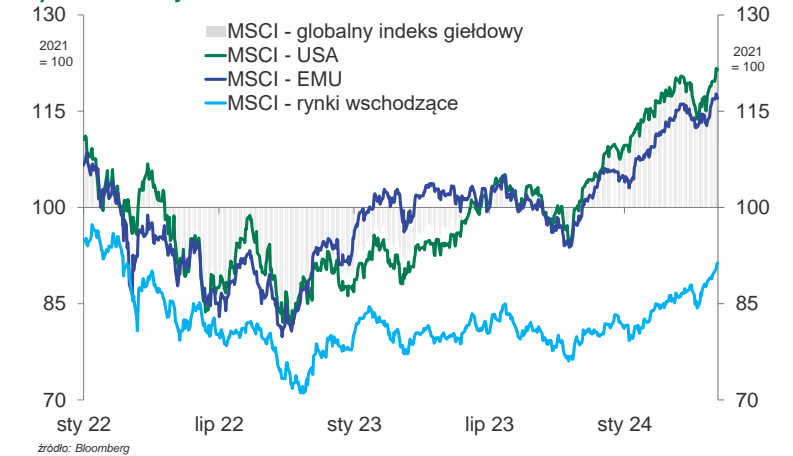
- Wzrost inflacji konsumenckiej oraz lepsze dane na temat aktywności gospodarczej skutkowały w I kw. ograniczeniem oczekiwań rynkowych na obniżki stóp procentowych głównych banków centralnych.
- Jakkolwiek wysoki poziom inflacji oraz stabilizowanie się sytuacji w gospodarce globalnej będzie spowalniać proces luzowania polityki pieniężnej, to sądzimy, że w kolejnych miesiącach rozpocznie się stopniowy proces obniżek stóp. Ten scenariusz wspierają opublikowane w ostatnich tygodniach dane z USA wskazujące na niższą inflację i osłabienie sprzedaży detalicznej. Oczekujemy, że EBC rozpocznie cykl luzowania polityki pieniężnej na posiedzeniu czerwcowym, a FOMC na posiedzeniu wrześniowym.
- Dane makroekonomiczne wskazują na bardziej zrównoważone tendencje gospodarcze – przyspieszenie aktywności w strefie euro oraz jej osłabienie w USA. Choć głównym motorem wzrostu pozostaje konsumpcja prywatna, to w I kw. więcej sygnałów wskazywało także na poprawę perspektyw globalnego przemysłu. Wciąż jednak skala tej poprawy i słaba koniunktura w globalnej wymianie handlowej wskazują na podwyższone ryzyko dla prognoz, w szczególności w warunkach utrzymującego się ryzyka „wojen handlowych” oraz ryzyka geopolitycznego.
- Choć ożywienie konsumpcji prywatnej wyraźnie wspiera aktywność polskiej gospodarki i pozwoli na przyspieszenie dynamiki PKB do 2,8% r/r w 2024 r., to dla trwalszej poprawy koniunktury konieczne jest ożywienie popytu zagranicznego wspierającego krajowy przemysł. Wskaźniki koniunktury oraz oczekiwania firm wskazują na dalszą poprawę sytuacji gospodarczej oraz spadek niepewności, optymizm ten pozostaje jednak ograniczony jeśli chodzi o perspektywę najbliższego kwartału.
- W I kw. krajowa inflacja CPI wyraźnie obniżyła się do 2,0% r/r w marcu dzięki utrzymującym się bardzo wysokim bazom odniesienia i normalizacji sytuacji w zakresie cen surowców. Począwszy od II kw. inflacja będzie jednak systematycznie rosła, powyżej poziomu 5,0% r/r na koniec roku w wyniku zmian administracyjnych, tj. przywrócenia od kwietnia podstawowej stawki VAT na żywność na poziomie 5% oraz wzrostu od lipca cen nośników energii.
- Utrzymanie bardzo „jastrzębiej” retoryki RPP oraz prognoza wzrostu inflacji w II połowie 2024 r. i w I połowie 2025 r. wspierają scenariusz stabilizacji stóp procentowych NBP. Oczekujemy, że w perspektywie najbliższych 12 miesięcy stopa referencyjna NBP pozostanie na poziomie 5,75%



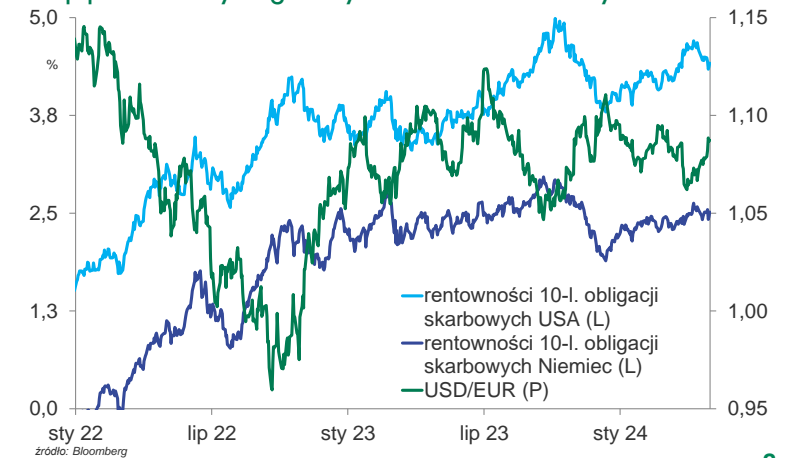
Wysoka zmienność oczekiwań rynkowych dot. obniżek stóp procentowych

- Na przełomie I i II kw. rentowności na rynku obligacji skarbowych silnie wzrosły w reakcji na wyraźną korektę oczekiwań rynkowych dot. skali luzowania polityki pieniężnej przez główne banki centralne, w szczególności Fed. Obawy przed scenariuszem wydłużonego okresu wysokich stóp procentowych ciążyły także instrumentom o wyższym profilu ryzyka, co poskutkowało okresową korektą na rynkach akcji.
- Lekka korekta tych wzrostów rozpoczęła się w maju, dzięki publikacji danych makroekonomicznych z USA (niższa inflacja CPI, słabsze dane ze sfery realnej), które wsparły oczekiwania scenariusza łagodnego spowolnienia aktywności i tym samym stopniowego luzowania polityki monetarnej.
- W nadchodzących kwartałach oczekujemy stopniowego procesu dezinflacji i bardzo stopniowych obniżek stóp procentowych, przy lekkiej poprawie aktywności w strefie euro, stabilizacji w Chinach i osłabieniu koniunktury w USA. Choć tempo wzrostu gospodarki globalnej nieco osłabnie, to w bazowym scenariuszu powinno stabilizować się na bardziej zrównoważonych poziomach, co nie powinno istotnie zwiększyć globalnej awersji do ryzyka, wspierając jednocześnie stopniowy spadek rentowności obligacji.
- Brak eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie ograniczył wcześniejszy (i tak nieznaczny) wpływ sytuacji geopolitycznej na sytuację rynkową. Póki co inwestorzy nie zareagowali także negatywnie na informacje dot. zaostrzenia polityki handlowej USA względem Chin, przy niewielkiej skali podjętych działań odwetowych.
- Sytuacja geopolityczna i związana z nią polityka handlowa pozostają jednak bardzo istotnym czynnikiem ryzyka. Dla materializacji scenariusza łagodnego spowolnienia aktywności konieczna jest stabilizacja aktywności w globalnym przemyśle i globalnym handlu. Dotychczasowa skala poprawy nie jest na tyle silna, aby mitygowała np. ryzyko związane z niepewnością dot. relacji handlowych USA – Chin, szczególnie w kontekście jesiennych wyborów prezydenckich w USA.

W II kw. okresowa korekta globalnych nastrojów na rynkach akcji...



...z powodu wzrostu obaw przed dłuższym okresem wysokich stóp procentowych głównych banków centralnych

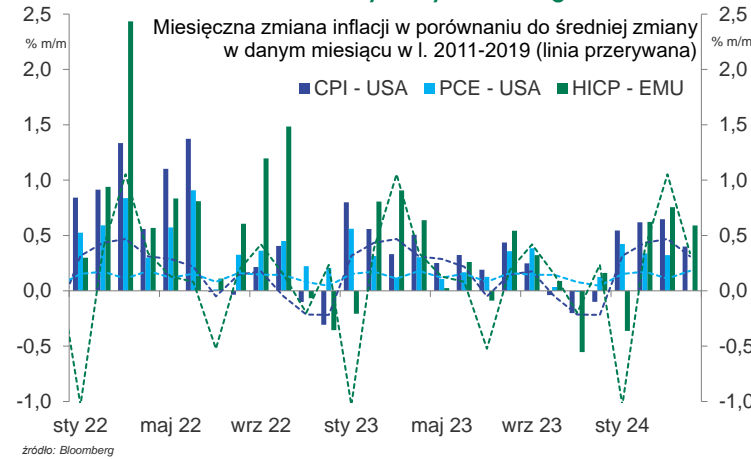




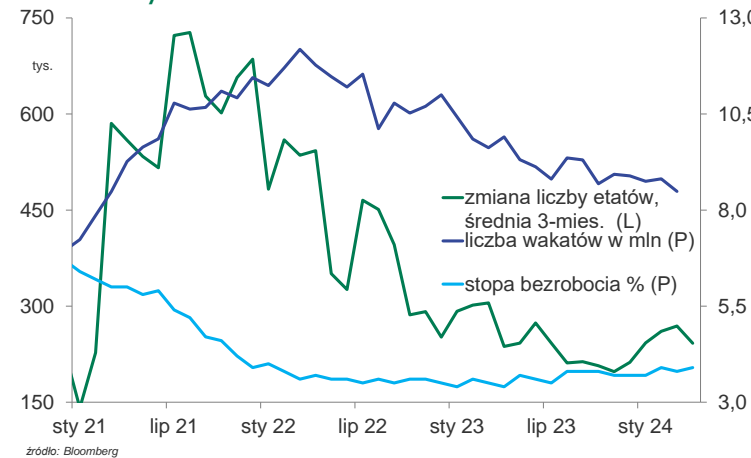
W I kw. inflacja w gospodarkach rozwiniętych okazała się wyższa od oczekiwań odsuwając w czasie obniżki stóp procentowych...

- Wyraźny wzrost inflacji w USA i strefie euro w I kw. 2023 r., wyhamowanie spadku inflacji bazowej oraz „uporczywość” inflacji cen usług poskutkowało wzrostem obaw dot. tempa spadku inflacji. W rezultacie na przełomie I i II kw. silnie obniżyły się oczekiwania rynkowe na szybki proces dezinflacji, które nasiliły się pod koniec 2023 r.
- Te tendencje w połączeniu z pozytywnymi sygnałami ze sfery realnej w I kw. (zaskakująco mocne dane z rynku pracy USA, lekkie odbicie aktywności w strefie euro) przetożyły się na znaczące ograniczenie oczekiwań rynkowych co do skali poluzowania polityki pieniężnej głównych banków centralnych, w szczególności Fed.
- Dopiero publikacje kwietniowych danych z USA dot. inflacji i sprzedaży detalicznej wpłynęły na lekką korektę powyższych tendencji.

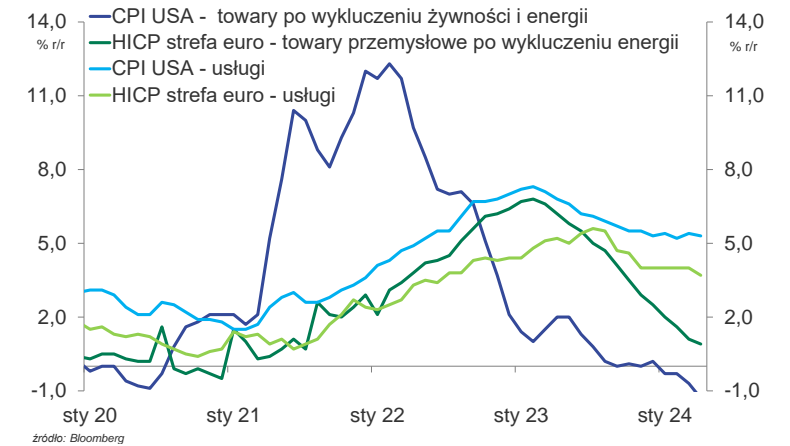
Po silnym spadku w IV kw. 2023 r., w I kw. inflacja w USA i strefie euro zaskoczyła wyraźnie w górę...



...co łącznie z dużo lepszymi danymi z rynku pracy w USA w okresie styczeń - marzec...



...w szczególności w zakresie cen usług...



...silnie ograniczyło oczekiwania rynkowe dot. luzowania polityki pieniężnej przez główne banki centralne

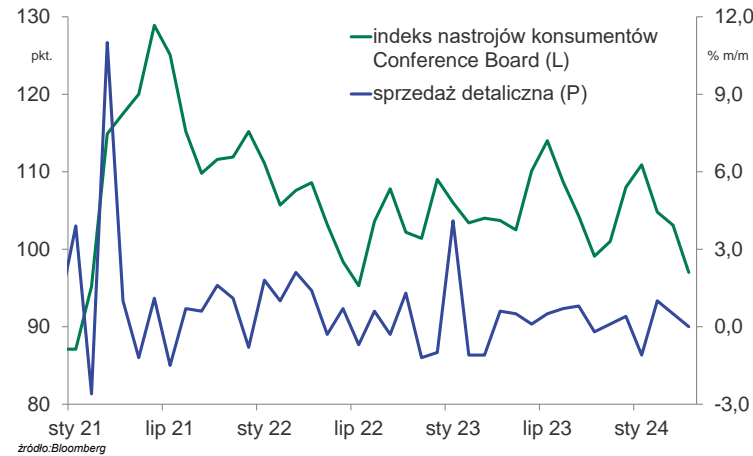




...ale scenariusz kontynuacji stopniowej dezinflacji oraz słabsze dane realne z USA...

- Choć dane makroekonomiczne za I kw. ostudziły oczekiwania rynkowe na szybkie i znaczące obniżki stóp, to w naszej ocenie nie zmieniają scenariusza stopniowego obniżenia inflacji i spowolnienia aktywności w USA w średnim okresie.
- Notowane w ostatnich tygodniach słabsze dane dot. wydatków konsumpcyjnych w USA oraz sygnały dalszego, stopniowego obniżenia dynamiki wynagrodzeń w USA i strefie euro pozwalają utrzymać prognozy stopniowego trendu spadkowego inflacji w kolejnych kwartałach.
- Tę prognozę wspierają także tendencje cen towarów. Choć potencjał do dalszego spadku dynamiki cen towarów jest ograniczony (z bieżących niskich poziomów), niemniej ograniczone wzrosty cen surowców oraz stabilizacja na przetomie I i II kw. kosztów w globalnym transporcie pozwalają oczekiwać utrzymania niższej dynamiki cen towarów.

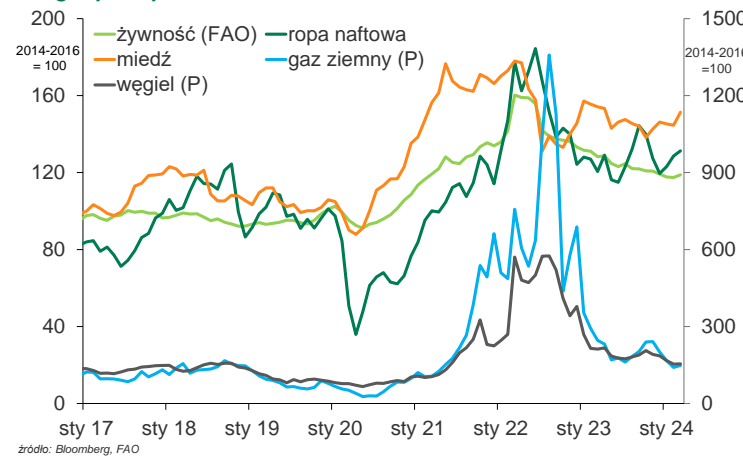
Po bardzo dobrych danych z I kw., w kwietniu wyraźnie słabsze nastroje i wydatki konsumentów...



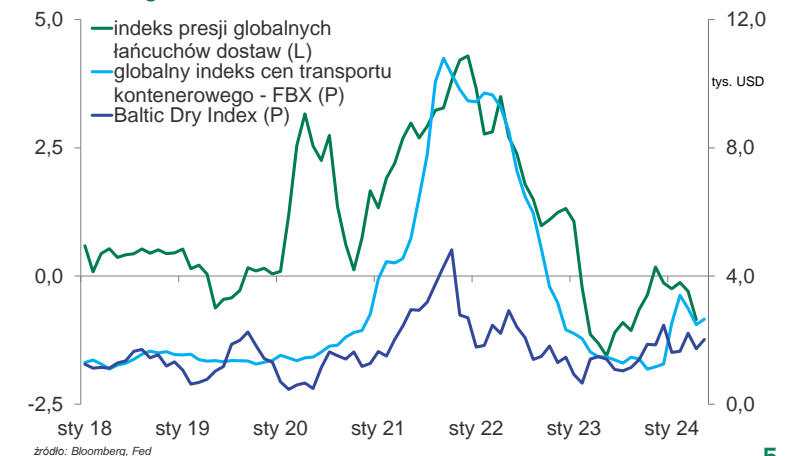
...obok stopniowego spadku dynamiki płac powinny w dłuższym horyzoncie obniżyć inflację cen usług



Stabilizujące się ceny surowców żywnościowych i energetycznych....



...oraz niższe ryzyko dla kosztów transportu nie zapowiadają znaczącego odbicia cen towarów

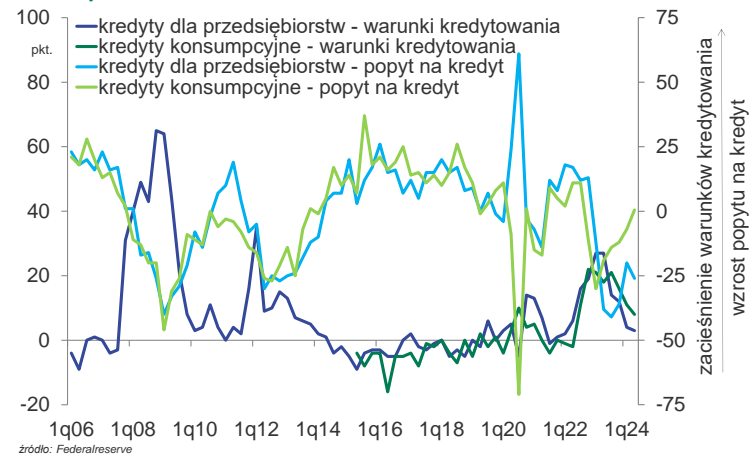




...jak również sytuacja na rynku kredytowym pozwalają oczekiwać stopniowych obniżek stóp w 2024 r.

- W warunkach historycznie wysokich poziomów stóp procentowych głównych banków centralnych w II połowie 2023 r. utrzymywały się zaostrzone warunki na rynku kredytowym USA oraz strefy euro.
- Z drugiej strony, pomimo zmiany oczekiwań dot. ścieżki stóp procentowych Fed i EBC, warunki kredytowe oraz popytu na kredyt nie pogorszyły się wyraźnie. Wyższym stopom procentowym nie towarzyszyło także zaostrzenie rynkowego wskaźnika finansowania.
- Całokształt danych inflacyjnych, ze sfery realnej oraz rynku kredytowego, przy historycznie wysokich poziomach stóp w naszej ocenie przemawiają za bardzo stopniowym procesem łagodzenia polityki pieniężnej.
- Zakładamy, że w kolejnych miesiącach Fed i EBC będą obniżać stopy procentowe, niemniej – jak wskazywaliśmy od wielu miesięcy – proces ten będzie przebiegał stopniowo, o ile silniej nie pogorszą się perspektywy aktywności gospodarczej.

