

Analizy makroekonomiczne

# PRZEGLĄD KWARTALNY

24 maja 2021

---

## Od inflacji strachu do strachu przed inflacją

---



---

Departament Rynków  
Finansowych i Analiz  
[bosbank.analizy@bosbank.pl](mailto:bosbank.analizy@bosbank.pl)

**Łukasz Tarnawa**  
Główny Ekonomista  
+48 696 405 159  
[lukasz.tarnawa@bosbank.pl](mailto:lukasz.tarnawa@bosbank.pl)

**Aleksandra Świątkowska**  
Ekonomista  
+48 515 111 698  
[aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl](mailto:aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl)

---



## Synteza

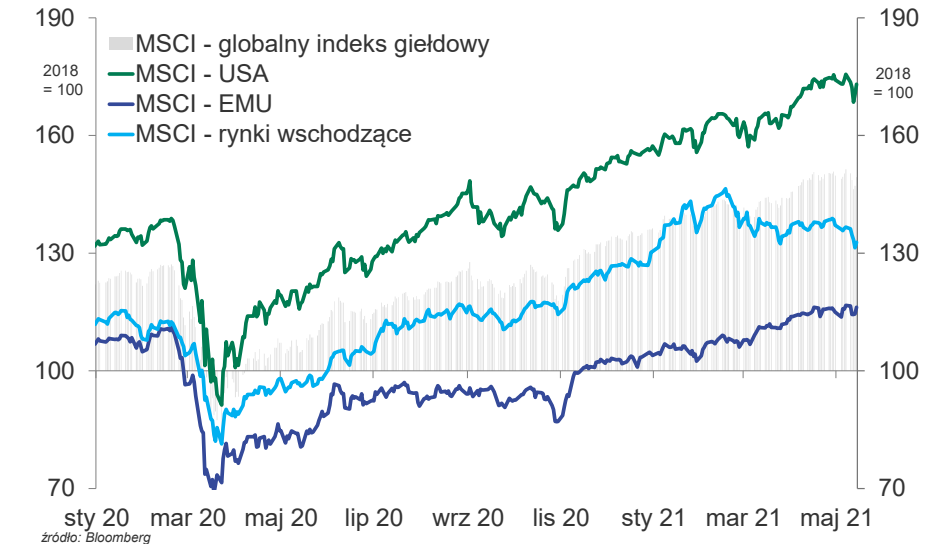
- I kwartał przyniósł solidną poprawę nastrojów na globalnym rynku finansowym podsycaną oczekiwaniami na zsynchronizowany wzrost aktywności gospodarczej na świecie. W II kw. wyśrubowane oczekiwania rynkowe co do tempa wzrostu gospodarczego oraz wyższa ścieżka inflacji poskutkowały wzrostem niepewności co do perspektyw cen aktywów finansowych o wyższym profilu ryzyka. Silniejszy wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych ograniczała nadal ostrożna retoryka głównych banków centralnych.
- W scenariuszu bazowym oczekujemy solidnego ożywienia gospodarki globalnej w 2021 i 2022 r., niemniej średniookresowe postpandemiczne wyzwania (m.in. wygasanie pozytywnego wpływu pomocy publicznej), ograniczenie silnego wzrostu aktywności w globalnym przemyśle oraz utrzymująca się niepewność dot. rozwoju sytuacji epidemicznej w gospodarkach wschodzących stanowią istotne czynniki ryzyka dla tempa tego ożywienia oraz kształtowania się inflacji.
- Wyższa niepewność dotycząca sytuacji gospodarczej (zarówno w sferze realnej, jak i inflacyjnej) będzie przekładać się na wzrost zmienności rynkowej, niemniej zakładając trwałe ożywienie aktywności w gospodarce globalnej oraz okresowy charakter wzrostu inflacji i utrzymania luźnej polityki pieniężnej w USA i strefie euro wciąż bazowym scenariuszem pozostaje wzrost cen aktywów o wyższym profilu ryzyka oraz spadek presji na rentowności obligacji skarbowych.
- Wraz z poprawiającą się sytuacją epidemiczną w kraju oczekujemy od II kw. przyspieszenia wzrostu gospodarczego do 4,0% r/r w całym 2021 r. W nadchodzących kwartałach oczekujemy odbicia konsumpcji i silniejszego wzrostu inwestycji publicznych, przy zdecydowanie wolniejszym procesie odbudowy inwestycji przedsiębiorstw i lekkim wyhamowaniu tempa wzrostu eksportu. Dalszego przyspieszenia aktywności oczekujemy w 2022 r., kiedy na aktywność gospodarki silniej będzie wpływać uruchomienie programów inwestycyjnych w ramach Krajowego Programu Odbudowy, czy też ewentualny prokonsumpcyjny impuls zmian podatkowych w ramach Nowego Ładu.
- Bieżący wzrost cen surowców oraz ograniczenia podażowe w gospodarce globalnej poskutkowały podwyższeniem prognozowanej ścieżki inflacji w 2021 r. Szacujemy, że w 2021 r. średnioroczny wskaźnik CPI wyniesie 3,8%. Wyraźniejszego obniżania wskaźnika inflacji poniżej 3% r/r oczekujemy w I połowie 2022 r.
- Pomimo silniejszego wzrostu PKB oraz inflacji CPI nie oczekujemy szybkiego zaostrzenia polityki pieniężnej NBP. Wypowiedzi prezesa NBP wskazują na silne przekonanie, że w bieżącym składzie Rady dominuje ostrożność co do zaostrzenia warunków monetarnych. Pierwszej podwyżki stóp procentowych NBP oczekujemy w II kw. 2022 r., po zmianie większości składu RPP.



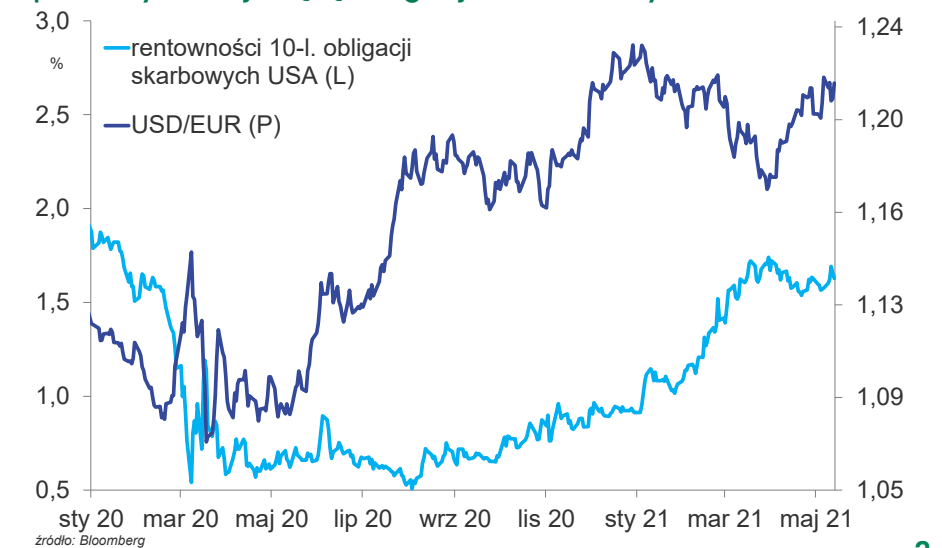
## W II kw. wyhamowanie wzrostu cen aktywów o wyższym profilu ryzyka

- Po okresie podwyższonej niepewności na przełomie 2020 i 2021 r., I kw. przyniósł wyraźną poprawę nastrojów rynkowych w oczekiwaniu na solidne przyspieszenie tempa wzrostu globalnej gospodarki wraz z postępującym programem szczepień w USA i Europie oraz wraz luzowaniem polityki fiskalnej w USA.
- W tym okresie ceny aktywów o wyższym profilu ryzyka notowały silne wzrosty w reakcji na publikacje solidnych danych ze sfery realnej dodatkowo podbijające oczekiwania rynkowe co do tempa ożywienia aktywności.
- W warunkach tak napiętych oczekiwań dot. perspektyw gospodarczych, w trakcie II kw. publikacje słabszych od oczekiwań rynkowych danych przekładały się już na wzrost zmienności rynkowej, a dodatkowo problemy po stronie podażowej (gł. w sektorze przemysłu) oraz nasilenie wzrostu inflacji poskutkowało wyhamowaniem wcześniejszych pozytywnych nastrojów i ponownym wzrostem zmienności notowań na globalnym rynku finansowym.
- Niepewność dot. perspektyw reflacji negatywnie wpływała na aktywa o wyższym profilu ryzyka, ale także stymulowała presję na wzrost rentowności obligacji skarbowych.
- Choć oczekujemy solidnego ożywienia gospodarki globalnej w kolejnych kwartałach, to pozostajemy ostrożni co do jego skali. Tym samym po tak dynamicznej poprawie nastrojów w I kw. choć dalsze wzrosty cen aktywów o wyższym profilu ryzyka pozostają scenariuszem bazowym, to ich skala będzie już mniejsza, przy rosnących ryzykach okresowych wyprzedaży.
- Oczekujemy w dłuższym okresie wygasania ryzyk reflacyjnych, niemniej prawdopodobnie wyższa ścieżka inflacji w wielu krajach w najbliższych miesiącach będzie okresowo silniej stymulować te obawy, co może ciążyć zarówno cenom aktywów o wyższym profilu ryzyka jak i obligacji skarbowych w krótkim okresie.

### Po silnym I kw., w II kw. wyhamowanie wzrostów cen aktywów o wyższym profilu ryzyka...



### ...oczekiwania silnego wzrostu gospodarczego oraz wyższe poziomy inflacji ciążą obligacjom skarbowym

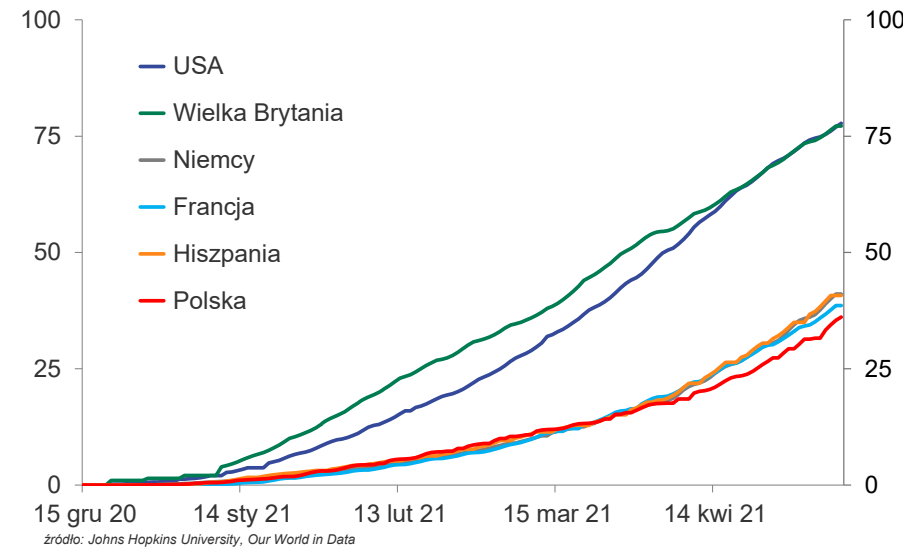




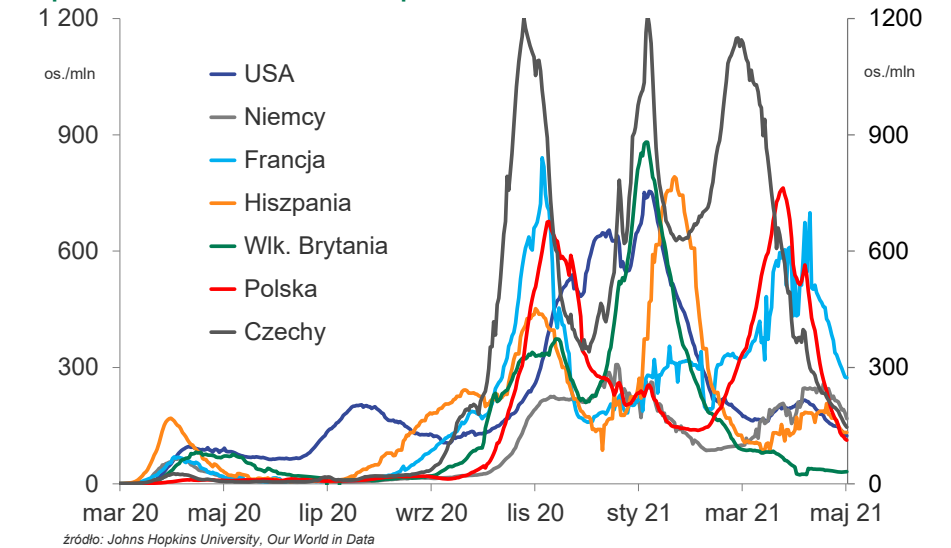
## Wyraźna poprawa sytuacji epidemicznej w USA i Europie...

- Po pogorszeniu sytuacji epidemicznej w I kw. w wielu krajach Europy, od II kw. statystyki dot. nowych zachorowań obniżyły się.
- Dłuższy okres restrykcji epidemicznych (obowiązujących także w II kw.) oraz przyspieszenie tempa szczepień w Europie na przełomie I i II kw., wyraźnie poprawiło bieżące wskaźniki sytuacji epidemicznej w Europie. Praktycznie od początku roku utrzymują się także wyraźnie niższe statystyki zakażeń w USA oraz Wielkiej Brytanii.
- Dużo trudniejsza sytuacja epidemiczna utrzymuje się z kolei na rynkach rozwiniętych (np. Indie, Brazylia), rozprzestrzenianie się nowych szczepów wirusa oraz wolniejsze tempo szczepień poskutkowało w kwietniu ponownym historycznie wysokim wzrostem liczby nowych przypadków COVID-19 w skali globalnej.

### Wyraźne przyspieszenie procesu szczepień...



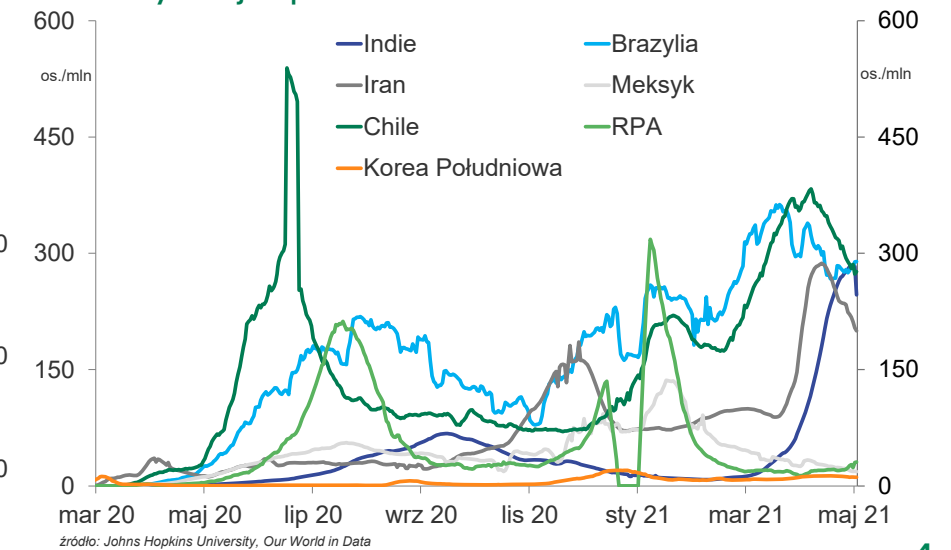
### ...oraz restrykcje epidemiczne stabilizują sytuację epidemiczną w USA i Europie...



### ...wspierając ożywienie gospodarek domowych



### W wielu krajach wschodzących utrzymująca się bardzo trudna sytuacja epidemiczna





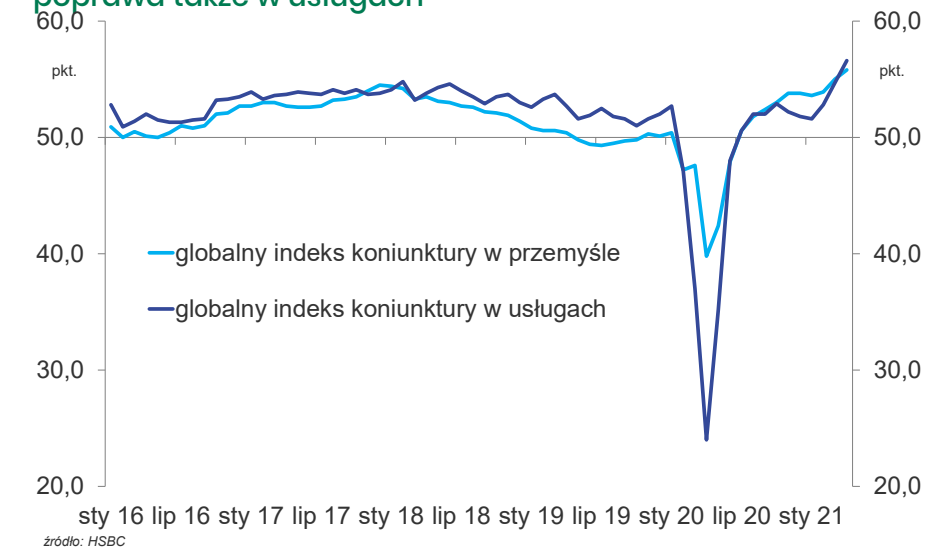
## ...wzmacniająca oczekiwania na ożywienie gospodarki globalnej

- Zaawansowanie programów szczepień w USA i Europie wpłynęło na wzrost oczekiwań zsynchronizowanego solidnego ożywienia gospodarki globalnej. Przy całym czasie bardzo dobrych wyników wskaźników koniunktury w przemyśle, przełom I i II kw. przyniósł także dużo silniejsze odbicie wskaźników koniunktury w usługach w nadziei na szybkie i trwałe znieszenie restrykcji epidemicznych.
- W efekcie powszechnie ugruntowały się oczekiwania silniejszego wzrostu aktywności w gospodarce globalnej w II poł. br. Poza wątkiem sytuacji epidemicznej, pozytywny wpływ na ocenę perspektyw gospodarczych miała decyzja o silniejszym luzowaniu polityki fiskalnej w USA, wspierająca w pierwszym rzędzie perspektywy w USA, ale także pośrednio w gospodarce globalnej.
- Choć ożywienie popytu w głównych gospodarkach rozwiniętych czy w Chinach jest kluczowe, to sytuacja gospodarek wschodzących nie pozostanie bez wpływu na sytuację makroekonomiczną w całej gospodarce globalnej, zarówno w aspekcie popytowym (globalne usługi, siła popytu w gospodarkach wschodzących), jak i podażowym (zależność od podaży surowców i komponentów, sytuacji w globalnym transporcie).
- Biorąc pod uwagę powyższe, jak również wciąż utrzymującą się niepewność dot. rozwoju sytuacji epidemicznej w aspekcie skuteczności szczepień oraz nowych mutacji wirusa, całym czasem należy wskazywać na czynniki ryzyka dla tempa ożywienia aktywności w gospodarce globalnej. Czynnikiem ryzyka pozostaje kwestia średniookresowych skutków pandemii, w szczególności w krajach o niższej skali luzowania polityki fiskalnej / szybciej odchodzących od luzowania polityki fiskalnej.

