

Analizy makroekonomiczne

# PRZEGLĄD KWARTALNY

20 sierpnia 2021 r.

---

## Nadchodzi test odporności

---



---

**Departament Rynków  
Finansowych i Analiz**  
bosbank.analizy@bosbank.pl

**Łukasz Tarnawa**  
**Główny Ekonomista**  
+48 696 405 159  
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

**Aleksandra Świątkowska**  
**Ekonomista**  
+48 515 111 698  
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

---



## Synteza

- Na przełomie II i III kw. osłabła poprawa nastrojów na globalnym rynku finansowym. Rozprzestrzenianie się na świecie wariantu Delta koronawirusa, wyhamowanie tempa szczepień w państwach rozwiniętych, oraz wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Chinach osłabiło dotychczasowe wyśrubowane oczekiwania rynkowe co do tempa ożywienia aktywności gospodarczej na świecie.
- Te efekty, ugruntowanie się oczekiwań, że bieżący wzrost inflacji na świecie to okresowe zjawisko oraz nadal ostrożna retoryka Fed i EBC poskutkowały obniżeniem rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, pomimo wysokiej bieżącej inflacji. Obecny wzrost inflacji wynika z utrzymującego się w II kw. silnego wzrostu cen surowców, problemów podażowych w warunkach zaburzonych łańcuchów dostaw oraz silniejszego wzrostu cen w branżach, które najsilniej ucierpiały z powodu pandemii.
- Zakładając, że obecne i oczekiwane w okresie jesienno-zimowym pogorszenie sytuacji epidemicznej w mniejszej niż dotychczas skali skutkuje obciążeniem systemu opieki zdrowotnej, nie oczekujemy analogicznej do obserwowanej w 2020 r. i na początku 2021 r. skali restrykcji pandemicznych. To, przy niskich bazach odniesienia będzie stymulować dalsze solidne odbicie aktywności w światowej gospodarce, choć przy wyraźnym zróżnicowaniu tempa tego ożywienia w poszczególnych regionach świata.
- Jednocześnie utrzymujące się ryzyka związane z sytuacją epidemiczną oraz zakładany okresowy charakter wzrostu inflacji wpłyną na utrzymanie ostrożnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Oczekujemy, że z początkiem 2022 r. Fed rozpocznie stopniowy proces ograniczania skali skupu aktywów, jednocześnie stopy procentowe Fed i EBC pozostaną w 2022 r. na niezmiennym poziomie.
- Biorąc pod uwagę silny wzrost PKB w Polsce w II kw. oraz obserwowaną wyraźną poprawę nastrojów przedsiębiorców prognozujemy, że roczne tempo wzrostu PKB w latach 2021 – 2022 r. wyniesie około 5,0%.
- Wyższa bieżąca inflacja w Polsce stymulowana wzrostem cen surowców oraz problemami podażowymi odsuwa w czasie i ogranicza prognozowaną skalę obniżenia inflacji w kolejnych kwartałach.
- Wzrost inflacji do poziomu 5,0% r/r, przy solidnych danych ze sfery realnej, skłoni w naszej ocenie większość RPP do podwyżki stóp procentowych w listopadzie 2021 r. Oczekujemy podwyżki stopy referencyjnej NBP do 0,25%. Zakładamy natomiast, że NBP nie zdecyduje się na jednoczesne zakończenie programu skupu obligacji, chcąc powstrzymać zbyt silny wzrost długoterminowych rynkowych stóp procentowych.
- Jednocześnie ryzyko odsunięcia w czasie podwyżki stóp na 2022 r. jest spore. Jego źródłem jest przede wszystkim dotychczas deklarowane przez przedstawicieli NBP i RPP powiązanie rozpoczęcia podwyżek stóp z zakończeniem przez NBP programu skupu aktywów oraz niepewność co do rozwoju sytuacji epidemicznej na jesieni.

2021-08-20

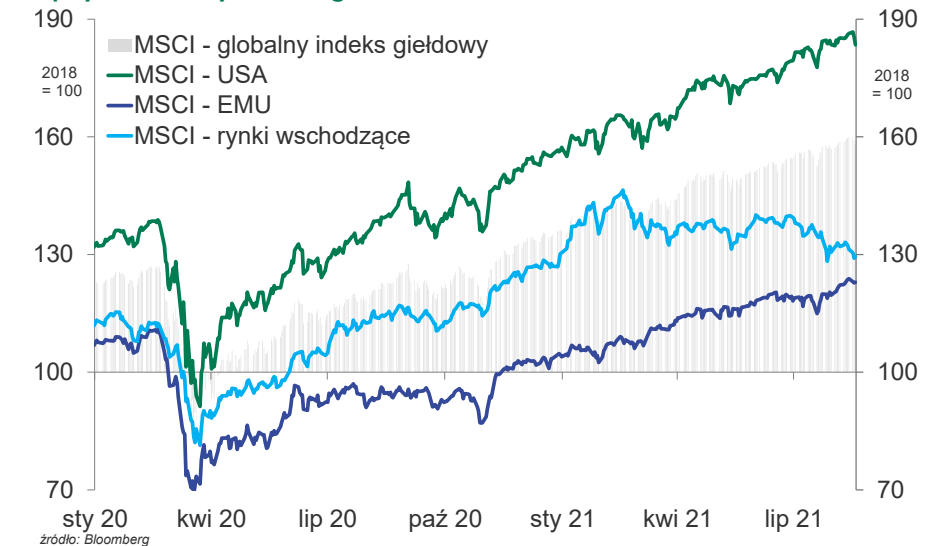
Klauzula poufności: BOŚ jawne



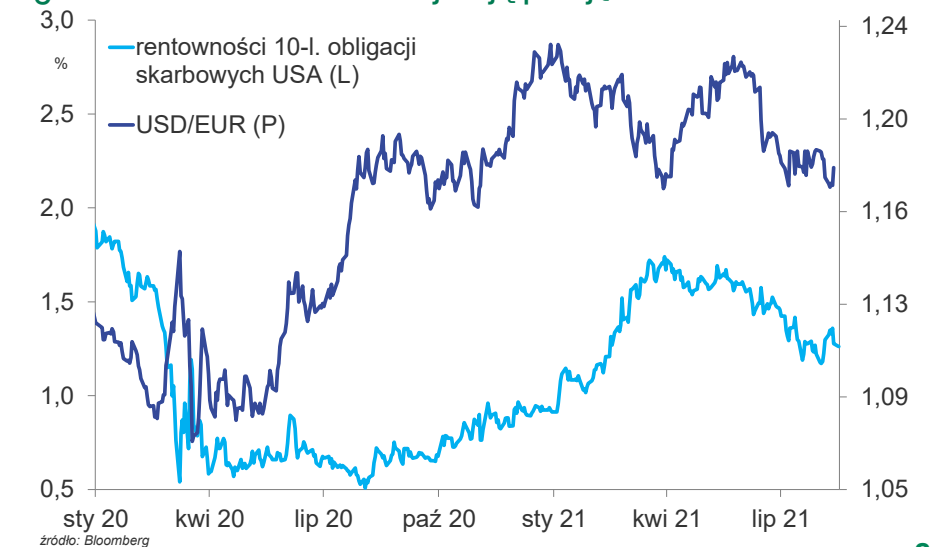
## Poprawa nastrojów rynkowych traci impet, ograniczenie obaw inflacyjnych

- Druga połowa II kw. oraz pierwsza połowa III kw. przyniosły dalszą poprawę nastrojów na globalnym rynku finansowym, niemniej w porównaniu do sytuacji z przełomu 2020 / 2021 tempo wzrostu cen aktywów o wyższym profilu ryzyka było już wyraźnie słabsze.
- W tym okresie wyraźnie osłabły obawy co do trwałego, silnego wzrostu inflacji, co przełożyło się, na wyraźne ograniczenie presji na wzrost rentowności obligacji skarbowych.
- Osłabienie presji na wzrost rentowności obligacji było wynikiem: – struktury inflacji w USA potwierdzającej okresowy charakter jej wzrostu do jakkolwiek wyraźnie wyższych od oczekiwań jej poziomów; – utrzymania bardzo ostrożnego stanowiska w zakresie polityki pieniężnej głównych banków centralnych; – stopniowego łagodzenia wcześniejszych wyśrubowanych oczekiwań rynkowych dot. tempa wzrostu gospodarczego na świecie.
- Wzrost niepewności dot. tempa ożywienia gospodarki globalnej był wynikiem: – rosnącej niepewności dot. sytuacji epidemicznej w następstwie rozprzestrzeniania się wariantu Delta koronawirusa, – wyhamowania poprawy aktywności po pierwszych spektakularnych wzrostach PKB (głównie w Chinach, ale także USA).
- Wzrost zmienności notowań aktywów, przy wyższym zróżnicowaniu geograficznym sytuacji rynkowej oraz zmieniających się ocenach rynkowych czynników ryzyka (wzrost gospodarczy vs. inflacja). Nadal utrzymywały się natomiast wyraźnie słabsze nastroje na rynkach wschodzących, co w mniejszym niż przed kwartałem stopniu wynikało z obaw dot. zacieśnienia polityki Fed, a w większym ze spowolnienia aktywności gospodarczej w Chinach oraz trudniejszą sytuacją epidemiczną w gospodarkach wschodzących.
- Choć zakładamy, że pogorszenie sytuacji epidemicznej na świecie (wariant Delta) nie zatrzyma ożywienia aktywności gospodarczej na świecie, to może ono nadal wpływać na korektę oczekiwań rynkowych co do skali tego ożywienia, stąd obecnie widzimy większe niż w I połowie roku wyzwania dla notowań aktywów finansowych o wyższym profilu ryzyka.