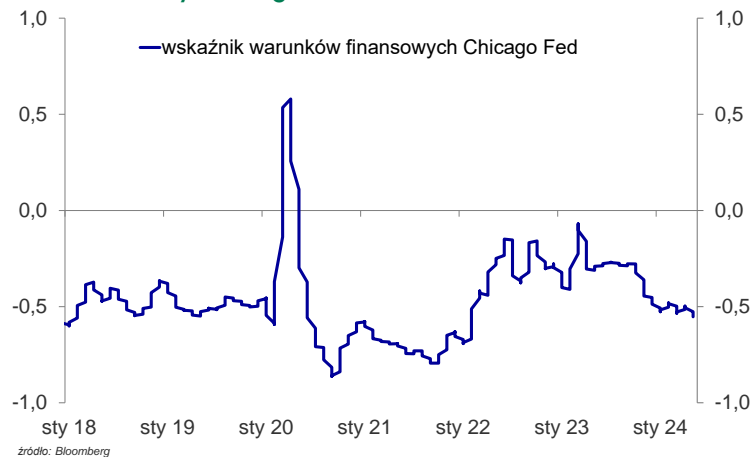
Umiarkowane zaostrzenie warunków kredytowania w USA...



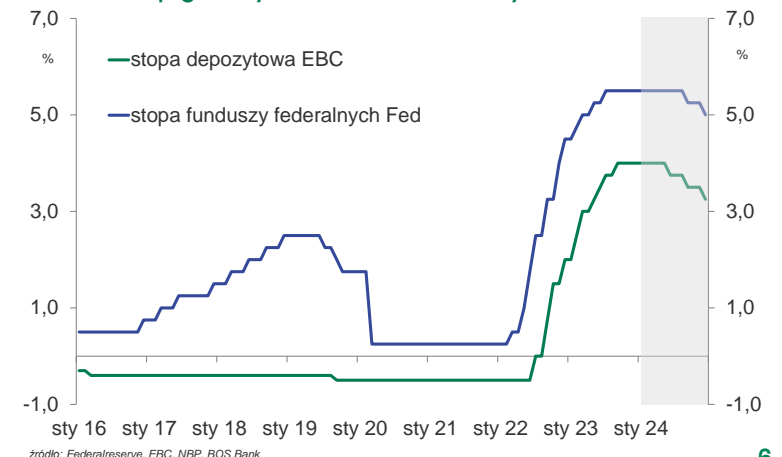
...oraz w strefie euro...



...jak również wciąż relatywnie łagodne warunki finansowania rynkowego...



...potwierdzają dotychczasowy scenariusz stopniowych obniżek stóp głównych banków centralnych

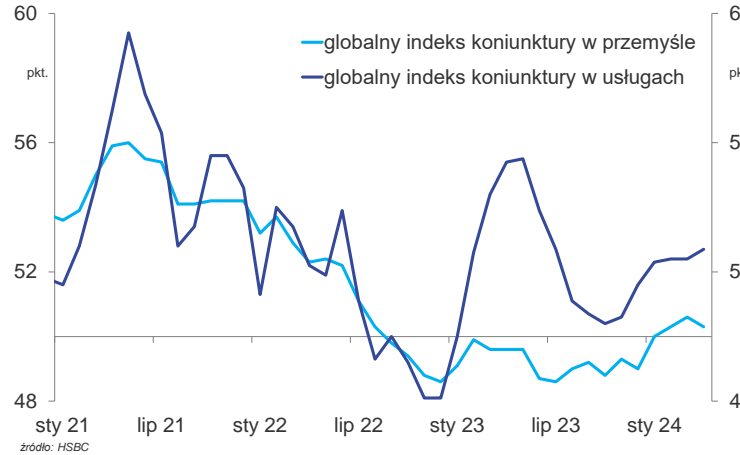




Sytuacja w gospodarce globalnej coraz bardziej zrównoważona, choć koniunktura w globalnym handlu pozostaje istotnym czynnikiem ryzyka...

- Z początkiem roku perspektywy gospodarki globalnej poprawiły się. Wciąż utrzymuje się korzystniejsza koniunktura w usługach, zaczęły też się poprawiać wskaźniki koniunktury w przemyśle.
- Wygasanie procesu ograniczania zapasów, ożywienie konsumpcji w Europie, oraz polityka gospodarcza w Chinach powinny wspierać dalszą poprawę w globalnym handlu, jeśli gospodarki USA i Chin unikną silniejszego spowolnienia.
- Wskaźniki eksportu w krajach azjatyckich (Korea), wyższe prognozy eksportu (indeks Ifo), wzrost wydatków kapitałowych pozwalają oczekiwać stopniowej poprawy sytuacji w globalnym przemyśle. Z drugiej strony wciąż bardzo słaba koniunktura i lekkie wyhamowanie tych tendencji w II kw., negatywne sygnały płynące z globalnego transportu i wyzwania geopolityczne implikują wciąż wysokie ryzyko prognozy.
- Lekkie pogorszenie indeksu niepewności w światowym handlu i podwyższony indeks ryzyka geopolitycznego potwierdzają tą ocenę.

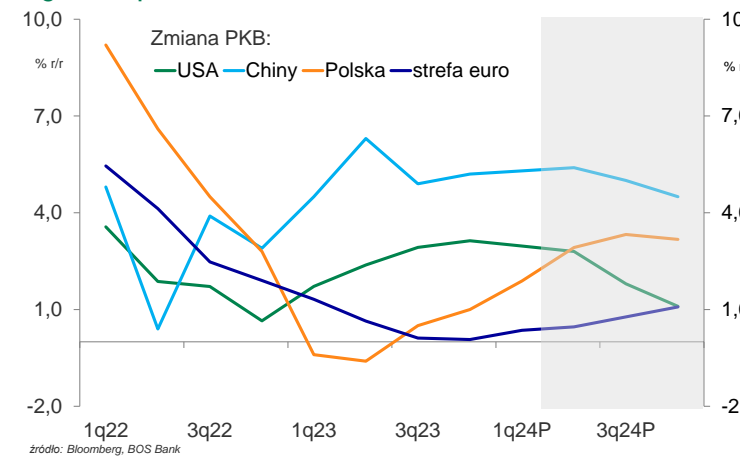
Poprawa globalnej koniunktury obserwowana także w przemyśle, choć z bardzo słabego poziomu...



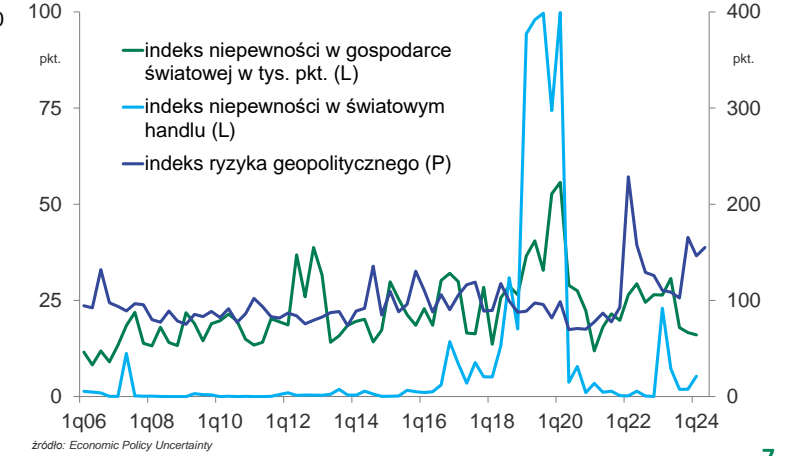
...w ograniczonym stopniu póki co wspiera aktywność w globalnej wymianie handlowej



Przyspieszenie wzrostu PKB w Europie, zaś w USA i Chinach tagodne spowolnienie



Ryzykiem dla optymistycznych prognoz sytuacja w globalnym handlu i geopolityce

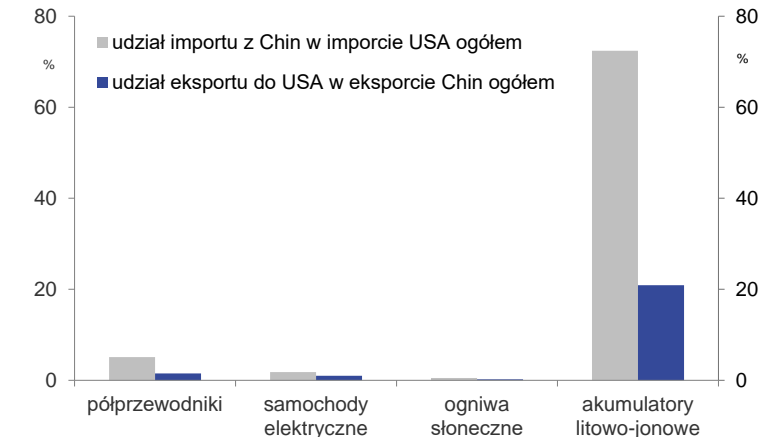




...w szczególności w scenariuszu ryzyka eskalacji „wojny handlowej” USA – Chiny

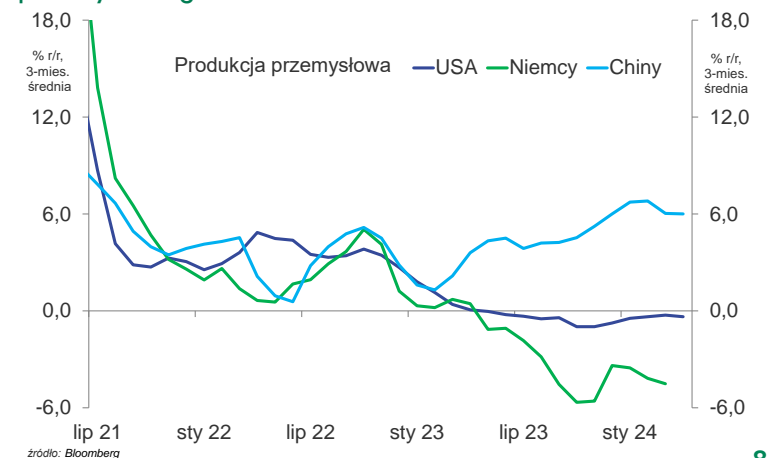
- W połowie maja administracja prezydenta Bidena ogłosiła wprowadzenie ceł lub podwyższenia ceł na wybrane towary importowane z Chin z czego kluczowe to: samochody elektryczne, półprzewodniki, akumulatory litowo-jonowe, ogniwa słoneczne oraz produkty medyczne.
- Jakkolwiek skala wzrostu stawek celnych w części sektorów jest znacząca (np. czterokrotny wzrost do 100% cła na import samochodów elektrycznych), to udział wybranych towarów w handlu zagranicznym jest niewielki (wg zewnętrznych ośrodków analitycznych 4% eksportu Chin do USA oraz 0,5% eksportu Chin ogółem), co nie stanowi istotnego bezpośredniego czynnika ryzyka dla prognoz gospodarczych.
- Ogłoszona decyzja ma jednak znaczenie dla średnioterminowych prognoz, biorąc pod uwagę: - niepewność co do reakcji Chin i potencjalnej dalszej eskalacji zaostrzenia polityki handlowej pomiędzy USA i Chinami, - decyzji innych krajów (np. rozważane przez UE podwyższenie stawek celnych na import z Chin samochodów elektrycznych), - potencjalny wpływ na kraje trzecie (transport, chińskie inwestycje zagraniczne).
- Te informacje przypominają o długookresowych wyzwaniach relacji handlowych USA – Chiny, procesie deglobalizacji i zmianie przepływów w zakresie globalnych łańcuchów dostaw. W krótszej perspektywie, kluczowe dla potencjalnych scenariuszy będzie wynik jesiennych wyborów prezydenckich w USA oraz strategiczne decyzje dot. kierunku polityki handlowej.
- Te czynniki stanowią podwyższone ryzyko dla perspektyw przemysłowych, zarówno na świecie, jak i w Europie i w Polsce. Bieżące wskaźniki aktywności sektora przemysłowego dają co prawda przesłanki dla oczekiwania stabilizowania się koniunktury, to jednak ta poprawa jest jeszcze zbyt słaba, aby nie wskazywać na potencjalną wysoką wrażliwość na ewentualne dalsze perturbacje w globalnym handlu.

Póki co ograniczony wpływ ogłoszonego przez USA zaostrzenia polityki handlowej wobec Chin...



źródło: HSBC

...ale przy wciąż dużej wrażliwości globalnego sektora przemysłowego



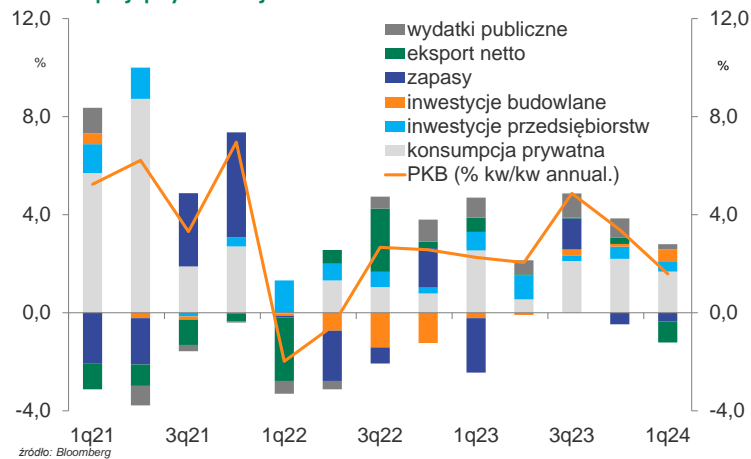
źródło: Bloomberg



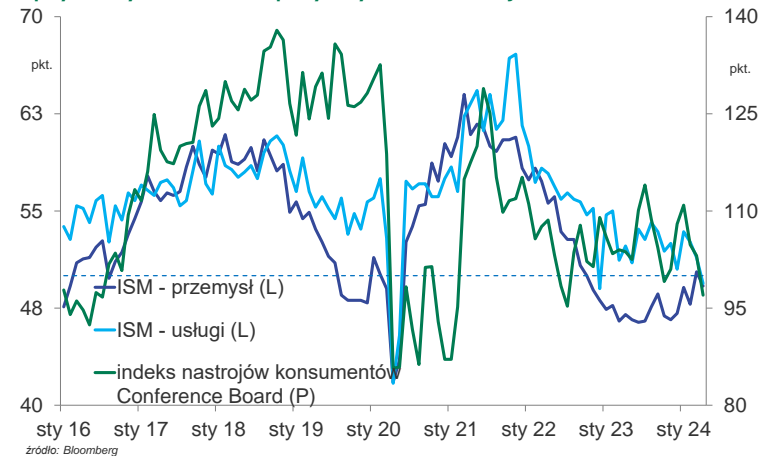
W I kw. solidna koniunktura w USA, ale sygnały spowolnienia w II kw. bardziej wyraźne...

- Na początku br. koniunktura w USA ponownie zaskoczyła *in plus*, szczególnie wskaźniki rynku pracy. Z drugiej strony wskaźniki koniunktury wskazują na słabsze nastroje podmiotów gospodarczych w II kw.
- Spójne z osłabieniem koniunktury są także słabsze kwietniowe dane z rynku pracy i sprzedaży detalicznej. Według Fed pod koniec I kw. wyczerpały się nadwyżkowe „pandemiczne” oszczędności gospodarstw domowych. Jeżeli nieco słabsza koniunktura na rynku pracy utrzyma się, silniej osłabną także wydatki konsumentów. Z tego względu wciąż oczekujemy spowolnienia PKB do ok. 1,0% r/r na przełomie 2024 i 2025 r. z 3,0% r/ w I kw. br.
- Zakładamy, że skala spowolnienia będzie umiarkowana. Pomimo historycznie wysokich stóp procentowych i pewnego pogorszenia sytuacji kredytowej konsumentów, ich strukturalnie stabilna sytuacja finansowa ogranicza ryzyko głębszych dostosowań.
- Głównym ryzykiem pozostaje sytuacja geopolityczna i w globalnym handlu.

Na początku br. nieco słabszy wzrost PKB, ale przy silnej konsumpcji prywatnej...



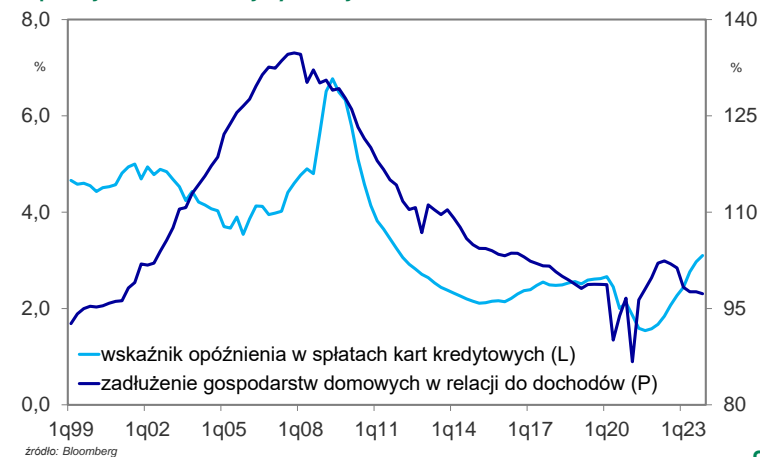
...wskaźniki koniunktury jednak coraz mniej optymistyczne co do przyszłych tendencji...



...a wygasanie nadwyżkowych oszczędności może osłabić konsumpcję prywatną



Scenariuszem bazowym wciąż tagodne spowolnienie, przy lepszej strukturalnej sytuacji konsumentów

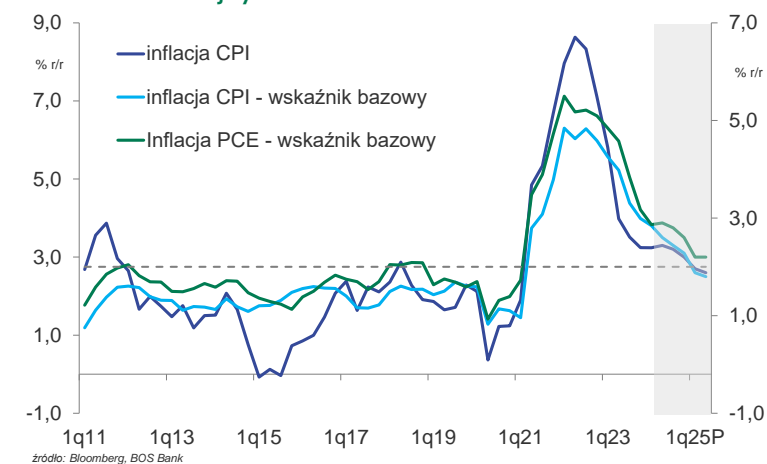




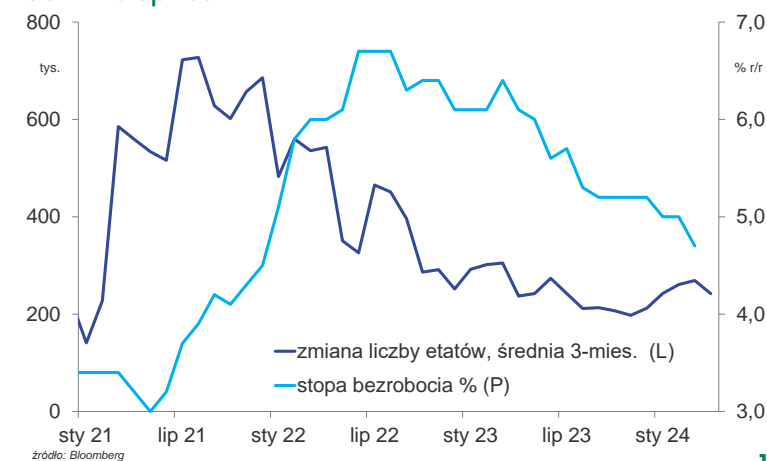
...co wspiera oczekiwania na niższe stopy Fed w 2024 r.