### Z początkiem 2021 r. utrzymująca się poprawa sytuacji w globalnym handlu



### W II kw. poza dobrą koniunkturą w przemyśle, solidna poprawa także w usługach



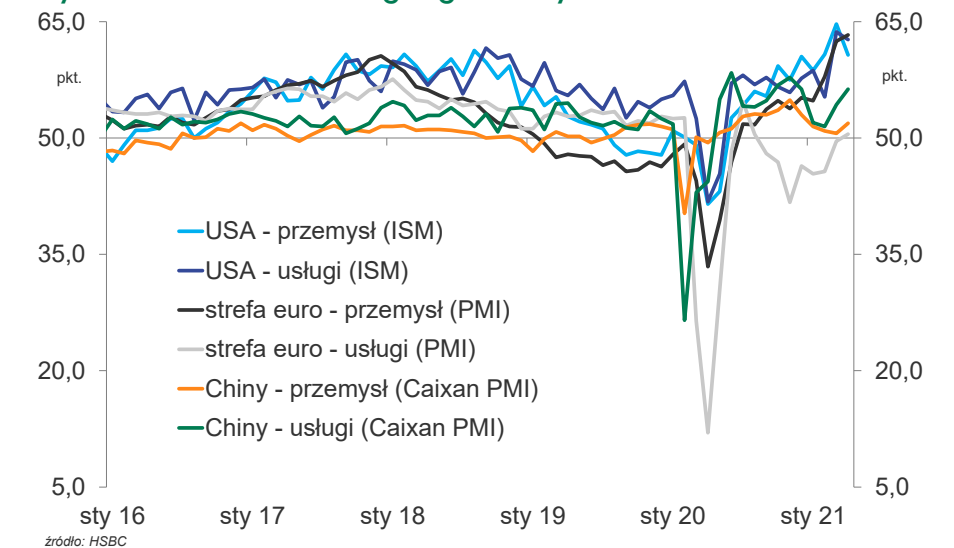




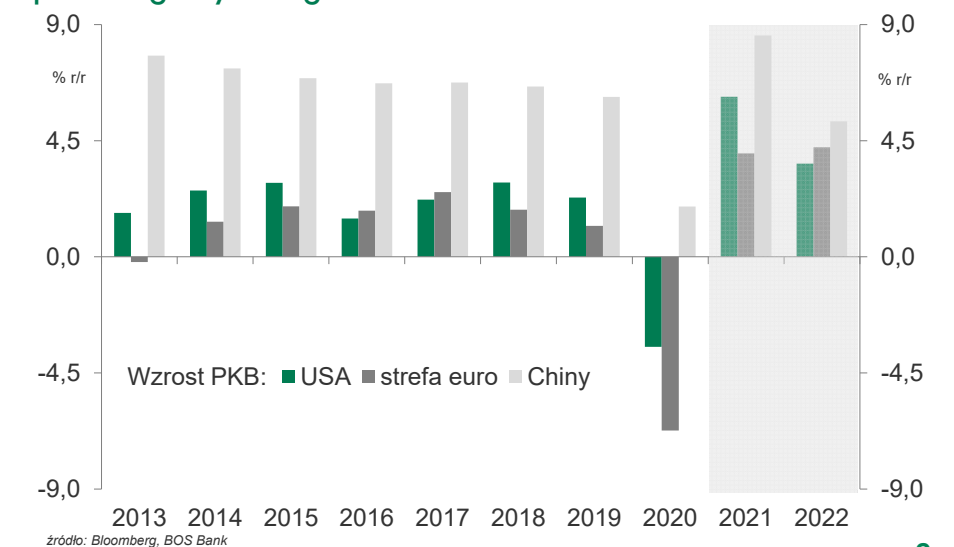
## W 2021 r. solidne odbicie aktywności w światowej gospodarce, choć przy znacznym zróżnicowaniu geograficznym

- Wzrost zróżnicowania wpływu kolejnej fali pandemii na sektory gospodarki (stabilna sytuacja w przemyśle, nadal słaba w części usług), zróżnicowana skala restrykcji gospodarczych, różne tempo szczepień w poszczególnych państwach oraz zróżnicowana skala rozluźniania polityki fiskalnej wpływają na pogłębienie zróżnicowania prognoz gospodarczych na 2021 r. dla poszczególnych regionów świata.
- Ostateczne uchwalenie wysokiej skali kolejnego pakietu fiskalnego w USA (wyplata środków dla gospodarstw domowych już w marcu br.) oraz szybsza poprawa wskaźników aktywności wraz z stabilizującą się sytuacją epidemiczną poskutkowały korektą w górę prognoz PKB w USA do ponad 6,0% r/r w 2021 r.
- Wysoka roczna dynamika PKB w I kw. w Chinach utrwala oczekiwania co do przyspieszenia dynamiki PKB w całym roku do ok. 8% r/r przy już zdecydowanie stabilniejszej sytuacji epidemicznej utrzymującej się od wielu miesięcy. Jednocześnie publikacje danych z ostatnich miesięcy wskazują na pewne wyhamowanie dotychczasowej poprawy sytuacji, przypominając o trwalszych skutkach pandemii np. dla rynku pracy i popytu konsumpcyjnego.
- Choć w II poł. 2021 r. zakładamy ożywienie aktywności w strefie euro, to nie zniweluje ono spadku notowanego w 2020 r. W Europie restrykcje epidemiczne trwały dłużej i miały większy zasięg, co w nadchodzących kwartałach będzie ograniczać skalę ożywienia aktywności.

W 2021 r. wzrosty wskaźników koniunktury globalnej, przy wysokim zróżnicowaniu geograficznym



W 2021 r. zróżnicowana skala ożywienia aktywności w poszczególnych regionach





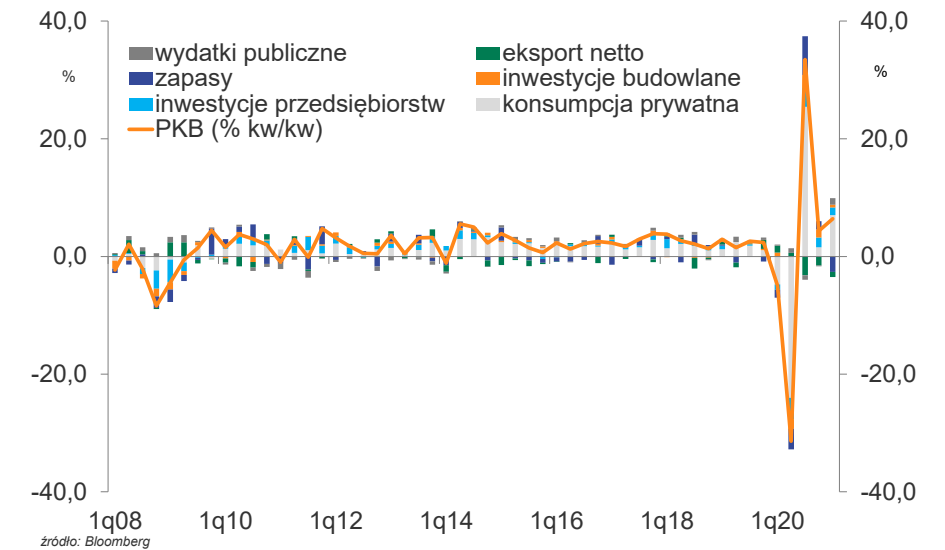
## W USA dobry początek 2021 r. i perspektywa utrzymania solidnego wzrostu w kolejnych kwartałach...

- W I kw. w USA PKB solidnie wzrósł, przy wyraźnym przyspieszeniu wzrostu konsumpcji prywatnej. Wyższe tempo wzrostu wydatków gospodarstw domowych w głównej mierze było efektem wypłaty świadczeń finansowych z tytułu pakietów fiskalnych w USA (na początku br. oraz drugiego w marcu). Te środki powinny także stymulować wyższe tempo wzrostu gospodarczego w II kw. br.
- Poza luzowaniem polityki fiskalnej, pozytywnie na dane ze sfery realnej wpływa także poprawa sytuacji na rynku pracy. Choć majowe dane dot. liczby nowych miejsc pracy i stopa bezrobocia zaskoczyły *in minus*, to wcześniejsze miesiące przyniosły solidny przyrost nowych etatów, tygodniowe dane z rynku pracy wskazują także na wyraźny spadek liczby nowych bezrobotnych wraz z otwieraniem gospodarki, co pozwala oczekiwać utrzymania trendu poprawy sytuacji na rynku pracy.
- Korzystnym nastrojom w sektorze przemysłowym towarzyszyły umiarkowane dane dot. produkcji przemysłowej w pierwszych miesiącach 2021 r. Struktura danych wskazuje, że na ten efekt mogły wpływać okresowo negatywne warunki atmosferyczne w części regionów USA (i okresowe silne ograniczenie aktywności gospodarczej w lutym), a także problemy podażowe (np. ograniczona podaż komponentów w przypadku przemysłu motoryzacyjnego).
- Choć w trakcie roku oczekujemy ograniczenia popytu na towary na rzecz odradzającego się popytu na usługi, a sygnały wolniejszego wzrostu aktywności w Chinach mogą hamować popyt zagraniczny, to nie zakładamy silnego spowolnienia aktywności w sektorze przemysłowym, raczej wyhamowania silnego tempa wzrostu notowanego w II poł. ub.r.
- Po okresowym spowolnieniu w I kw. br. oczekujemy natomiast silniejszego ożywienia na rynku mieszkaniowym, co obok potencjalnego ożywienia inwestycji w sektorze wydobywczym powinno stymulować wzrost inwestycji w gospodarce.

2021-05-24

Klauzula poufności: BOŚ jawne

### W I kw. br. solidne tempo wzrostu gospodarczego, w szczególności konsumpcji prywatnej...



### ...dzięki wypłacie transferów finansowych dla gospodarstw domowych w ramach pakietu fiskalnego





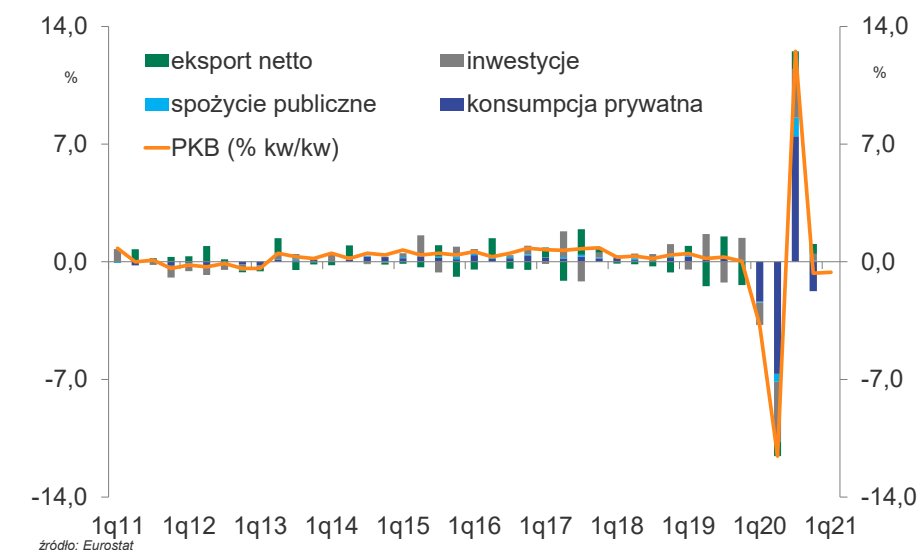
## ...w strefie euro ożywienie w 2021 r. wolniejsze i późniejsze...

- W strefie euro w I kw. br. odnotowano spadek PKB w reakcji na utrzymujące się restrykcje epidemiczne i ograniczenia mobilności gospodarstw domowych.
- Choć utrzymywanie restrykcje w części regionów także z początkiem II kw. będą ograniczały skalę ożywienia aktywności, to stopniowe ich znoszenie w kolejnych tygodniach przełoży się już na dodatnie tempo wzrostu gospodarczego, które – biorąc pod uwagę założenia dot. kontynuacji na szeroką skalę tempa szczepień w Europie – powinno jeszcze nabierać tempa w II poł. roku.
- Biorąc pod uwagę znaczący wzrost oszczędności gospodarstw domowych (ograniczone spadki zatrudnienia dzięki pomocy publicznej przy ograniczonych możliwościach konsumpcji) zakładamy solidny wzrost konsumpcji prywatnej, a w trakcie roku ożywienie aktywności inwestycyjnej.
- Jednocześnie pozostajemy ostrożni co do skali przyspieszenia aktywności z uwagi na utrzymujące się ryzyka długookresowe kryzysu, w szczególności wraz z wygasaniem wpływu programów pomocy publicznej. Choć stopa bezrobocia w strefie euro nie wzrosła gwałtownie, to kształtuje się cały czas powyżej poziomów sprzed pandemii.
- Choć wskaźniki koniunktury gospodarczej w sektorze przemysłowym strefy euro notują historycznie wysokie wyniki, to wzrosty realnej produkcji przemysłu są raczej umiarkowane. Na taką sytuację mogą wpływać negatywne efekty podażowe (ograniczenia w dostępności surowców / półproduktów / komponentów / opóźnienia w transporcie), niemniej przy słabszych wynikach produkcji przemysłowej w Chinach oraz ożywieniu sektora usługowego trudno zakładać silne odbicie tej aktywności w kwartałach kolejnych.
- Zakładamy, że w 2021 r. PKB w strefie euro wzrośnie o ok. 4,0% r/r. Jednocześnie utrzymująca się jeszcze dla 2022 r. niska baza odniesienia, jak również potencjał zwiększenia skali inwestycji w ramach programu Next Generation EU dają przesłanki dla prognozy wysokiej dynamiki wzrostu także w 2022 r.

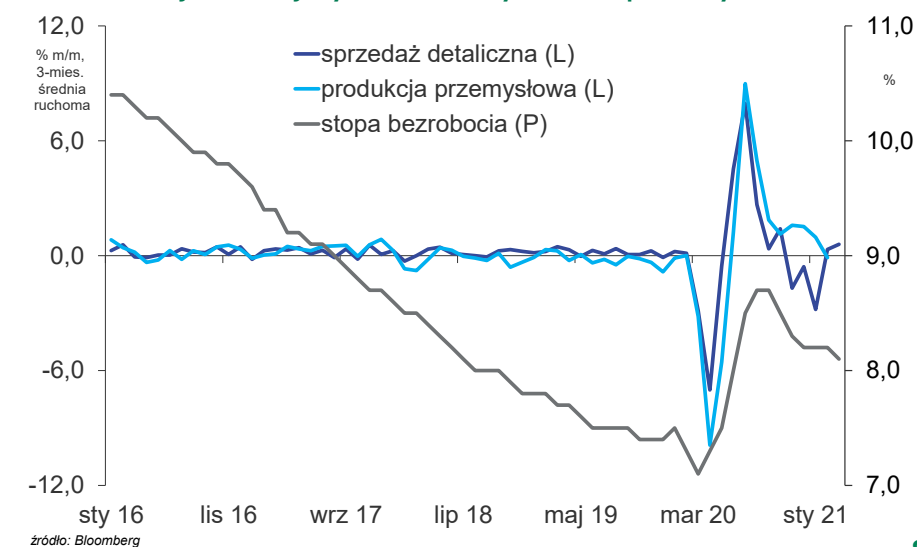
2021-05-24

Klauzula poufności: BOŚ jawne

### W I kw. br. kolejny spadek PKB w strefie euro...



### ...restrykcje epidemiczne hamują wzrosty sprzedaży detalicznej, wolniejszy wzrost aktywności przemysłu



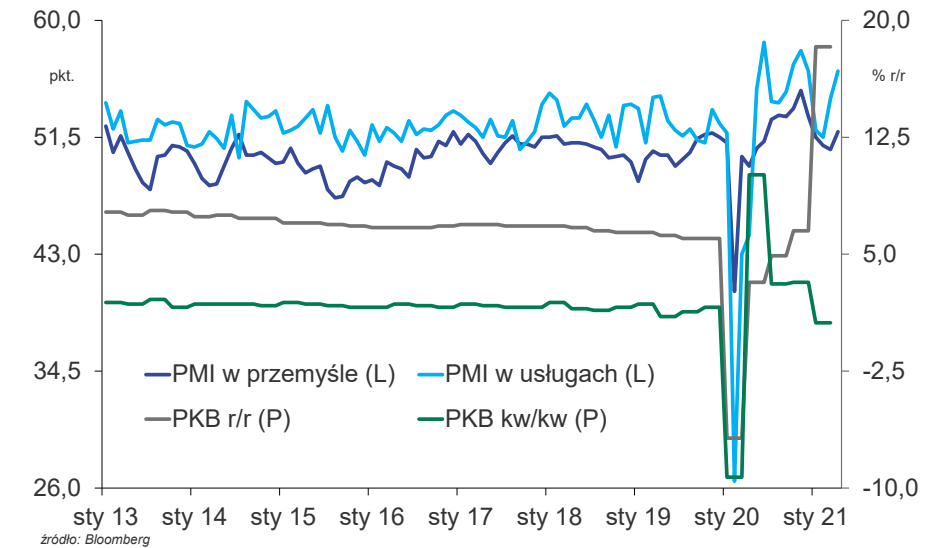




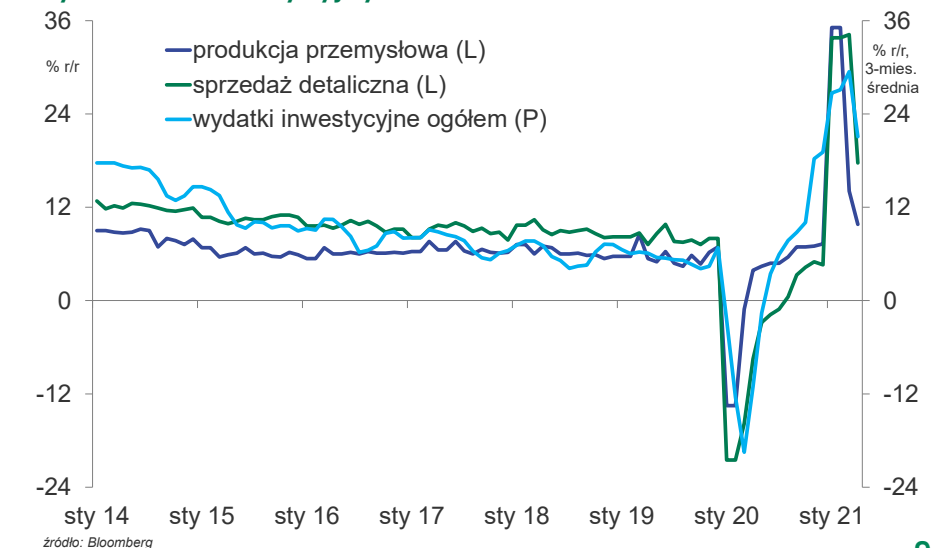
## ...w Chinach sygnały hamowania wzrostu po silniejszym odbiciu już w II poł. ub.r.

- Choć dynamika PKB w Chinach w I kw. br. wzrosła silnie o 18,3% r/r (głównie za sprawą niskiej bazy odniesienia), to struktura danych oraz dane miesięczne ze sfery realnej raczej wskazują na wyhamowanie dotychczasowej skali ożywienia aktywności.
- Dane w ujęciu zmian kwartalnych, oczyszczonych z wahań sezonowych sugerują już wyraźnie wolniejsze tempo wzrostu PKB w I kw. br. wobec danych z II poł. 2020 r.
- Miesięczne dane ze sfery realnej częściej w minionych tygodniach zaskakiwały *in minus*, w szczególności na dużo słabszym poziomie ukształtowały się dane dot. sprzedaży detalicznej w warunkach wciąż trudnej sytuacji na rynku pracy (mniejsza skala wsparcia publicznego rynku pracy i gospodarstw domowych w porównaniu do USA oraz krajów europejskich). W minionych miesiącach wolniej wobec oczekiwań rosły także inwestycje, w tym inwestycje prywatne, co pozostaje spójne z ograniczeniem wzrostu kredytu w gospodarce.
- W mniejszym stopniu negatywnie zaskakiwały dane dot. produkcji przemysłowej i eksportu, co wskazuje na brak istotnego wpływu problemów podażowych na aktywność chińskiej gospodarki.
- Nie sądzimy, aby założenie wzrostu gospodarczego w Chinach w 2021 r. na poziomie ok. 8,5% r/r było zagrożone, m.in. dzięki wysokiej dynamice wzrostu w I kw., niemniej dane z marca i kwietnia gospodarki potwierdzają ostrożność co do założeń trwałości dynamicznego ożywienia aktywności gospodarczej (która w Chinach nastąpiła szybciej ze względu na wcześniejszy przebieg pandemii i brak kolejnych fal zachorowań).
- Nie zakładając silniejszego spowolnienia aktywności nie oczekujemy luzowania polityki pieniężnej w Chinach, jednocześnie przy zakładanym jedynie umiarkowanym wzroście inflacji CPI, nie oczekujemy także w kolejnych kwartałach jej zaostrzenia.