### Coraz trudniejsze utrzymanie dotychczasowego optymizmu rynkowego



### Niższe obawy przed zacieśnieniem polityki pieniężnej przez główne banki centralne zdejmują presję z rentowności SPW





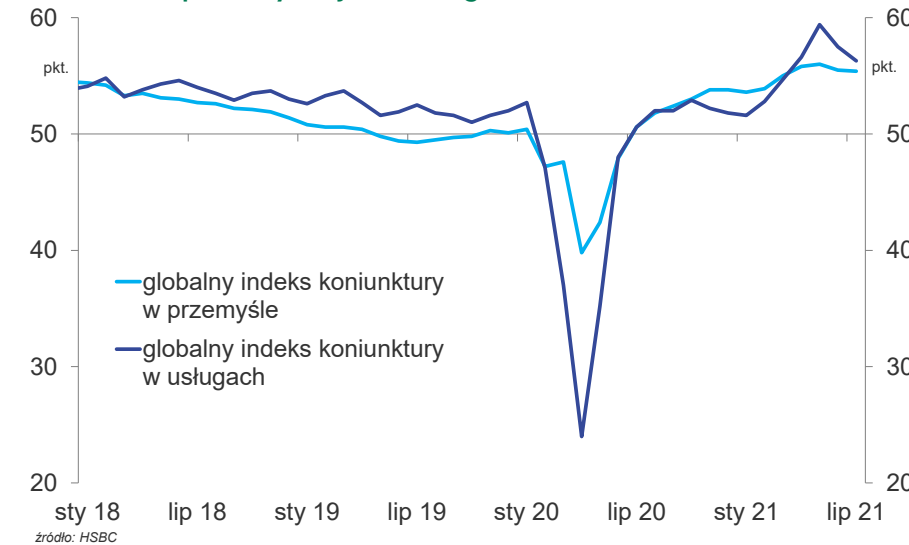
# Wyraźne ożywienie aktywności gospodarczej na świecie, ale napływające dane studzą wyśrubowane oczekiwane rynkowe

- Napływające dane potwierdzają scenariusz ożywienia aktywności gospodarczej na świecie stymulowanej dynamicznym odbiciem globalnej wymiany handlowej, ale także wyraźną poprawą koniunktury w usługach.
- Ożywieniu sprzyja wyraźna poprawa mobilności gospodarstw domowych w krajach rozwiniętych oraz bardzo silne poluzowanie polityki fiskalnej.
- Wskaźnik niepewności w gospodarce globalnej spadł do blisko przeciętnego poziomu, jednak obawy dot. sytuacji pandemicznej pozostają podwyższone.
- Tę niepewność podsyca wciąż bardzo trudna sytuacja epidemiczna w krajach wschodzących (mniej zaawansowany proces szczepień) oraz informacje o nowych wariantach koronawirusa (obawy o skuteczność szczepionek).
- Kontynuacja solidnego ożywienia pozostaje naszym scenariuszem bazowym, niemniej pojawia się coraz więcej sygnałów, że skala tego ożywienia może nie sprostać wyśrubowanym oczekiwaniom rynkowym.

2021-08-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

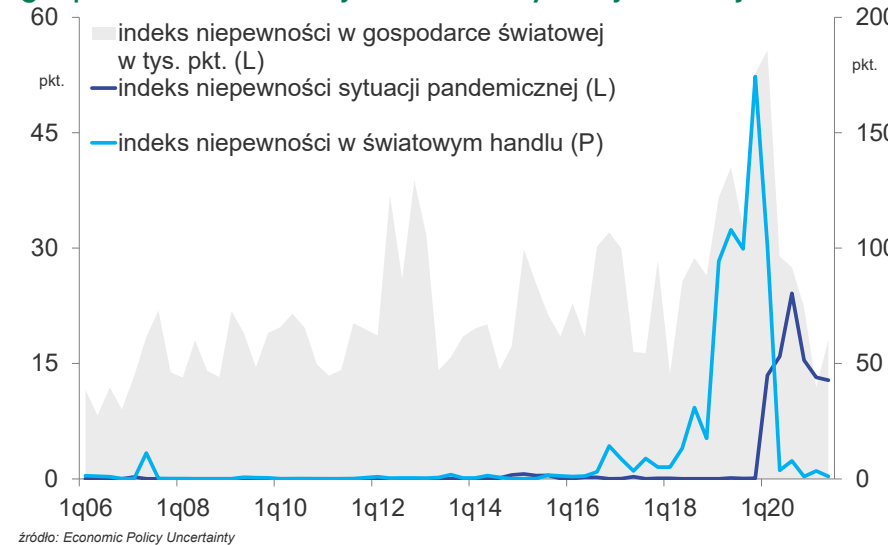
Solidne wskaźniki globalnej koniunktury gospodarczej zarówno w przemyśle jak i usługach...



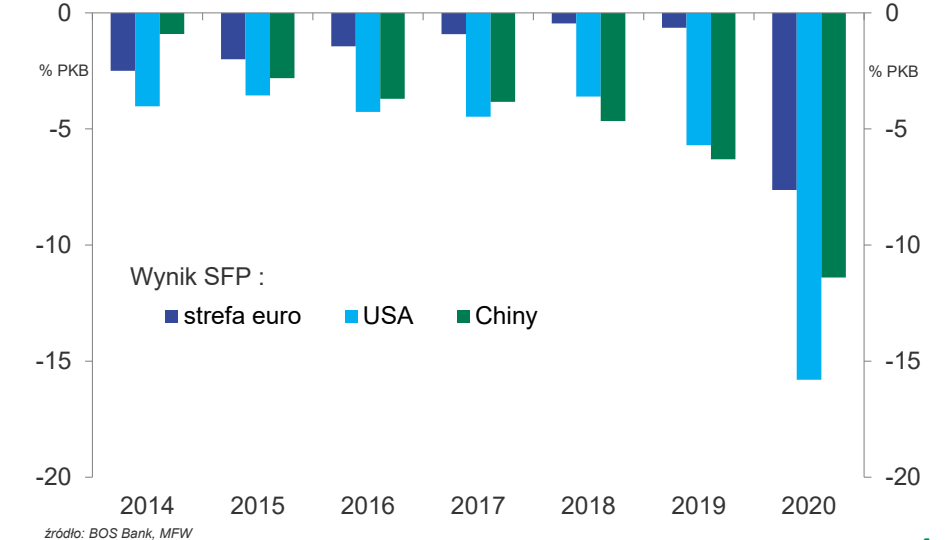
...wzrost globalnej wymianie handlowej już nie przyspiesza, ale utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie...



Choć obawy pandemiczne utrzymują się, niepewność w gospodarce światowej bliska historycznej średniej



Poluzowanie polityki fiskalnej w reakcji na kryzys ważnym czynnikiem wspierającym dynamiczne ożywienie





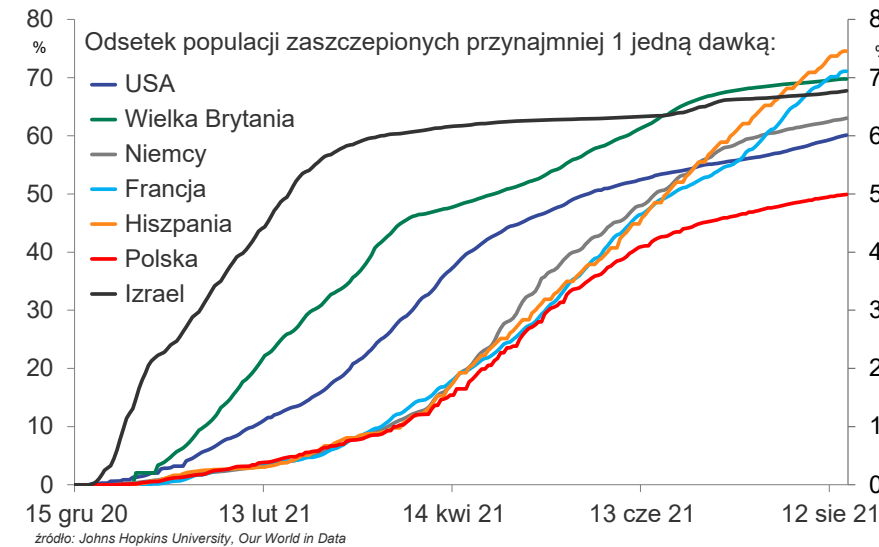
# Sytuacja epidemiczna lepsza niż przed kwartałem, ale czynnikiem ryzyka jej bieżące pogorszenie z powodu wariantu Delta