- Wyższa od oczekiwań inflacja oraz wzrost zatrudnienia w I kw. przełożyły się na wyraźne zaostrzenie retoryki FOMC. Większość członków komitetu ocenia, że dane te nie dają „wystarczającej pewności” co do perspektyw inflacji w średnim okresie, stąd wstrzymują Fed z luzowaniem polityki pieniężnej. Zapisy dyskusji podczas majowego posiedzenia wskazują, że pojawiły się głosy dot. ryzyka konieczności podwyżek stóp, choć w naszej ocenie publikacje danych w maju ograniczają ryzyko takiego scenariusza..
- Marcowe prognozy FOMC wskazywały na 3 obniżki stóp procentowych w br. (łącznie 75 pkt. baz.), jednak prawdopodobieństwo obniżki stóp w czerwcu jest bardzo niskie, zakładamy także korektę prognoz członków FOMC podczas posiedzenia czerwcowego.
- Z drugiej strony, biorąc pod uwagę nasze założenia pogorszenia sytuacji gospodarczej i utrzymania trendu dezinflacji, uważamy, że jest przestrzeń do poluzowania polityki monetarnej w tym roku. Obecnie prognozujemy, że do pierwszej podwyżki dojdzie na posiedzeniu wrześniowym, zakładając, że dane w nadchodzących miesiącach będą wspierać ten scenariusz. Kluczowe z punktu widzenia decyzji FOMC pozostaną dane inflacyjne oraz dane z rynku pracy (dynamika wynagrodzeń oraz popyt na pracę).
- Podtrzymujemy oczekiwania dot. umiarkowanego tempa obniżek stóp (25 pkt. baz. na kwartał), co implikuje spadek stóp do poziomu 4,75% – 5,00% na koniec br. oraz 4,25% – 4,75% w połowie 2025 r.
- Choć stopy procentowe są historycznie wysokie, a w przeszłości proces luzowania polityki monetarnej przebiegał zdecydowanie intensywniej, to bieżąca sytuacja inflacyjna oraz scenariusz jedynie łagodnego spowolnienia gospodarki wpływają na założenia dużo bardziej stopniowych obniżek stóp. Uważamy, że silniejsze tempo redukcji stóp nastąpiłoby w scenariuszu ewentualnych gwałtowniejszych zmian w sferze realnej gospodarki.

Oczekujemy bardzo stopniowego procesu dezinflacji w kwartałach kolejnych...



...co przy łagodnym osłabieniu rynku pracy pozwoli na obniżki stóp Fed





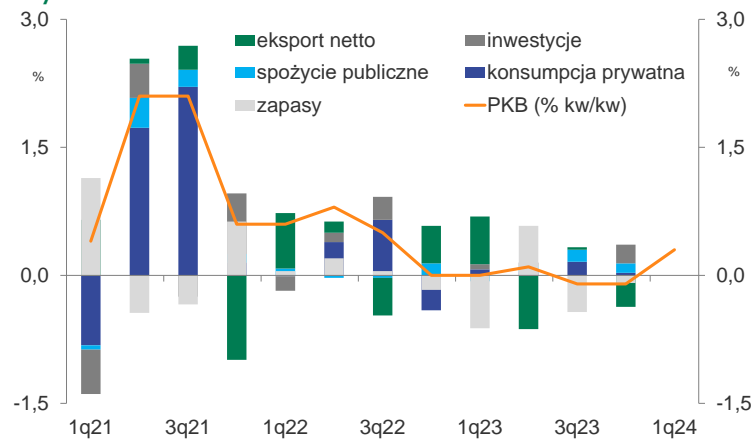
Z początkiem 2024 r. poprawa koniunktury w strefie euro...

- Po technicznej recesji w II połowie 2023 r, w I kw. dynamika PKB w strefie euro przyspieszyła. Prawdopodobnie motorem tej poprawy jest konsumpcja prywatna, dzięki poprawie sytuacji dochodowej gospodarstw domowych (wzrost dynamiki realnych wynagrodzeń).
- Oczekujemy, że na przelocie 2024 i 2025 r. dynamika PKB wyniesie ok. 1,0% r/r, wobec 0,0% r/r pod koniec 2023 r.
- Poprawa perspektyw konsumpcji wspiera szczególnie sektor usługowy. Choć sytuacja w przemyśle także lekko poprawiła się, wciąż pozostaje słaba.
- Dane z globalnego przemysłu poprawiły się z początkiem roku, niemniej trend poprawy nie jest silny. Z tego względu wciąż hamulcem oraz ryzykiem dla skali ożywienia aktywności pozostają tendencje w zakresie polityki zapasów i globalnych łańcuchów dostaw.
- Słabość sektora przemysłowego wciąż ciąży gospodarce Niemiec, która w I kw. pomimo wzrostu PKB w ujęciu kw/kw odnotowała jeszcze spadek w ujęciu r/r.

204-05-27

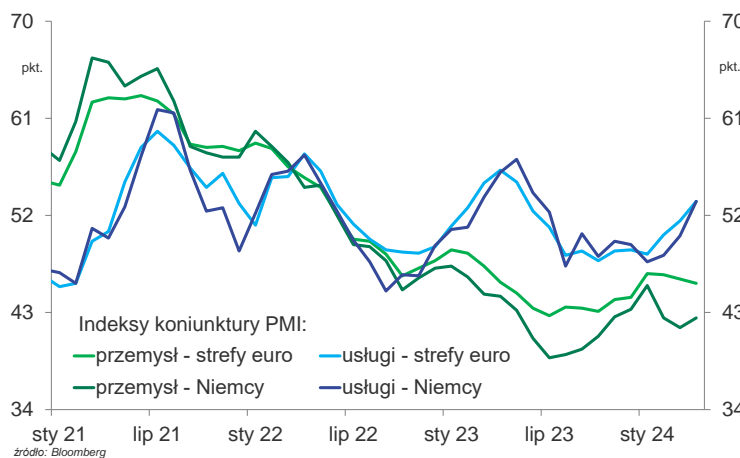
Klauzula poufności: BOŚ jawne

W I kw. br. długo oczekiwana wyraźna poprawa dynamiki PKB w strefie euro...



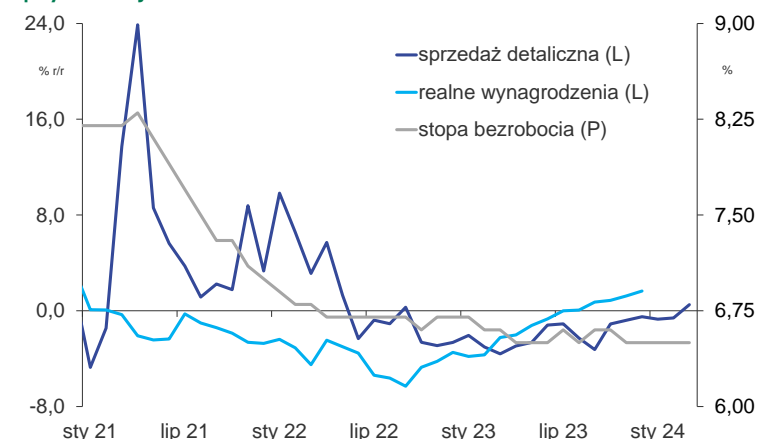
źródło: Bloomberg

...która w szczególności wspiera sektor usługowy...



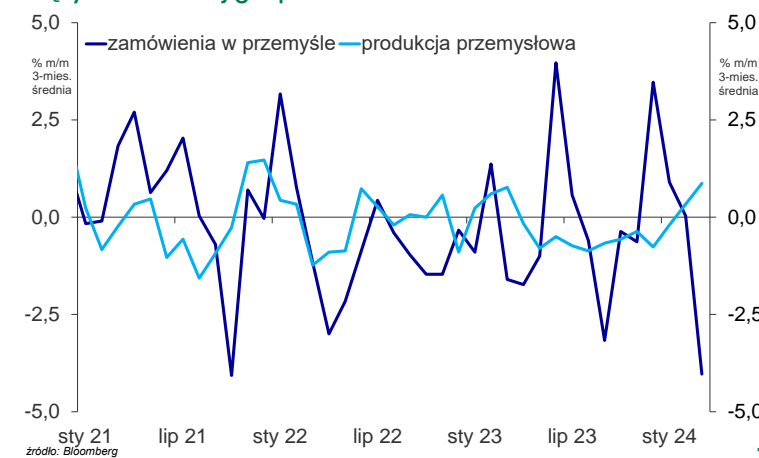
źródło: Bloomberg

...najprawdopodobniej dzięki poprawie konsumpcji prywatnej...



źródło: Bloomberg

Wolniejsza poprawa aktywności w globalnym przemyśle ciąży niemieckiej gospodarce



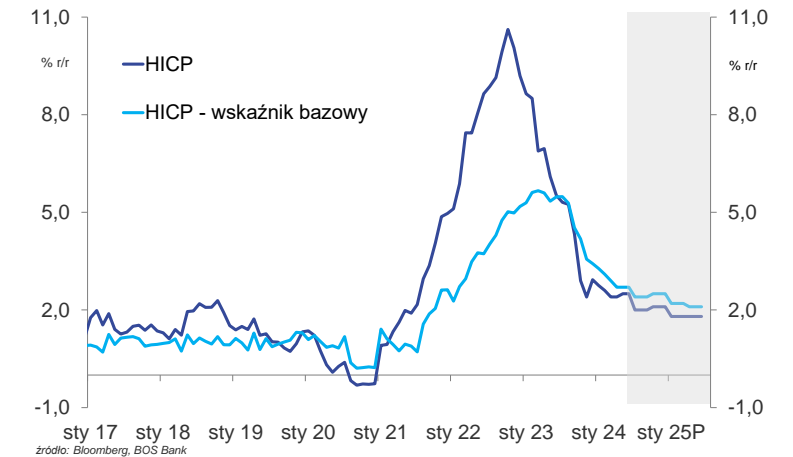
źródło: Bloomberg



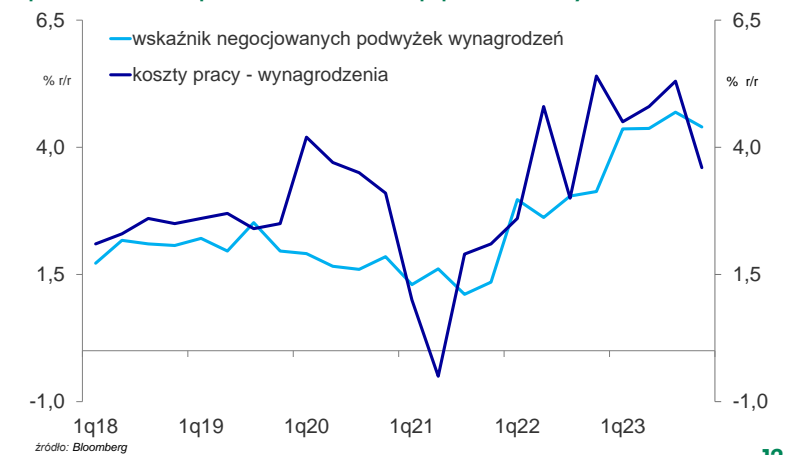
...rada EBC skupiona na trendach płacowych i tempie spadku inflacji

- Utrzymanie trendu spadkowego inflacji HICP na początku 2024 r., wciąż słaba koniunktura gospodarcza, a przede wszystkim sygnały utrzymania trendu stopniowego obniżenia dynamiki wynagrodzeń poskutkowały dalszym złagodzeniem retoryki EBC w pierwszych miesiącach roku oraz *de facto* zapowiedzią redukcji stóp na posiedzeniu czerwcowym.
- Zakładając nasz bazowy scenariusz dalszego spadku inflacji w kierunku celu inflacyjnego EBC w II poł. 2025 r., dalszy stopniowy spadek dynamiki wynagrodzeń oraz wciąż relatywnie niskie tempo wzrostu aktywności gospodarczej (pomimo poprawy,) oczekujemy redukcji stóp procentowych także w kolejnych kwartałach łącznie o 100 pkt. baz. do połowy 2025 r. do poziomu 3,0% dla stopy depozytowej.
- Struktura inflacji oraz kształtowanie się dynamiki płac będą cały czas kluczowymi czynnikami determinującymi politykę pieniężną EBC. Z tego względu przy wciąż wysokiej dynamice płac (pomimo stopniowego spadku), podwyższonej i bardzo wolno obniżającej się inflacji cen usług oczekujemy bardzo stopniowego procesu łagodzenia polityki pieniężnej. Jednocześnie stabilizująca się sytuacja w sferze realnej także pozwoli EBC na bardziej stopniowe tempo zmian w polityce pieniężnej.
- Z tego też powodu rada EBC pozostała bardzo wstrzeźliwa w zakresie jakiegokolwiek formułowania średnioterminowych perspektyw polityki monetarnej, pomimo wyraźnej „zapowiedzi” obniżki w krótkim okresie. Sądzymy, że taki bilans ryzyka (płace vs. aktywność gospodarcza) EBC pozostanie ostrożny w jakichkolwiek deklaracjach dot. średnioterminowych perspektyw polityki pieniężnej.

Oczekiwany spadek inflacji do celu EBC w II poł. 2025...



...w warunkach stabilizowania się tendencji płacowych pozwoli na stopniowe obniżki stóp procentowych

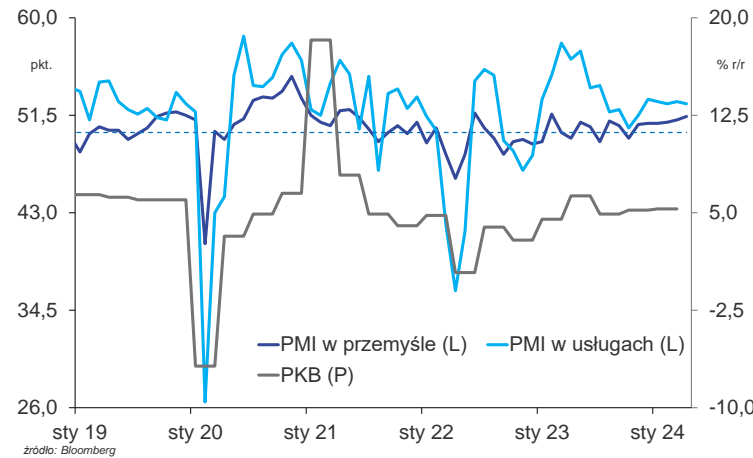




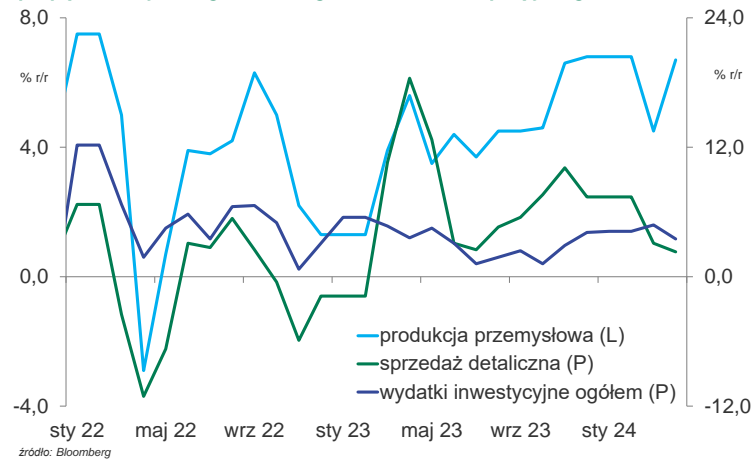
Jedynie okresowa poprawa wyników chińskiej gospodarki...

- Wzrost PKB w Chinach w I kw. przekroczył oczekiwania, niemniej dane z marca i kwietnia wskazują już na wyraźne osłabienie silnego tempa poprawy ze stycznia i lutego.
- Wynikiem eksportu sprzyja stabilizowanie się aktywności w globalnej gospodarce (w szczególności Europie), co wspiera sektor przemysłowy, jednak wciąż skala tej poprawy jest jedynie umiarkowana.
- Z tego względu sygnały słabego popytu krajowego (gł. konsumpcyjnego) w warunkach utrzymującej się słabej sytuacji na rynku pracy wskazują na spowolnienie aktywności gospodarczej Chin w kolejnych kwartałach poniżej 5,0% r/r.
- Poza pandemicznymi dostosowaniami (długi okres lockdownów) cały czas silnie negatywnie na wyniki chińskiej gospodarki wpływa znaczące ograniczenie napływu kapitału zagranicznego, deglobalizacja światowej gospodarki oraz kryzys na rynku nieruchomości.

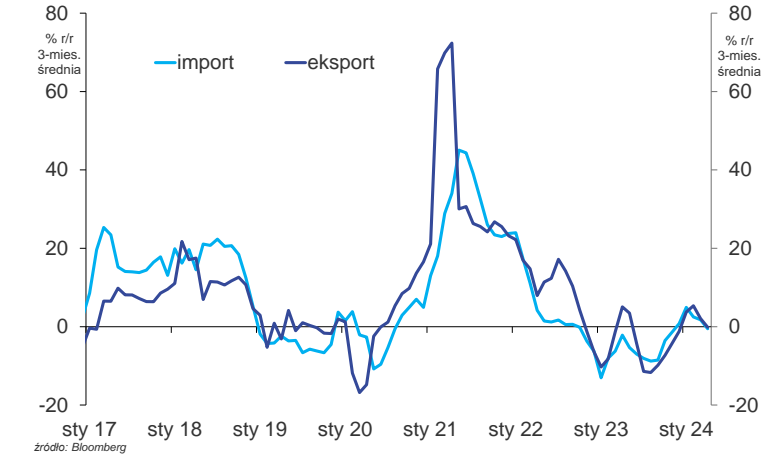
W I kw. solidne tempo wzrostu gospodarczego, umiarkowane wskaźniki koniunktury gospodarczej



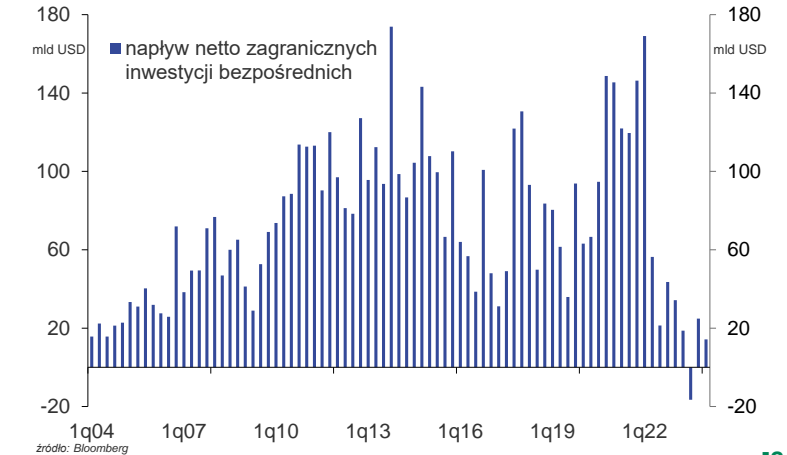
...wspiera sektor przemysłu, ale wyraźnie słabsze wyniki popytu krajowego, szczególnie konsumpcyjnego



Lekka poprawa wyników eksportu na przełomie roku...



Deglobalizacja strukturalnym wyzwaniem dla chińskiej gospodarki

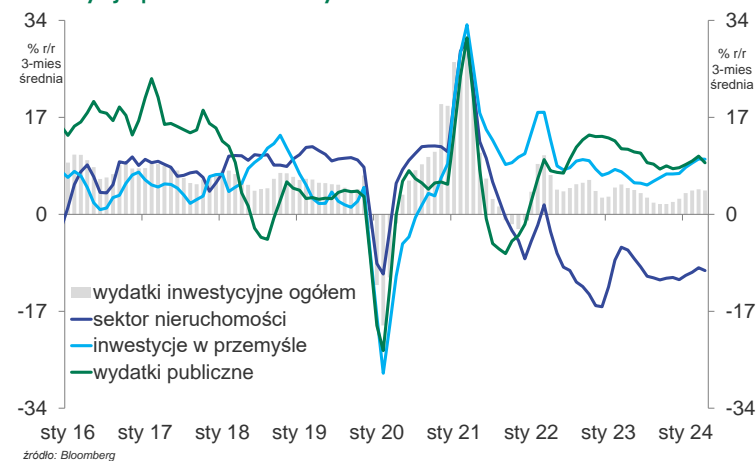




...zwiększa aktywność polityki gospodarczej

- Sądzymy, że przy wielu ryzykach cyklicznych i strukturalnych, czynnikiem stabilizującym perspektywę chińskiej gospodarki będzie ponowne zwiększenie aktywności sektora publicznego, zgodnie z zapowiadany pod koniec kwietnia działaniami władz.
- Wsparciem dla inwestycji będzie zwiększenie wydatków infrastrukturalnych oraz seria nowych projektów wsparcia rynku nieruchomości (m.in. opcja skupu nieruchomości przez sektor publiczny, obniżenie wymagań dot. wkładu własnego dla kredytów hipotecyjnych).
- Władze w Chinach zapowiedziały także emisję obligacji o bardzo długich terminach zapadalności (od 20 do 50 lat) w celu finansowania inwestycji wysokich technologii oraz zabezpieczenia żywnościowego i energetycznego.
- Wsparciem dla pogarszających się wskaźników monetarnych będą także oczekiwane powszechnie dalsze redukcje stóp procentowych.