### Z początkiem 2021 r. dane z Chin zaczęły zaskakiwać też negatywnie



### ...przy wyhamowaniu wzrostu sprzedaży detalicznej oraz wydatków inwestycyjnych

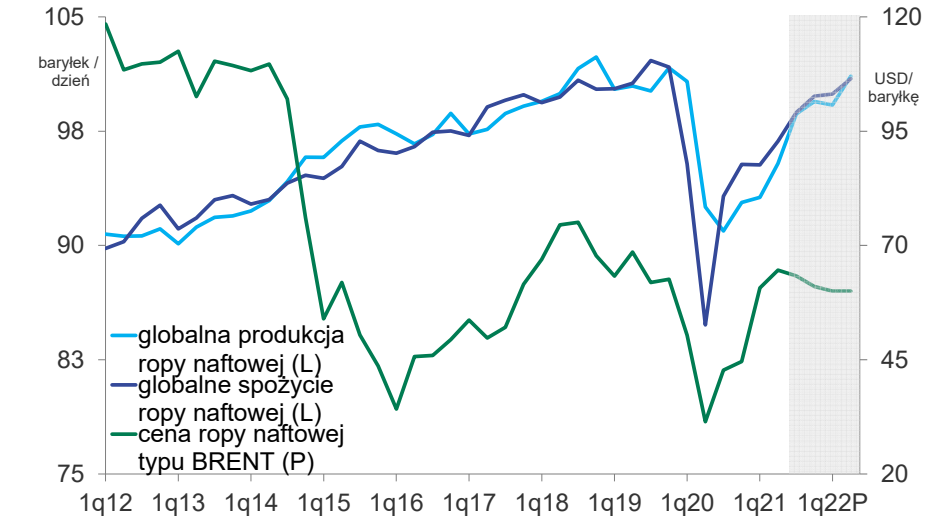




## W 2021 r. w wielu regionach silniejsze od wcześniejszych oczekiwania wzrosty inflacji

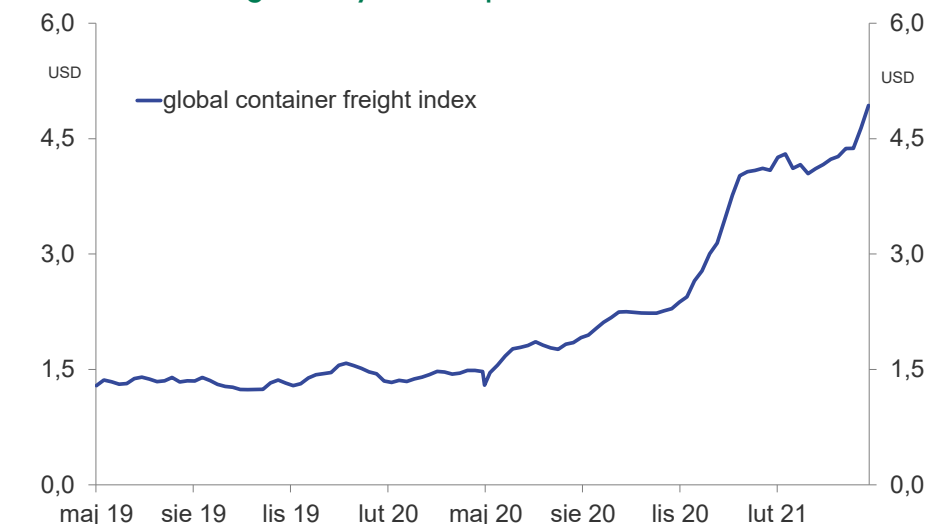
- Dotychczas publikowane dane wskazują na silniejsze od założeń odbicie inflacji na świecie w II kw. br. (szczególnie w USA). Taka sytuacja jest pochodną silniejszego wzrostu cen surowców, w tym cen ropy naftowej oraz surowców żywnościowych jak również kombinacji efektów podaży (gwałtowne wzrosty kosztów transportu morskiego z powodu zaburzeń procesów transportowych w okresie pandemii, brak dostępności komponentów dla wybranych sektorów przemysłowych) czy też popytowych (wzrost cen w usługach najmniej dostępnych w okresie pandemii).
- Powyższe efekty wpłyną na wyższą ścieżkę inflacji w wielu gospodarkach w 2021 r. niemniej nie zmieniają póki co oceny, co do okresowości wzrostu inflacji. W dalszym ciągu bowiem, pomimo oczekiwanego ożywienia aktywności gospodarczej nie można mówić o stricte cyklicznym i popytowym charakterze bieżącego wzrostu inflacji, przy wciąż bardzo trudnej sytuacji na rynku pracy w większości krajów. Jednocześnie stopniowe hamowanie wzrostów aktywności w przemyśle (wraz ze znoszeniem restrykcji dla usług) ograniczy bieżące nierównowagi popytu i podaży w sektorze, co ograniczy skalę wzrostu cen surowców.
- W scenariuszu bazowym zakładamy stabilizowanie się cen ropy naftowej w okolicach poziomu 60 USD/baryłkę w II poł. Choć silne ożywienie aktywności stymuluje wyższy wzrost popytu na ropę naftową, to oczekujemy już wolniejszego wzrostu tego popytu w kwartałach kolejnych, ponadto cały czas widzimy potencjał dla wzrostu podaży surowca. Zgodnie z szacunkami EIA (US Energy Information Administration) popyt na ropę naftową powróci do poziomów sprzed pandemii dopiero w II poł. 2022 r., co także powinno ograniczać dalsze wzrosty cen surowca.

### W II poł. 2021 r. oczekiwane ograniczenie wzrostów cen ropy naftowej



źródło: US Energy Information Administration, BOŚ Bank

### Zaburzenia w procesach transportowych powodem silnego wzrostu cen w globalnym transporcie



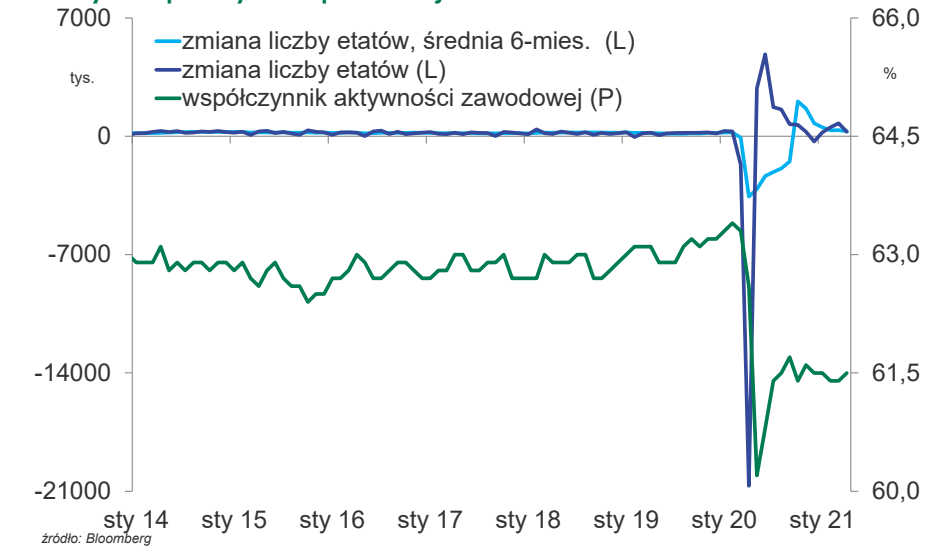
źródło: freightox.com



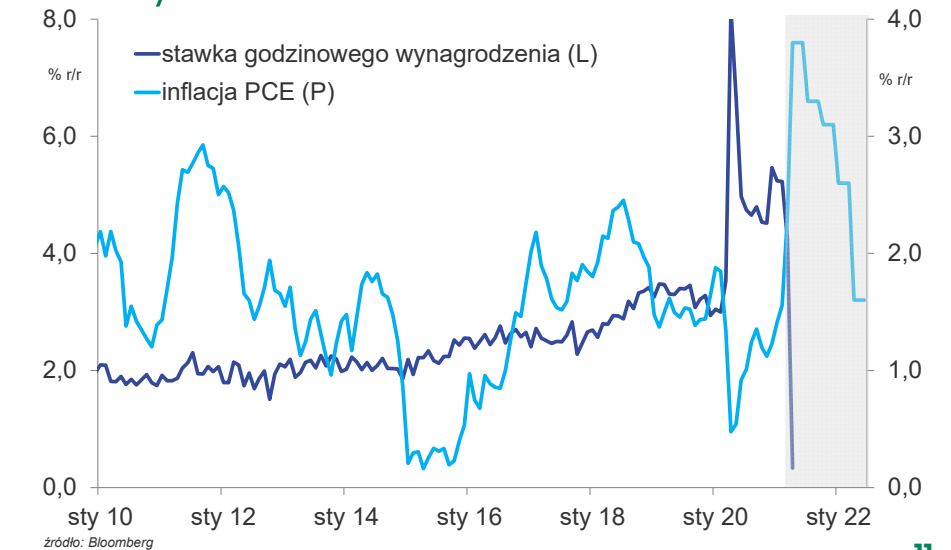
## Fed ostrożny co do zaostrzania polityki pieniężnej pomimo wzrostu inflacji...

- Na posiedzeniu w marcu i kwietniu komitet FOMC utrzymał stabilne stopy procentowe (0,0% - 0,25% dla stopy funduszy federalnych), skalę skupu aktywów oraz zapisy dot. *forward guidance* w odniesieniu do stóp procentowych i programu skupu aktywów (QE).
- Wg prognoz marcowych, choć średnia oczekiwań członków FOMC dot. ścieżki stóp procentowych przesunęła się lekko w górę od 2023 r., w dalszym ciągu mediana tych oczekiwań wskazuje na stabilne stopy procentowe do końca 2023 r.
- Podczas konferencji prasowej prezes Fed J. Powell wskazał, że komitet FOMC będzie reagował jedynie na faktyczną poprawę sytuacji gospodarczej, a nie oczekiwania tej poprawy. Jednocześnie wskazywał na jedynie okresowy charakter bieżącego wzrostu inflacji, co zgodnie z celem Fed nie implikuje konieczności natychmiastowych reakcji banku centralnego. W podobnym tonie wypowiadali się członkowie FOMC już po publikacji wysokiego kwietniowego odczytu inflacji CPI.
- Póki co, struktura danych potwierdza, że wzrost inflacji następuje na skutek: - efektów bazy, - problemów podażowych (które najprawdopodobniej będą mieć charakter okresowy) - efektu odmrażania aktywności gospodarczej. Jednocześnie w dalszym ciągu sytuacja na rynku pracy USA choć lepsza, pozostaje zdecydowanie trudniejsza niż przed pandemią, na co zwracają uwagę prezes Fed i członkowie FOMC.
- Biorąc pod uwagę powyższe podtrzymujemy prognozę stabilizacji stóp procentowych w USA w I. 2021-2022. Fed może zapowiedzieć zakończenie bieżącego programu skupu aktywów na przełomie 2021 i 2022 r. i stopniowo redukować skalę skupu w trakcie 2022 r.

### Pomimo wzrostu zatrudnienia z początkiem br. sytuacja na rynku pracy USA pozostaje trudna...



### ...a wzrost inflacji wynika z efektów podażowych oraz okresowych

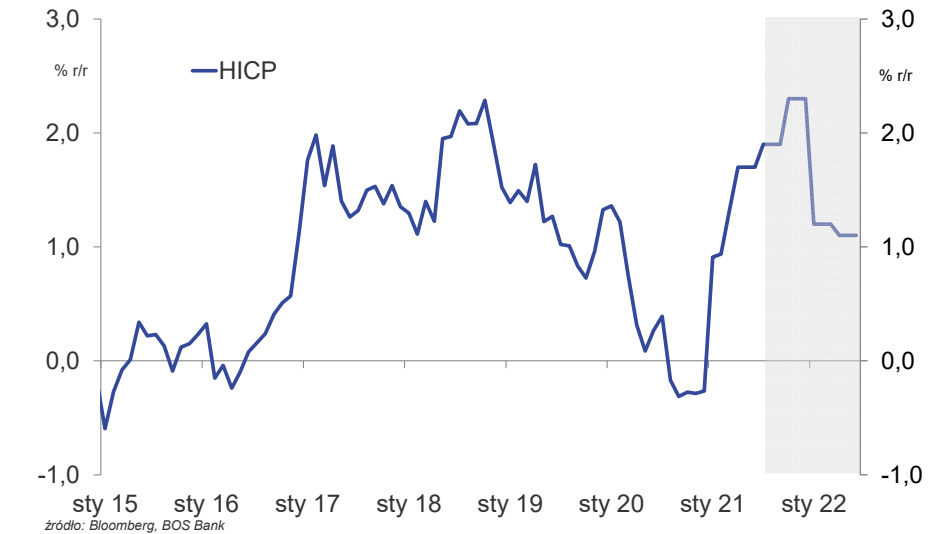




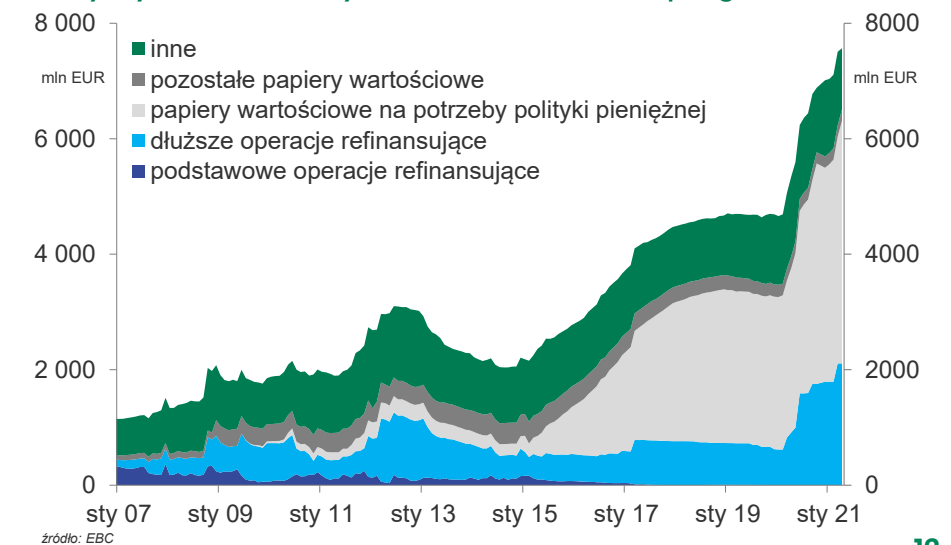
## ...dla rady EBC istotne ograniczenie skali wzrostu długoterminowych stóp

- Na posiedzeniu marcu i maju Rada EBC utrzymała stabilne stopy procentowe (0,0% stopa repo i -0,5% stopa depozytowa). Rada utrzymała dotychczasową wartość oraz perspektywę czasową programu skupu PEPP (1,85 bln EUR do końca marca 2022 r.).
- Jednocześnie w reakcji na notowany wzrost rentowności obligacji skarbowych i związane z tym zaostrzenie warunków finansowania, Rada zapowiedziała w marcu i podtrzymała w maju zwiększenie w krótkim okresie miesięcznej skali skupu aktywów.
- Nie sądzimy, aby oczekiwany wzrost inflacji HICP w nadchodzących miesiącach (w tym okresowo powyżej poziomu celu inflacyjnego EBC) miał wpływ na decyzje rady EBC dot. polityki pieniężnej biorąc pod uwagę jedynie okresowy charakter wzrostu inflacji oraz ograniczone tempo wzrostu aktywności gospodarczej (dopiero w trakcie 2022 r. oczekiwany jest powrót wartości PKB w strefie euro do poziomu sprzed pandemii).
- Sądzimy, że w kolejnych miesiącach głównym czynnikiem wpływającym na decyzje Rady EBC będzie kształtowanie się rentowności obligacji skarbowych oraz publikacje danych ze sfery realnej.
- W scenariuszu bazowym zakładamy w dłuższym okresie wyhamowanie globalnych obaw reflacyjnych oraz ograniczenie presji na wzrost rentowności, co będzie przekładać się na utrzymanie stabilnych parametrów polityki pieniężnej i zakończenie w II kw. 2022 r. bieżącego programu skupu PEPP.
- W sytuacji zbyt silnego wzrostu rentowności obligacji skarbowych rada EBC może jednak utrzymywać wyższe tempo skupu aktywów, co w konsekwencji będzie wymagało zwiększenia skali skupu programu na przełomie roku i wydłużenia okresu luzowania polityki monetarnej.

### Okresowy wzrost inflacji HICP w strefie euro bez wpływu na decyzje rady EBC...



### ...jeżeli presja na rentowności obligacji skarbowych będzie utrzymywać się, niewykluczone zwiększenie programu QE



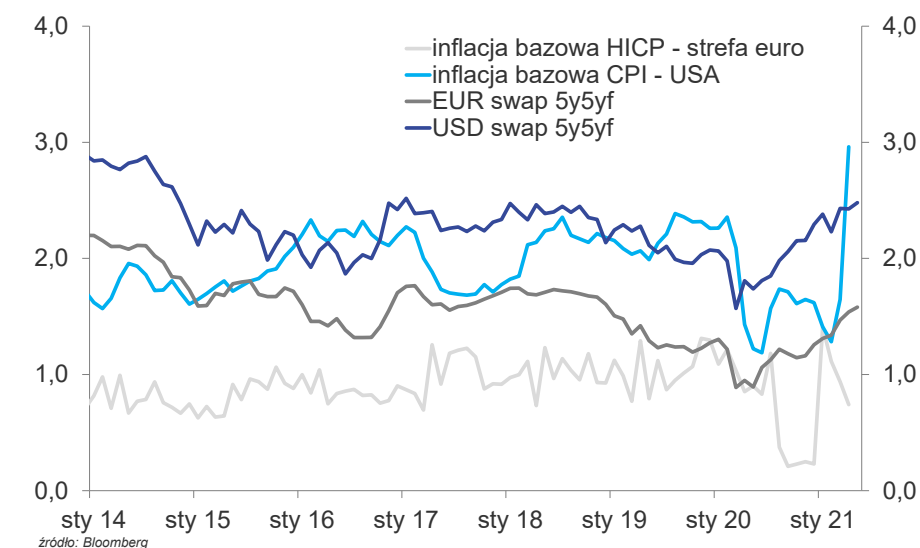




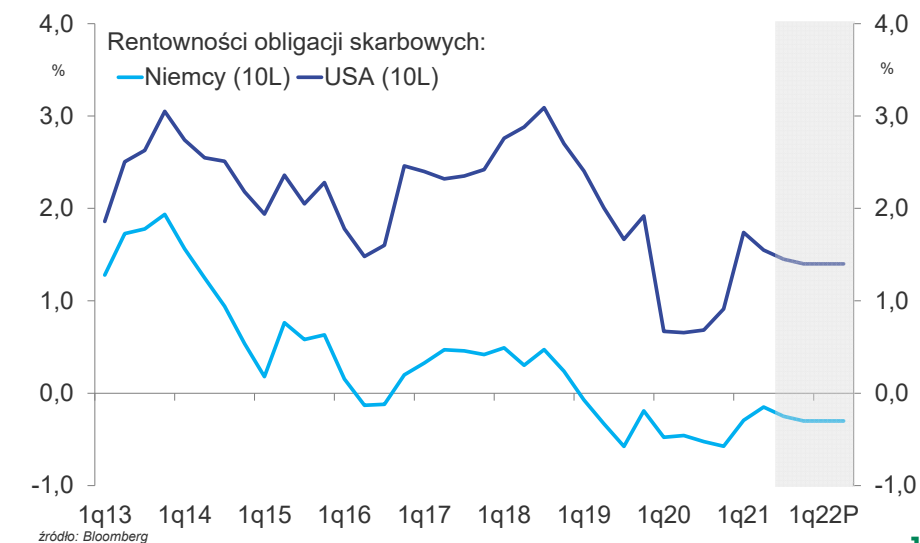
## W dłuższym okresie oczekiwane wygasanie presji na obligacje na rynkach bazowych, w krótkim okresie podwyższona zmienność notowań

- W I kw. oraz na początku II kw. poprawa perspektyw gospodarczych oraz wzrost obaw reflacyjnych przełożyły się na wyraźny wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych na dłuższym końcu krzywej dochodowości.
- Wyższe poziomy rentowności (wobec minimów z 2020 r.) są zbieżne z założeniami ożywienia aktywności gospodarczej, niemniej biorąc pod uwagę wyśrubowane oczekiwania rynkowe co do tego ożywienia oraz w naszej ocenie jedynie okresowy wzrost wskaźnika inflacji (jakkolwiek do wyższych poziomów), oczekujemy w dłuższym horyzoncie korekty spadkowej rentowności. Pomimo oczekiwanego pozytywnego efektu szczepień dla aktywności gospodarczej oraz luzowania polityki fiskalnej, wciąż trudno mówić o powrocie gospodarki globalnej do sytuacji sprzed pandemii i całkowitym wygaśnięciu czynników ryzyka.
- W nadchodzących kwartałach nie oczekujemy zaostrzenia polityki pieniężnej głównych banków centralnych, a w przypadku EBC dostrzegamy nawet ryzyko zwiększenia skali skupu programu aktywów, co także powinno sprzyjać wzrostom cen SPW. Czynnikiem który powinien hamować ewentualne wzrosty rentowności powinno być oczekiwane utrzymanie stonowanej retoryki przedstawicieli FOMC i rady EBC.
- Jednocześnie w krótkim okresie należy liczyć się z ryzykiem wyższej zmienności notowań w zależności od publikacji danych ze sfery realnej (weryfikujących skalę odbicia aktywności gospodarczej) oraz inflacji (przy wysokim ryzyku wyższych bieżących odczytów).
- Kluczowe dla średnioterminowych perspektyw rentowności będą napływające dane z III i IV kw. 2021 r. weryfikujące tezę o trwałości i sile wzrostu gospodarczego, a przede wszystkim o okresowym charakterze wzrostu inflacji.