- Globalna sytuacja epidemiczna w II kw. br. wyraźnie poprawiała się, w szczególności w USA oraz Europie. Liczba nowych przypadków COVID-19 znacząco obniżyła się, w krajach rozwiniętych, wyraźnie przyspieszył proces szczepień.
- Jednak w III kw. ma miejsce ponowny wzrost liczby nowych przypadków COVID-19 w Europie i USA, na co wpłynęło rozszerzanie się mutacji wirusa Delta.
- Dane z Europy nt. hospitalizacji i zgonów wskazują na niższe ryzyko eskalacji oraz znaczących restrykcji gospodarczych nawet w sytuacji wzrostu liczby zachorowań. Niemniej już mniej optymistyczne dane z USA (wyraźny wzrost hospitalizowanych osób) wskazują, że niepewność związana z rozwojem epidemii jest obecnie wyższa niż przed kilkoma tygodniami.
- Jednocześnie w Azji w reakcji na pogorszenie sytuacji epidemicznej wprowadzono obostrzenia. Chiny zdecydowały o całkowitym zamknięciu prowincji, gdzie odnotowano wzrost liczby nowych przypadków COVID-19.

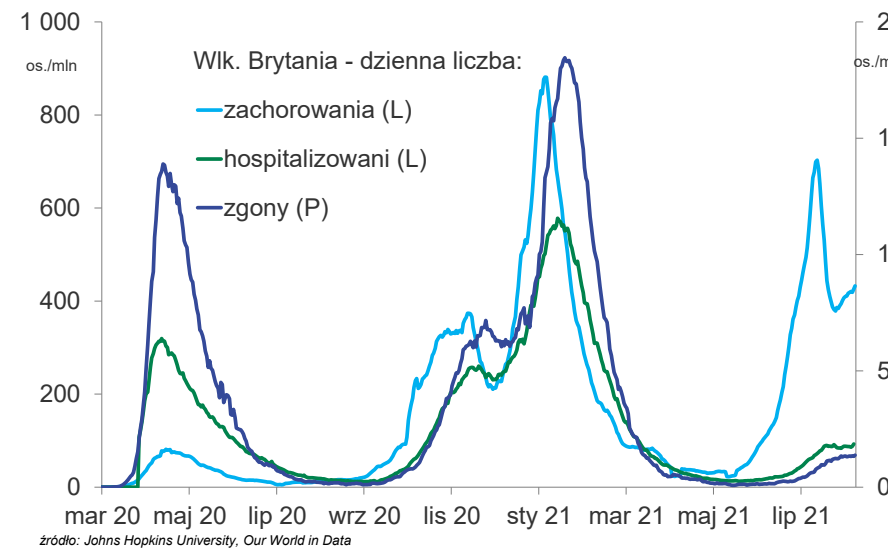
2021-08-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

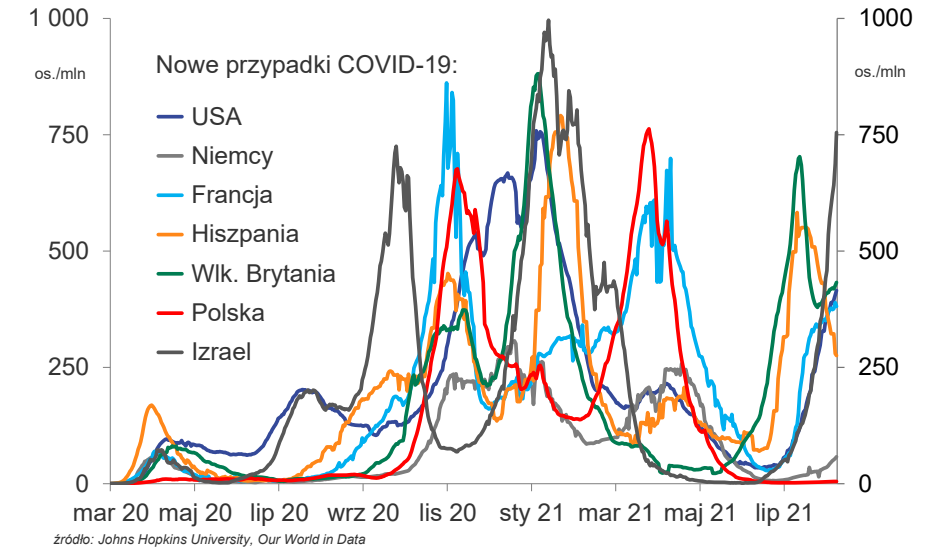
**W II kw. silne przyspieszenie procesu szczepień, po czym wyraźne jego spowolnienie w III kw.**



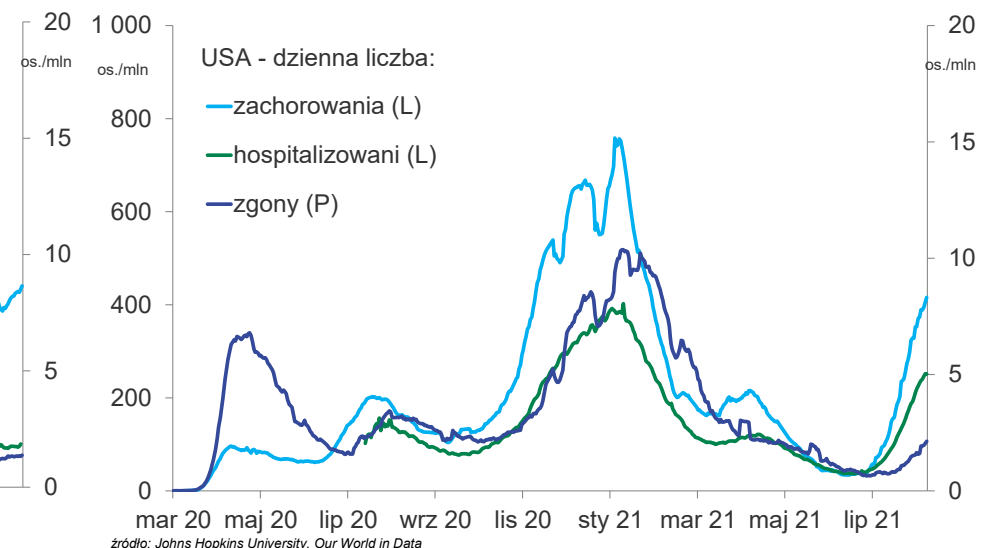
**...w Wielkiej Brytanii przy wyraźnie niższej liczbie zgonów i hospitalizacji w porównaniu do liczby nowych zachorowań...**