Po okresowej poprawie, w kwietniu ponownie słabsze inwestycje publiczne i na rynku nieruchomości...



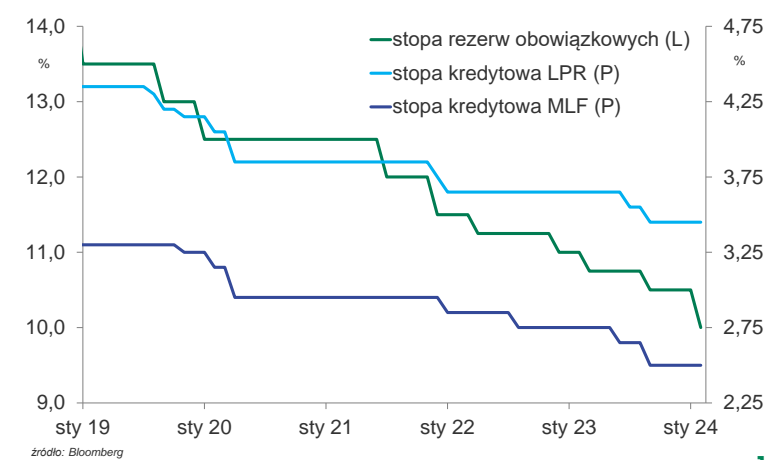
Wyraźne osłabienie wskaźników monetarnych...



...na którym wciąż nie widać oznak stabilizacji



...wspiera oczekiwania na dalsze obniżki stóp procentowych

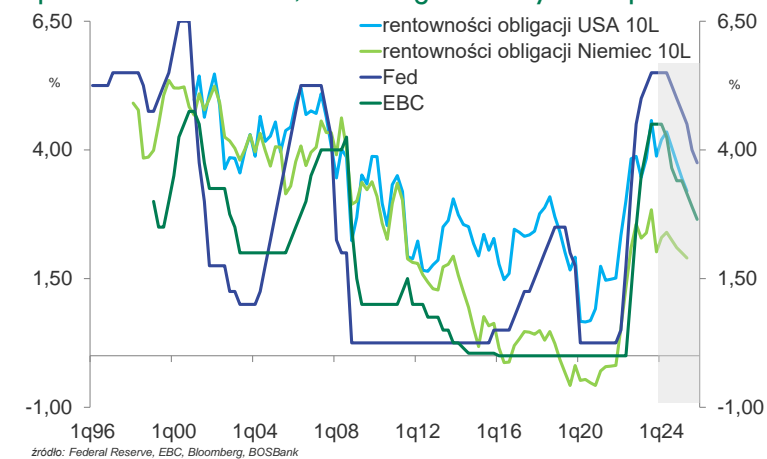




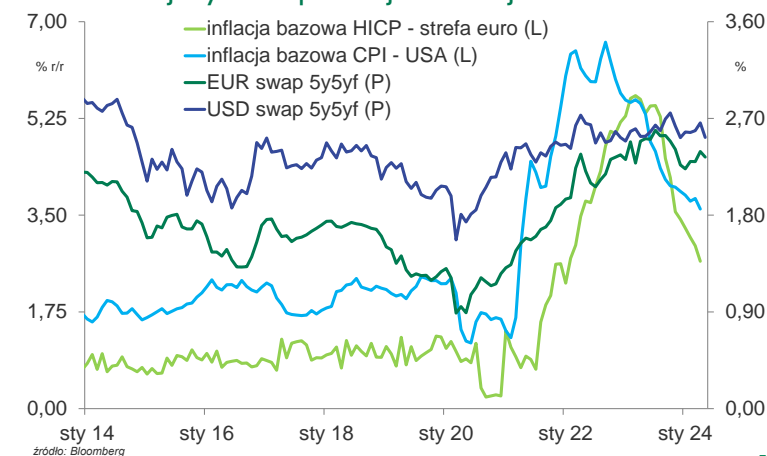
W II połowie 2024 oczekiwane stopniowe obniżki stóp Fed i EBC i obniżenie rentowności obligacji na rynkach bazowych...

- Zmienność oczekiwań rynkowych co do tempa przyszłego poluzowania polityki pieniężnej Fed i EBC spowodowała w ostatnich miesiącach spory wzrost zmienności rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych.
- W warunkach prognozowanych obniżek stóp procentowych w I. 2024 – 2025 oczekujemy generalnego trendu spadkowego rentowności, szczególnie wobec oczekiwanej przez nas większej (wobec prognoz rynkowych) skali tych obniżek w kolejnych 12 miesiącach.
- Z drugiej strony czynnikiem hamującym skalę spadku rentowności będzie powolne tempo łagodzenia polityki pieniężnej, w szczególności w porównaniu do historycznych epizodów redukcji stóp Fed czy EBC. Bieżący wciąż wysoki poziom inflacji oraz prognozy rynkowe powolnego ich spadku nie dają przesłanek dla oczekiwania silnych dostosowań na rynku stopy procentowej (takich jak np. pod koniec 2023 r.).
- Czynnikiem hamującym tempo spadku rentowności (poza kwestią tempa obniżek stóp) będzie także przebiegające równocześnie zacieśnianie ilościowe polityki Fed i EBC, szczególnie w sytuacji wciąż słabych parametrów fiskalnych. Kontynuacja wygaszania luzowania ilościowego w warunkach wysokiej podaży obligacji ogranicza skalę spadku rentowności, o ile nie dojdzie do silniejszego wzrostu globalnej awersji do ryzyka.
- Choć tempo dezinflacji oraz sytuacja fiskalna pozostają czynnikiem ryzyka dla ścieżki stóp procentowych, to wciąż jako bardzo istotne należy ocenić ryzyko geopolityczne, globalnej polityki handlowej i tym samym ryzyko dla średnioterminowych perspektyw wzrostu gospodarczego. Potencjalny wzrost globalnej awersji do ryzyka skutkowałby silniejszym wzrostem popytu na bezpieczne aktywa i głębszym od oczekiwanego w bazowym scenariuszu spadkiem rentowności obligacji na rynkach bazowych, nawet w sytuacji krótkookresowych negatywnych tendencji inflacyjnych.

Obniżki stóp banków centralnych będą sprzyjać spadkom rentowności, choć w ograniczonym tempie...



...przy ostrożnych działaniach banków centralnych w warunkach jedynie stopniowej dezinflacji

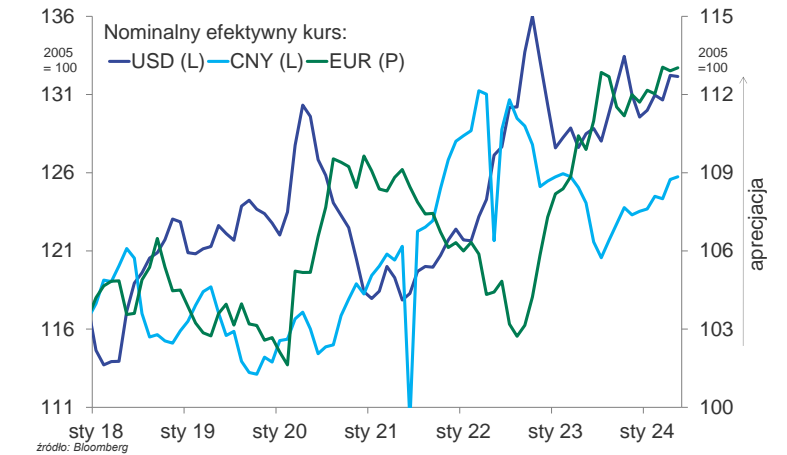




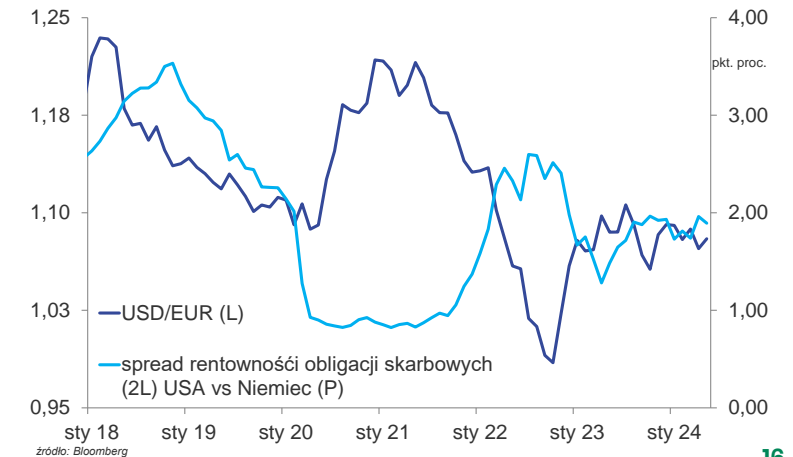
...niewielkie różnice w tempie obniżek stóp powinny sprzyjać niższej zmienności na rynku walutowym

- W II kw. zmienność notowań kursu euro wobec dolara zrosła nieznacznie i tylko okresowo (największe obawy dot. perspektywy obniżek stóp Fed). Generalnie przy niewielkiej zmienności obu walut kurs utrzymywał się w przedziale 1,065 – 1,095 USD/EUR.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia ograniczonych różnic w tempie obniżania stóp procentowych Fed i EBC podtrzymujemy prognozę utrzymania podobnej sytuacji w miesiącach kolejnych, tj. ograniczonych wahań kursu wokół poziomu 1,075 USD/EUR.
- Bieżące publikacje danych ze sfery realnej USA (wskazujących na słabnącą koniunkturę) i strefy euro (potwierdzających poprawę aktywności) niwelują też wcześniejszy argument „wyjątkowości” sytuacji gospodarczej w USA, która wcześniej wspierała silniejszą aprecjację dolara.
- Zmiana sytuacji gospodarczej nie powinna jednak wpływać na silniejsze osłabienie dolara. W przypadku USA oczekujemy co prawda niższego tempa wzrostu PKB, niemniej w większym stopniu wynika to ze spowolnienia po okresie solidnej koniunktury niż znaczącego pogorszenia perspektywy aktywności.
- Dolarowi powinna także nadal sprzyjać presja na osłabienie chińskiego juana, choć cel chińskich władz aby stabilizować kurs będzie ograniczać wpływ tego efektu. Dodatkowo przy wciąż relatywnie wysokim poziomie stóp w USA (przy założeniu powolnego procesu ich redukcji w 2024 r.) napływ kapitału na rynki wschodzące będzie w nadchodzących kwartałach raczej ograniczony.
- Poza ryzykiem geopolitycznym generalnie sprzyjającym dolarowi w trakcie roku może wzrosnąć zmienność rynkowa związana z sytuacją polityczną tj. wyborami prezydenckimi w USA. Zgodnie z dominującymi ocenami wygrana J. Bidena nie powinna wpłynąć na notowania dolara, z kolei zwycięstwo D. Trumpa może nasilić jego aprecjację – głównie ze względu na oczekiwaną bardziej protekcjonistyczną politykę handlową USA.

W scenariuszu bazowym w 2024 r. oczekiwane utrzymanie mocniejszych poziomów kursu euro i dolara...



...przy ograniczonych różnicach w kierunku polityki pieniężnej banków centralnych

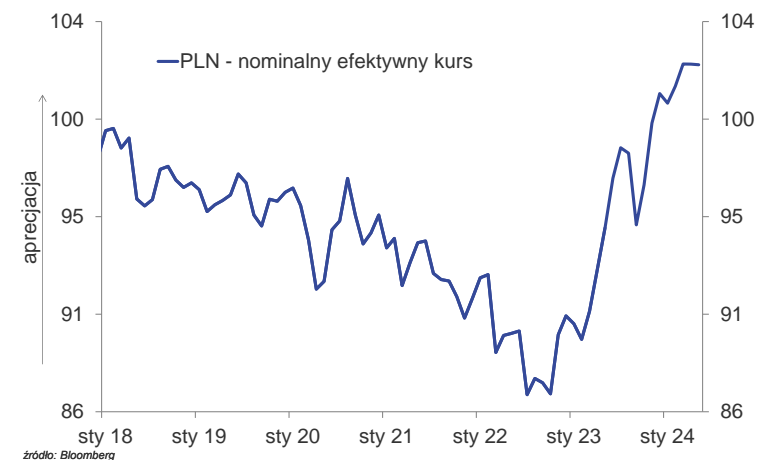




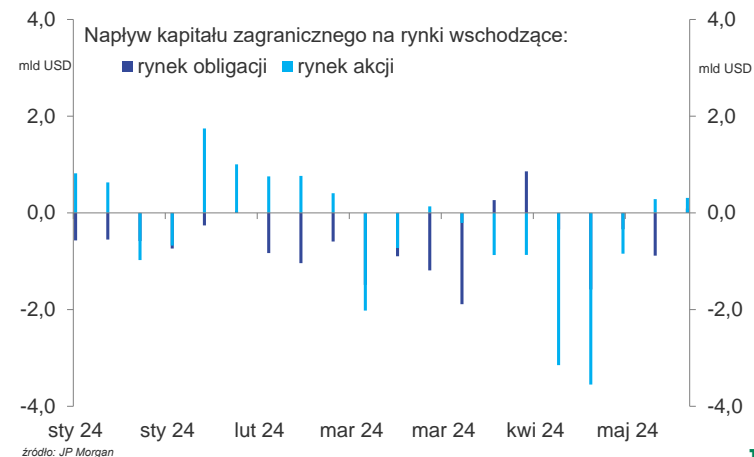
Ograniczony potencjał dla dalszej aprecjacji złotego

- Pod koniec I kw. oraz w II kw. złoty jeszcze lekko zyskał na wartości, wzmacniając się poniżej 4,30 PLN/EUR. W tym okresie złoty pozostawał dość odporny na epizody wzrostu globalnej premii za ryzyko oraz na dominujący od początku roku odpływ kapitału zagranicznego z rynków wschodzących.
- Podtrzymujemy ocenę, że występują czynniki trwale wzmacniające złotego, szczególnie w porównaniu z okresem 2022 – 2023 r.: - wyraźna poprawa salda na rachunku obrotów bieżących, - ograniczenie ryzyka cyklicznego gospodarki globalnej i niższe ryzyko gwałtownego wzrostu globalnej premii za ryzyko, - poprawa aktywności krajowej gospodarki, - spadek ryzyka dla scenariusza napływu kapitału zagranicznego (KPO).
- Z drugiej strony pozostajemy sceptyczni co do scenariusza trwałej, tak silnej aprecjacji złotego w warunkach jedynie stopniowego luzowania polityki pieniężnej głównych banków centralnych, ograniczonej skali ożywienia krajowej gospodarki, utrzymujących się czynników ryzyka sytuacji geopolitycznej, utrzymania w średnim okresie wysokiego deficytu SFP, utrzymania dotychczasowej praktyki wymiany środków unijnych w NBP (a nie na rynku walutowym).
- Nie sądzimy także, aby bardziej restrykcyjna krajowa polityka pieniężna trwale wzmacniała kurs złotego. Wpływ dysparytetu stóp procentowych na kurs złotego był w ostatnich latach ograniczony, przy dużo ważniejszym wpływie premii za ryzyko na ceny krajowych aktywów finansowych. Ponadto, zaskakująca zmienność stanowiska RPP dot. perspektyw polityki pieniężnej, brak stabilnej i jasno określonej funkcji reakcji, w średnim okresie może wręcz ograniczać potencjał dla trwałej aprecjacji złotego.
- Biorąc pod uwagę powyższe oczekujemy, że kurs złotego do końca roku osłabi się w kierunku 4,40 PLN/EUR.

Od początku 2024 r. złoty pozostaje bardzo mocny...



...pomimo słabszych nastrojów wobec rynków wschodzących

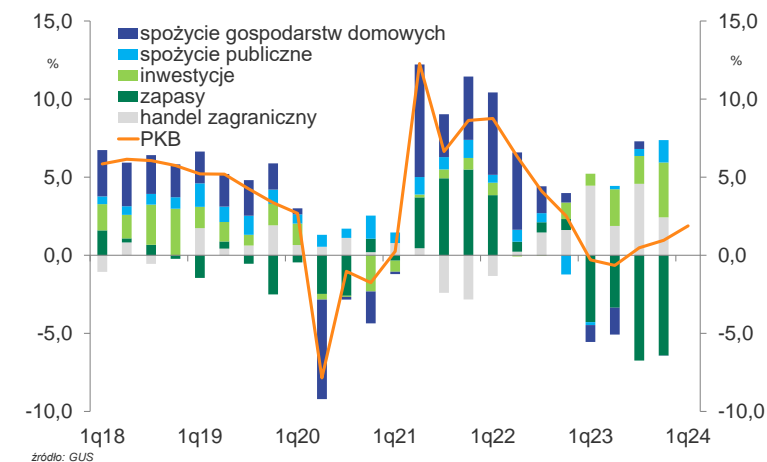




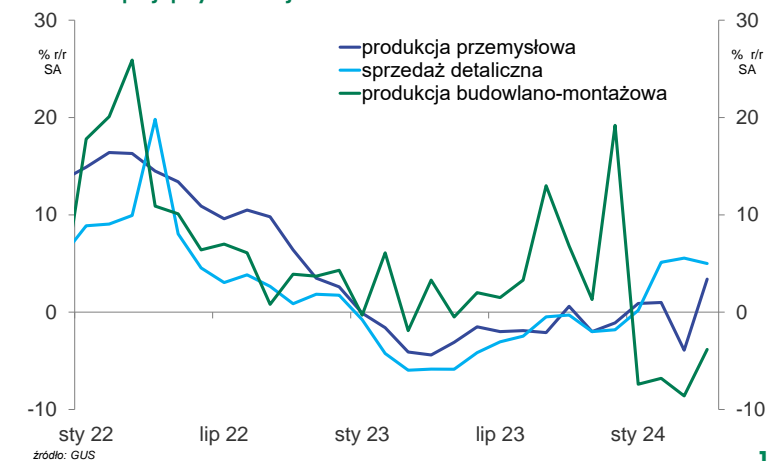
W I kw. 2024 r. wzrost dynamiki PKB do 1,9% r/r dzięki odbiciu wydatków konsumentów

- W I kw. dynamika PKB przyspieszyła do 1,9% r/po raczej rozczarującym wyniku z IV kw. 2023 r., kiedy to PKB wzrósł o 1,0% r/r. W ujęciu zmian kwartalnych, oczyszczonych z wahań sezonowych, w I kw. PKB wzrósł o 0,4%, po spadku o 0,1% w IV kw. 2023 r.
- Miesięczne dane ze sfery realnej – wyniki sprzedaży detalicznej oraz sprzedaży usług (wg danych Eurostatu) wskazują na solidny wzrost dynamiki spożycia gospodarstw domowych, co jest spójne z obserwowaną już pod koniec 2023 r. poprawą sytuacji dochodowej gospodarstw domowych.
- Z kolei silny spadek produkcji budowlano-montażowej wskazuje na wyraźne osłabienie nakładów brutto na środki trwałe, głównie w obszarze inwestycji infrastrukturalnych w związku z zakończeniem w ub.r. projektów współfinansowanych ze środków UE z Perspektywy Finansowej na l. 2014 – 2020. Słabe dane dot. produkcji przemysłowej wskazują, że póki co trudno mówić o poprawie w eksporcie lub o wzroście zapasów.
- Po zaskakująco słabym wyniku produkcji w przemyśle w marcu, jej odbicie w kwietniu potwierdziło, że w tym okresie silnie na miesięczne dane oddziaływały czynniki okresowe – układ dni roboczych i urlopów wokół Świąt Wielkanocnych. Nie zmieniły one jednak oceny średnioterminowego trendu produkcji przemysłowej, tj. bieżącej stabilizacji, a w perspektywie całego roku stopniowej poprawy aktywności w przemyśle.