### Umiarkowany wzrost rynkowych oczekiwań inflacyjnych



### W dłuższej perspektywie oczekiwane wygasanie presji na wzrost rentowności obligacji skarbowych





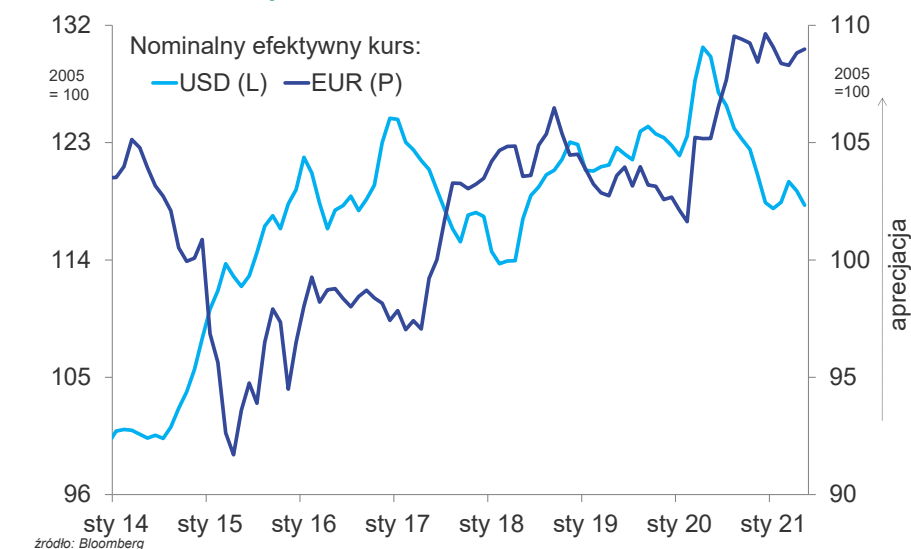


## W dłuższym horyzoncie oczekiwane ograniczenie osłabienia kursu dolara

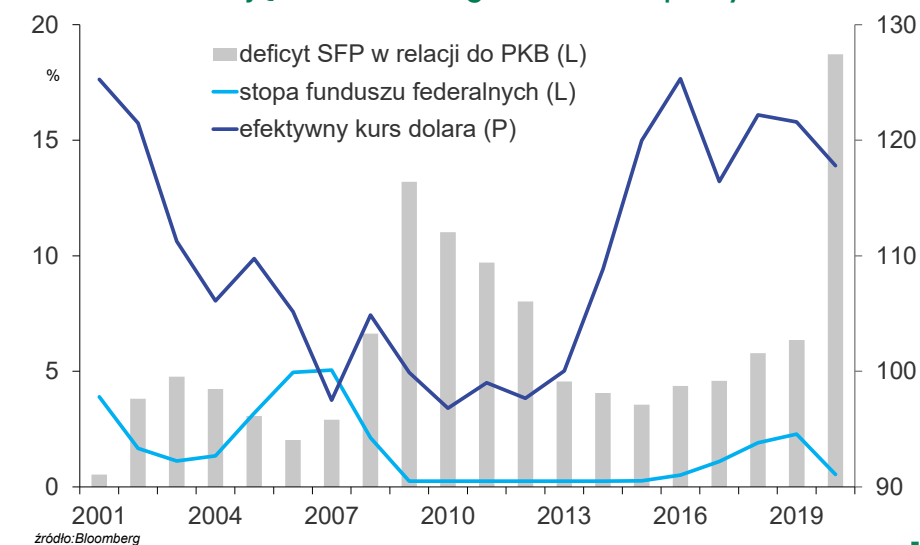
- W I kw. oraz na początku II kw. deprecjacja dolara jedynie wyhamowała, w dalszym ciągu kurs amerykańskiej waluty utrzymywał się na sporo słabszych poziomach.
- Czynnikiem stymulującym osłabienie notowań dolara było nasilenie oczekiwań zsynchronizowanego ożywienia aktywności gospodarki globalnej i spadek globalnej premii za ryzyko. Jednocześnie ostrożna retoryka FOMC ograniczała oczekiwania zaostrzenia polityki pieniężnej, co hamowało wzmocnienie notowań dolara (wyhamowanie w II kw. wzrostu rentowności obligacji skarbowych w USA).
- Pomimo tych efektów podtrzymujemy oczekiwania lekkiego wzmocnienia kursu dolara wobec euro poniżej 1,20 USD/EUR. Choć bieżące dane dają podstawy do oczekiwania zsynchronizowanego ożywienia aktywności globalnej, to jednak ponownie coraz ważniejsze dla rynków mogą stawać się różnice co do skali tego ożywienia. Ponadto, większe wyzwania dla utrzymania bieżących niskich poziomów globalnej awersji do ryzyka powinny wzmocniać notowania dolara, podobnie jak bardziej pozytywne sygnały dot. perspektyw wzrostu gospodarczego w krajach rozwiniętych wobec rynków wschodzących (pomimo pozytywnego dla nich efektu braku zaostrzenia polityki pieniężnej Fed).
- Podtrzymujemy ocenę, że bieżące osłabienie dolara w większym stopniu ma charakter cykliczny, a nie strukturalny. Choć wzrost deficytu sektora finansów publicznych teoretycznie może osłabiać dolara, to dane historyczne wskazują, że w większym stopniu na kurs dolara wpływają oczekiwania dot. polityki pieniężnej (często luzowaniu polityki fiskalnej / pogorszeniu parametrów fiskalnych towarzyszy luzowanie polityki monetarnej). Choć nie oczekujemy zacieśnienia polityki pieniężnej Fed, to w dłuższym okresie oczekiwania dot. polityki banków centralnych Fed i EBC powinny wspierać dolara.
- Perspektywa realizacji Next Generation EU oraz częściowe uwspólnotowanie długu w ramach UE może wspierać notowania euro, niemniej przy znaczących strukturalnych wyzwaniach długookresowych oraz ograniczonej skali współpracy nie sądzimy, aby był trwałym oraz silnym motorem dalszej aprecjacji euro.

Klauzula poufności: BOŚ jawne

### Na początku 2021 r. wyhamowanie deprecjacji dolara, niewielkie zmiany notowań euro



### Luzowanie polityki fiskalnej w USA nie powinno osłabiać dolara zakładając brak dalszego luzowania polityki Fed

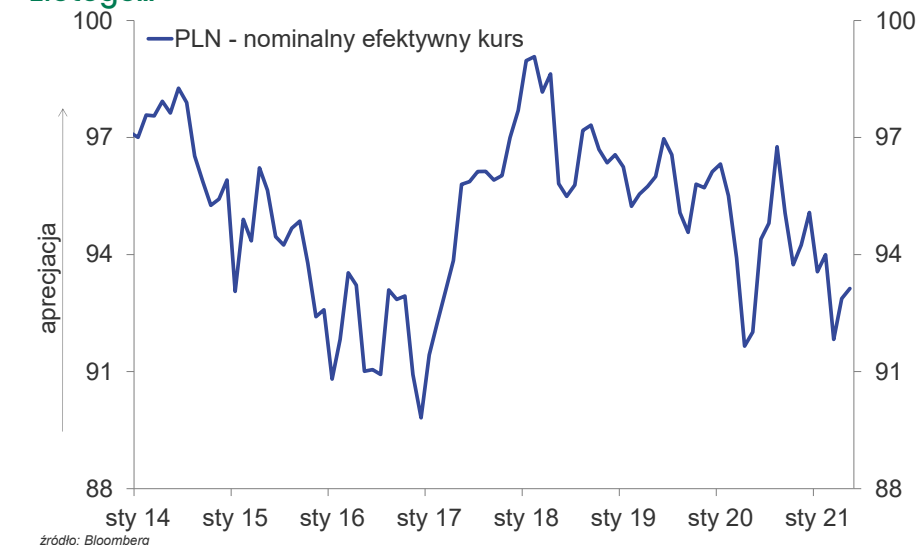




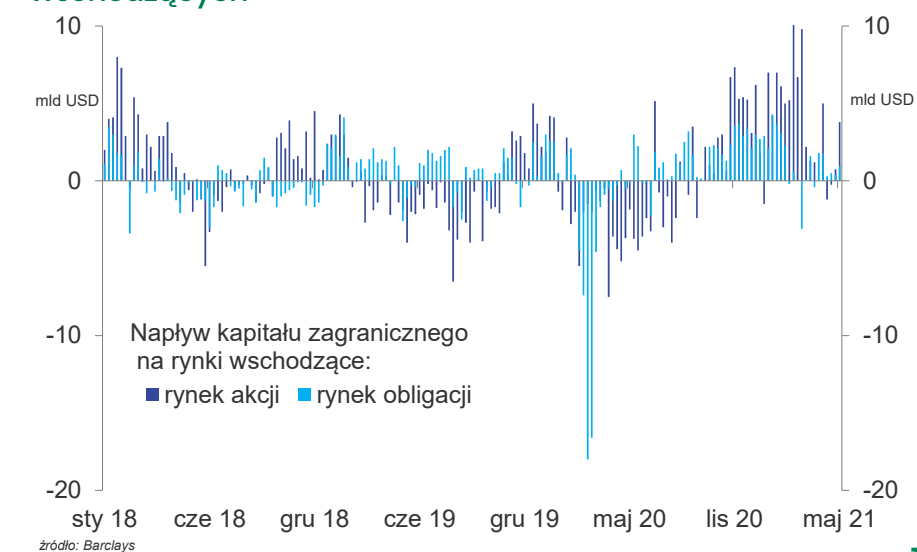
## Kurs złotego w większym stopniu pod wpływem czynników krajowych

- W I kw. i na początku II kw. na notowania kursu złotego silniej niż wątki globalne wpływały czynniki krajowe, głównie kwestie prawne związane z umowami kredytów walutowych oraz retoryka RPP.
- Ograniczenie pro-deprecjacyjnej retoryki członków RPP oraz brak skrajnie niekorzystnych dla sektora bankowego orzeczeń ws. kredytów walutowych (majowe orzeczenie TSUE oraz odsunięcie w czasie orzeczenia Izby Cywilnej Sądu Najwyższego) wzmocniło notowania złotego na początku II kw., pomimo nieco słabszych nastrojów rynkowych na świecie i ograniczenia w tym okresie napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące.
- Z kolei przez większą część I kw. kurs złotego pozostawał słabszy, w niewielkim stopniu „korzystając” na dynamicznej poprawie globalnych nastrojów rynkowych.
- Choć w scenariuszu bazowym nie zakładamy silnej przeceny złotego z tytułu ryzyk związanych z kredytami walutowych, to jednak ten czynnik będzie w kolejnych miesiącach ograniczał potencjał aprecjacyjny polskiej waluty zakładając materializację procesu ugód banków z kredytobiorcami. Formułowanie oczekiwań dot. tego wpływu utrudnia natomiast wciąż brak informacji co do dokładnego procesu, jego skali, czy też udziału w nim NBP.
- Nie zakładamy także powrotu NBP do wyraźnej pro-deprecjacyjnej retoryki w nadchodzących miesiącach, niemniej zakładając utrzymanie w najbliższych miesiącach łagodnej polityki pieniężnej banku centralnego trudno oczekiwać wsparcia z tego tytułu dla notowań złotego.
- Biorąc pod uwagę powyższe przewidujemy, że w kolejnych miesiącach kurs złotego będzie oscylował wokół poziomu 4,50 PLN/EUR oraz 4,15 PLN/CHF, z okresowym wzmocnieniem złotego poniżej tych poziomów w okresie letnim.

### Na początku II kw. ograniczenie presji na osłabienie złotego...



### ...pomimo mniejszego optymizmu wokół rynków wschodzących

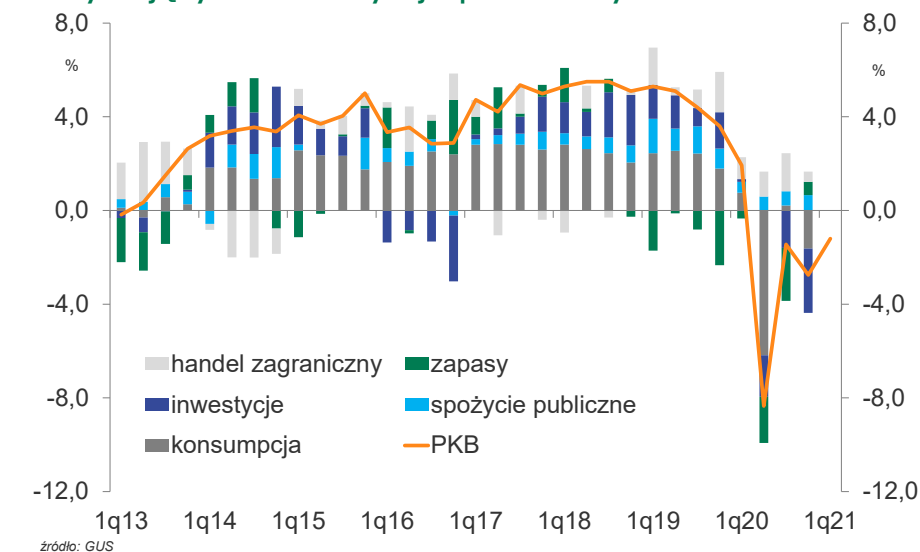




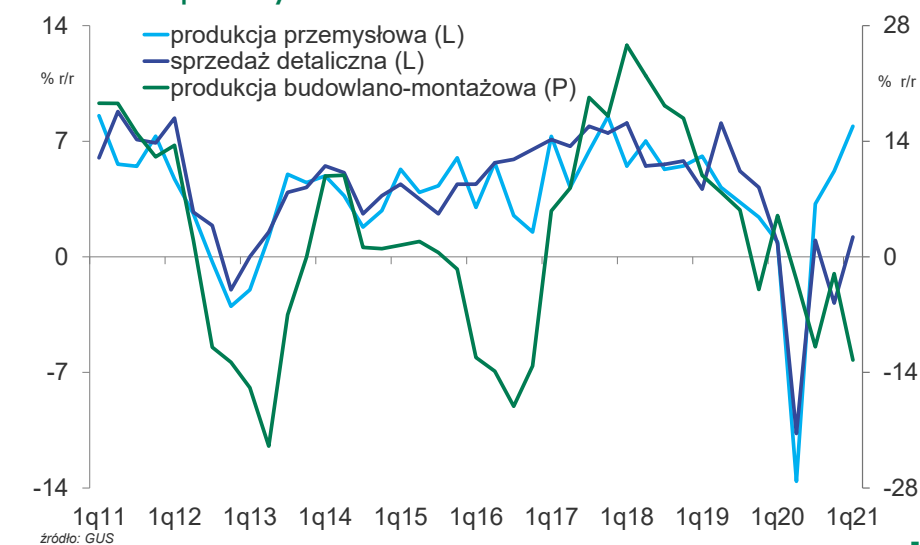
## W I kw. PKB obniżył się o 1,2% r/r...

- Według szacunku *flash* PKB w Polsce obniżył się w I kw. o 1,2% r/r. W ujęciu kwartalnym PKB oczyszczony z wpływu efektów sezonowych wzrósł o 0,9% kw/kw wobec spadku o 0,5% w IV kw. 2020 r.
- Na krajową aktywność gospodarczą w I kw. wpływały: - restrykcje epidemiczne w handlu i w części usług, - silne spowolnienie aktywności w budownictwie (prawdopodobnie z uwagi na niesprzyjające warunki atmosferyczne), - solidne ożywienie aktywności w przemyśle (i w eksporcie), - wyraźny spadek bazy odniesienia (pandemia wpływająca na wyniki aktywności pod koniec I kw. 2020 r.).
- W I kw. efekty bazy powinny być poprawić wyniki we wszystkich kategoriach, niemniej zapewne najsilniej wzrosły spożycie gospodarstw domowych oraz eksport korespondujące z bardzo dobrymi wynikami przemysłu (efekt przekierowania popytu konsumentów z usług na towary, przy ograniczonej skali pogorszenia sytuacji na rynku pracy).
- Sądzymy, że wolniejsza poprawa dotyczyła inwestycji, przy powolnym odradzaniu się nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw i bardzo słabych danych z budownictwa z początku roku, świadczących o osłabieniu publicznych inwestycji infrastrukturalnych.

### W I kw. br. mniejsza skala spadku PKB pomimo utrzymujących się restrykcji epidemicznych...



### ...w głównej mierze dzięki utrzymaniu dynamicznego wzrostu w przemyśle

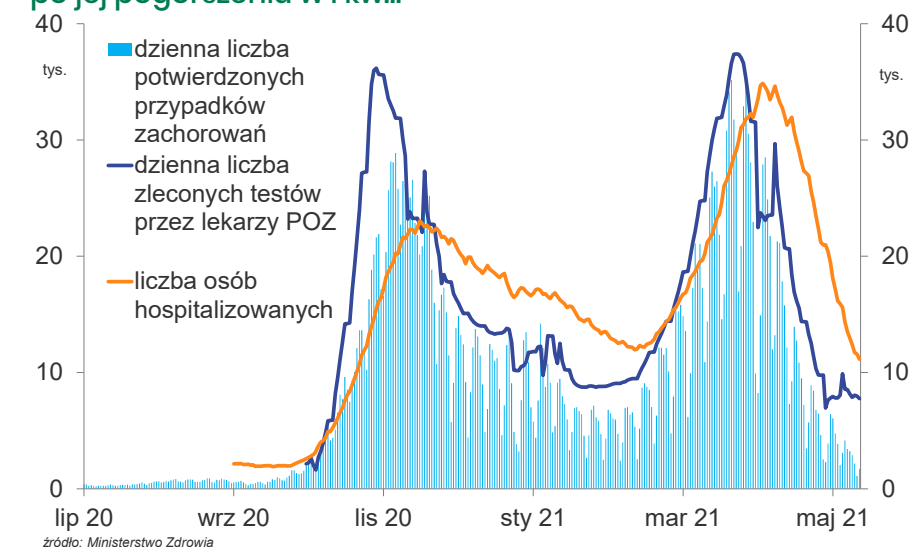




## ...od II kw. oczekiwana systematyczna poprawa aktywności

- Podobnie jak w większości państw europejskich odchodzenie w trakcie II kw. od restrykcji oraz wyraźna poprawa sytuacji epidemicznej będzie stymulowało dalszy wzrost aktywności krajowej gospodarki, a postępujący proces szczepień daje podstawy dla zakładania trwałego ożywienia aktywności w najbardziej dotkniętych sektorach i spadku niepewności funkcjonowania firm.
- Obok utrzymującego się solidnego wzrostu aktywności w przemyśle, od II kw. oczekujemy silniejszego ożywienia mobilności ludności i tym samym ożywienia w handlu oraz usługach konsumpcyjnych.
- Jednocześnie dłuższy od wcześniejszych założeń okres restrykcji w tych sektorach oraz potencjalnie dłuższy okres odbudowywania popytu na te usługi będzie ograniczał skalę ożywienia w samym II kw. Silniejszego wzrostu aktywności w przypadku usług konsumpcyjnych oczekujemy raczej w trakcie II połowy roku wraz z silniej wygasającymi obawami konsumentów (przed rokiem *de facto* brak wystąpienia epidemii w kraju pozwolił na szybki powrót do aktywności). Podobnie, od strony podażowej (w szczególności np. w sektorze gastronomii) nie można wykluczać jedynie stopniowego tempa wzrostu podaży usług.
- Od II kw. oczekujemy także silniejszego ożywienia aktywności w budownictwie wraz z zakładanym szybszym wzrostem inwestycji publicznych.
- Do I kw. 2022 r. oczekujemy bardzo silnej zmienności wyników PKB w poszczególnych kwartałach, na co w decydującym stopniu będą wpływały zmiany baz odniesienia, tj. bardzo zróżnicowane okresy aktywności gospodarczej w trakcie 2020 r.