**W wielu krajach Europy oraz w USA kolejna fala zachorowań na COVID-19 w lipcu i sierpniu...**



**...z kolei w USA niepokojąco rośnie liczba osób hospitalizowanych**

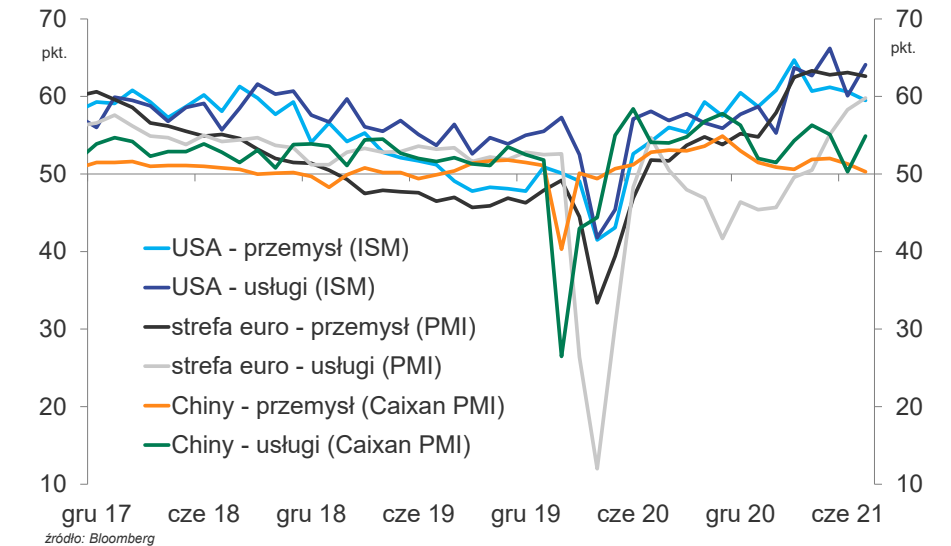




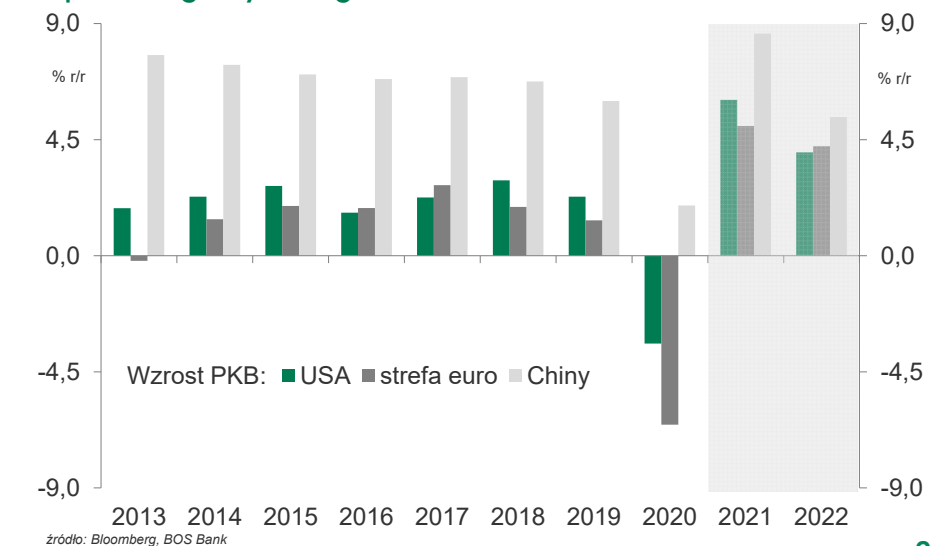
## W I. 2021 – 2022 perspektywa solidnego wzrostu gospodarki globalnej, przy założeniu braku istotnego pogorszenia sytuacji epidemicznej

- W I. 2021 – 2022 oczekujemy silnego wzrostu gospodarki globalnej, biorąc pod uwagę bardzo niskie bazy odniesienia z 2020 r. oraz zakładając, że sytuacja epidemiczna nie będzie wpływać na aktywność tak silnie jak miało to miejsce w 2020 r. oraz I kw. tego roku.
- Różnice w sytuacji epidemicznej oraz skali reakcji rządów w postaci restrykcji w poszczególnych państwach, jak również zróżnicowana skala luzowania polityki fiskalnej wpływają na wzrost zróżnicowania perspektyw gospodarczych poszczególnych regionów świata. Wydaje się natomiast, że w skali globalnej gospodarka osiągnęła już swoje lokalne maksimum tempa ożywienia aktywności.
- Dane z ostatnich miesięcy wskazują na odmiennosc cyklu koniunkturalnego w poszczególnych regionach, przy wyraźnym spowolnieniu aktywności gospodarczej w Chinach (gdzie gospodarka po pandemii najwcześniej weszła w fazę odrodzenia), wyhamowaniu dotychczas bardzo silnego wzrostu aktywności w USA, i jednocześnie silniej przyspieszającej w II kw. gospodarce strefy euro, gdzie odradzający się sektor usług oraz nadrobienie procesu szczepień poprawia nastroje i wyniki gospodarki.
- Czynnikiem, który obecnie może wpływać negatywnie na koniunkturę w globalnym przemyśle są perturbacje podażowe i zakłócenia w łańcuchach dostaw (np. w sektorze motoryzacji). Wygasanie tych efektów – pod warunkiem dalszego stabilizowania się sytuacji epidemicznej – może wspierać wyniki globalnego przemysłu w II połowie 2021 r., niemniej nie sądzimy, aby ten efekt zdominował zakładany generalny trend ponownego przekierowania wydatków na usługi (wraz ze znoszeniem restrykcji) kosztem towarów, na które popyt rósł silnie w okresach, kiedy usługi nie były dostępne. Jednocześnie podażowym czynnikiem ryzyka w przemyśle pozostaje wspomniane pogorszenie sytuacji epidemicznej w Azji i regionalne lockdowny w Chinach.

W 2021 r. wzrost wskaźników koniunktury, choć postępuje desynchronizacja ożywienia gospodarczego



W I. 2021 – 2022 zróżnicowana skala ożywienia aktywności w poszczególnych regionach





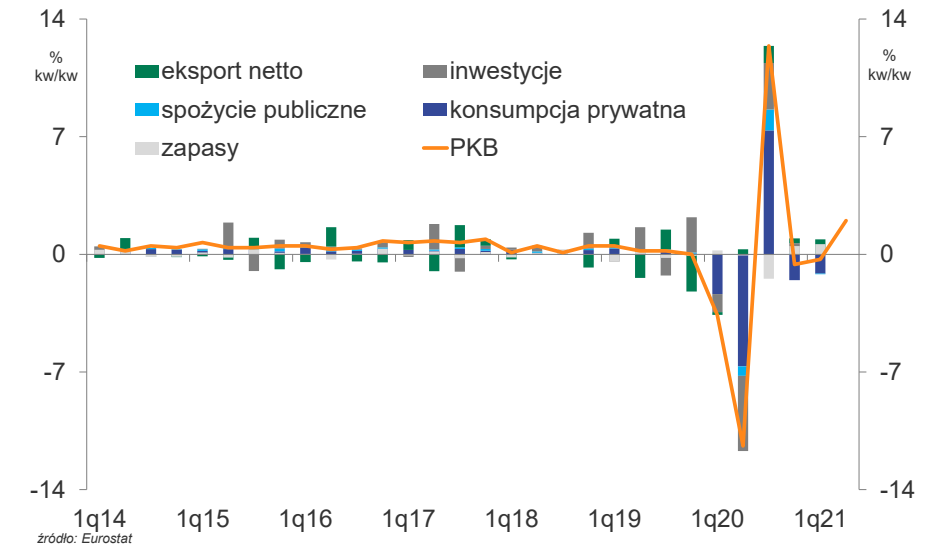
## W połowie 2021 r. wyraźna poprawa aktywności w strefie euro

- Po kilku kwartałach wyraźnie słabszych wyników gospodarczych w strefie euro, w II kw. PKB silnie wzrósł (o 2,0% kw/kw), notując wynik powyżej oczekiwań. *In minus* zaskoczyła gospodarka niemiecka, której zapewne ciążyła słabsza aktywność w przemyśle oraz opóźniony wobec innych krajów europejskich proces znoszenia restrykcji epidemicznych. Pozytywnie zaskoczyły natomiast odczyty PKB w krajach południowej Europy.
- Biorąc pod uwagę znaczący wzrost oszczędności gospodarstw domowych (efekt ograniczonego pogorszenia sytuacji na rynku pracy dzięki pomocy publicznej i czasowego ograniczenia wydatków m.in. na usługi) oraz stabilne perspektywy dla rynku pracy, zakładamy dalsze przyspieszenie wzrostu konsumpcji prywatnej, co będzie w najbliższym czasie głównym motorem wzrostu gospodarek strefy euro.
- Zakładamy, że w 2021 r. PKB w strefie euro wzrośnie o 5,0% r/r (korekta w górę o 0,5 pkt. proc.). Jednocześnie utrzymująca się w przypadku 2022 r. niska baza odniesienia oraz potencjał wzrostowy inwestycji dzięki wydatkom w ramach programu Next Generation EU dają przesłanki dla prognozy wysokiej dynamiki wzrostu PKB także w 2022 r. (4,0% r/r).
- Jednocześnie silniejszy optymizm ograniczają utrzymujące się post-kryzysowe ryzyka, w szczególności wraz z wygasaniem wpływu programów pomocy publicznej. Choć stopa bezrobocia w strefie euro nie wzrosła gwałtownie, to kształtuje się powyżej poziomu sprzed pandemii. Nadal problemem pozostaje także trudna sytuacja fiskalna oraz wyzwania strukturalne w wielu krajach.
- W Niemczech w ostatnich miesiącach relatywnie słabsze wyniki notował przemysł. Wyraźnie słabszy dotychczasowy wzrost produkcji względem zamówień w przemyśle mógłby co prawda silniejsze przyspieszenie aktywności w kolejnych miesiącach, jednak z drugiej strony wyraźne spowolnienie zamówień zagranicznych może wraz z perturbacjami w globalnych łańcuchach dostaw wskazywać na osłabienie popytu na produkty przemysłowe.