W I kw. 2024 r. przyspieszenie dynamiki PKB do 1,9% r/r...



...wyniki sprzedaży detalicznej sugerują silniejsze odbicie konsumpcji prywatnej





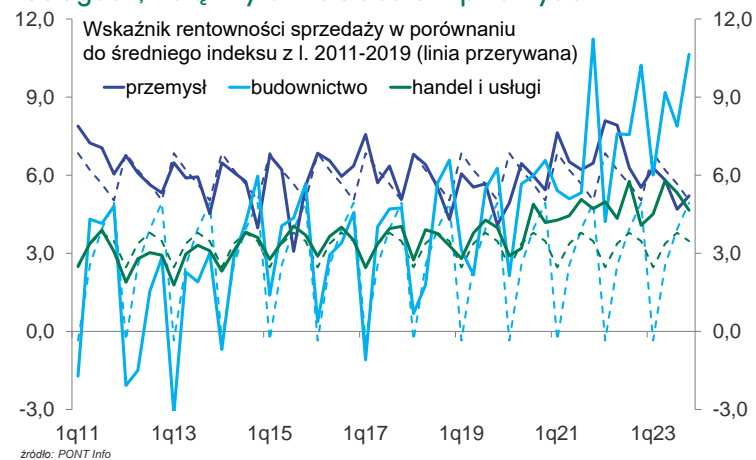
Poprawa w przemyśle warunkiem trwalszego ożywienia gospodarki

- W IV kw. utrzymywała się wyraźnie gorsza sytuacja finansowa firm przemysłowych wobec innych sektorów gospodarki, przy wciąż ograniczonym wzroście sprzedaży krajowej i spadku sprzedaży zagranicznej.
- Wyniki produkcji przemysłu w I kw. oraz wskaźniki koniunktury wskazują póki co raczej na stabilizowanie się aktywności, niż wyraźną jej poprawę.
- Zakładamy, że w warunkach poprawy globalnych wskaźników koniunktury w przemyśle, wyniki krajowego sektora przetwórstwa poprawią się w 2024 r., niemniej przy jedynie stopniowej poprawie sytuacji w gospodarce globalnej oraz czynnikach ryzyka dla globalnego handlu dominuje ostrożność w naszych prognozach.
- Słabość sektora przemysłowego ciąży także sektorowi transportu. Choć konsumpcja prywatna (wciąż głównie skoncentrowana na usługach) będzie istotnym czynnikiem wzrostu PKB, to wzrost aktywności w przemyśle, transporcie, produkcji energii jest kluczowe dla gospodarki w średnim okresie.

204-05-27

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Bardzo dobre wyniki finansowe w budownictwie, handlu i usługach, wciąż wyraźnie słabsze w przemyśle...



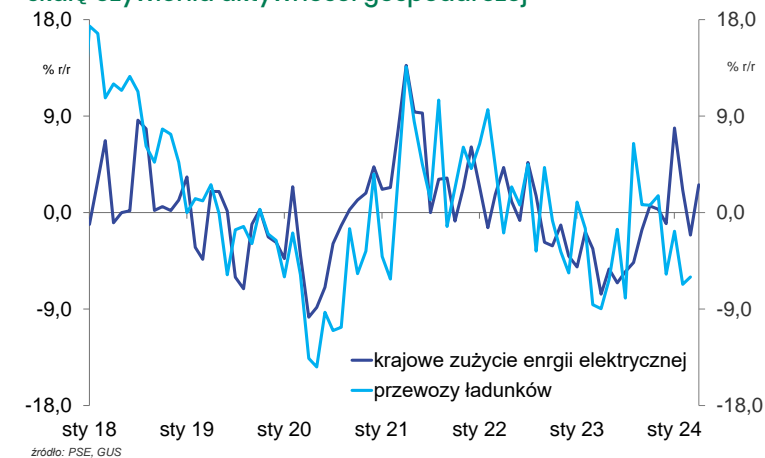
W I kw. bez wyraźnej poprawy wyników produkcji przemysłowej...



...w warunkach powolnego odbicia sprzedaży krajowej i dalszego spadku sprzedaży zagranicznej pod koniec ubr.



...a słaby przemysł ciąży wynikiem transportu i ogranicza skalę ożywienia aktywności gospodarczej





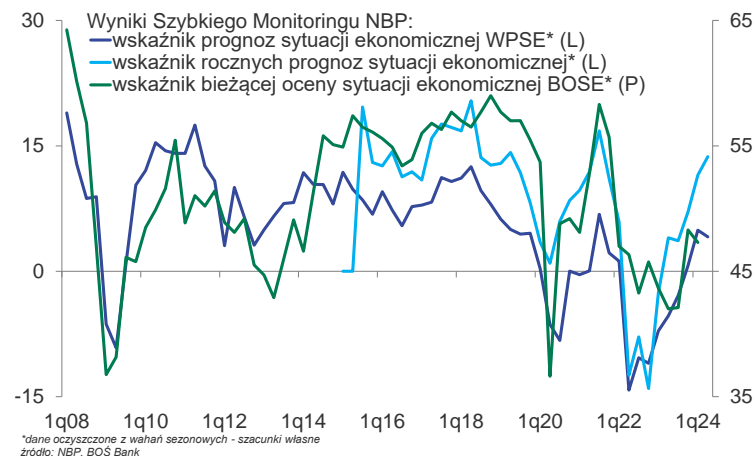
Wskaźniki koniunktury gospodarczej wspierają ostrożny optymizm

- Publikowane wskaźniki koniunktury gospodarczej potwierdzają scenariusz stopniowej poprawy koniunktury, w szczególności w dłuższym horyzoncie.
- Z drugiej strony większość wskaźników utrzymuje się wciąż poniżej długookresowej średniej, a tempo poprawy obniżyło się, co jest spójne z oczekiwanym przez nas ograniczonym ożywieniem aktywności gospodarczej.
- Lepsze nastroje przedsiębiorców bazują na dalszej poprawie prognoz popytu (zarówno kwartalnych jak i rocznych).
- Poprawy popytu oczekują także producenci przemysłowi, choć poprawa optymizmu dotyczy jedynie dłuższego okresu (rocznego).
- Utrzymujące się wyzwania dla globalnego przemysłu i handlu zagranicznego lekko ciężą nastrojom w krajowym przemyśle i transporcie, nie wskazują one natomiast na pogorszenie sytuacji, co przy założeniu stabilizacji koniunktury globalnej i krajowej powinno wspierać poprawę sytuacji w przemyśle.

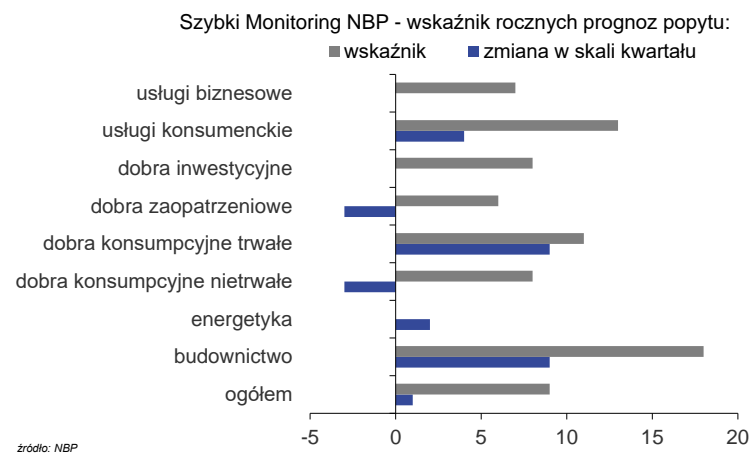
204-05-27

Klauzula poufności: BOŚ jawne

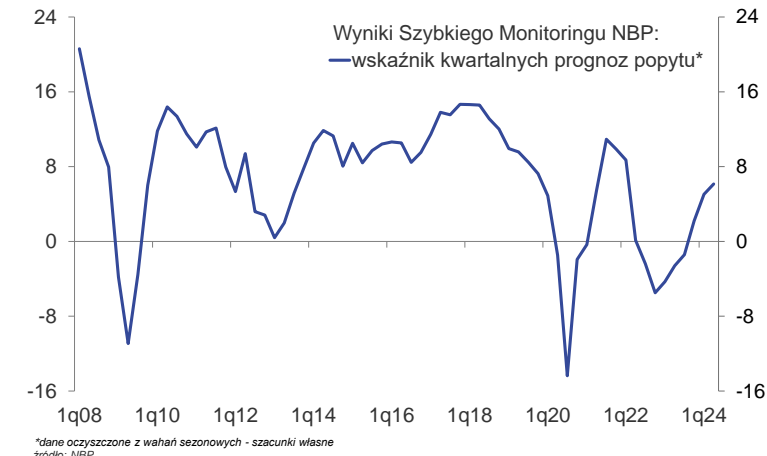
Utrwalenie poprawy nastrojów przedsiębiorstw ...



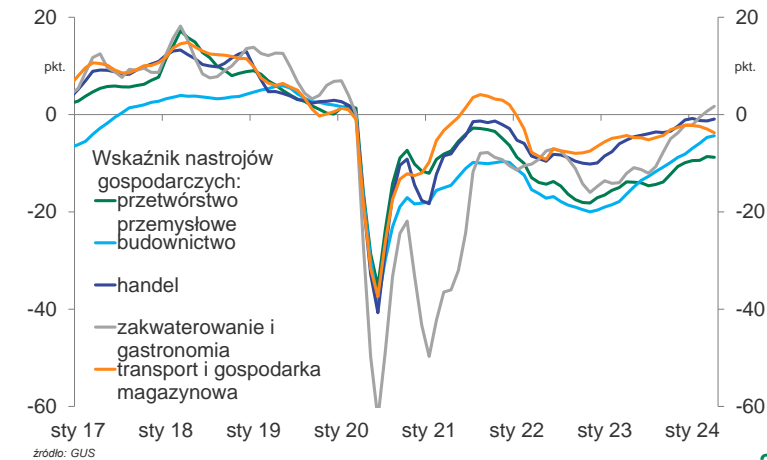
...przy szerokiej w ujęciu branżowym poprawie prognoz...



...co szczególnie istotne, także w zakresie prognoz popytu ...



...choć widoczne lekkie wyhamowanie poprawy koniunktury w przetwórstwie i transporcie



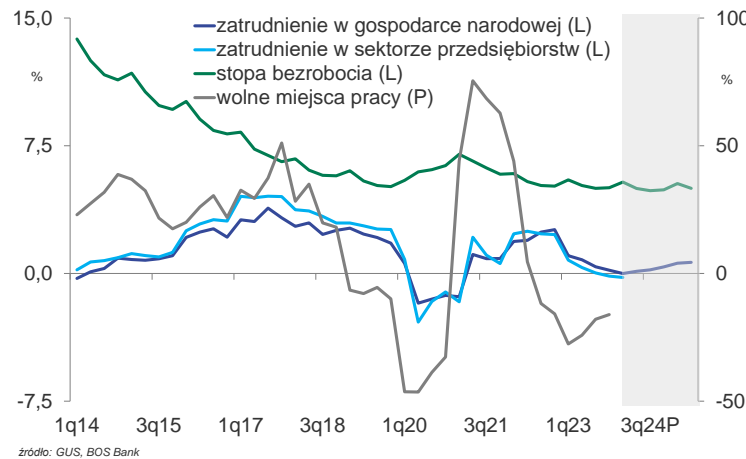
Wysokie koszty pracy mogą lekko osłabiać popyt na pracę...

- Dynamika wynagrodzeń w I kw. br. zaskoczyła *in plus*, pomimo sygnalizowanego przez firmy słabnięcia presji płacowej.
- Wyższa dynamika płac wynikała zapewne z silniejszego wpływu podwyżki płacy minimalnej oraz (w przypadku statystyk dla gospodarki narodowej) ze skokowych podwyżek w sektorze publicznym, a nie ze wzrostu popytu na pracę.
- Lekko słabsze od oczekiwań dane dot. zatrudnienia za I kw. oraz lekkie osłabienie wskaźnika prognoz zatrudnienia w firmach (ankieta NBP) nie potwierdzają pozytywnego efektu cyklicznego na płace.
- Przeciwnie, dane dot. liczby wakatów, a w szczególności wyraźne obniżenie wskaźnika braku kadr jako bariery rozwoju, mogą wskazywać na negatywny wpływ dotychczasowego wzrostu kosztów pracy na chęć zwiększania zatrudnienia.
- Wciąż jednak poziomy statystyk dot. prognoz zatrudnienia oraz generalny trend niskiej podaży pracy wskazują na niskie ryzyko silniejszego wzrostu bezrobocia.

Z początkiem roku firmy sygnalizują lekkie spadki wskaźnika zatrudnienia i wynagrodzeń...



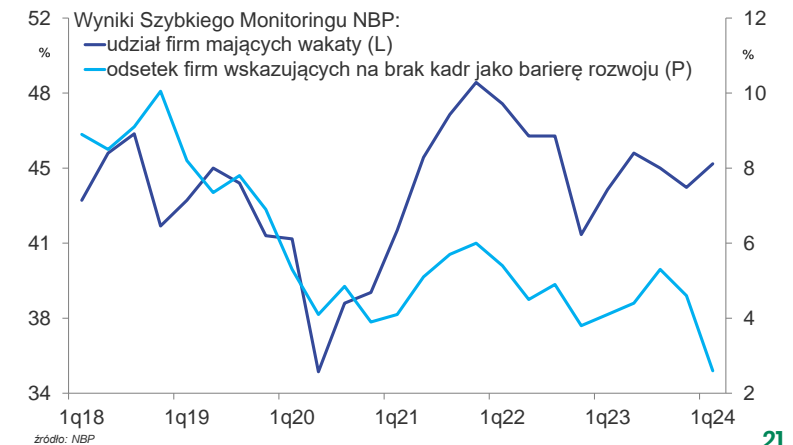
...przy lekkim rozczarowaniu wynikami zatrudnienia...



...co wskazuje na silniejszy wpływ wzrostu płacy minimalnej na wyższą dynamikę wynagrodzeń...



...wyższe koszty zatrudnienia mogą negatywnie wpływać na popyt na pracę

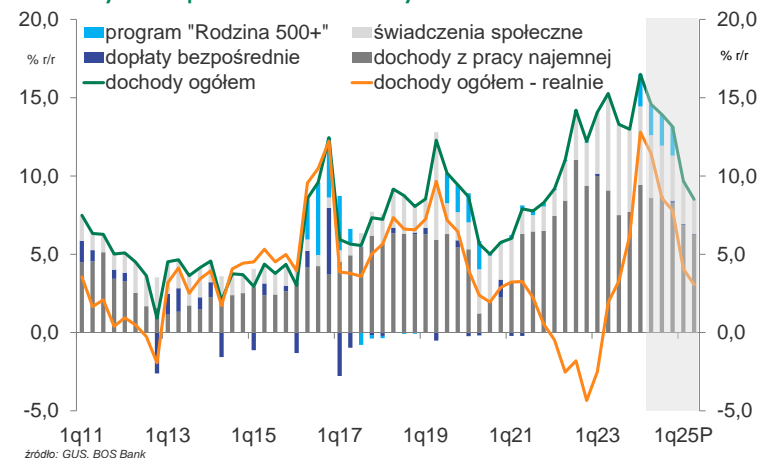




...co nie powinno jednak zachwiać silnymżywieniem konsumpcji prywatnej

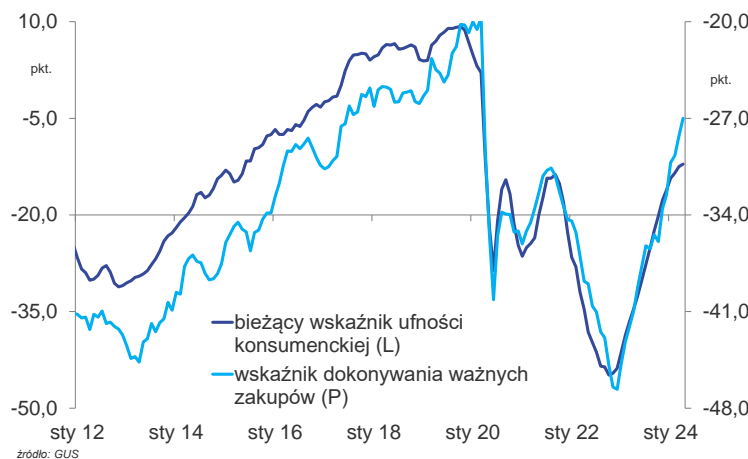
- Pomimo nieco niższej dynamiki zatrudnienia z początkiem br. podtrzymujemy prognozę solidnego odbicia spożycia gospodarstw domowych w trakcie roku.
- Choć dynamika dochodów z pracy w ujęciu nominalnym obniża się, to podwyższenie świadczeń rodzinnych, a przede wszystkim silny spadek inflacji pozwoliły na dynamiczny wzrost realnych dochodów, który w I kw. br. przekroczył 10% r/r.
- Oczekujemy, że silne odbicie dochodów przełoży się na znaczący wzrost wydatków konsumentów i wzrost dynamiki spożycia gospodarstw domowych o 4,5% r/r w II poł. br.
- Prognozę solidnego odbicia wydatków wspierają także wskaźniki nastrojów konsumentów, w tym wskaźnik dokonywania ważnych zakupów.
- Choć wciąż trudno oczekiwać silnego wzrostu popytu na dobra trwałego użytku (wysokie nasycenie po „pandemicznym” boomie), to ta kategoria może stopniowo coraz mniej ciążyć wynikiem konsumpcji prywatnej ogółem.

W 2024 r. dalszy spadek inflacji i podwyższenie świadczeń rodzinnych wsparciem dla realnych dochodów...



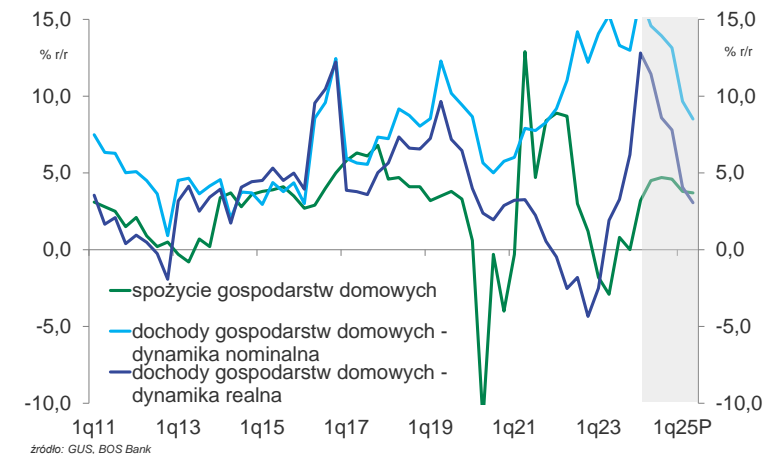
źródło: GUS, BOS Bank

...co potwierdzają wskaźniki nastrojów konsumentów



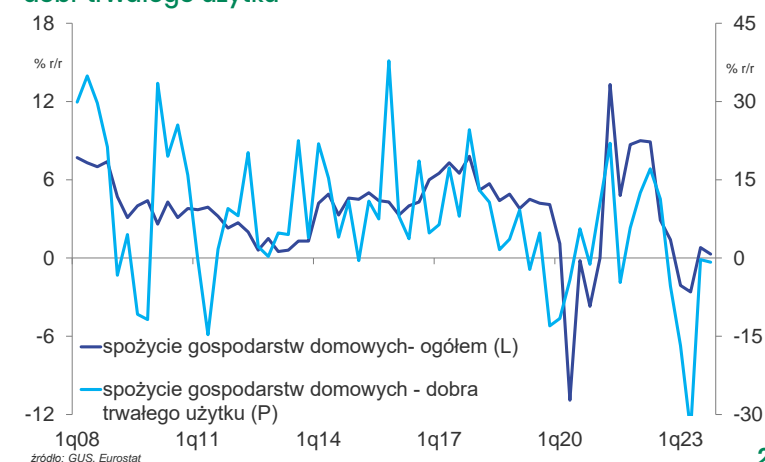
źródło: GUS

...i odbicia wydatków konsumpcyjnych...