### Od II kw. wyraźnie poprawiająca się sytuacja epidemiczna, po jej pogorszeniu w I kw...



### ...skutkuje poprawą mobilności ludności i aktywności gospodarczej





# Ostrożne nastroje przedsiębiorstw w krótkim okresie, pomoc publiczna stabilizuje perspektywy długookresowe

- Spadek mobilności ciążył firmom z sektora usług konsumpcyjnych w I kw., natomiast stabilny wzrost zużycia energii elektrycznej czy też transportu odzwierciedlał silną koniunkturę przemysłu.
- Wskaźniki koniunktury NBP z początku br. wskazują na sporą ostrożność oczekiwań krótkoterminowych, ale kontynuację poprawy wskaźnika rocznego. Tym samym firmy nadal bieżące problemy uznają za okresowe, czemu zapewne sprzyja mniejsza skala obostrzeń w ujęciu branżowym.
- Niezmiennie kluczowym czynnikiem stabilizującym nastroje firm oraz ich sytuację finansową jest pomoc publiczna, w tym środki w kolejnych edycjach tarcz antykryzysowych i tarczy finansowej 2.0 PFR.
- Pomoc publiczna była kluczowa dla stabilizacji wyników finansowych firm w ub.r. Jednak znaczące zróżnicowanie sektorowe tych wyników implikuje utrzymujące się ryzyka dla skali ożywienia.
- Indeksy koniunktury pozostają wyraźnie poniżej poziomów z I 2017-2018, co sugeruje ostrożne prognozy dot. skali ożywienia.

2021-05-24

Klauzula poufności: BOŚ jawne



## Z początkiem 2021 r. utrzymujący się wzrost aktywności w części sektorów przedsiębiorstw



źródło: PSE, GDDKiA

## W 2020 r. nienajgorsza jak na skalę kryzysu sytuacja finansowa firm....



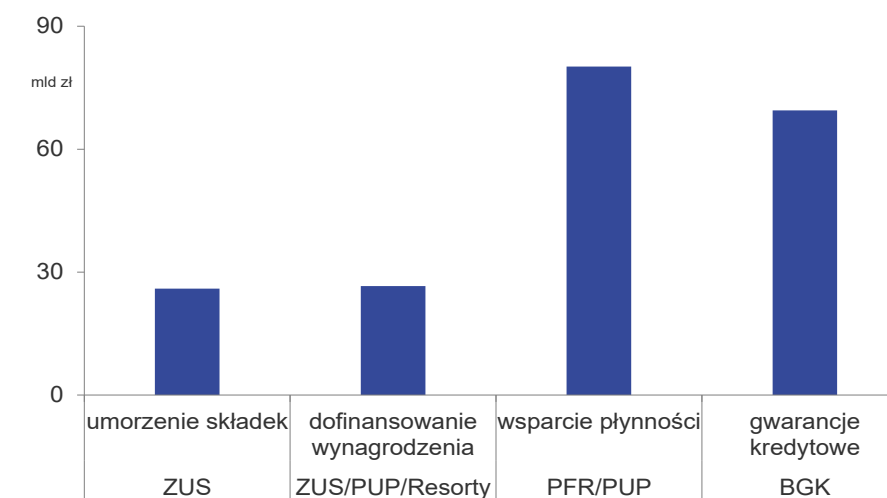
źródło: GUS

## W skali całej gospodarki ostrożne oczekiwania krótkoterminowe, umiarkowane w średnim okresie



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

## ...przy istotnym wpływie wsparcia polityki fiskalnej



\* - pominięto wsparcie ARP  
źródło: BOŚ Bank





## Oczekujemy wolniejszego wzrostu eksportu w II połowie roku...

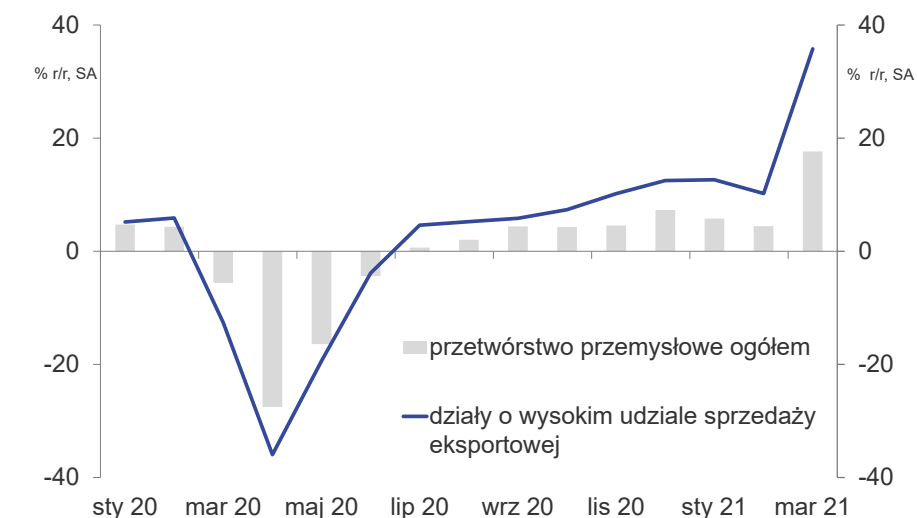
- Zgodnie z oczekiwaniami z początkiem br. utrzymywała się cały czas bardzo dobra koniunktura w przemyśle stymulowana solidnym ożywieniem popytu zagranicznego w reakcji na globalny efekt przesuwania wydatków z usług na towary w okresie restrykcji epidemicznych.
- Struktura danych dot. przetwórstwa przemysłowego oraz wyniki badania koniunktury w firmach wskazują, że w pierwszych miesiącach 2021 r. to wciąż eksport był głównym motorem wzrostu gospodarczego, zgodnie z wyraźnym ożywieniem w globalnym handlu. Jednocześnie te oczekiwania wskazują na lekkie osłabienie prognoz popytu w eksporcie na II kw.
- Oczekujemy w nadchodzących kwartałach utrzymania solidnych wyników eksportu w warunkach przyspieszenia globalnego tempa wzrostu gospodarczego. Jednocześnie w II poł. br. oczekujemy już wolniejszego wzrostu eksportu.
- Ponowne odwrócenie efektu przekierowania wydatków na usługi z towarów, przy wciąż w większości rejonów ograniczonym wzroście dochodów gospodarstw domowych będzie skutkować ograniczeniem wzrostów eksportu. Ponadto, pewne nasycenie konsumpcją towarów po świetnych wynikach z 2020 r. będzie także ograniczać potencjał do dalszego dynamicznego wzrostu (takie sygnały płyną już z przemysłu meblowego czy przedsiębiorstw produkujących sprzęt AGD). W ujęciu zmian rocznych szybki wzrost bazy odniesienia dla eksportu z II poł. 2020 r. będzie kolejnym czynnikiem spadku rocznej dynamiki eksportu.

### W II poł. 2020 i z początkiem 2021 r. zamówienia eksportowe głównym motorem wzrostu aktywności firm...



źródło: NBP

### ...działy o wysokim udziale produkcji na eksport silnie stymulujące wzrosty produkcji przemysłowej



źródło: GUS



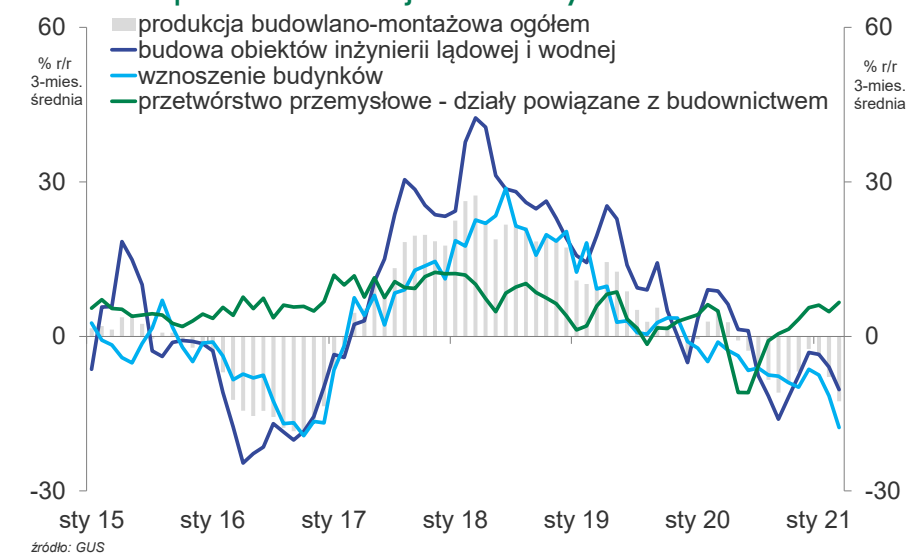
## ...przy wyższej dynamice wzrostu inwestycji publicznych...

- Po słabszych wynikach inwestycji publicznych w 2020 r. również I kw. br. przyniósł najprawdopodobniej słabe dane, na co wskazuje spowolnienie produkcji budowlano-montażowej w tym okresie. Taka sytuacja mogła wynikać z czynników okresowych, np. niekorzystnych warunków pogodowych, które zahamowały poprawę sytuacji w budownictwie zapoczątkowaną w ostatnich miesiącach ub.r.
- Biorąc pod uwagę solidne wyniki produkcji w działach przetwórstwa przemysłowego najsilniej powiązanych z budownictwem podtrzymujemy oczekiwania silniejszej poprawy aktywności w budownictwie, dzięki silniejszemu ożywieniu inwestycji publicznych, w tym infrastrukturalnych.
- Dane dot. projektów współfinansowanych ze środków UE w zakresie programów inwestycyjnych wskazują na pewne spowolnienie ich realizacji w trakcie 2020 r. dla podmiotów publicznych szczebla rządowego (dużo słabsze wzrosty wniosków o płatność wskazujących zrealizowanie aktywności wobec przesuniętych o ok. 8 kwartałów danych dot. podpisania umów). Tym samym w kolejnych kwartałach oczekujemy silniejszego wzrostu tej aktywności, co obok mniejszej skali ograniczania wydatków inwestycyjnych JST powinno sprzyjać wyższemu wydatkowi inwestycyjnemu SFP w 2021 r.
- Zakładamy, że w 2021 r. wpływ środków w ramach projektu Next Generation UE będzie jeszcze znikomy, ich nasilenie od 2022 r. pozwoli w kolejnym roku utrzymać wyższą dynamikę publicznych wydatków inwestycyjnych. Szacujemy, że w 2021 r. inwestycje SFP wzrosną o ok. 7,0% – 8,0% r/r, a w 2022 r. wzrost ten przyspieszy do kilkunastu procent.
- Stopniowej poprawy oczekujemy w budownictwie mieszkaniowym, gdzie silniejszy wzrost liczby rozpoczynanych budów mieszkań będzie dopiero na przełomie 2021 i 2022 poprawiał wyniki inwestycji. Dużo słabszej sytuacji oczekujemy z kolei w budownictwie komercyjnym, gdzie trwalsze ograniczenie popytu na powierzchnie biurowe i handlowe oraz efekty opóźnień będą w 2021 r. ograniczać aktywność.

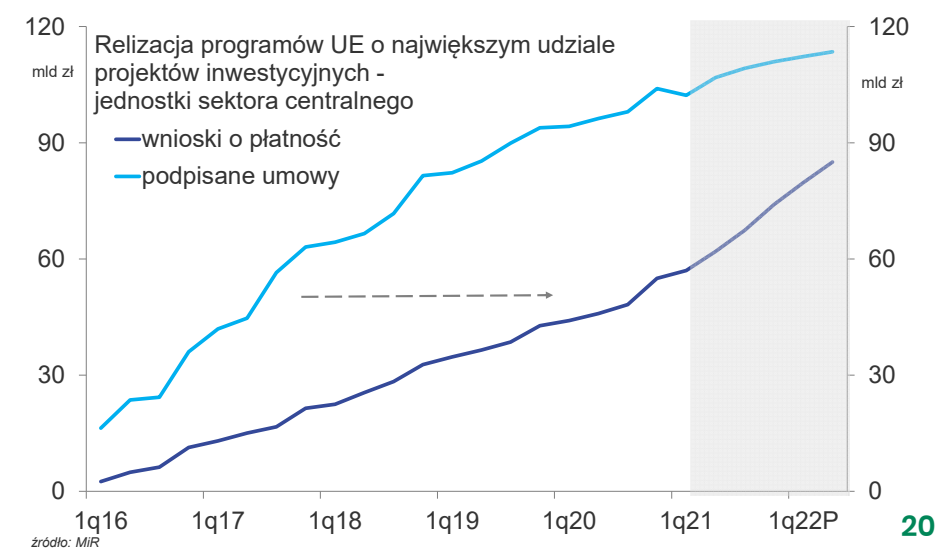
2021-05-24

Klauzula poufności: BOŚ jawne

### W I kw. br. wyhamowanie poprawy w budownictwie, szansa na powrót tendencji wzrostowych od II kw....



### Oczekiwane ożywienie realizacji inwestycji publicznych (m.in. współfinansowanych ze środków UE), po wolniejszej ich realizacji w 2020 r.

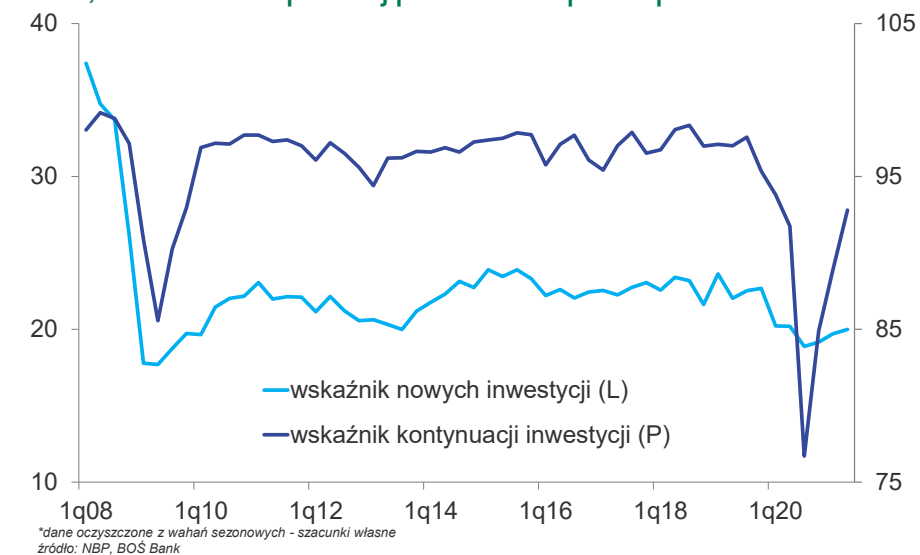




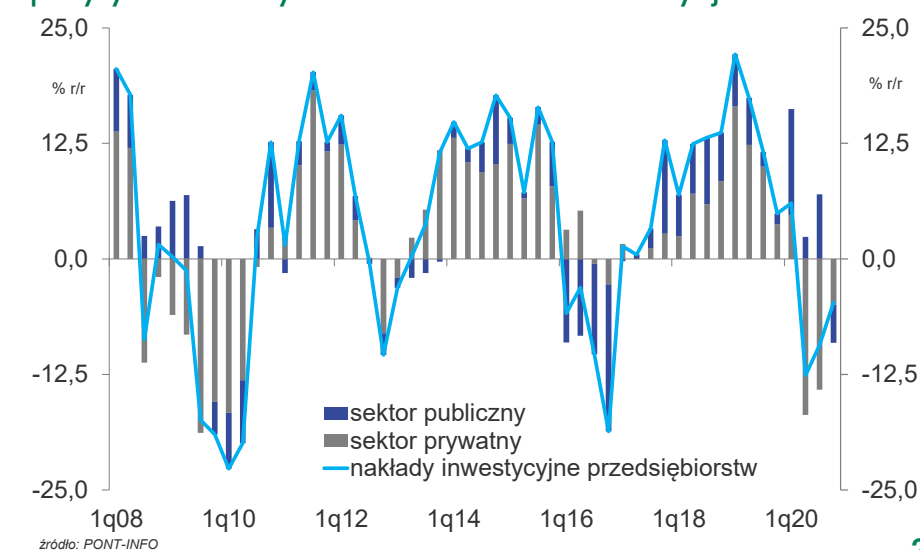
## ...i powolnym ożywieniu inwestycji przedsiębiorstw

- Zdecydowanie wolniejszego ożywienia oczekujemy w zakresie inwestycji przedsiębiorstw. Choć wskaźniki koniunktury inwestycyjnej (dane NBP) poprawiły się z początkiem 2021 r., to ta poprawa w zdecydowanie większym stopniu dotyczy kontynuacji inwestycji, przy minimalnej poprawie wskaźników dot. rozpoczynania nowych projektów. Ponadto, oba wskaźniki prognostyczne z początkiem 2021 r. pozostawały daleko poniżej poziomów sprzed pandemii COVID-19.
- Choć w wielu sektorach gospodarki (głównie w przemyśle) potrzeby inwestycyjne mogą rosnąć, to wciąż podwyższone ryzyko perspektyw gospodarczych będzie przekładało się na opóźniony efekt wzrostu nakładów inwestycyjnych firm. Dla wielu przedsiębiorstw 2021 r. wciąż będzie rokiem zmagania się o poprawę wyniku finansowego, co będzie skutkowało optymalizacją kosztów oraz ostrożnymi decyzjami inwestycyjnymi, w szczególności w warunkach wygasania pomocy publicznej, co będzie ostatecznie weryfikowało faktyczną sytuację przedsiębiorstw z branż najsilniej dotkniętych epidemią.
- Szacujemy, że w 2021 r. dynamika inwestycji firm nie wzrośnie istotnie powyżej 0% r/r (po spadku o blisko 12% w 2020 r.), po czym na przełomie 2021 / 2022 wzrośnie do ponad 5% r/r wraz z stabilizującymi się perspektywami wzrostu oraz uruchomieniem w trakcie 2022 r. środków w ramach KPO.
- Zapewne przedsiębiorstwa o istotnym udziale własności sektora publicznego będą największym beneficjentem inwestycji w ramach planu odbudowy. Z tego względu w szczególności w dłuższej perspektywie (2022 r.) oczekujemy utrzymania wyższej kontrybucji tych firm we wzrost inwestycji przedsiębiorstw. Nie sądzimy, aby spadek inwestycji przedsiębiorstw publicznych w IV kw. był zapowiedzią trwalszego trendu. Choć silne ograniczenie nakładów inwestycyjnych w górnictwie jest efektem trwałym, to pozostałe sektory (głównie energetyka) będą silniej kontrybuować do wzrostu inwestycji.