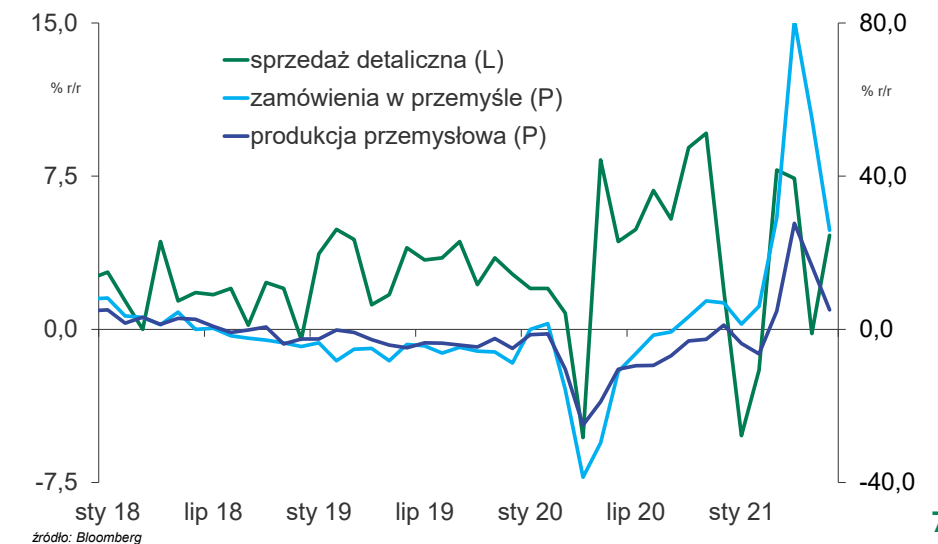
2021-08-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

### W II kw. silnie odbicie aktywności w strefie euro zapewne dzięki wzrostowi popytu na usługi...



### ...w Niemczech natomiast wynikiem gospodarki ciężą słabsze wyniki w przemyśle po wcześniejszym mocnym odbiciu





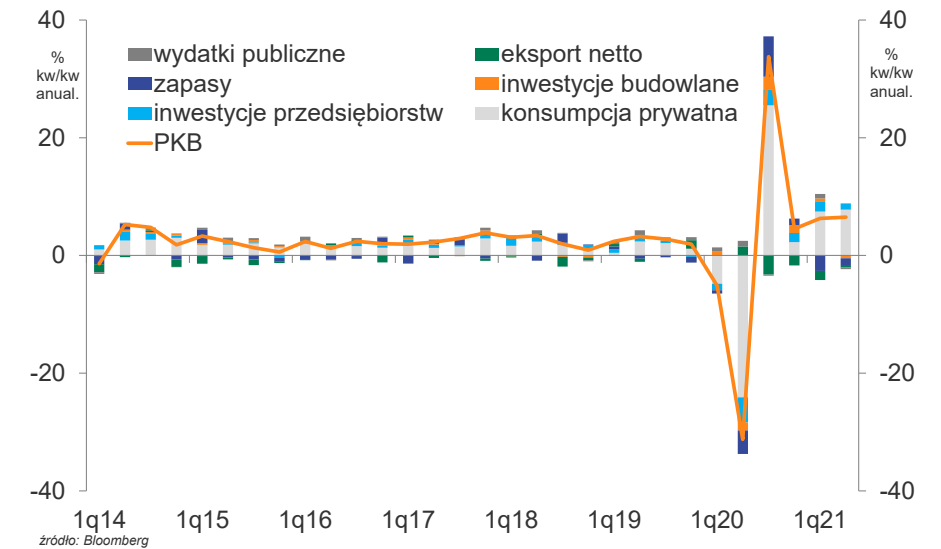
## Stabilizacja na mocnych poziomach aktywności w USA

- W II kw. wzrost PKB w USA utrzymał się na solidnym poziomie, notując jednak wynik wyraźnie poniżej oczekiwań. W tym okresie utrzymała się solidna kontrybucja konsumpcji prywatnej we wzrost, lekko obniżyła się kontrybucja inwestycji przedsiębiorstw, wyraźnie słabsze wyniki odnotowały z kolei inwestycje na rynku mieszkaniowym oraz zapasy. Efekty te mogą mieć okresowy charakter (np. ograniczenie wartości zapasów w warunkach bieżących problemów podażowych i globalnych łańcuchów dostaw), kluczową dla perspektyw wzrostu gospodarczego będzie wzrost konsumpcji prywatnej.
- Przy wygasaniu dotychczasowego pozytywnego efektu poluzowania polityki fiskalnej (transferów finansowych dla gospodarstw domowych) i spadku stopy oszczędności w USA do poziomu praktycznie sprzed pandemii, w kolejnych kwartałach kluczowe będzie utrzymanie wzrostu dochodów gospodarstw domowych z pracy. Dane za czerwiec i lipiec potwierdzają solidne ożywienie popytu na pracę i stabilny wzrost wynagrodzeń, co pozwala podtrzymać oczekiwanie na silny wzrost konsumpcji prywatnej (głównie w kategorii usług) i tym samym solidny wzrost PKB w USA w tym roku w okolicach 6,0%.
- Po spowolnieniu w I poł. roku oczekujemy ożywienia na rynku mieszkaniowym, co obok potencjalnego ożywienia inwestycji w sektorze wydobywczym oraz w przedsiębiorstwach ogółem, powinno wspierać wzrost inwestycji w gospodarce.
- Efekty niższej bazy odniesienia będą jeszcze wspierać wyniki gospodarki z początkiem 2022 r. ograniczając obniżenie dynamiki PKB w całym roku do ok. 4,0%. W przyszłym roku można także oczekiwać przyspieszenia publicznych wydatków inwestycyjnych, zgodnie z planami administracji prezydenta Bidena oraz uchwałami Kongresu USA.
- Kluczowym czynnikiem dla materializacji tego scenariusza jest brak dalszego wyraźnego pogorszenia sytuacji epidemicznej. Słabsze lipcowe dane dot. sprzedaży detalicznej, a przede wszystkim silne pogorszenie nastrojów konsumentów w sierpniu wskazują na potencjalne ryzyko dla konsumpcji prywatnej w przypadku eskalacji epidemii.

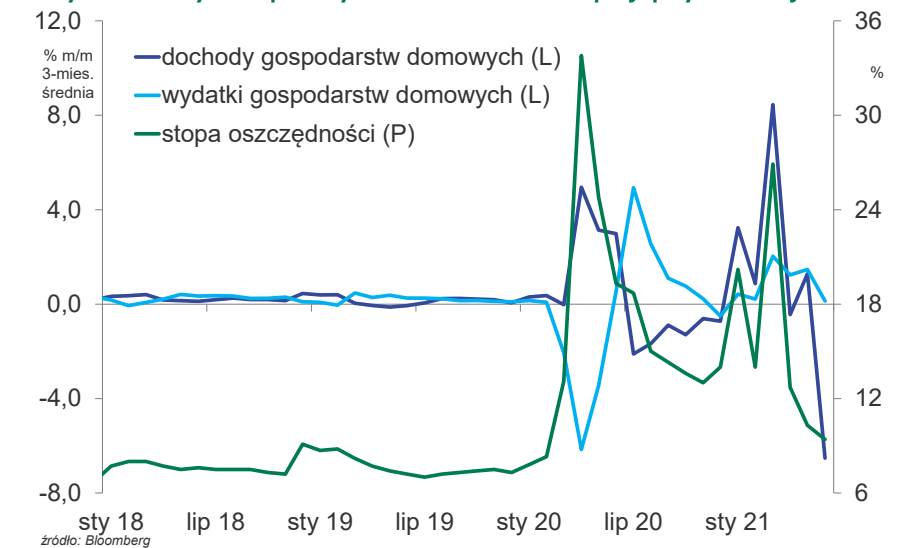
2021-08-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

### W II kw. br. dynamika PKB poniżej oczekiwań, choć na solidnym poziomie



### Dla perspektyw średniookresowych kluczowe dalsze ożywienie rynku pracy i wzrost konsumpcji prywatnej







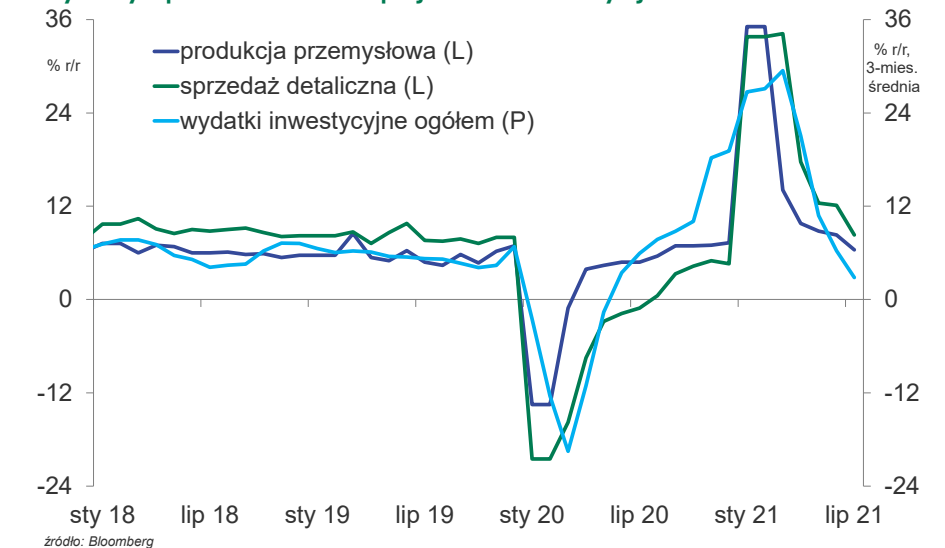
## Z kolei gospodarka chińska coraz wyraźniej spowalnia