źródło: GUS, BOS Bank

Pod koniec 2023 r. wyhamowanie spadku konsumpcji dóbr trwałego użytku



źródło: GUS, Eurostat



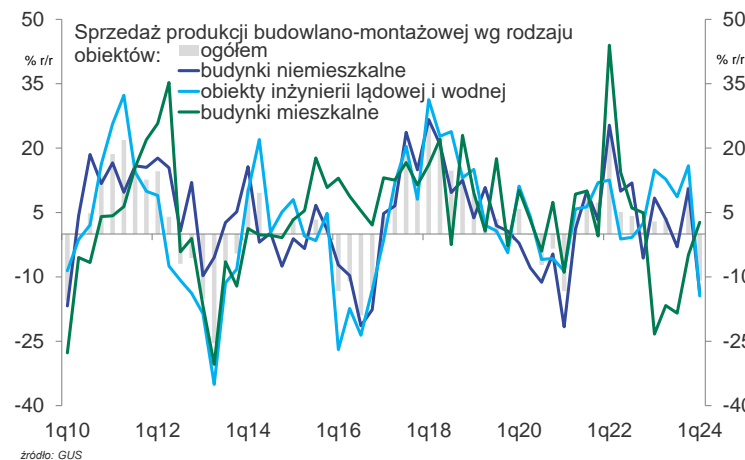
Kalendarz wydatkowania środków UE silnie obniży natomiast dynamikę inwestycji...

- Dane dot. produkcji budowlano-montażowej potwierdzają osłabienie inwestycji na początku br. z uwagi na zakończenie w ub.r. projektów współfinansowanych ze środków UE z Budżetu na I. 2014–2020, przy niskiej skali rozpoczętych projektów z I. 2021–2027.
- Oczekujemy stagnacji inwestycji SFP, po ich wybiciu w 2023 r. Skalę spadku będą ograniczać wysokie wydatki zbrojeniowe.
- Kalendarz wydatkowania środków UE wpłynie także negatywnie na wyniki inwestycji przedsiębiorstw, gł. przez ograniczenie wydatków firm publicznych. Dane dot. nakładów inwestycyjnych z IV kw. (osłabienie nakładów firm prywatnych) oraz wskaźniki optymizmu inwestycyjnego potwierdzają, że efekty cykliczne są zbyt słabe aby utrzymać silne wzrosty inwestycji bez wsparcia środków UE.
- W 2024 r. oczekujemy spadku dynamiki inwestycji do 1,4% r/r z 13,1% w ub.r. Poprawy oczekujemy tylko w zakresie inwestycji mieszkaniowych, z uwagi na rosnącą stopniowo liczbę mieszkań w budowie.

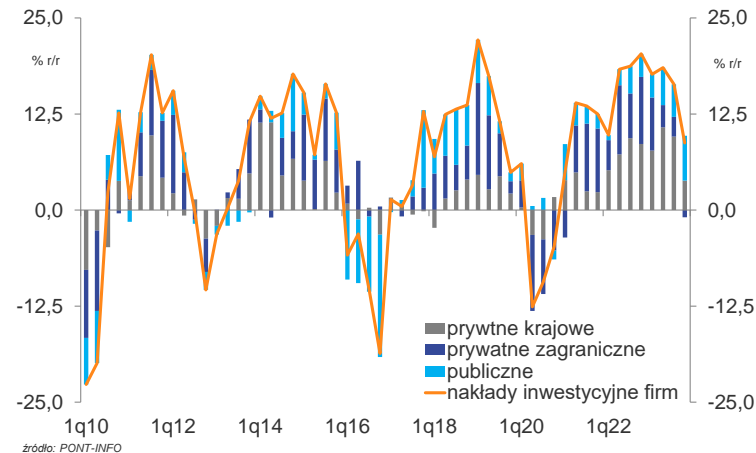
204-05-27

Klauzula poufności: BOŚ jawne

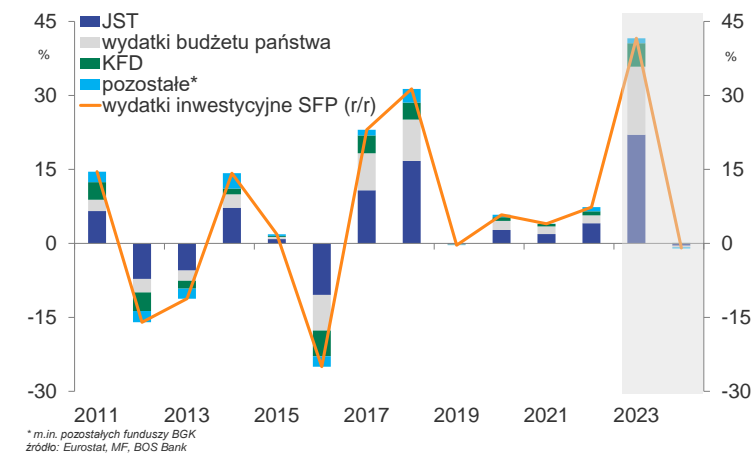
Z początkiem roku silne osłabienie produkcji budowlanej...



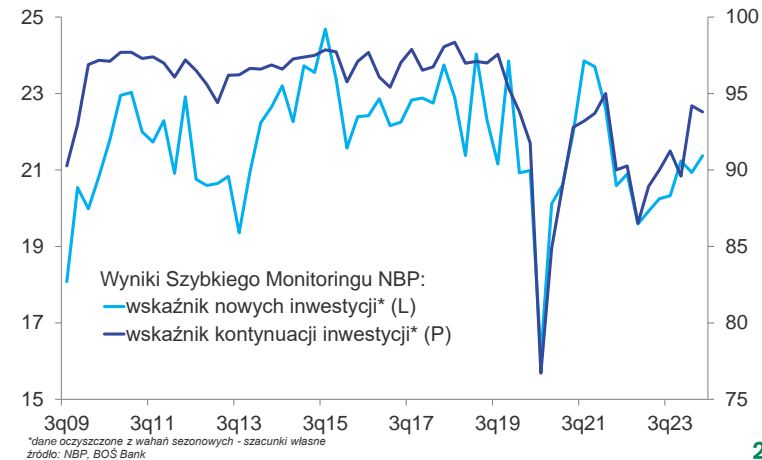
Kalendarz wydatkowania środków UE w 2023 r. silnie wspierał też inwestycje publicznych przedsiębiorstw...



...potwierdzające osłabienie inwestycji SFP, po ich kumulacji w 2023 r.



...co przy ograniczonym optymizmie inwestycyjnym firm implikuje spadek dynamiki nakładów w 2024 r.

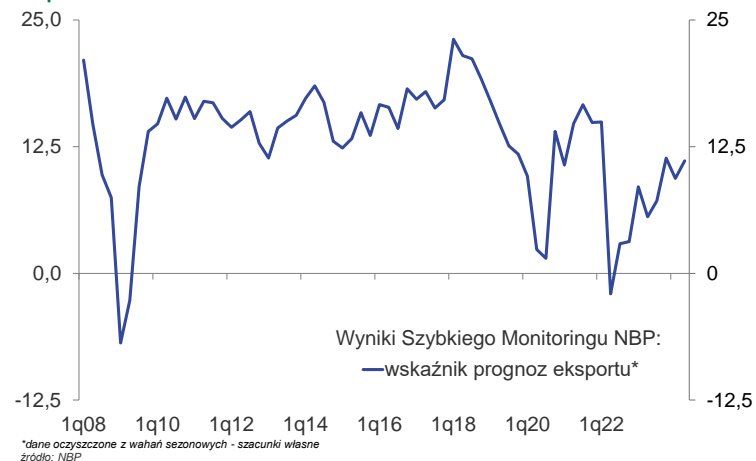




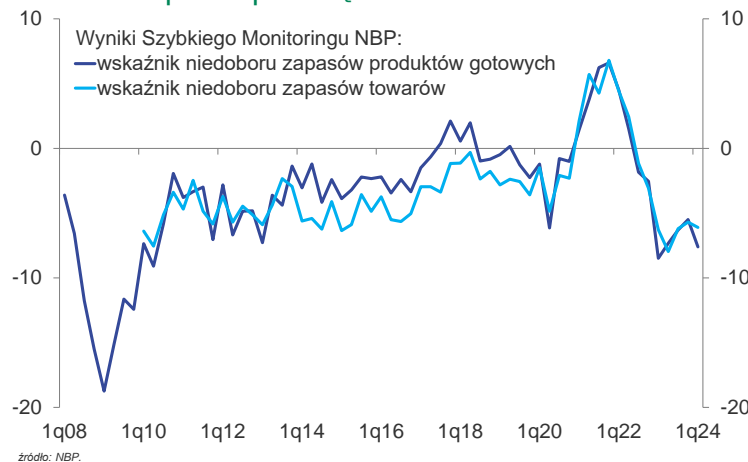
...więc ożywienie w globalnym przemyśle kluczowe dla wzrostu eksportu

- Na przełomie roku nastroje eksporterów dot. popytu utrzymywały się na stabilnym poziomie. W I kw. wciąż jednak bardzo słabe wyniki notowało przetwórstwo przemysłowe o najwyższym udziale sprzedaży eksportowej.
- Poprawa wskaźników koniunktury dla globalnego przemysłu i ożywienie w handlu międzynarodowym są kluczowym warunkiem trwałego odbicia eksportu i krajowego przemysłu. Wraz z poprawą sytuacji w przemyśle niemieckim oczekujemy wzrostu eksportu, choć tempo tej poprawy będzie powolne.
- Biorąc pod uwagę ocenę poziomu zapasów przez formy, wsparciem dla wyników PKB będzie póki co ograniczenie ich dotychczasowego spadku. Z drugiej jednak strony ten efekt będzie częściowo neutralizowany przez mniejszy spadek importu i pogorszenie kontrybucji eksportu netto we wzrost PKB.

Na przełomie roku stabilne prognozy popytu wśród eksporterów...



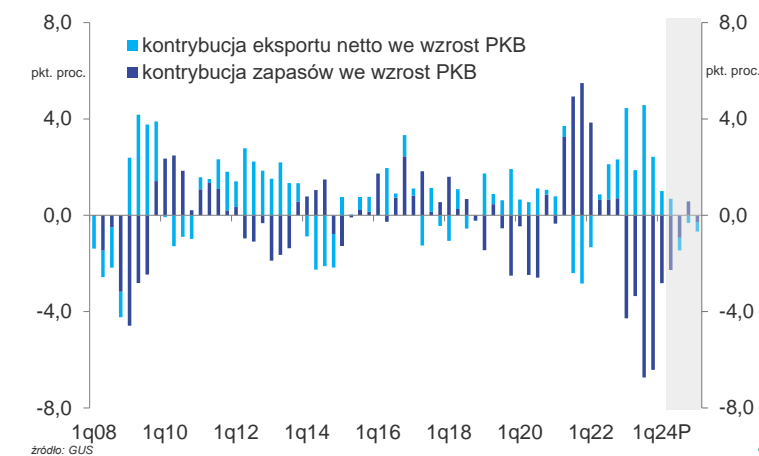
Stabilizujące się – na bardzo niskim poziomie – wskaźniki dot. stanu zapasów przedsiębiorstw...



...stopniowe ożywienie w strefie euro, szczególnie w niemieckim przemyśle powinno wspierać eksport



...dają szansę na ograniczenie ich ujemnej kontrybucji we wzrost PKB w 2024 r.

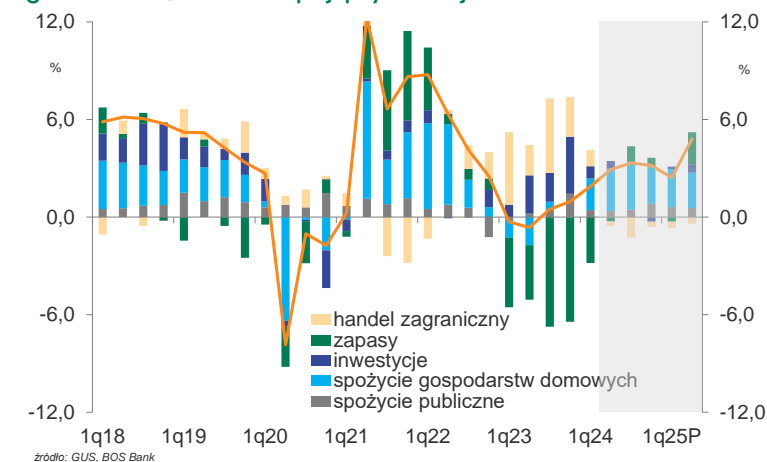




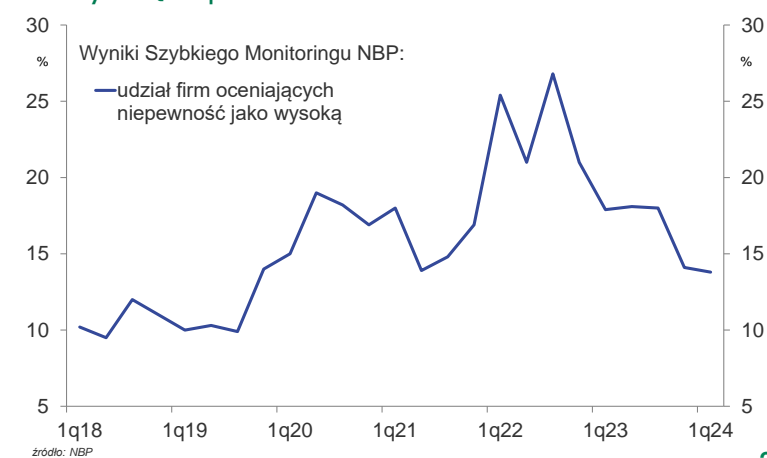
W 2024 r. prognozowany wzrost PKB do 2,8% z 0,2% w 2023 r.

- Prognozujemy, że w 2024 PKB wzrośnie o 2,8% r/r wobec 0,2% w 2023 r. Po wzroście dynamiki w I kw. do 1,9% r/r oczekujemy, że w kolejnych kwartałach dynamika PKB będzie wahać się wokół poziomu 3,0% r/r.
- Głównym czynnikiem stymulującym wzrost PKB będzie wyraźne odbicie spożycia gospodarstw domowych (do 4,2% wobec -1,0% w ub.r.), dzięki znaczącej poprawie ich sytuacji dochodowej.
- Pomimo generalnie pozytywnych tendencji gospodarczych, w 2024 r. oczekujemy silnego osłabienia dynamiki inwestycji do 1,4% z 13,1% w 2023 r. Wpływ zakończenia w 2023 r. inwestycji współfinansowanych ze środków UE będzie silniejszy względem ogólnej poprawy koniunktury, w tym nastrojów przedsiębiorstw. Szczególnie silnego osłabienia oczekujemy w zakresie inwestycji SFP oraz przedsiębiorstw publicznych.
- Zakładając jedynie stopniowe tempo wzrostu gospodarki globalnej oczekujemy natomiast bardzo stopniowego wzrostu popytu zagranicznego. Stabilizacja sytuacji w globalnym przemyśle to kluczowe warunki dla ustabilizowania się wciąż trudnej sytuacji w krajowym sektorze przemysłowym i utrzymania trendu ożywienia gospodarczego w średnim okresie.
- Póki co obniżająca się niepewność działalności przedsiębiorstw wspiera prognozę stabilnego ożywienia aktywności, niemniej czynniki ryzyka dla tych prognoz utrzymują się.
- Wysokie koszty pracy pozostają główną barierą dla szybszego rozwoju firm, ale głównym ryzykiem dla scenariusza pozostają czynniki zewnętrzne. Wciąż sytuacja geopolityczna oraz globalna polityka handlowa mogą negatywnie wpływać na scenariusz stopniowego ożywienia w przemyśle, a sama konsumpcja prywatna nie utrzyma wyższego wzrostu PKB w średnim okresie.

W trakcie 2024 r. ożywienie dynamiki PKB w kierunku 3,0% r/r głównie dzięki konsumpcji prywatnej



Ryzyko dla prognoz utrzymuje się, ale z początkiem roku obniżyła się niepewność działalności firm

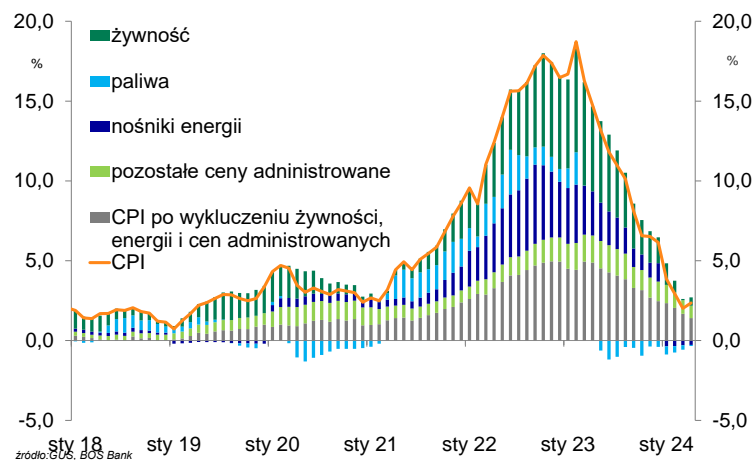




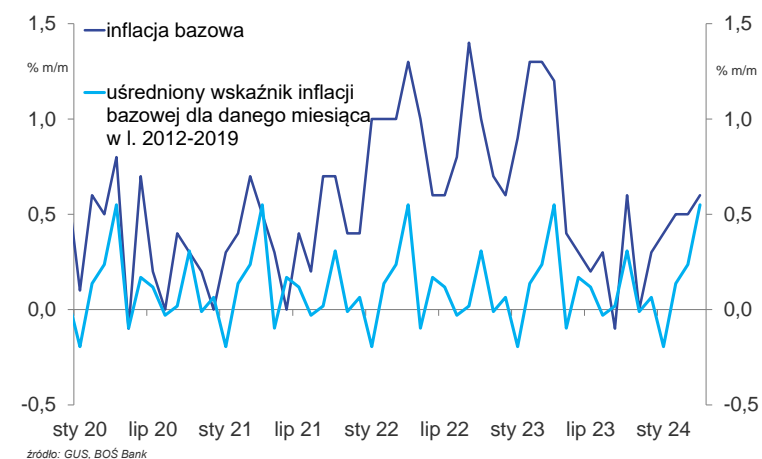
W marcu dołek inflacji na poziomie 2,0% r/r, od kwietnia wzrost CPI...

- W I kw. inflacja CPI cały czas obniżała się i osiągnęła w marcu dołek na poziomie 2,0% r/r dzięki efektom bazy odniesienia. Najsilniej obniżył się indeks cen nośników energii (wyższa baza z tytułu przywrócenia na początku 2023 r. wyższych stawek VAT), w nieco mniejszym stopniu inflacja bazowa oraz ceny żywności (przed rokiem bardzo wysoka dynamika cen w wyniku szoku surowcowego).
- W kwietniu inflacja wzrosła do 2,4% r/r, w wyniku wzrostu cen żywności, – efektu przywrócenia podstawowej stawki VAT 5% na produkty żywnościowe.
- Tym samym zmienność inflacji CPI w pierwszych miesiącach roku nadal była wynikiem efektów bazy sprzed roku oraz czynników regulacyjnych.
- Jednocześnie utrzymywały się tendencje: – niższego niż w I. 2022–2023, ale wciąż podwyższonego wzrostu inflacji bazowej, – normalizacji wskaźnika cen żywności (dzięki spadkom cen surowców żywnościowych) i sprzyjającej pogodzie, – ograniczonej zmienności cen energii.