### Na przełomie roku poprawa wskaźników inwestycyjnych firm, choć daleko poniżej poziomów sprzed pandemii



### Firmy publiczne zapewne cały czas będą silniej pozytywnie kontrybuować do wzrostu inwestycji

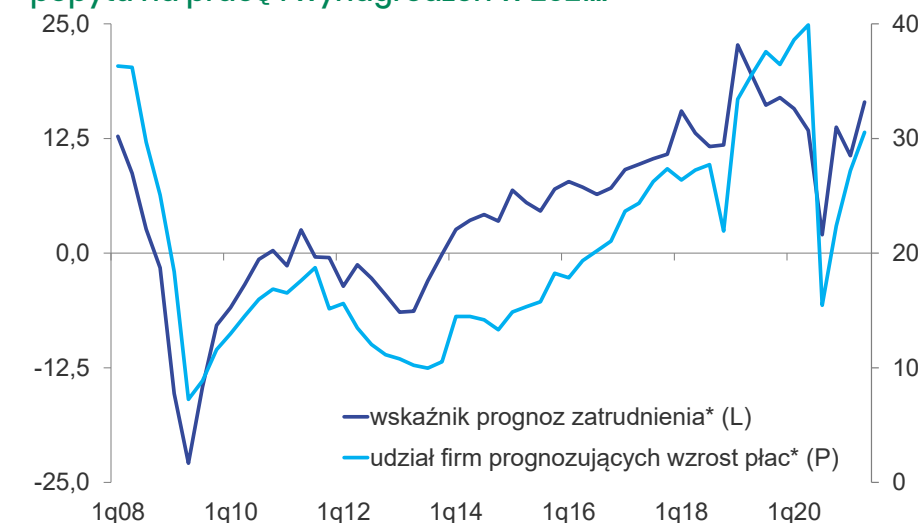




## Przedsiębiorstwa nieco bardziej optymistyczne co do rynku pracy, wyższa inflacja ograniczy wzrost dochodów gospodarstw domowych

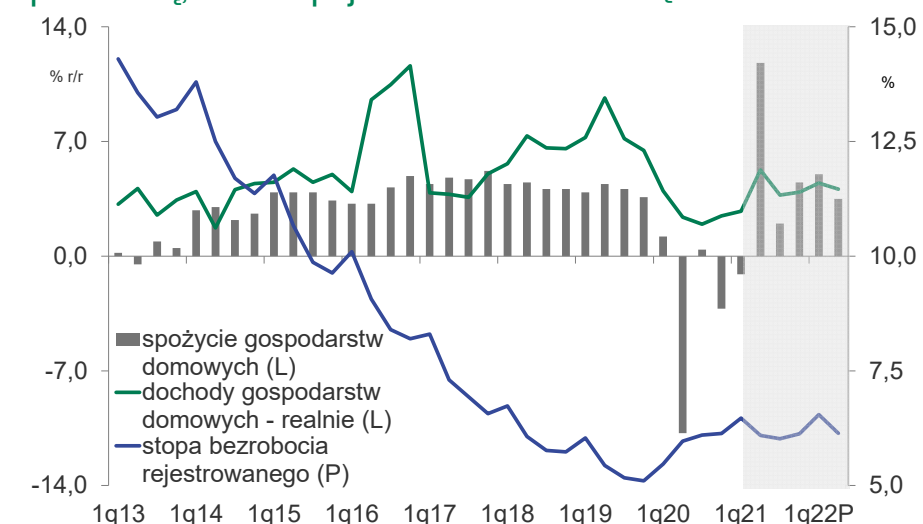
- Przy ograniczonej poprawie planów inwestycyjnych firm, badanie NBP wskazuje natomiast na silniejsze ożywienie popytu na pracę z początkiem br. oraz wzrost odsetka firm planujących podwyżki wynagrodzeń.
- Choć pozostajemy ostrożni co do skali wzrostu popytu na pracę w połowie br. wraz z wygasaniem wpływu wsparcia publicznego stabilizującego rynek pracy w najbardziej dotkniętych sektorach, to sygnały rosnącego popytu w wielu sektorach oraz po raz pierwszy od wybuchu pandemii wskazywane przez firmy problemy podaży pracy (nie związane z pandemią) wskazują na nieco szybsze od naszej prognozy wzrosty wskaźników rynku pracy tj. wzrost zatrudnienia w gospodarce narodowej już w 2021 r. (nieco poniżej 0,5% r/r) oraz wyższe tempo wzrostu wynagrodzeń (ponad 6% r/r w ujęciu nominalnym).
- Choć te parametry przełożą się na wyższe tempo wzrostu dochodów z pracy gospodarstw domowych, to jednoczesna korekta w górę prognozy inflacji CPI w 2021 r. ograniczy skalę wzrostu siły nabywczej dochodów.
- Z drugiej strony czynnikiem stabilizującym konsumpcję prywatną w 2021 r. powinien być wzrost oszczędności w 2020 r. Choć w sporej części gospodarstwa domowe przekierowały część wydatków z usług na towary, to jednak spora część dochodów została zaoszczędzona na co wskazuje solidny wzrost depozytów gospodarstw domowych oraz pieniądza gotówkowego w 2020 r.. Wraz z szerszym odmrażaniem aktywności gospodarczej w trakcie roku zapewne te środki będą częściowo przeznaczane na konsumpcję.
- Tym samym, pomimo realnej dynamiki dochodów w 2021 r. wyraźnie niższej niż przed pandemią oczekujemy wzrostu spożycia gospodarstw domowych o blisko 4,5% r/r.

### Oczekiwania firm wskazują na nieco szybszy wzrost popytu na pracę i wynagrodzeń w 2021...



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

### ...dynamika dochodów pozostanie niższa niż przed pandemią, konsumpcja finansowana oszczędnościami



źródło: GUS, BOŚ Bank

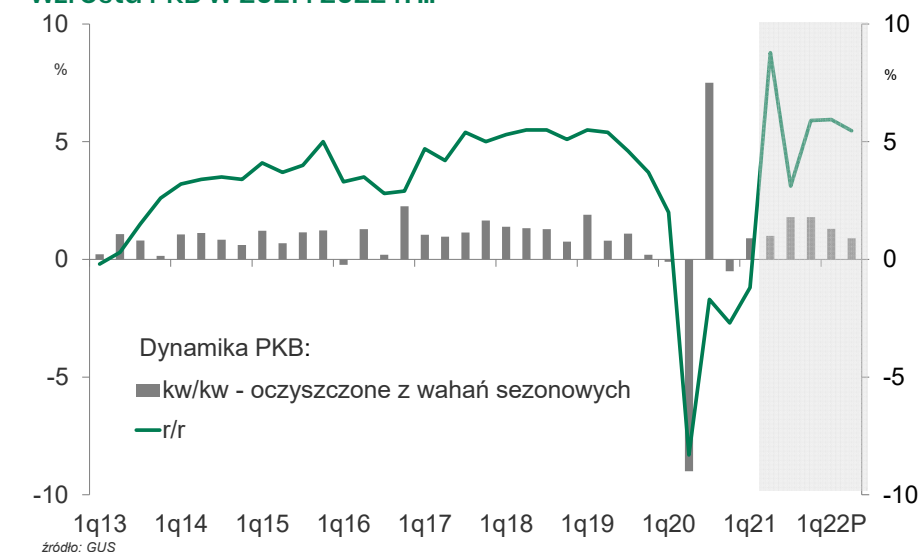




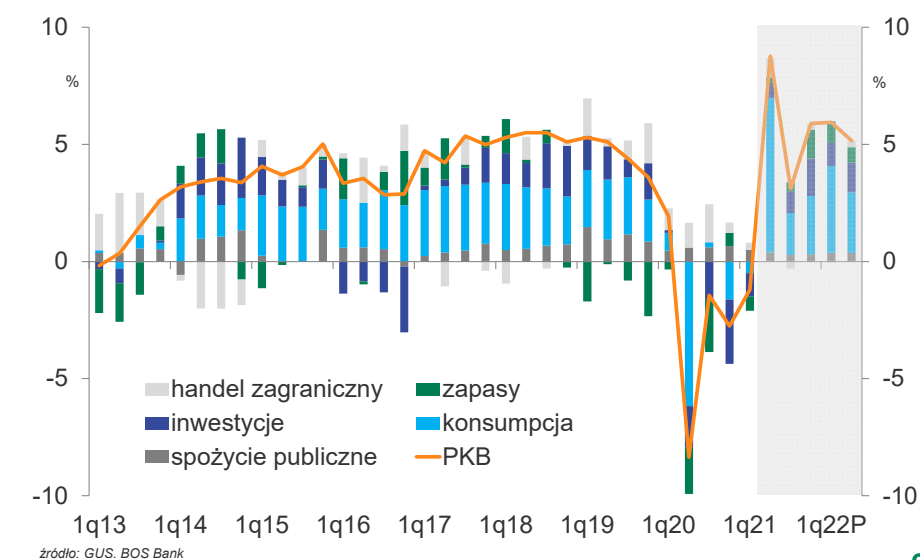
## Oczekiwany wzrost PKB w 2021 r. o 4,0% r/r, na przełomie 2021 i 2022 wzrost powyżej 5,0% r/r

- Biorąc pod uwagę szanse na trwałe ustabilizowanie się sytuacji epidemicznej oczekujemy utrzymania w kolejnych kwartałach solidnego tempa wzrostu aktywności gospodarczej. Szacujemy, że w 2021 r. PKB wzrośnie o 4,0% r/r, tj. w tempie wskazywanym przez nas przed kwartałem. Pomimo dłuższego okresu restrykcji epidemicznych silniejsza koniunktura w przemyśle (stabilizująca wyniki aktywności w I kw. br.) oraz korzystniejsze wskaźniki rynku pracy skutkują utrzymaniem prognozy solidnego tempa wzrostu gospodarczego.
- Oczywiście głównym czynnikiem wpływającym na dynamikę PKB w trakcie 2021 r. oraz z początkiem 2022 r. będą efekty bazy tj. przebieg restrykcji gospodarczych i sytuacji epidemicznej w 2020 r. i na początku 2021 r. stąd ta dynamika z kwartału na kwartał będzie podlegała wysokiej zmienności.
- W 2021 r. i na początku 2022 r. oczekujemy silnego wzrostu spożycia gospodarstw domowych (wraz z odmrażaniem podaży usług konsumpcyjnych) oraz silniejszego odbicia inwestycji publicznych. Wg naszych szacunków wolniej w kolejnych kwartałach będą poprawiały się dane w zakresie inwestycji firm, a wyniki eksportu mogą nawet lekko pogorszyć się (wraz z globalnym efektem wzrostu popytu na usługi kosztem towarów). Pozostajemy ostrożni co do skali odbicia aktywności biorąc pod uwagę wygasanie w trakcie 2021 r. pozytywnego efektu pomocy publicznej.
- W trakcie 2022 r. oczekujemy rosnącego wpływu na wyniki gospodarki polityki gospodarczej tj. finansowania inwestycji w ramach KPO czy też potencjalnego przyspieszenia wzrostu konsumpcji prywatnej w warunkach szybszego wzrostu dochodów do dyspozycji w grupie gospodarstw domowych o wyższej skłonności do konsumpcji (założenia Nowego Ładu). Te efekty będą przekładać się na dalsze przyspieszenie dynamiki PKB w 2022 r. pomimo wygasania w trakcie roku efektów niskiej bazy odniesienia.

Efekty bazy silnie podwyższające zmienność dynamiki wzrostu PKB w 2021 i 2022 r. ...



...w szczególności dla spożycia gospodarstw domowych



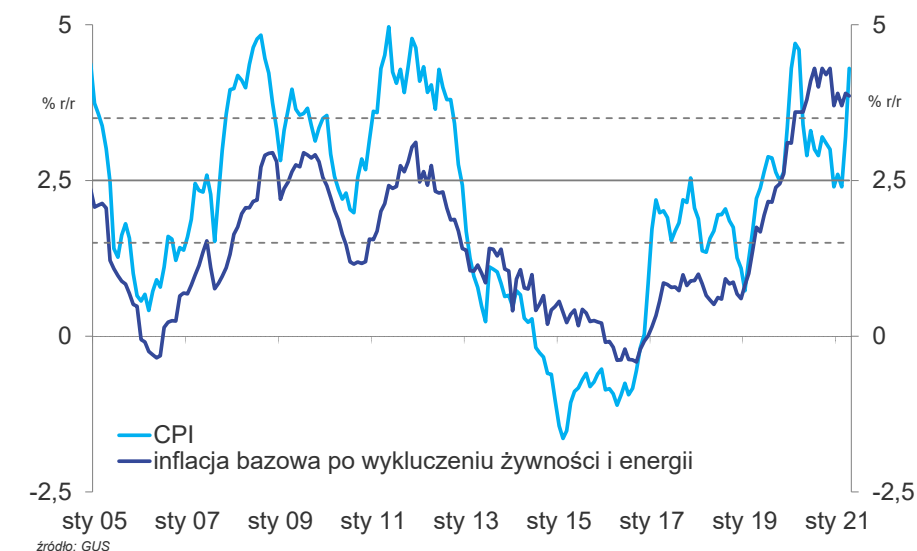




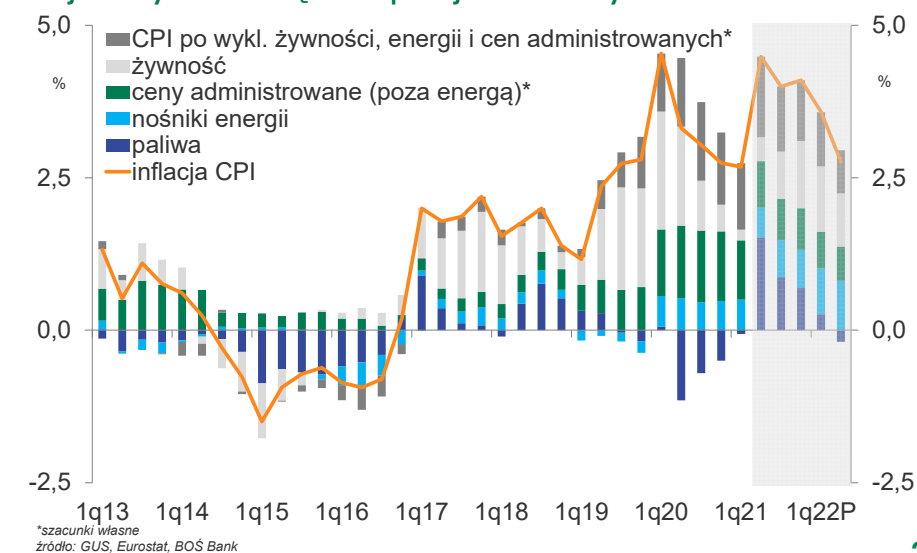
## W 2021 r. wyraźnie wyższa ścieżka inflacji CPI

- W I kw. oraz z początkiem II kw. obserwowany w 2020 r. trend spadkowy CPI odwrócił się i od marca inflacja znacząco wzrosła. Głównym powodem tego wzrostu było silne odbicie cen paliw – zarówno z powodu bieżącego silnego wzrostu cen, jak również bardzo niskiej statystycznej bazy odniesienia.
- Zaskoczył także wskaźnik inflacji bazowej, który od marca przestał obniżać się, a obliczany przez nas indeks inflacji bazowej oczyszczony z wpływu cen o wysokim udziale decyzji administracyjnych nawet wzrósł. W pierwszych miesiącach bieżącego roku kontynuowany był wzrost cen tych usług, na które popyt w okresie pandemii wzrósł (np. w obszarze łączności), silniej wzrosły także ceny towarów, głównie związanych z mieszkaniem oraz ceny odzieży.
- Pomimo podwyżki cen energii elektrycznej w I kw. br. oraz kontynuacji podwyżek cen wywozu śmieci, bardzo wysoka baza odniesienia z początku 2020 r. (efekt ówczesnego skokowego wzrostu cen w tych obszarach) przełożył się na spadek rocznego indeksu cen towarów i usług administrowanych. W dalszym ciągu jednak utrzymywał się on na podwyższonym poziomie, biorąc pod uwagę wartości obserwowane w przeszłości.
- W kwietniu dodatkowo miał miejsce silniejszy wzrost indeksu cen żywności. Zmiany baz odniesienia (głównie w przypadku cen mięsa) oraz sytuacja na rynku surowców żywnościowych wskazują na perspektywę wzrostu cen żywności w trakcie roku.
- Obserwowane z początkiem roku wyższe od prognoz odczyty inflacji bazowej, wyższe ceny ropy naftowej oraz wzrost cen surowców żywnościowych spowodowały wyraźną korektę prognozowanej ścieżki inflacji CPI w 2021 r. Szacujemy, że w maju indeks CPI wzrośnie do lokalnego szczytu na poziomie 4,8% r/r, po czym w II połowie roku będzie wahał się w okolicach 4,0% r/r. Wyraźniejszego spadku inflacji oczekujemy w I połowie 2022 r. – w kierunku 3,5% w I kw. oraz poniżej 3,0% r/r w II kw. 2022 r.

### W II kw. br. silniejszy wzrost inflacji CPI i wyhamowanie spadku inflacji bazowej



### Prognoza spadku inflacji w średnim okresie, w najbliższych miesiącach presja na dalszy wzrost indeksu

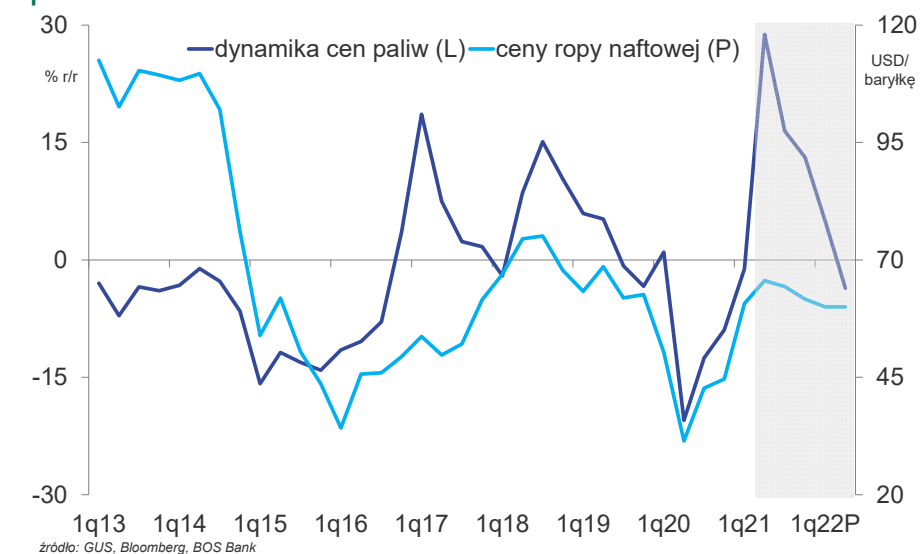




## Wysokie ceny paliw oraz bardzo niska baza odniesienia głównym powodem skokowego wzrostu CPI w II kw...

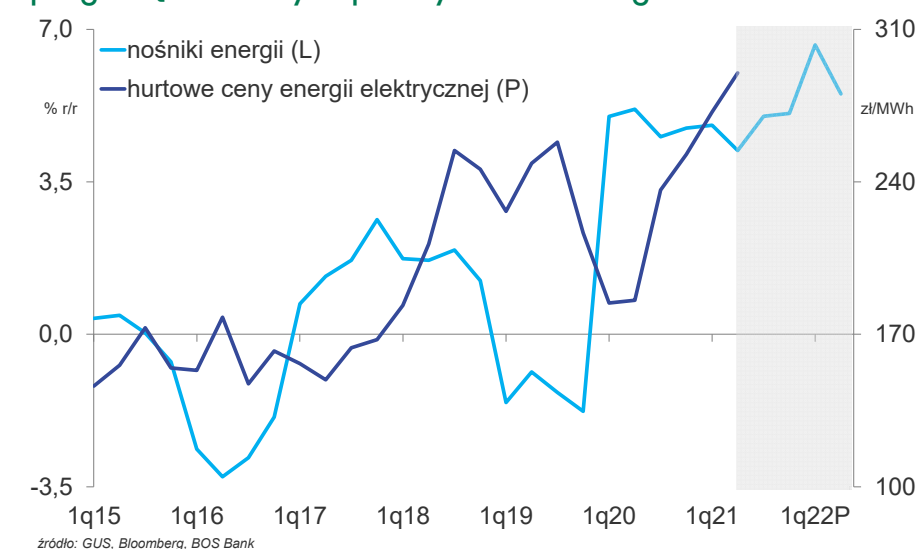
- W II kw. roczna dynamika cen paliw silnie wzrosła w kierunku 30% r/r. Taka sytuacja wynikała ze wzrostu cen ropy naftowej, ale przede wszystkim bardzo niska baza odniesienia, kiedy w II kw. 2020 r. gwałtownie spadły ceny ropy naftowej, a w ślad za tym – ceny detaliczne paliw.
- Choć oczekujemy w trakcie 2021 r. lekkiego spadku cen ropy naftowej w kierunku 60 USD/baryłkę ropy BRENT, to bieżący wyższy poziom cen surowca oraz słabszy kurs złotego będą skutkowały wyższą ścieżką cen paliw w 2021 r., wobec wcześniejszych szacunków.
- Stopniowy wzrost bazy odniesienia w trakcie roku przełoży się na spadek kontrybucji cen paliw do ok. 0,7-0,9 pkt. proc. w II poł. roku wobec 1,5 pkt. proc. w II kw. Zakładając już zdecydowanie wolniejszy wzrost cen surowca w kolejnych kwartałach oczekujemy, że w I poł. 2022 r. kontrybucja paliw do indeksu CPI będzie zbliżona do neutralnej.
- Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach kategorią podwyższającą inflację będą też nadal ceny energii elektrycznej. Biorąc pod uwagę ponowny wzrost cen rynkowych (po okresowym spadku w pierwszym okresie pandemii), jak również utrzymujące się strukturalne wyzwania kosztowe w gospodarce, zakładamy utrzymanie w kolejnych latach corocznych, solidnych podwyżek cen energii elektrycznej, choć w większym stopniu będzie to wpływać na utrzymanie dodatniej kontrybucji we wzrost inflacji niż jej wyraźny wzrost.
- Nowym czynnikiem, który w nadchodzących kwartałach będzie podwyższał dynamikę cen nośników energii będą wyższe opłaty za dostarczanie ciepła. Zgodnie z informacjami medialnymi nowelizowane obecnie rozporządzenie Ministra Klimatu i Środowiska da prezesowi URE uprawnienia do zatwierdzania zmiany taryf na ciepło na podstawie uproszczonej procedury. Umożliwi to dostosowanie taryf do skokowego wzrostu cen uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>. W naszej prognozie nośników energii założyliśmy blisko 10-procentowy wzrost opłat za ciepło rozłożony w czasie w okresie IV kw. 2021 – I kw. 2022 r.