- W II kw. dynamika PKB w Chinach obniżyła się do 7,9% r/r wyłącznie w wyniku wzrostu bazy odniesienia. W ujęciu zmian kwartalnych dynamika PKB lekko przyspieszyła wobec bardzo słabego wyniku w I kw. Wciąż jednak aktywność gospodarcza kształtuje się na wyraźnie słabszym poziomie wobec II poł. 2020 r. (na co wskazują indeksy PMI, dane ze sfery realnej oraz handlu zagranicznego), a bardzo słabe lipcowe dane nt. produkcji, sprzedaży i inwestycji potwierdzają trend wyraźnego spowolnienia chińskiej gospodarki.
- Osłabienie aktywności to efekt: – ograniczonego odbicia konsumpcji prywatnej w warunkach silnego pogorszenia sytuacji na rynku pracy (ograniczona pomoc publiczna), – stopniowego hamowania eksportu produktów związanych z pandemią, – mniejszego optymizmu inwestycyjnego firm w warunkach polityki gospodarczej ograniczającej dostępność kredytu (inspirowanej obawami przed nadmiernym wzrostem zadłużenia), – niższej skali inwestycji publicznych. Rozprzestrzenianie się wariantu Delta w Chinach oraz ostre restrykcje (zamykanie całych prowincji) dodatkowo pogłębią ten trend.
- Sądzymy natomiast, że w kolejnych miesiącach możliwe jest silniejsze wsparcie ze strony polityki fiskalnej (głównie wydatki inwestycyjne, ewentualnie ulgi podatkowe dla przedsiębiorstw) zgodnie z podtrzymaniem przez partię rządzącą celów gospodarczych.
- Po lipcowej redukcji przez bank centralny stopy rezerw obowiązkowych oraz wobec silniejszego spowolnienia oczekujemy dalszego luzowania polityki monetarnej, w tym redukcji stopy kredytowej w celu poluzowania warunków finansowych.
- Biorąc pod uwagę powyższe oczekujemy, że w 2021 r. dynamika PKB ukształtuje się w okolicach 8,0% r/r, a w 2022 r. w przedziale 5,0% – 5,5% r/r.
- Zakładamy, że w perspektywie średniookresowej negatywne zmiany regulacyjne dot. sektora firm technologicznych (m.in. dotyczące sposobu, w jaki firmy mogą wykorzystywać pozyskiwane dane) w głównej mierze będą wpływać na sytuację rynkową (notowania akcji), z mniejszym skutkiem dla realnych procesów gospodarczych.

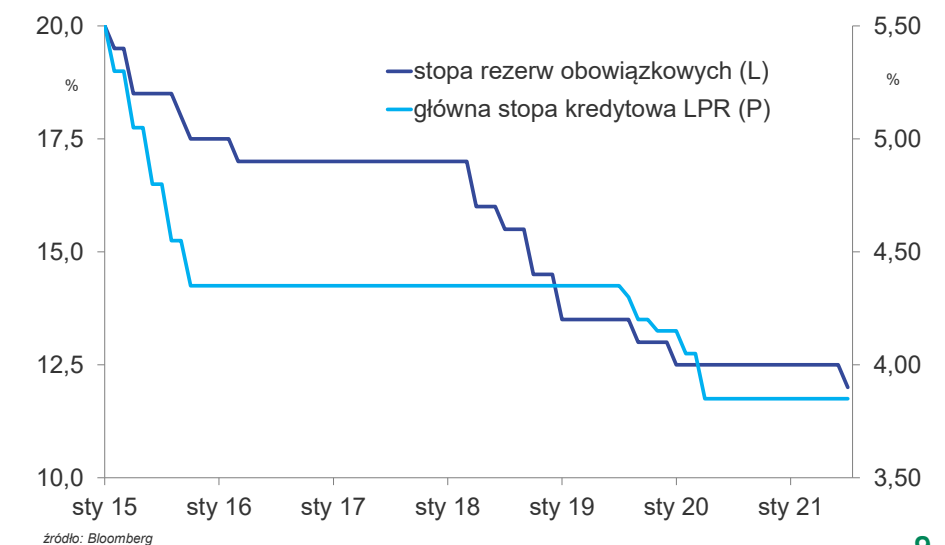
2021-08-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

### W I poł. 2021 r. spowolnienie aktywności gospodarczej, szybszy spadek konsumpcji oraz inwestycji...



### ...powodem poluzowania polityki pieniężnej przez chiński bank centralny





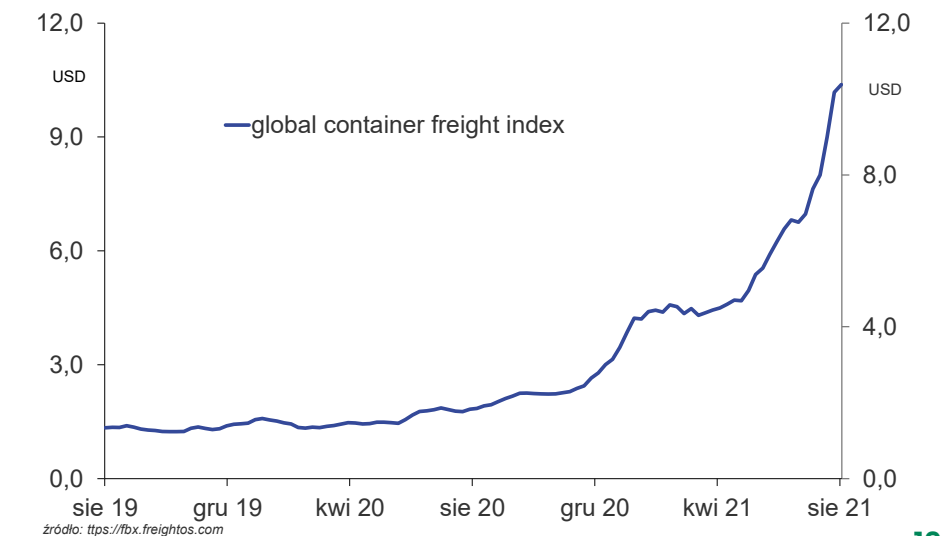
# Wzrost cen surowców i kosztów transportu podwyższa bieżącą inflację, mimo to osłabły obawy rynkowe o średniokresowe tendencje inflacyjne

- W ostatnich miesiącach postępował wyraźny wzrost inflacji na świecie. Jest to wynikiem nasilenia wzrostu cen surowców, w tym cen ropy naftowej, jak również negatywnych efektów podażowych (gwałtownego wzrostu kosztów transportu z powodu zaburzeń procesów w okresie pandemii, braku dostępności półproduktów i zaburzonych łańcuchów dostaw). Dynamicznie wrosły także ceny w branżach, które najsilniej ucierpiały w okresie pandemii (w których wcześniej ceny silnie spadły).
- W przypadku niektórych sektorów ostatnie tygodnie mogą wskazywać na początek korekty cenowej (ceny metali, ceny ropy naftowej, żywność). Wciąż jednak wiele kategorii towarów i usług notuje wzrost cen (np. dalszy gwałtowny wzrost cen w międzynarodowym transporcie morskim), a skala spadku póki co pozostaje umiarkowana. Pogorszenie sytuacji epidemicznej (w szczególności w Azji) może z jednej strony nasilić wzrost cen półproduktów, ale z kolei powinien głębiej obniżyć ceny surowców.
- Pomimo bieżącego wzrostu cen w ostatnich tygodniach obawy rynkowe przed wyższą inflacją i zacieśnieniem polityki pieniężnej osłabły. Wpłynęły na to: - struktura inflacji (w USA) potwierdzająca ocenę co do jedynie okresowego wzrostu inflacji, - podtrzymanie ostrożnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych, - wzrost wątpliwości dot. tempa ożywienia gospodarki globalnej, w kontekście ryzyka sytuacji epidemicznej.
- W scenariuszu bazowym zakładamy kontynuację spadku cen ropy głębiej poniżej 70 USD/baryłkę. Choć silne ożywienie aktywności stymuluje wzrost popytu na ropę naftową, to wyhamowanie wyśrubowanych oczekiwań co do ożywienia ogranicza także prognozy popytu na ropę. Ponadto, inaczej niż np. akcje, rynek surowców nie będzie zyskiwał bezpośrednio na utrzymywaniu luźnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych, w większym stopniu pozostając pod wpływem popytu i podaży. Choć widzimy także potencjał po stronie podaży dla spadku cen ropy, to dotychczasowe informacje (m.in. oddalająca się perspektywa eksportu ropy z Iranu) wskazują na wyższe ryzyka podażowe.