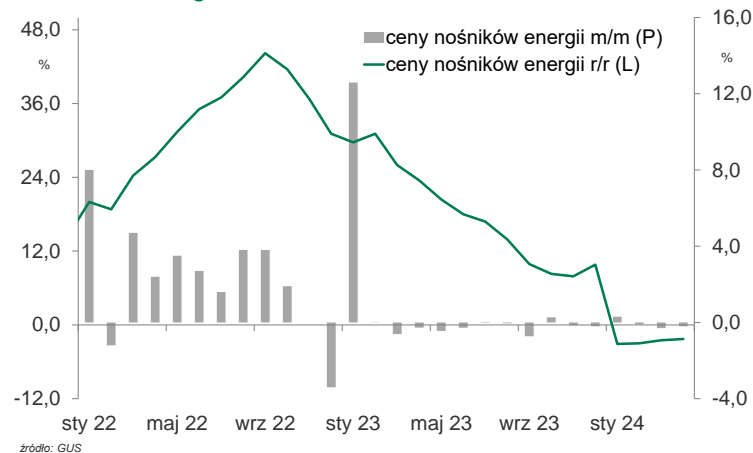
Do marca br. skokowy spadek inflacji CPI do 2,0% r/r...



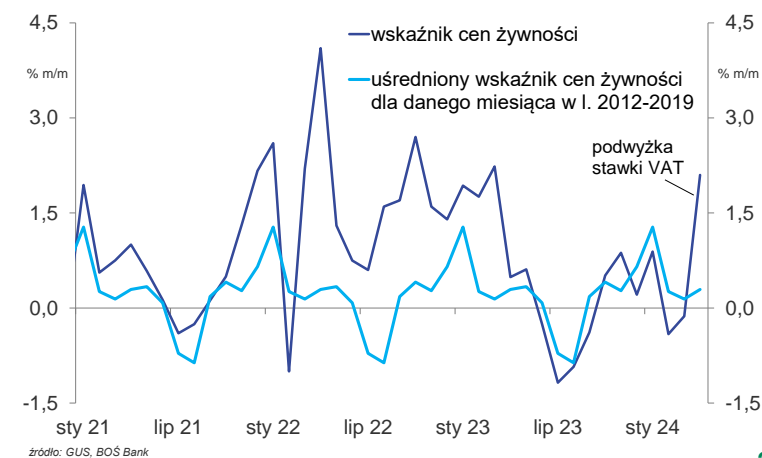
...przy kontynuacji spadku inflacji bazowej dzięki bardzo wysokim bazom odniesienia...



...oraz utrzymaniu od początku roku rocznej deflacji cen nośników energii



W I kw. wyraźny spadek dynamiki cen żywności, ale kwietniowe przywrócenie VAT na żywność zmieniło trend





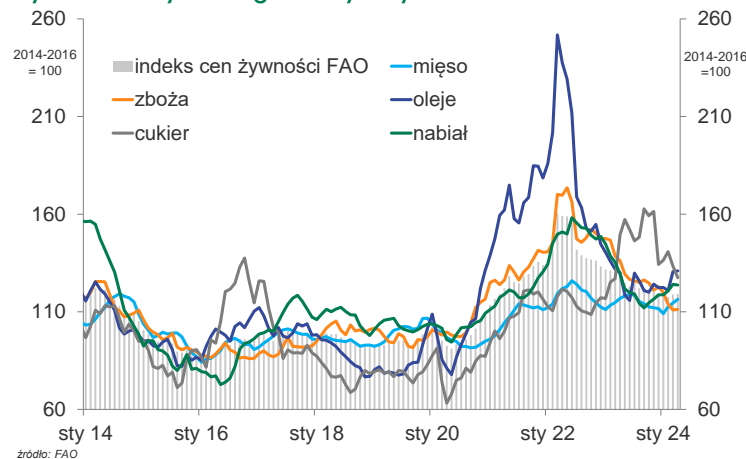
...w warunkach wzrostu indeksu cen żywności z powodu przywrócenia wyższej stawki podatku VAT...

- Spadek cen surowców żywnościowych, nawozów i energii przemawia za dalszym spadkiem dynamiki cen żywności. Dodatkowo, dotychczasowa znacząca skala napływu na rynek UE tańszych produktów rolnych z Ukrainy może przyczynić się do niższej dynamiki cen w krótkim okresie, na co wskazują bardzo dobre wyniki finansowe w przetwórstwie spożywczym.
- Zakładamy jednak, że wyższe koszty produkcji (głównie pracy) będą osłabiać wpływ niższych cen surowców na ceny detaliczne, szczególnie wobec bieżących wzrostów cen wybranych surowców.
- Od II kw. na wzrost cen żywności wpływa przywrócenie stawki VAT do 5%. Zakładamy, że wzrost VAT tylko w części (ok. 3,5%) zostanie „przerzucony” na klientów i wzrost ten będzie rozłożony w czasie, co podwyższy dynamikę cen żywności pod koniec roku do ok. 4,5% r/r.
- Sytuacja finansowa większych podmiotów handlowych mogłaby wskazywać na opcję słabszego wzrostu cen z tego tytułu, ale gorsze wyniki w wyspecjalizowanych sklepach sugerują wyższą skłonność do podwyższania cen.

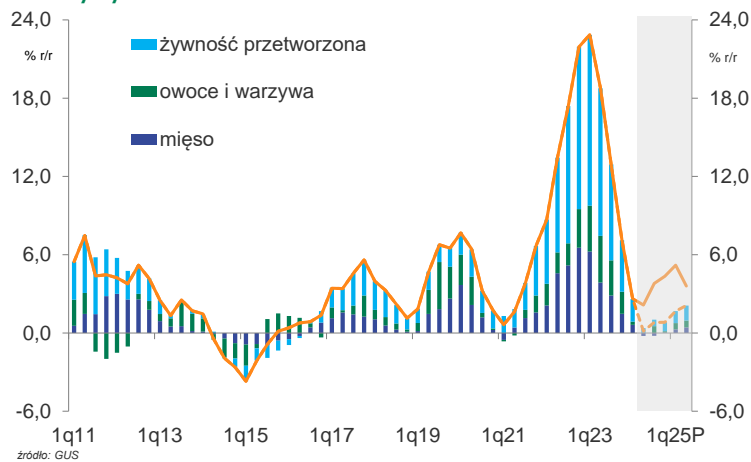
204-05-27

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dotychczasowy spadek cen większości cen surowców żywnościowych na globalnym rynku...



...ale przywrócenie wyższej stawki podatku VAT podwyższy ceny żywności



...sprzyja prognozie niskiej dynamiki cen żywności, przede wszystkim przetworzonej...



...szczególnie w przypadku mniejszych sklepów, których sytuacja pod koniec 2023 r. nie była już tak korzystna

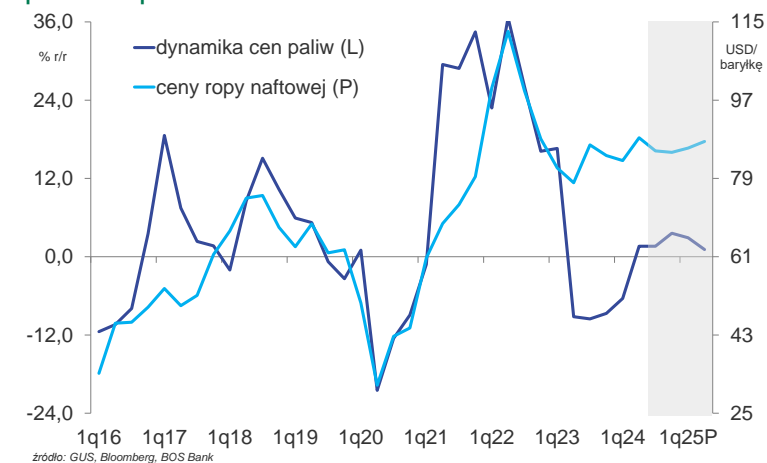




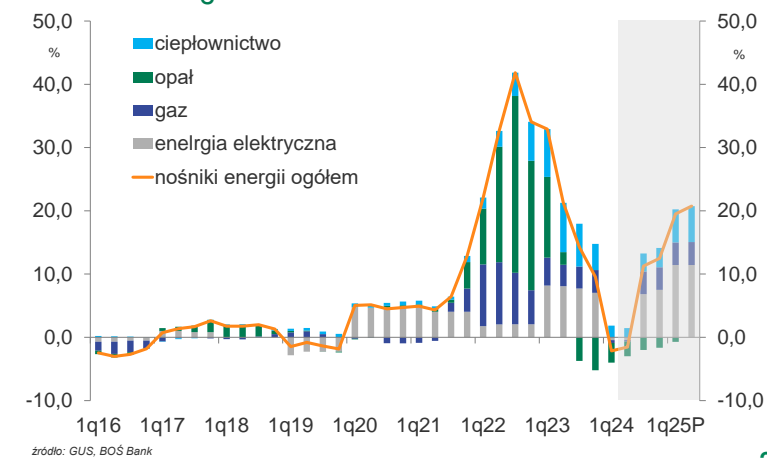
...a w II połowie roku z powodu podwyżek cen nośników energii

- Choć dotychczasowy słabszy popyt oraz stabilna podaż mogłyby sprzyjać spadkowi cen ropy, to wciąż podwyższone ryzyko geopolityczne wpływa na utrzymanie prognozy cen surowca na poziomie ok. 85 USD/baryłkę ropy Brent w II połowie roku.
- Przy tym założeniu i uwzględniając efekty bazy odniesienia oczekujemy wzrostu dynamiki cen paliw od II kw. 2024 r. do lekko dodatniego poziomu.
- Zdecydowanie silniejszych wzrostów oczekujemy z kolei w zakresie cen nośników energii w związku z odmrożeniem cen od lipca 2024 r.
- Regulacje dot. odmrożenia cen nośników energii elektrycznej są cały czas procedowane, stąd ostateczna prognoza może w nadchodzących tygodniach jeszcze się zmienić.
- Na podstawie dotychczasowych założeń ustawy, oszacowań dokumentu dot. skutków regulacji w zakresie wzrostu rachunków, wypowiedzi prezesa Urzędu Regulacji Energetyki oraz parlamentarzystów pracujących nad ustawą zakładamy, że: – ceny energii elektrycznej wzrosną o ok. 20% od III kw. 2024 r. oraz o kolejne 10% od stycznia 2025 r., – ceny gazu wzrosną o ok. 15% od lipca 2024 r. oraz nie zmienią się z początkiem 2025 r., – ceny energii cieplnej wzrosną o ok. 15% w całym 2024 r. oraz o kolejne 15% w I poł. 2025 r.
- Biorąc pod uwagę powyższe założenia oczekujemy wzrostu rocznej dynamiki cen nośników energii w II poł. 2024 r. do nieco ponad 10% oraz na początku 2025 r. do ok. 20%.

Stabilizacja cen ropy naftowej podwyższy dynamikę cen paliw w II poł. roku



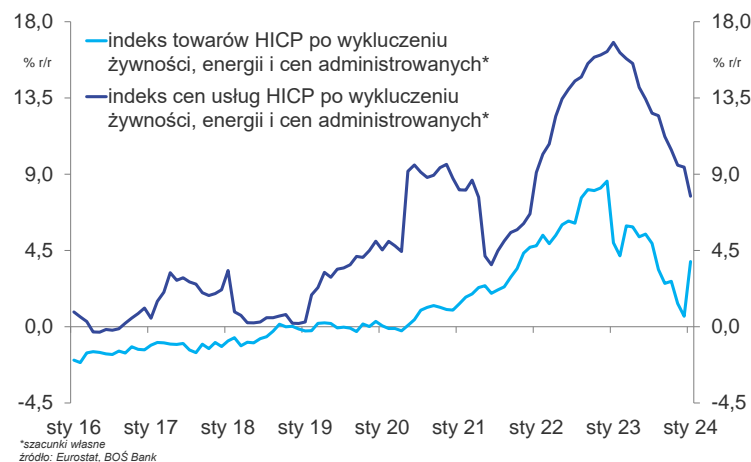
W II poł. 2024 r. i na początku 2025 r. wysokie podwyżki cen nośników energii



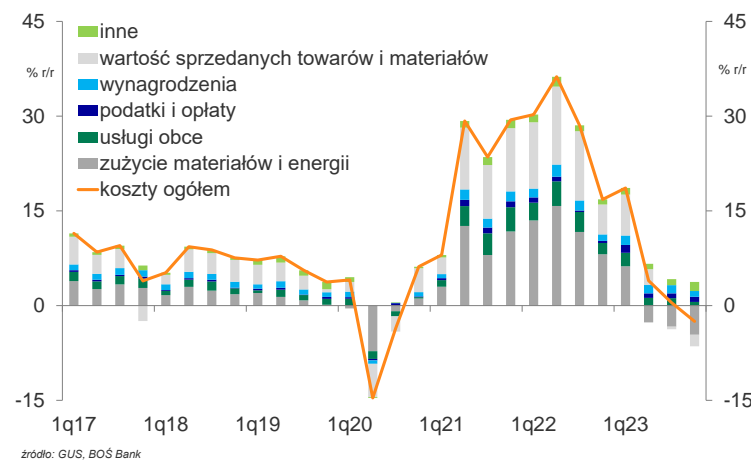
Spadek inflacji bazowej na początku 2024 r., głównie pod wpływem efektów bazy...

- Do kwietnia wskaźnik inflacji bazowej obniżał się – do 4,1% r/r, głównie dzięki bardzo wysokim bazom odniesienia.
- Cały czas indeks cen usług przewyższa wskaźnik wzrostu cen towarów, choć z początkiem roku efekty bazy przestały już tak silnie wspierać dezinflację cen towarów.
- Oczekiwania firm dot. skali zmian cen surowców i materiałów, jak również cen własnych jeszcze obniżyły się w I poł. br., lecz już w ograniczonym zakresie. W dalszym ciągu te wskaźniki utrzymują się powyżej długookresowej średniej, co jest spójne z utrzymaniem relatywnie wysokiego (na tle danych historycznych) wskaźnika inflacji bazowej.
- Ceny surowców i materiałów oraz energii pozostają istotnym czynnikiem podwyższającym wzrost cen, niemniej przy bardzo wysokiej dynamice wynagrodzeń to koszty pracy stają się kluczowym powodem wzrostów cen finalnych.

Z początkiem roku wygasanie dezinflacji towarów...



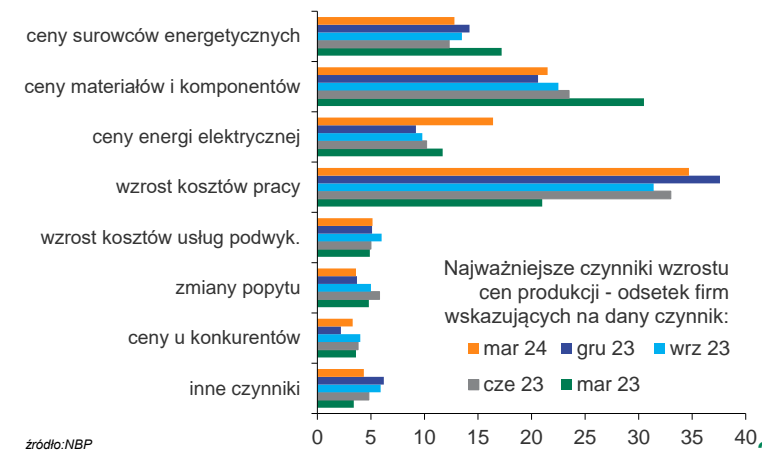
...a utrzymanie wysokiego wzrostu kosztów pracy...



...przy wygasającym wpływie normalizacji kosztów surowców...



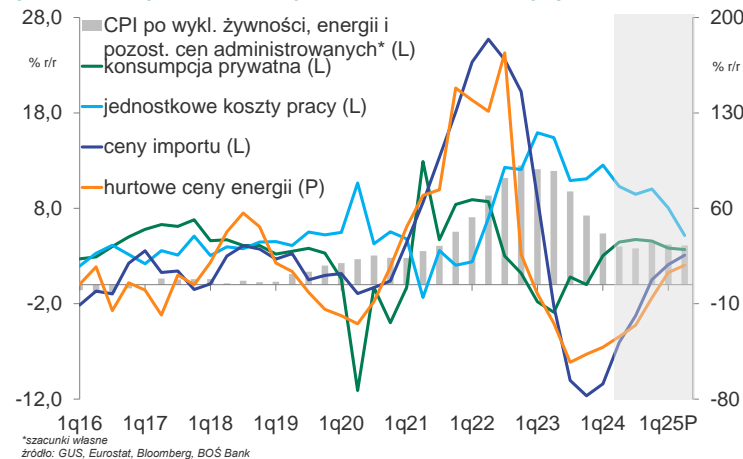
...wciąż najważniejszym czynnikiem podwyższającym koszty produkcji



...ich wygaśnięcie od II połowy roku ograniczy trend spadkowy inflacji bazowej

- Oczekując słabnącej dezinflacji z tytułu cen surowców i kosztów energii, jak również utrzymania wysokiej dynamiki kosztów pracy zakładamy, że nasza miara inflacji bazowej – CPI po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych – będzie w kolejnych kwartałach obniżać się już minimalnie.
- Silny wzrost konsumpcji może też ułatwiać przenoszenie wyższych kosztów orzedsiębiorstw na ceny detaliczne.
- Ponadto, zakładamy, że od II kw. po okresie wyborczym, silniej wzrosną ceny usług publicznych, które w okresie kryzysu energetycznego rosły w ograniczonym stopniu. Prawdopodobny wzrost cen transportu publicznego oraz czynszów za mieszkania komunalne może dodatkowo ograniczać dezinflację cen usług w II poł. 2024 r.
- Biorąc pod uwagę powyższe założenia oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja bazowa będzie wahała się wokół poziomu 4,0% r/r.

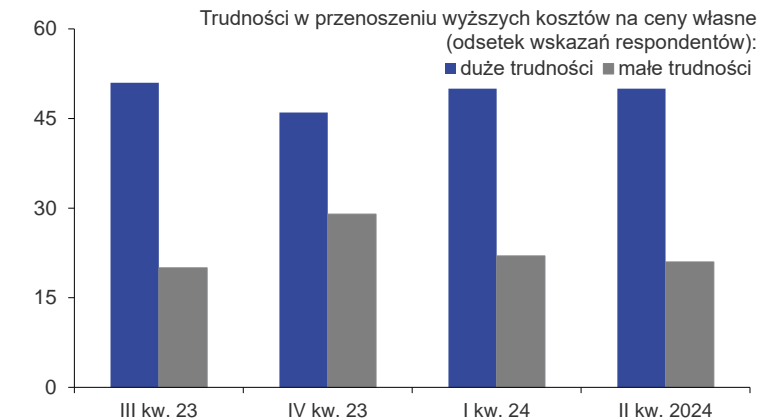
Ustępowanie efektów bazy oraz tendencje cykliczne spowolnią spadek inflacji w kwartałach kolejnych...



Po okresie wyborczym możliwy silniejszy wzrost usług o istotnym wpływie decyzji administracyjnych...

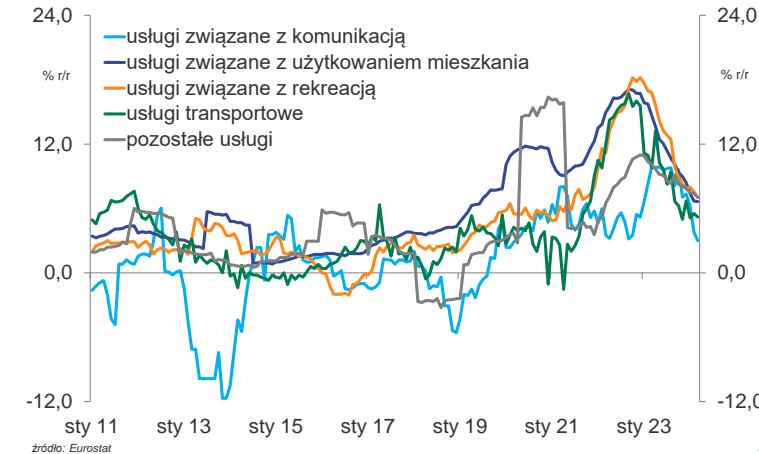


...przy możliwym łatwiejszym „przerzucaniu” kosztów na ceny finalne dzięki ożywieniu konsumpcji w 2024 r.