### W II poł. roku silny wzrost dynamiki cen paliw, spadek od II poł. roku



źródło: GUS, Bloomberg, BOS Bank

### Warunki rynkowe oraz zmiany strukturalne implikują prognozę corocznych podwyżek cen energii



źródło: GUS, Bloomberg, BOS Bank



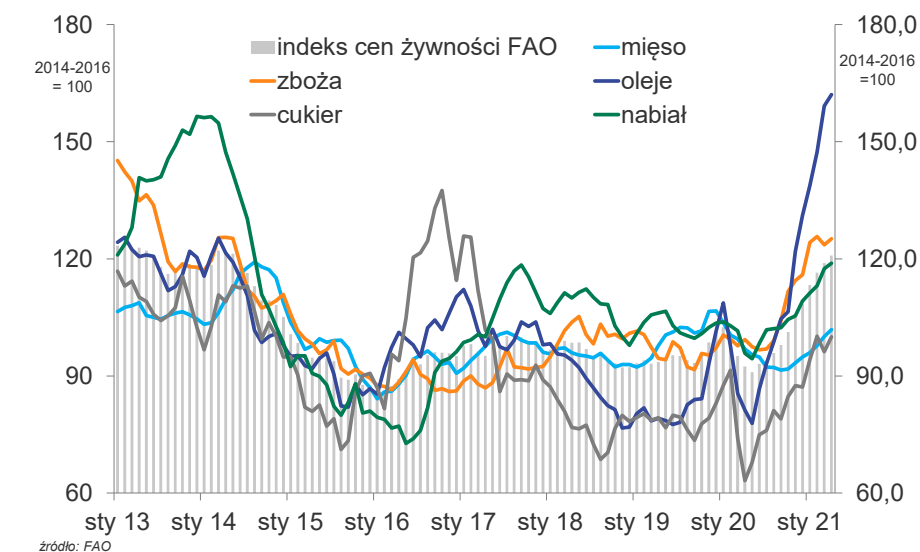
## ...od II kw. rośnie także kontrybucja cen żywności

- Po wyraźnym spadku cen żywności na przełomie 2020 i 2021 r. od II kw. br. ma miejsce silniejszy wzrost cen żywności w warunkach wyraźnego wzrostu cen mięsa oraz pierwszych oznak wzrostu cen żywności przetworzonej. Szacujemy, że kontrybucja tej kategorii do wskaźnika CPI do 1 pkt. proc. w I kw. 2022 r. wobec 0,2 pkt. proc. w I kw. 2021 r.
- Nasilenie tendencji wzrostowych na rynku surowców żywnościowych przekłada się na podwyższenie ścieżki cen żywności przetworzonej oraz mięsa w II poł. roku, nawet przy założeniu wyhamowania wzrostu cen surowców. W szczególności silnego przyspieszenia indeksu cen oczekujemy w przypadku mięso, na co składa się obserwowany skokowy wzrost cen drobiu oraz wyhamowanie wcześniejszego wyraźnego trendu spadkowego cen wieprzowiny. Spadek cen wieprzowiny był następstwem zakazu importu do Chin wieprzowiny z Niemiec, po wykryciu w Niemczech ognisk afrykańskiego pomoru świń (ASF).
- Wyhamowania wzrostu cen żywności przetworzonej oczekujemy z początkiem 2022 r. Choć sytuacja surowcowa może jeszcze utrzymywać presję na wzrost cen wielu kategorii, to efekt bazy dla cen napojów bezalkoholowych (efekt wejścia w życie podatku cukrowego z początkiem 2021 r.) będzie hamować wzrost rocznej dynamiki cen.
- Zakładamy, że przez większą część 2021 r. silniejszy wzrost cen żywności będzie ograniczany przez ceny owoców i warzyw. Dotychczasowe korzystne warunki hydrologiczne pozwalają zakładać korzystne zbiory owoców i warzyw w tym sezonie. Ponadto wysokie bazy odniesienia (ceny owoców), będą sprzyjały niskiej dynamice cen. Ceny owoców i warzyw mogą natomiast przyczynić się do większej zmienności cen żywności w poszczególnych miesiącach ze względu na opóźnienie o ok. dwa tygodnie okresu wegetacyjnego dla części owoców i warzyw (relatywnie chłodna wiosna).
- Biorąc pod uwagę powyższe, po okresowym spadku inflacji cen żywności do poniżej 1,0% r/r w pierwszych miesiącach 2021 r. oczekujemy jej wzrostu w kierunku 4,0% r/r na przełomie 2021 i 2022 r.

2021-05-24

Klauzula poufności: BOŚ jawne

### Nasilenie wzrostów cen surowców żywnościowych...



### ...przekłada się na oczekiwania wyższego wzrostu cen mięsa i żywności przetworzonej w trakcie 2021 r.





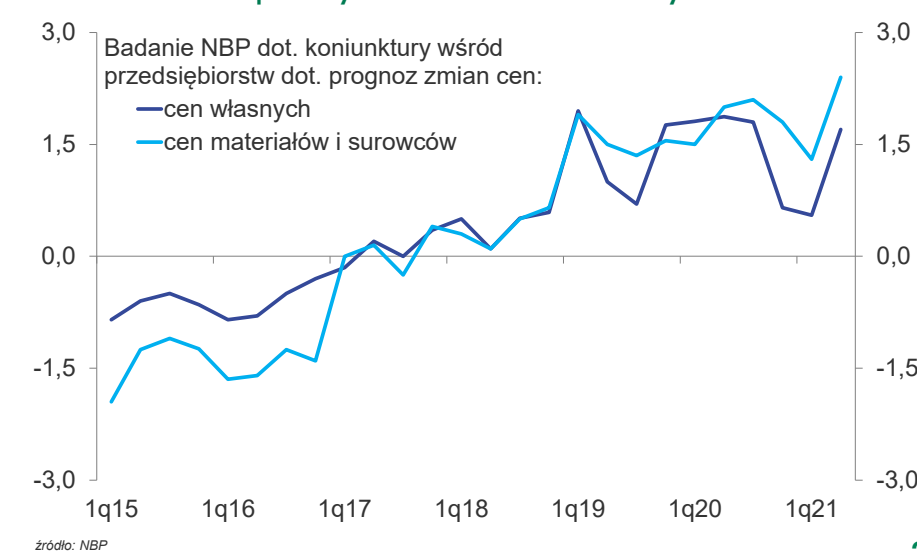
## W krótkim okresie wysoka niepewność co do kształtowania się inflacji bazowej...

- Po lekkim spadku na początku 2021 r., od marca konstruowany przez nas wskaźnik inflacji CPI po wykluczeniu cen żywności, energii oraz cen administrowanych ponownie wzrósł, co wynikało najpierw z szybszego wzrostu cen w łączności oraz opłat telewizyjnych (tj. w kategoriach, na które popyt rósł w czasie pandemii) oraz odzieży i obuwia. W kwietniu nasilił się wzrost cen towarów związanych z mieszkaniem, co może wynikać zarówno z wyższych kosztów transportu na rynkach międzynarodowych i ograniczeń podaży, jak i utrzymującego się solidnego popytu w okresie lockdownu.
- Wyższe ceny surowców i materiałów były także główną przyczyną zmiany oczekiwań przedsiębiorców ich cen własnych. Według danych z początku roku te oczekiwania ponownie wzrosły powracając do wysokiego poziomu z 2019 i 2020 r.
- W efekcie podwyższyliśmy prognozowaną ścieżkę inflacji bazowej (z której poza cenami żywności i energii wykluczamy kategorie o wysokim wpływie na ceny decyzji administracyjnych). Prognozę tego indeksu w nadchodzących miesiącach utrudnia jednak fakt, że w głównej mierze będzie ona wynikać z kombinacji efektów przejściowych związanych z dostosowaniem cen po otwarciu gospodarki po pandemii oraz wątków podaży.
- Z jednej strony wyższe bazy odniesienia będą obniżać indeks cen wielu usług (także tych, gdzie w okresie nasilenia restrykcji zdecydowano o „przerzuceniu” tych kosztów na klientów). Z drugiej strony w najbliższych miesiącach może jeszcze utrzymywać się presja podażowa na ceny towarów. Trudno także jednoznacznie określić jak szersze otwieranie się gospodarki wpłynie na tendencje cenowe, tj. czy przeważać będzie ostrożność konsumentów / zmiana dotychczasowych nawyków, czy też oczekiwane przekierowanie popytu na usługi po okresie z 2020 r. wzmożonego popytu na towary trwałego użytku kosztem usług. Te analizy utrudnia też fakt nietypowego (w porównaniach międzynarodowych) wzrostu w Polsce inflacji bazowej w 2020 r.

### Z początkiem 2021 r. wyhamowanie spadku inflacji bazowej, silniejszy wzrost cen towarów



### Wzrost cen materiałów i surowców głównym powodem oczekiwań firm podwyższenia ich cen własnych



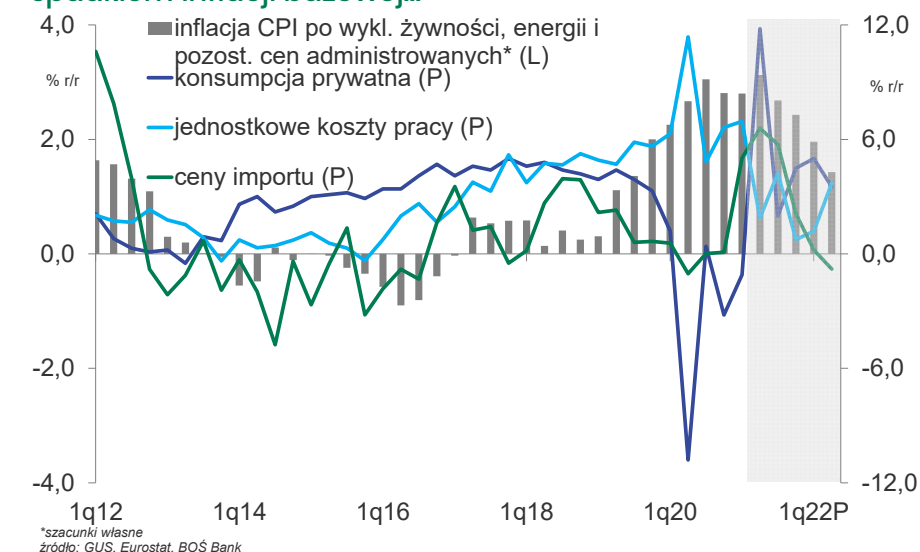




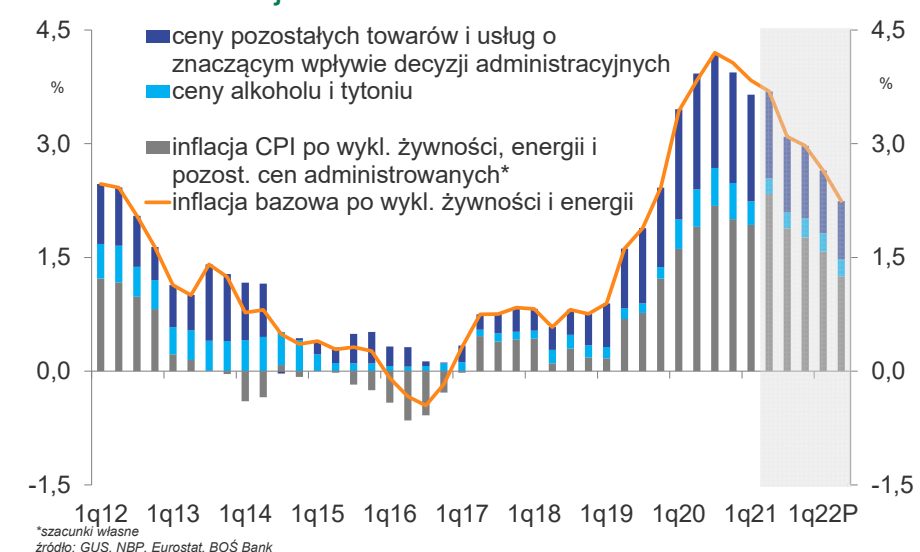
## ...w dłuższym horyzoncie efekty cykliczne powinny spowodować jej spadek

- Przy bardzo wysokim ryzyku dla prognoz inflacyjnych w nadchodzących miesiącach, w dłuższym horyzoncie zakładamy, że w większym stopniu na indeks inflacji wpływać będą efekty cykliczne, tj. niższe (w ujęciu uśrednionym) tempo wzrostu popytu konsumpcyjnego oraz niższe tempo wzrostu kosztów pracy.
- Zakładamy także wyhamowanie wzrostu cen surowców na rynku globalnym oraz wygasanie problemów podaźowych, co będzie w dłuższym horyzoncie ograniczać wzrost cen importu (wobec ich wyższego wzrostu w połowie br.).
- W trakcie 2021 r. oczekujemy także spadku indeksu cen administrowanych (poza cenami nośników energii). Choć utrzymują się solidne wzrosty cen opłat związanych z mieszkaniem (np. za wywóz śmieci), to bardzo wysoka baza odniesienia z 2020 r. przekłada się obecnie na wolniejsze tempo wzrostu i spadek kontrybucji tej kategorii do wskaźnika CPI.
- Szacujemy, że do końca 2021 r. inflacja bazowa (po wykluczeniu żywności i energii) obniży się w okolice 3,0% r/r, a w połowie 2022 r. spadnie poniżej 2,5% r/r.

### Efekty cykliczne w dłuższym horyzoncie przemawiają za spadkiem inflacji bazowej...



### ...w 2021 r. nieco niższa kontrybucja cen administrowanych do wzrostu inflacji



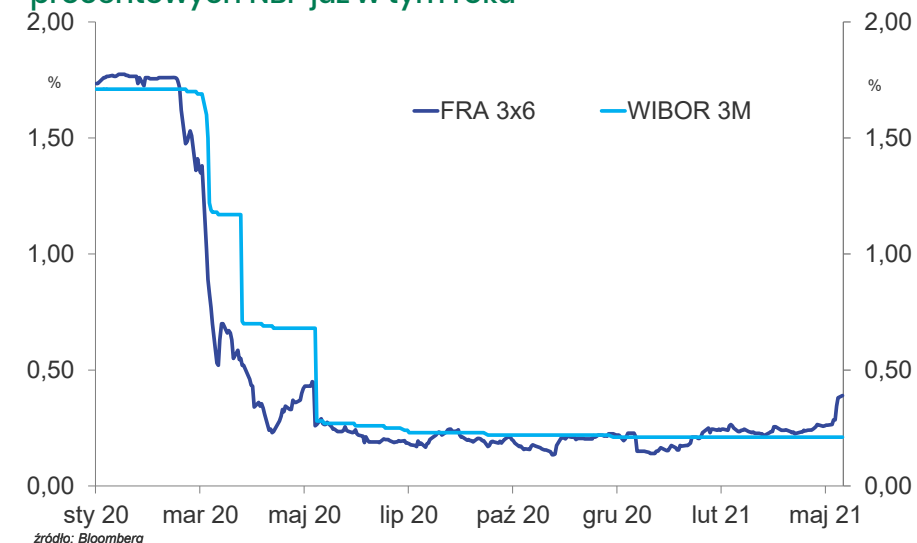




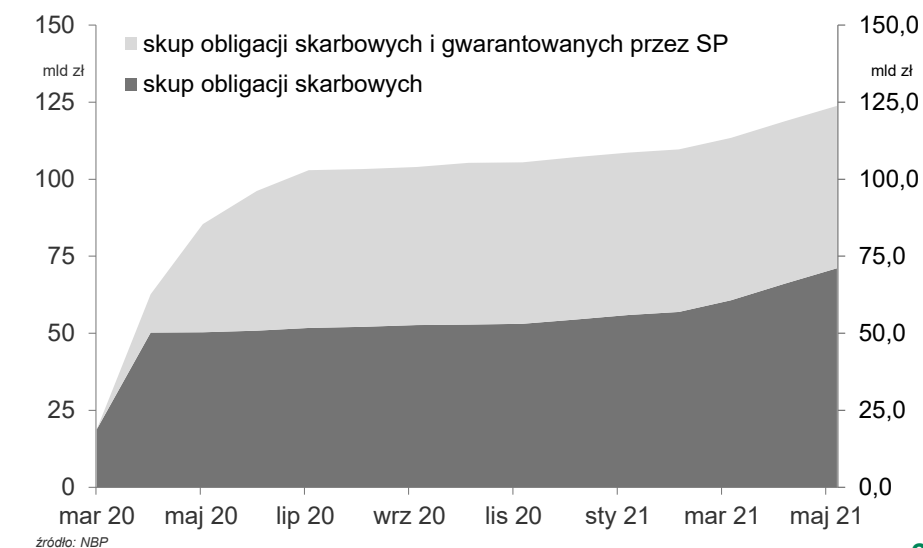
## RPP bardziej spolaryzowana, podwyżki stóp najwcześniej w II kw. 2022 r...