## Silniejszy wzrost cen surowców na świecie w I poł. roku



## Zaburzenia w procesach transportowych utrzymują się i nadal podbijają koszty transportu morskiego





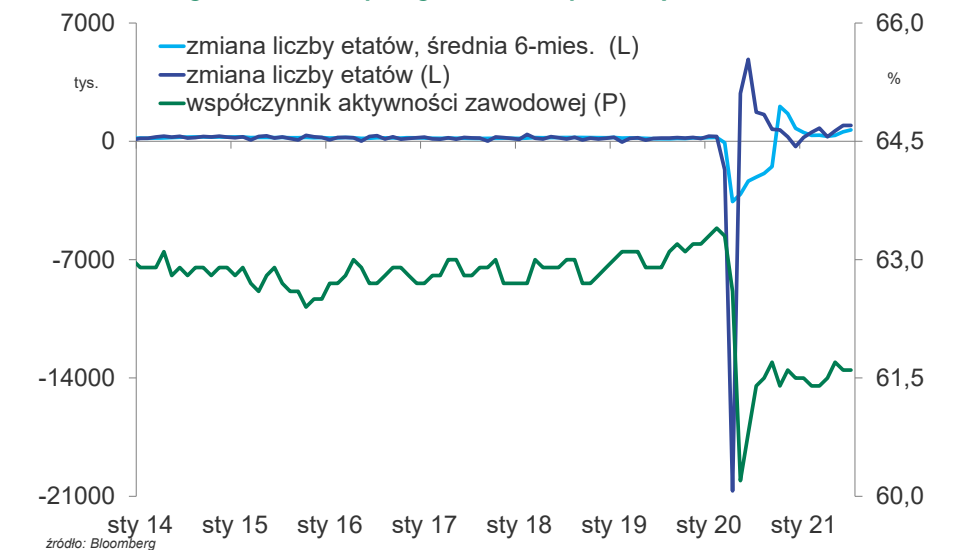
# FOMC rozpoczął dyskusję dot. ograniczenia skali skupu aktywów, wciąż odległa perspektywa podwyżek stóp procentowych

- Na posiedzeniach w czerwcu i lipcu Komitet Otwartego Rynku Rezerwy Federalnej (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).
- W opublikowanych w czerwcu prognozach makroekonomicznych członków FOMC mediana oczekiwań dot. poziomu stóp procentowych w 2023 r. wzrosła, wskazując na perspektywę nieco wcześniejszego (w 2023 r.) rozpoczęcia cyklu podwyżek, jednocześnie nadal zdecydowana większość FOMC oczekuje, że w 2021-2022 stopy procentowe Fed pozostaną niezmiennie.
- Podczas konferencji prasowej po lipcowym posiedzeniu FOMC prezes Fed J. Powell powiedział, że pomimo wzrostu inflacji oraz poprawy sytuacji gospodarczej podwyżki stóp nie są obecnie w ogóle rozważane przed FOMC. W dalszym ciągu komitet ocenia, że wzrost inflacji będzie okresowy, a sytuacja na rynku pracy będzie jeszcze długo poprawiać się, biorąc pod uwagę skalę spadku aktywności zawodowej pracowników w okresie kryzysu.
- W czerwcu i lipcu FOMC dokonał natomiast pewnego zaostrzenia retoryki w kontekście programu skupu aktywów w reakcji na silniejszy wzrost inflacji oraz poprawę sytuacji na rynku pracy. Według stenogramów z lipcowego posiedzenia niektórzy członkowie FOMC rozważali rozpoczęcie ograniczania programu skupu (*tapering*) już w 2021 r. Biorąc jednak pod uwagę ostatnio częstsze negatywne niespodzianki w publikowanych danych z gospodarki USA oraz pogorszenie sytuacji epidemicznej w USA, oczekujemy, że FOMC zdecyduje się na bardzo stopniowy proces zmian w polityce pieniężnej.
- Zakładając utrzymanie bieżących tendencji w sferze realnej gospodarki USA (w tym na rynku pracy) oczekujemy, że pod koniec 2021 r. FOMC ogłosi plan ograniczania programu skupu aktywów finansowych, który będzie wdrażany od początku 2022 r. Oczekujemy, że do końca 2022 r. stopy procentowe w USA pozostaną stabilne.

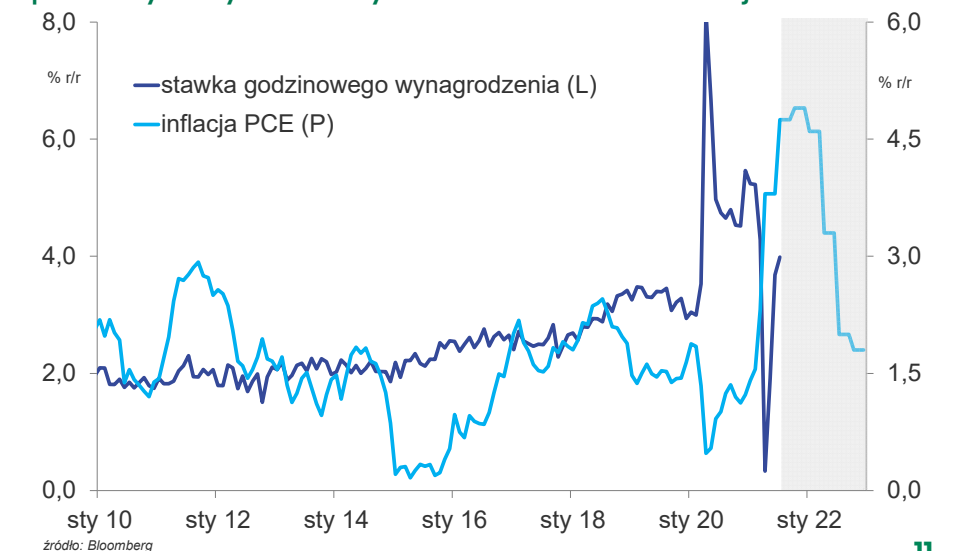
2021-08-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

## Silniejszy wzrost zatrudnienia rozpoczął dyskusję w FOMC nt. ograniczenia programu skupu aktywów...



## ...podwyżki stóp wciąż odległe m.in. ze względu na przewidywany okresowy charakter wzrostu inflacji





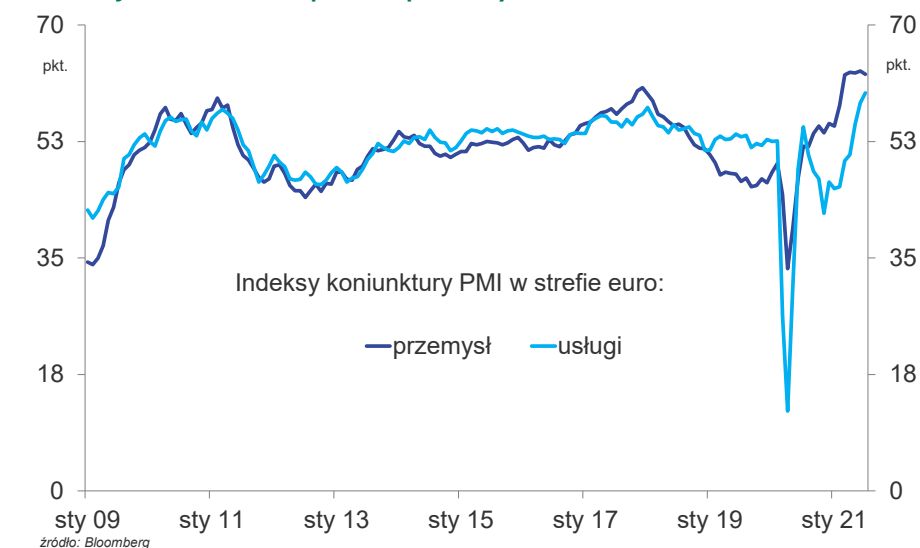
## Zmiany w strategii polityki pieniężnej EBC spójne oczekiwaniami na ultraluźną politykę pieniężną w długi okresie