źródło: NBP

...co może dodatkowo spowalniać dezinflację w wybranych usługach

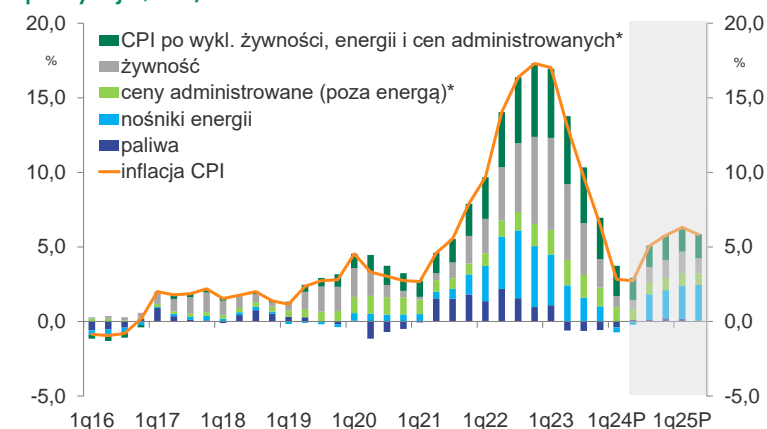




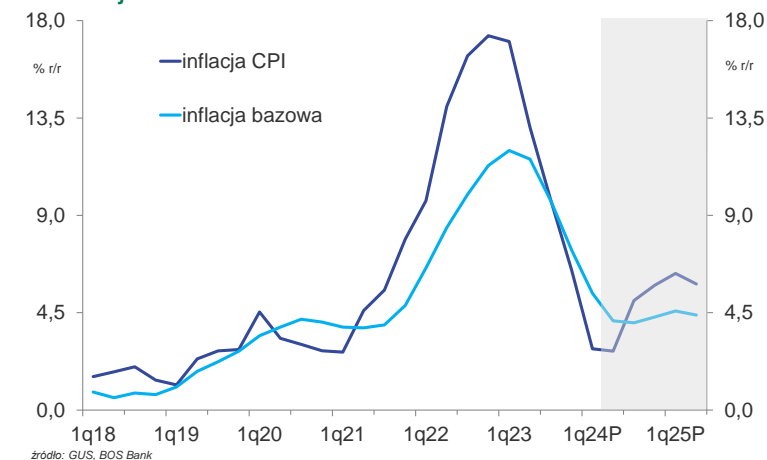
W 2024 r. wzrost inflacji CPI pod wpływem czynników administracyjnych

- Oczekujemy, że od II kw. inflacji CPI będzie systematycznie rósł przekraczając poziom 5,0% r/r pod koniec roku oraz okresowo w kierunku 6,0% r/r w I kw. 2025 r. W warunkach wygasania dotychczasowych efektów bardzo wysokich statystycznych baz odniesienia, podwyżki cen z tytułu decyzji regulacyjnych wpłyną na wzrost wskaźnika inflacji.
- Od II kw. głównie przyspieszy wzrost cen żywności z powodu przywrócenia od kwietnia 5-proc. stawki podatku VAT na produkty żywnościowe. Od III kw. silnie wzrosną z kolei ceny nośników energii w następstwie podwyżek cen energii elektrycznej, gazu oraz ciepła.
- Od końca 2023 r. podwyższona zmienność inflacji w dominującym stopniu wynika właśnie ze zmian indeksu cen żywności i energii przy dużo mniejszych zmianach inflacji bazowej. Taka sytuacja powinna utrzymać się także w kwartałach kolejnych, przy oczekiwanej przez nas stabilizacji wskaźnika inflacji bazowej w okolicach 4,0% r/r.
- Spadek inflacji bazowej będzie przebiegać w kolejnych kwartałach bardzo stopniowo, z uwagi na: - wygasanie efektu normalizacji cen surowców i kosztów transportu, - wysoką dynamikę kosztów pracy, - trwały efekt wyraźnego wzrostu poziomu cen energii, - strukturalny czynnik deglobalizacji podwyższający koszty produkcji.

Od II kw. br. oczekiwany stopniowy wzrost inflacji CPI powyżej 5,0% r/r...



...z powodu decyzji administracyjnych, przy stabilizacji inflacji bazowej

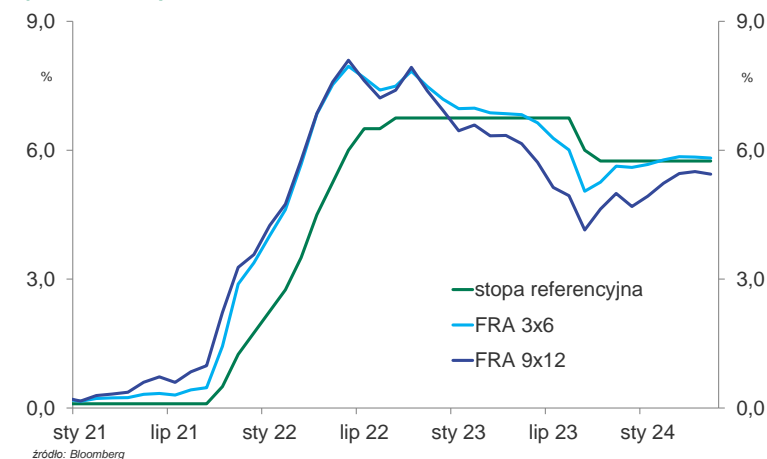




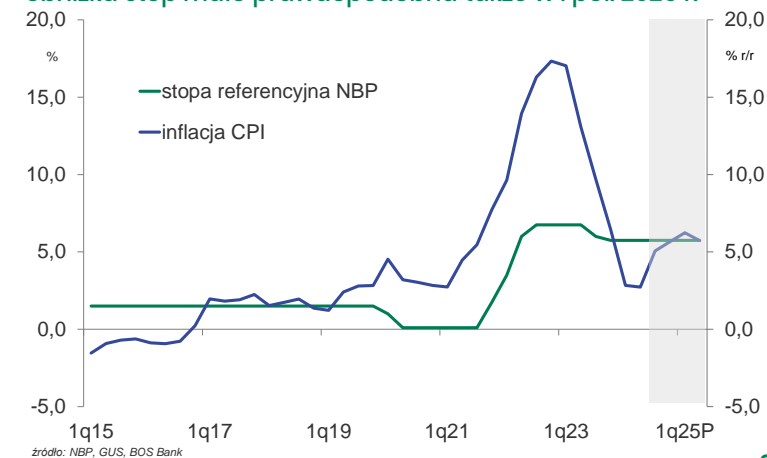
Oczekiwany wzrost inflacji i bardzo konserwatywna narracja RPP implikują stabilizację stóp procentowych NBP na dłużej...

- W pierwszych miesiącach 2024 r. RPP utrzymała niezmienione stopy procentowe, w tym stopę referencyjną na poziomie 5,75%. Jednocześnie Rada utrzymała bardzo konserwatywną retorykę, silnie ostabiając oczekiwania rynkowe dot. luzowania polityki pieniężnej.
- Pomimo spadku inflacji CPI w I kw. RPP wskazuje na ryzyko jej ponownego wzrostu z powodu czynników administracyjnych (ceny żywności, ceny nośników energii). Ponadto Rada wskazuje także na podwyższoną dynamikę wynagrodzeń jako czynnik niepewności kształtowania się oczekiwań inflacyjnych.
- Podczas konferencji prasowej po majowym posiedzeniu RPP prezes NBP wskazał, że w jego ocenie w Radzie nie znajdzie się większość gotowa poprzeć obniżkę stóp w 2024 r. Taka ocena jest spójna z przeważającymi wypowiedziami członków Rady.
- W oparciu o naszą prognozę wzrostu CPI powyżej 5,0% r/r w 2024 r. oraz w kierunku 6,0% r/r w I kw. 2025 r., jako niskie oceniamy prawdopodobieństwo redukcji stóp w perspektywie kolejnych 12-tu miesięcy. Choć prezes Glapiński podczas majowej konferencji prasowej powiedział, że na początku 2025 r. może pojawić się przestrzeń do rozważenia obniżki stóp, to w naszej ocenie prawdopodobieństwo takiej decyzji jest niskie, biorąc pod uwagę:
 - oczekiwany wysoki poziom inflacji w I poł. 2025 r., - dotychczasową bardzo restrykcyjną postawę Rady i zakładane przez nas utrzymanie takiej postawy w przyszłości, - wskazywany przez prezesa NBP warunek obniżki stóp w sytuacji bliskiej perspektywy trwałego spadku inflacji w kierunku 3,5% r/r.
- Jako niskie prezes NBP ocenił ryzyko podwyżki stóp procentowych, stąd bilans ryzyka dla naszej prognozy pozostaje asymetryczny. Biorąc pod uwagę dotychczasową postawę Rady, wydaje się, że jedynym czynnikiem, który mógłby skłonić RPP do wcześniejszych obniżek stóp byłoby silne spowolnienie aktywności krajowej gospodarki.

Wygasanie oczekiwań rynkowych na obniżki stóp procentowych NBP w trakcie 2024 r...



...biorąc pod uwagę scenariusz inflacyjny oraz retorykę RPP, obniżka stóp mało prawdopodobna także w I poł. 2025 r.

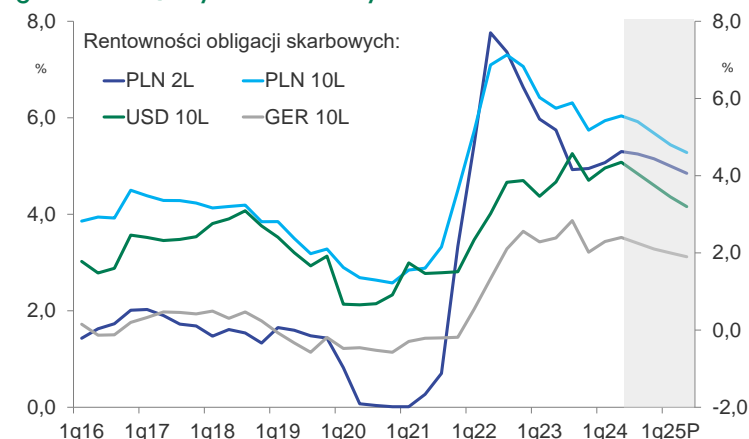




...co ogranicza potencjał spadkowy rentowności krajowych obligacji skarbowych na krótkim końcu krzywej dochodowości

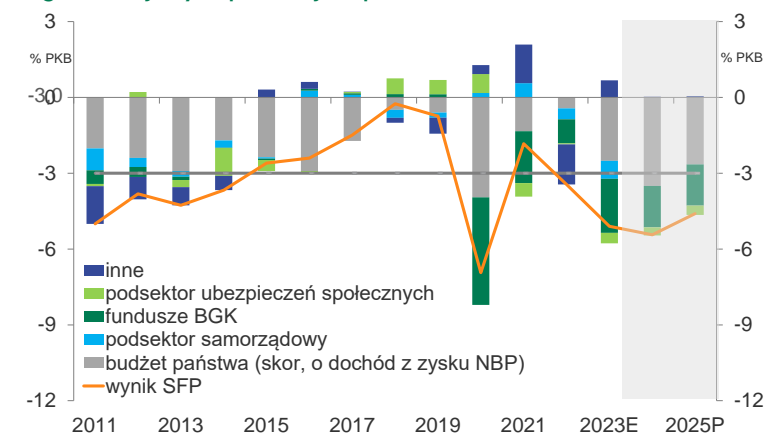
- Po spadku pod koniec 2023 r., w pierwszych miesiącach 2024 r. rentowności krajowych obligacji skarbowych wzrosły zarówno pod wpływem czynników globalnych (korekta oczekiwanej skali obniżek stóp Fed i EBC), jak i krajowych (ograniczenie oczekiwań na obniżki stóp NBP).
- Prognozując spadek rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, oczekujemy ponownego obniżenia rentowności krajowych obligacji w II połowie 2024 r., pomimo prognozy stabilizacji stóp NBP. Jednocześnie scenariusz wolniejszego tempa obniżek stóp Fed i EBC będzie skutkowało jedynie stopniowym spadkiem rentowności.
- Przy mniejszym wpływie czynników globalnych na krótki koniec krzywej, w trakcie roku rentowności złotych obligacji 2-letnich obniżą się w niewielkim stopniu, choć prawdopodobne utrzymanie wysokiego popytu sektora bankowego na te papiery będzie wspierać relatywnie niskie rentowności tych papierów.
- Z drugiej strony czynnikiem wpływającym nadal negatywnie na ceny obligacji będzie utrzymująca się wysoka podaż papierów skarbowych, która może ograniczać skalę spadku rentowności. Oczekujemy, że w 2024 r. deficyt SFP utrzyma się powyżej 5% PKB, na wysokim poziomie utrzyma się także podaż obligacji (Skarbu Państwa i emitowanych przez BGK), co w warunkach globalnego efektu wysokich podaży i zapadania obligacji w posiadaniu NBP będzie ciążyć cenom krajowych papierów.
- Jednocześnie podtrzymujemy ocenę, że pomimo utrzymania podwyższonego poziomu deficytu SFP w I. 2023 – 2024 potencjalna presja na wzrost rentowności z tytułu ewentualnego narastania obaw o sytuację fiskalną (także globalnie) nie powinna być szczególnie silna w przypadku Polski (poza ewentualnym wpływem wyższej premii za ryzyko z tytułu czynników zewnętrznych). Wciąż bowiem poziom długu publicznego Polski poniżej 55% PKB pozostaje umiarkowany na tle innych krajów.

W 2024 r. oczekiwany dalszy spadek rentowności obligacji, głównie dzięki rynkom bazowym



źródło: Bloomberg, BOŚ Bank

Wysoki deficyt SFP i podaż SPW cały czas czynnikiem ograniczającym potencjał spadku rentowności



*skorygowany o anulowanie FUS pożyczki z budżetu państwa
źródło: MF, BGK, BFG, Eurostat, ZUS, BOŚ Bank

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,6	0,2	2,8
Popyt krajowy	% r/r	5,4	6,3	3,3	-2,7	8,5	5,2	-3,2	3,5
Spożycie indywidualne	% r/r	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,4	-1,0	4,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	2,7	13,1	1,4
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,1	-0,2	1,2	0,6	-1,1	0,6	4,1	-0,2
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1 983	2 127	2 288	2 338	2 631	3 075	3 410	3 624
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,3	-1,3	-0,2	2,5	-1,3	-2,4	1,6	1,2
	mld EUR	-1,5	-6,5	-1,2	12,8	-7,4	-15,7	11,8	9,8
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	11,1	15,7	16,3	18,2	15,9	16,2	16,7	14,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	7,3	6,1	5,4	6,0	6,4	5,4	5,2	5,0
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	3,3	2,6	2,2	-1,0	0,4	2,2	0,6	0,0
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	5,3	7,2	7,2	5,3	8,8	12,1	12,7	13,5
	% r/r, real.	3,2	5,4	4,7	1,9	3,6	-2,0	1,1	9,3
Inflacja CPI	% r/r, śr.	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,4	11,5	3,9
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	0,7	0,7	2,0	3,9	4,1	9,1	10,2	4,5
Depozyty ogółem	% r/r	4,2	9,1	8,2	13,8	10,9	5,7	9,6	5,5
Kredyty ogółem	% r/r	3,8	7,1	5,0	0,7	5,1	1,7	0,0	3,3
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,4	-5,1	-5,4
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	50,8	48,7	45,7	57,2	53,6	49,2	49,6	52,9
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,00	1,25	6,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%, k.o.	1,72	1,72	1,71	0,21	2,54	7,02	5,88	5,90
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,69	1,33	1,43	0,01	3,33	6,63	4,95	5,15
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,66	2,13	1,79	0,41	3,93	6,83	5,00	5,10
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	3,29	2,81	2,10	1,22	3,62	6,83	5,18	5,10
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,40
PLN/USD	PLN, k.o.	3,48	3,76	3,80	3,76	4,06	4,40	3,94	4,09
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,57	3,82	3,92	4,26	4,45	4,77	4,68	4,57
założenia zewnętrzne									
PKB - USA	% r/r	2,3	2,9	2,3	-2,2	5,8	1,9	2,5	2,2
PKB - strefa euro	% r/r	2,7	1,9	1,4	-6,2	5,9	3,5	0,5	0,7
PKB - Chiny	% r/r	6,9	6,8	6,0	1,8	8,5	3,0	5,2	5,1
Inflacja CPI - USA	% r/r, śr.	2,1	2,4	1,9	1,2	4,7	8,0	4,1	3,2
Inflacja HICP - strefa euro	% r/r, śr.	1,4	1,4	1,2	0,3	2,6	8,4	5,5	2,3
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	5,00
SOFR ON	%, k.o.	-	-	-	-	-	4,30	5,38	4,80
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,42	2,70	1,92	0,91	1,51	3,88	3,88	3,75
Stopa depozytowa EBC	%, k.o.	0,00	0,00	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	4,00	3,25
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	3,25
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,42	0,24	-0,19	-0,58	-0,19	2,56	2,02	2,10
Stopa SNB	%, k.o.	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	1,00	1,75	1,25
SARON	%, k.o.	-	-	-	-	-	-0,24	1,46	1,46
USD/EUR	USD, k.o.	1,20	1,15	1,12	1,22	1,14	1,07	1,10	1,07
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	54,3	71,0	64,1	42,3	70,6	100,0	82,6	85,5

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

* środki rejestrowane po stronie rachunku bieżącego (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

2024-05-27

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	0,5	1,0	1,9	2,9	3,3	3,2	2,7	3,3
Popyt krajowy	% r/r	-4,1	-1,5	0,8	2,7	5,7	4,5	3,3	3,9
Spożycie indywidualne	% r/r	0,8	0,0	3,2	4,5	4,7	4,6	3,8	3,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	11,3	15,8	5,6	2,8	1,2	-1,1	1,1	3,1
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	4,6	2,5	1,1	0,2	-2,3	-1,3	-0,6	-0,6
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	0,9	1,6	1,6	1,5	1,2	1,2	1,1	1,0
	mld EUR	1,8	3,7	5,2	1,1	-0,5	4,0	4,5	0,9
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5,0	5,1	5,3	4,8	4,8	5,0	5,2	4,8
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,4	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,4	0,4
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	11,0	12,0	14,4	13,8	13,2	12,7	10,0	9,5
	% r/r, real.	1,2	5,2	11,2	10,8	8,1	7,0	3,6	3,5
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	8,2	6,2	2,0	3,1	5,2	5,2	6,2	5,7
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	8,4	6,9	4,6	3,9	4,2	4,3	4,3	4,2
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	6,50	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%, k.o.	5,77	5,88	5,88	5,90	5,90	5,90	5,90	5,85
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	4,93	4,95	5,07	5,30	5,25	5,15	5,00	4,85
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	5,22	5,00	5,32	5,35	5,25	5,10	4,90	4,70
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	5,89	5,18	5,43	5,55	5,40	5,10	4,80	4,60
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,64	4,35	4,30	4,32	4,35	4,40	4,42	4,45
PLN/USD	PLN, k.o.	4,37	3,94	3,99	4,04	4,06	4,09	4,11	4,12
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,80	4,68	4,43	4,42	4,48	4,57	4,60	4,64

założenia zewnętrzne		3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25
PKB - USA	% r/r	2,9	3,1	3,0	2,8	1,8	1,1	0,8	0,8
PKB - strefa euro	% r/r	0,1	0,1	0,4	0,5	0,8	1,1	1,0	1,0
PKB - Chiny	% r/r	4,9	5,2	5,3	5,4	5,0	4,5	4,3	4,2
Stopa funduszy federalnych Fed*	%, k.o.	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00	4,75	4,50
SOFR ON	%, k.o.	5,31	5,38	5,34	5,30	5,05	4,80	4,55	4,30
Obligacje USA 10L	%, k.o.	4,57	3,88	4,20	4,35	4,05	3,75	3,45	3,20
Stopa depozytowa EBC	%, k.o.	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25	3,25	3,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	3,75	3,50	3,25	3,15	2,95
Obligacje GER 10L	%, k.o.	2,84	2,02	2,30	2,40	2,25	2,10	2,00	1,90
Stopa SNB	%, k.o.	1,75	1,75	1,50	1,50	1,25	1,25	1,00	1,00
SARON	%, k.o.	1,70	1,70	1,67	1,47	1,46	1,25	1,21	1,00
USD/EUR	USD, k.o.	1,06	1,10	1,08	1,07	1,07	1,08	1,08	1,08
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	86,7	84,3	83,1	88,4	85,3	85,0	86,0	87,5

% 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.