- Znaczący wzrost bieżącej inflacji CPI, a także optymizm dot. perspektyw gospodarczych przełożyły się na wzrost oczekiwań rynkowych zaostrzenia polityki pieniężnej NBP. Zaostrzenie retoryki tzw. „jastrzębi” z Rady oraz zmiany w komunikacie po majowym posiedzeniu RPP (pominięcie fragmentu nt. stabilizującego wpływ polityki pieniężnej) zostało odebrane jako zapowiedź zmiany nastawienia Rady.
- W naszej opinii zmiany w komunikacie odzwierciedlają większą polaryzację wewnątrz Rady w odniesieniu do zaostrzania polityki pieniężnej.
- Wypowiedzi prezesa NBP podczas konferencji prasowej w maju wskazały na niskie prawdopodobieństwo obniżki stóp, natomiast wyraźnie wskazały, że scenariuszem bazowym jest ich stabilizacja do około połowy 2022 r.
- Połowa 2022 r. jako termin ewentualnych zmian w polityce pieniężnej wynika z terminu zmian składu RPP. W naszej ocenie wypowiedzi prezesa NBP świadczą o przekonaniu, że w obecnym składzie Rady nie znajdzie się większość skłonna do zaostrzenia polityki pieniężnej, co implikuje scenariusz stabilizacji stóp NBP do końca I kw. 2022 r.
- Przy założeniu naszego scenariusza wzrostu gospodarczego (solidne przyspieszenie aktywności na przełomie roku) oraz założeniu, że nowa Rada będzie bardziej skłonna do normalizacji warunków monetarnych sądzimy, że cykl korekcyjnych podwyżek stóp rozpocznie się w II kw. 2022 r. Tempo tych podwyżek będzie z kolei ograniczał oczekiwany przez nas spadek inflacji w trakcie 2022 r.
- Podczas konferencji prasowej prezes NBP zapowiedział, że podwyżki stóp będą poprzedzone wygaszaniem programu skupu aktywów. Nie sądzimy jednak, aby Rada zdecydowała się na rychłe zakończenie programu skupu obligacji, w szczególności gdyby presja na wzrost rentowności nasilała się. W II kw. NBP ponownie zwiększył aktywność w zakresie skupu obligacji w warunkach presji na wzrost rentowności obligacji.

### Wzrost oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp procentowych NBP już w tym roku



### NBP będzie nadal skupował obligacje w celu ograniczenia wzrostu rentowności

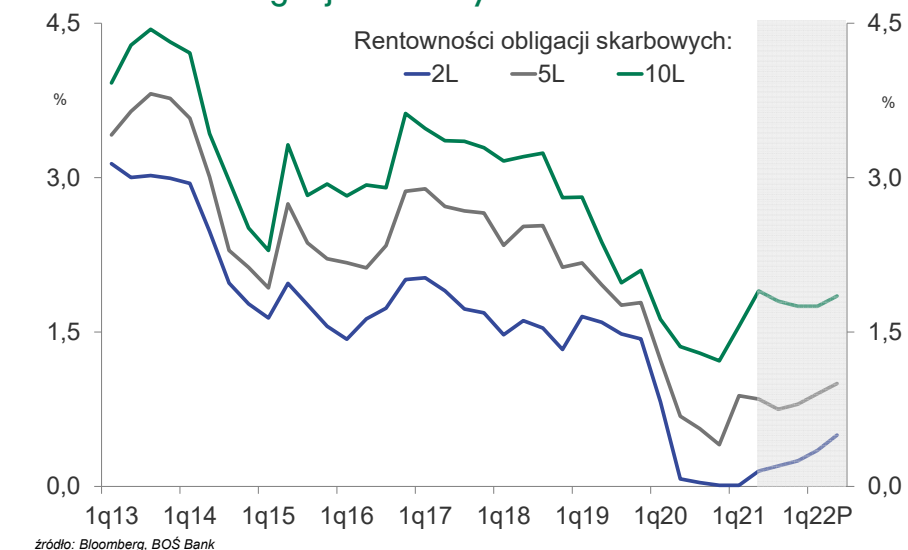




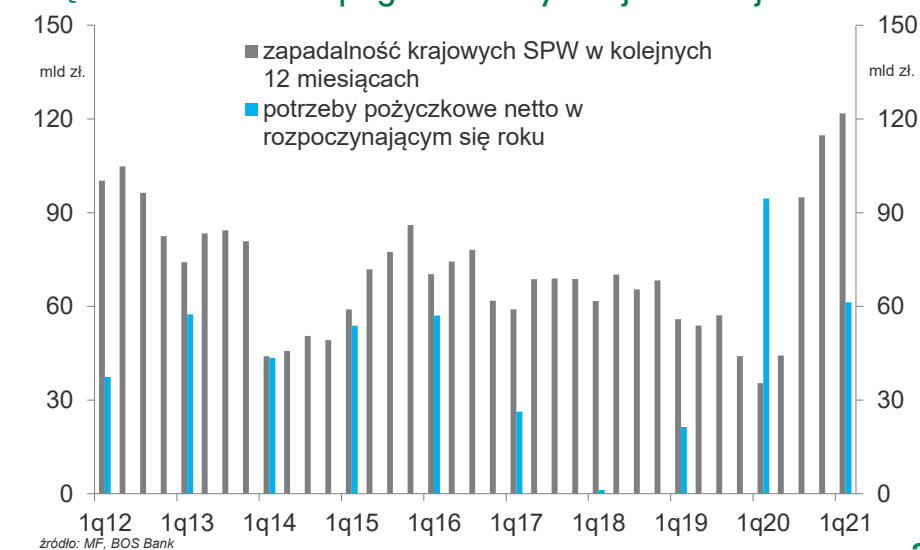
## ...polityka RPP nie powstrzyma wzrostu rentowności krajowych SPW, ale może osłabić skalę tego wzrostu

- Sam wzrost rentowności obligacji skarbowych oraz wystromienie krzywej dochodowości są spójne z naszymi oczekiwaniami, niemniej uważamy, że skala tego wzrostu w II kw. była zbyt silna.
- Z tego względu oczekujemy lekkiej korekty rentowności w średnim okresie, biorąc pod uwagę zakładany bardzo powolny proces normalizacji polityki pieniężnej NBP oraz graniczenie presji na wzrost rentowności na rynkach bazowych. Z drugiej strony, wysoka niepewność dot. perspektyw gospodarczych oraz inflacyjnych zarówno na świecie jak i w kraju może skutkować utrzymaniem wyższej zmienności notowań w najbliższych tygodniach.
- Choć perspektywa normalizacji polityki pieniężnej (zarówno w aspekcie poziomu stóp procentowych jak również ograniczania zaangażowania NBP w ramach operacji strukturalnych skupu obligacji skarbowych) będzie ciążyć cenom krajowych papierów skarbowych, w warunkach utrzymującej się wciąż trudnej sytuacji fiskalnej (podwyższone poziomy potrzeb pożyczkowych), to sądzymy, że same decyzje Rady dot. skali tego zaangażowania będą podyktowane poziomem rentowności, co będzie ograniczać potencjał ich wzrostu nawet w okresach zwiększonej presji.
- Znaczne nadwyżki płynności i ograniczona przestrzeń do silnego wzrostu akcji kredytowej będą także czynnikiem utrzymującym solidny popyt na papiery skarbowe ze strony sektora bankowego.
- Zakładając korekcyjne podwyżki stóp procentowych NBP w II kw. 2022 r. a jednocześnie spadek inflacji CPI w tym okresie (obniżający ryzyko silniejszego cyklu podwyżek stóp) oczekujemy na przełomie roku ponownego wyłuszczenia krzywej przy nieco silniejszym wzroście rentowności na krótszym końcu krzywej dochodowości.

### Po silnym wzroście w II kw. oczekiwana korekta rentowności obligacji skarbowych...



### ...przy założeniu że polityka pieniężna wciąż będzie w części neutralizować pogorszenie sytuacji fiskalnej

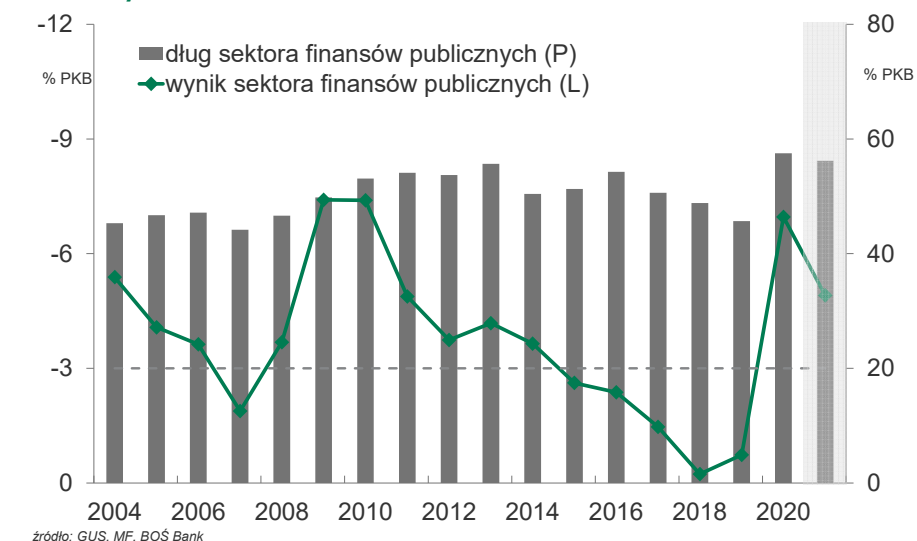




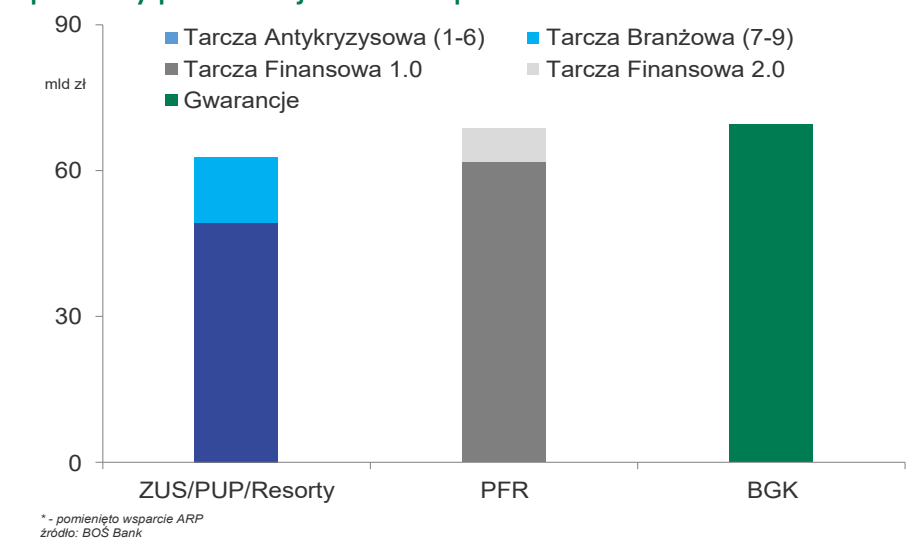
## W 2021 r. podwyższony poziom deficytu SFP utrzyma się

- Według danych GUS w 2020 r. deficyt Sektora Finansów Publicznych wzrósł do 7% PKB wobec 0,7% PKB w 2019 r., z kolei dług publiczny wzrósł o 12 pkt. proc. do 57,5% PKB (według metodyki unijnej).
- Gwałtowne pogorszenie wyniku finansów publicznych w 2020 r. było oczywiście pochodną kryzysu pandemii, przede wszystkim za sprawą bezprecedensowej skali pomocy fiskalnej (w ramach tarcz finansowych i antykryzysowych) oraz bezpośredniego efektu spadku dochodów finansów publicznych.
- Wskaźnik deficytu i długu ukształtowały się na nieco niższym poziomie wobec naszych szacunków, przy niższym deficycie podsektora samorządowego, prawdopodobnie lepszemu od założeń wyniku Krajowego Funduszu Drogowego (niższa skala wydatków inwestycyjnych) oraz mniejszej skali obciążeń wyniku z tytułu pomocy publicznej (trudność w zakresie dokładnego oszacowania kosztów dla sektora SFP ze względu na warunkowość umorzeń, trudny do oszacowania wpływ gwarancji, których wartość znacząco wzrosła w okresie pandemii)
- Biorąc pod uwagę trwającą jeszcze w pierwszych miesiącach tego roku pandemię, wydłużanie programów pomocowych oraz opóźnione efekty umarzenia pomocy (pomoc częściowo i warunkowo bezzwrotna), oczekujemy utrzymania wysokiego poziomu deficytu i długu także w 2021 r. pomimo oczekiwanego wyraźnego przyspieszenia aktywności gospodarczej.
- Szacujemy, że w 2021 r. deficyt SFP nieco obniży się w kierunku 5,0% PKB, utrzymując się powyżej poziomu 3,0% PKB (co jednak pozostanie bez wpływu na decyzje KE dot. sytuacji fiskalnej biorąc pod uwagę nadzwyczajną sytuację pandemii). Podobnie poziom długu publicznego w 2021 r. może obniżyć się nieznacznie w kierunku 56,0% - 56,5% PKB.

## W 2021 r. ograniczona skala poprawy wskaźników fiskalnych...



## ...przy utrzymującym się wpływie bezprecedensowej skali pomocy publicznej w okresie pandemii



## Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	% r/r	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,1</b>	<b>4,9</b>	<b>5,3</b>	<b>4,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>4,0</b>
Popyt krajowy	% r/r	4,8	3,3	2,3	4,9	5,6	3,5	-3,9	4,0
Spżycie indywidualne	% r/r	2,6	3,8	3,9	4,8	4,3	4,0	-3,0	4,4
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	3,1
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-1,3	0,5	0,9	0,1	0,0	1,1	1,0	0,3
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1711,2	1801,1	1863,5	1989,8	2121,6	2287,7	2317,1	2448,5
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-2,6	-0,9	-0,8	-0,3	-1,3	0,5	3,0	2,3
	mld EUR	-10,6	-3,9	-3,4	-1,5	-6,5	2,6	15,6	12,6
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	16,5	13,0	10,0	11,1	15,7	16,3	19,0	17,8
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, śr.	<b>12,3</b>	<b>10,5</b>	<b>8,9</b>	<b>7,3</b>	<b>6,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,2	0,9	2,3	3,3	2,6	2,2	-1,0	0,5
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	3,6	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,5	6,6
	% r/r, real.	3,6	4,3	4,4	3,2	5,4	4,9	2,5	4,2
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.	<b>0,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,7	3,8	3,4
Depozyty ogółem	% r/r	9,3	7,4	9,4	4,2	9,1	8,2	13,8	3,3
Kredyty ogółem	% r/r	6,8	6,9	4,9	3,8	7,1	5,0	0,7	1,7
<b>Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)</b>	% PKB	<b>-3,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-7,0</b>	<b>-5,1</b>
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	50,7	51,3	54,2	50,6	48,8	45,7	57,5	56,2
<b>Stopa referencyjna NBP</b>	%, k.o.	<b>2,00</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	0,50
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,00	0,00
WIBOR 3M	%, k.o.	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	0,20
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,78	1,56	2,01	1,69	1,33	1,43	0,01	0,25
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,13	2,21	2,87	2,66	2,13	1,79	0,41	0,90
<b>Obligacje skarbowe 10L</b>	%, k.o.	<b>2,51</b>	<b>2,94</b>	<b>3,62</b>	<b>3,29</b>	<b>2,81</b>	<b>2,10</b>	<b>1,22</b>	<b>1,75</b>
<b>PLN/EUR</b>	PLN, k.o.	<b>4,26</b>	<b>4,26</b>	<b>4,42</b>	<b>4,17</b>	<b>4,30</b>	<b>4,26</b>	<b>4,61</b>	<b>4,48</b>
PLN/USD	PLN, k.o.	3,51	3,90	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	3,78
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,54	3,94	4,12	3,57	3,82	3,92	4,26	4,13
<b>założenia zewnętrzne</b>		<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>
PKB - USA	% r/r	2,5	3,1	1,7	2,3	3,0	2,2	-3,5	6,1
PKB - strefa euro	% r/r	1,4	1,9	1,8	2,7	1,9	1,3	-6,7	4,0
PKB - Chiny	% r/r	7,4	7,0	6,8	6,9	6,8	6,0	2,0	8,8
Inflacja (CPI) - USA	% r/r, śr.	1,5	0,2	1,3	2,1	2,4	1,9	1,2	3,2
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, śr.	0,3	0,2	0,4	1,4	1,4	1,2	0,3	1,7
<b>Stopa funduszy federalnych Fed**</b>	%, k.o.	<b>0,25</b>	<b>0,50</b>	<b>0,75</b>	<b>1,50</b>	<b>2,50</b>	<b>1,75</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	0,25
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,18	2,28	2,46	2,42	2,70	1,92	0,91	1,45
<b>Stopa repo EBC</b>	%, k.o.	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,50
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,54	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,58	-0,30
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,75
<b>USD/EUR</b>	USD, k.o.	<b>1,22</b>	<b>1,09</b>	<b>1,05</b>	<b>1,20</b>	<b>1,15</b>	<b>1,12</b>	<b>1,22</b>	<b>1,19</b>
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	98,9	52,4	43,8	54,3	71,0	64,1	42,3	62,4

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

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

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

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

## Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		3q20	4q20	1q21	2q21P	3q21P	4q21P	1q22P	2q22P
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	% r/r	-1,7	-2,7	-1,2	8,8	3,1	5,9	5,9	5,2
Popyt krajowy	% r/r	-3,2	-3,4	-2,0	8,5	3,6	6,0	6,4	5,2
Spżycie indywidualne	% r/r	0,4	-3,2	-1,1	11,8	3,0	5,0	6,0	4,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-9,0	-10,9	-8,6	3,9	5,5	6,9	8,1	8,2
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	1,5	0,7	0,8	0,2	-0,5	-0,1	-0,4	-0,1
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	2,9	3,0	3,2	2,9	2,2	2,3	1,9	1,6
	mld EUR	3,3	1,9	5,9	4,1	-0,3	2,9	4,0	2,5
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, śr.	6,1	6,2	6,4	6,0	6,0	6,3	6,4	6,0
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1,5	-1,3	-1,5	1,1	1,2	1,2	1,5	1,3
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	4,8	5,0	6,6	8,9	5,2	5,7	6,0	6,0
	% r/r, real.	1,7	2,1	4,1	6,0	2,9	3,6	3,8	3,9
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, k.o.	3,2	2,4	3,2	4,1	3,9	4,2	3,1	2,7
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	4,3	3,7	3,9	3,5	3,0	3,0	2,5	2,3
<b>Stopa referencyjna NBP</b>	%, k.o.	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
WIBOR 3M	%, k.o.	0,22	0,21	0,21	0,20	0,20	0,20	0,20	0,35
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	0,04	0,01	0,01	0,15	0,20	0,25	0,35	0,50
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	0,56	0,41	0,88	1,15	0,90	0,90	1,00	1,15
<b>Obligacje skarbowe 10L</b>	%, k.o.	1,30	1,22	1,56	1,90	1,80	1,75	1,75	1,85
<b>PLN/EUR</b>	PLN, k.o.	4,53	4,61	4,66	4,48	4,46	4,48	4,48	4,47
PLN/USD	PLN, k.o.	3,87	3,76	3,97	3,72	3,73	3,78	3,80	3,80
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,19	4,26	4,21	4,11	4,10	4,13	4,12	4,12
<b>założenia zewnętrzne</b>		3q20	4q20	1q21	2q21P	3q21P	4q21P	1q22P	2q22P
PKB - USA	% r/r	-2,8	-2,4	0,4	12,5	6,0	6,0	5,0	4,0
PKB - strefa euro	% r/r	-4,1	-4,9	-1,8	12,3	2,3	4,2	5,8	5,3
PKB - Chiny	% r/r	4,9	6,5	18,3	7,0	5,0	5,0	6,5	5,0
<b>Stopa funduszy federalnych Fed*</b>	%, k.o.	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Obligacje USA 10L	%, k.o.	0,68	0,91	1,74	1,55	1,45	1,45	1,45	1,45
<b>Stopa repo EBC</b>	%, k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-0,50	-0,50	-0,50	-0,45	-0,45
Obligacje GER 10L	%, k.o.	-0,52	-0,58	-0,29	-0,15	-0,25	-0,30	-0,30	-0,30
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
<b>USD/EUR</b>	USD, k.o.	1,17	1,22	1,17	1,21	1,20	1,19	1,18	1,18
Cena ropy naftowej typu Brent za barytkę	USD, śr.	42,7	44,6	60,6	61,8	60,3	60,0	60,0	60,0

% 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 danych historycznych: 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, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.