- Na posiedzeniach w czerwcu i lipcu Rada Prezesów EBC utrzymała stopy procentowe bez zmian (0,0% stopa repo i -0,5% stopa depozytowa). Rada utrzymała wartość oraz perspektywę czasową programu skupu aktywów PEPP (1,85 bln EUR do marca 2022 r.).
- W lipcu EBC przyjął aktualizację strategii polityki pieniężnej, której najważniejszym założeniem jest przyjęcie symetrycznego celu inflacyjnego na poziomie 2,0% r/r (dotychczas celem EBC była inflacja poziom blisko, ale poniżej 2,0% r/r).
- Taka zmiana oznacza złagodzenie nastawienia, niemniej przy powszechnych oczekiwaniach odległego terminu podwyżek stóp procentowych EBC nie ma ona wpływu na prognozy dot. polityki pieniężnej w kwartałach nadchodzących. Taka zmiana jedynie ułatwi radzie utrzymanie bieżących parametrów polityki pieniężnej na przełomie 2021 i 2022 r., kiedy inflacja okresowo wzrośnie powyżej 2,0% r/r.
- Biorąc pod uwagę wyraźną poprawę danych ze sfery realnej gospodarek strefy euro oraz ograniczenie presji na wzrost rentowności obligacji skarbowych zakładamy, że na posiedzeniu we wrześniu rada EBC ogłosi powrót do wcześniejszego tempa skupu aktywów w ramach PEPP (po jego czasowym zwiększeniu w II i III kw.).
- Pozytywny scenariusz gospodarczy wspiera także oczekiwania na zakończenie kryzysowego programu PEPP zgodnie z bieżącym harmonogramem tj. od II kw. 2022 r. Jednocześnie jednak rada nie będzie w naszej ocenie chciała dopuścić do zbyt gwałtownego zaostrzenia warunków monetarnych po wygaśnięciu PEPP (średnio 70-80 mld skupu aktywów miesięcznie) stąd oczekujemy, że rada zwiększy skalę skupu w ramach „standardowego” programu APP (obecnie 20 mld miesięcznie).
- Choć program APP (inaczej niż PEPP) ma formalne ograniczenia (np. udziały w puli skupowanych aktywów instrumentów z poszczególnych państw), to wydaje się bardziej prawdopodobne dokonanie zmian w APP, niż wydłużenie kryzysowego programu PEPP, zakładając oczywiście, że ryzyko związane z pandemią istotnie nie wzrośnie.

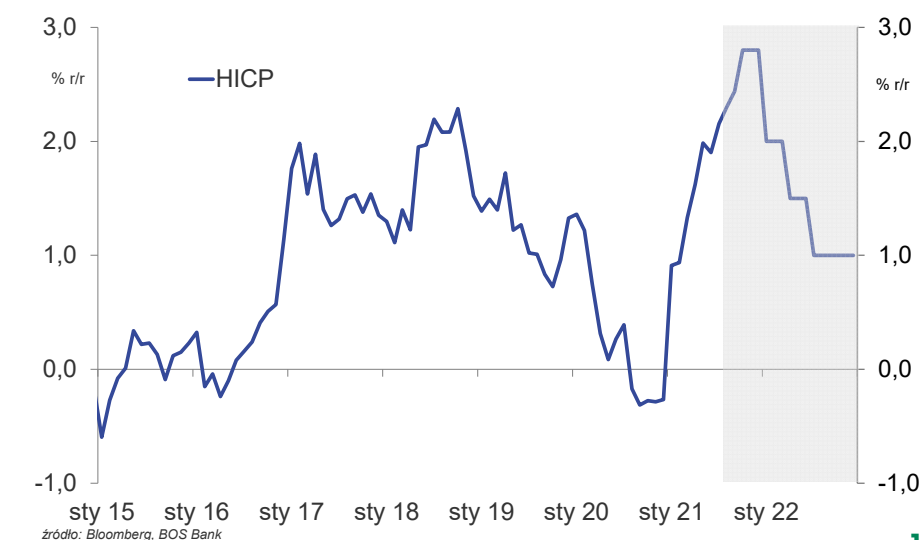
2021-08-20

Klauzula poufności: BOS jawne

Dane ze sfery realnej jedną z przestanek za ponownym zmniejszeniem tempa skupu aktywów w IV kw. br.



Symetryczny cel inflacyjny EBC ułatwi utrzymanie ultraluźnej polityki pieniężnej pomimo wzrostu inflacji

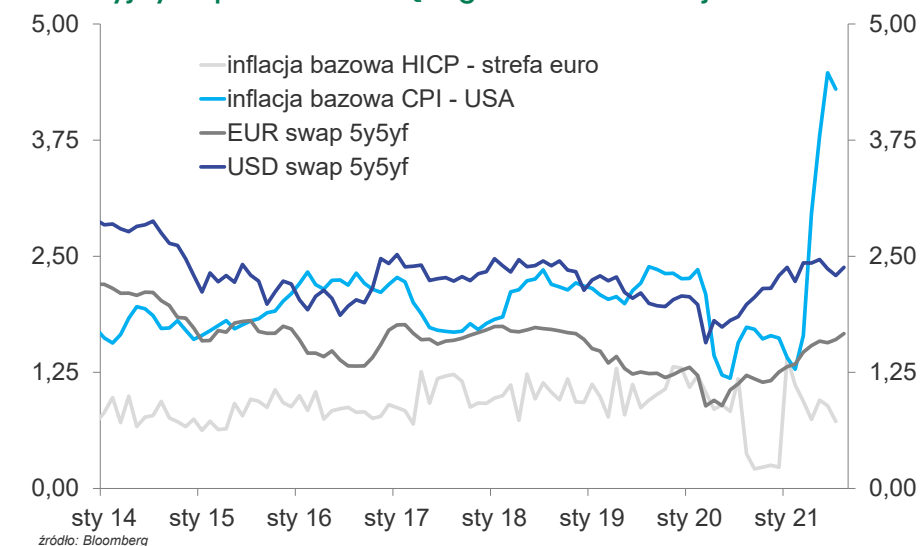




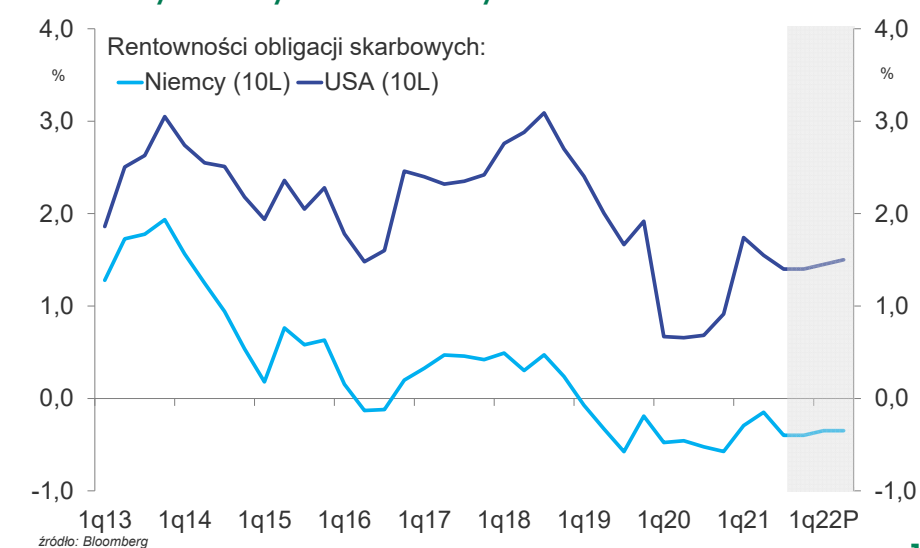
# Wzrost obaw co do perspektyw wzrostu gospodarczego oraz ich ograniczenie przed wzrostem inflacji powodem korekty na rynku obligacji skarbowych rynków bazowych

- Ograniczenie dotychczasowych bardzo wyśrubowanych oczekiwań rynkowych co do tempa ożywienia aktywności gospodarczej oraz ostrożna retoryka banków centralnych (Fed / EBC) poskutkowały na przełomie II i III kw. wyraźną korektą spadkową rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych – zgodnie z oczekiwaniami.
- Brak jednoznacznego fundamentalnego scenariusza makroekonomicznego kształtującego oczekiwania rynkowe (tempo wzrostu gospodarczego, sytuacja epidemiczna, trwałość wzrostu inflacji) wpłynął na wzrost zmienności rentowności obligacji i taka sytuacja w krótkim okresie zapewne utrzyma się wobec wciąż podwyższonej niepewności co do scenariusza makroekonomicznego.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia dot. skali ożywienia aktywności globalnej oraz zakładając, że ewentualne dalsze pogorszenie sytuacji epidemicznej nie będzie dla aktywności gospodarczej tak dotkliwe jak w 2020 r. i z początkiem 2021 r. oceniamy, że w średnim okresie rentowności obligacji na rynkach bazowych będą stopniowo rosnąć, wciąż jednak powinny one pozostać poniżej lokalnych maksimów z II kw. 2021 r.
- Nadal czynnikiem ograniczającym silniejszy wzrost rentowności będzie łagodna polityka pieniężna Fed i EBC oraz oczekiwany przez nas spadek inflacji w 2022 r. Choć zakładamy, że w trakcie 2022 r. Fed będzie ograniczał skalę programu skupu aktywów, to biorąc pod uwagę doświadczenia procesu ograniczenia skupu aktywów z I. 2013–2014 oczekujemy, że będzie to proces stopniowy.
- Na prognozy dot. rentowności obligacji skarbowych na dłuższym końcu krzywej nie wpływa natomiast korekta prognoz członków FOMC dot. rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych w 2023 r. Z punktu widzenia średniookresowego w dalszym ciągu bowiem wyraźniejsze zaostrzenie polityki pieniężnej Fed w kierunku poziomu długookresowej średniej stopy procentowej (2,5%) pozostaje odległą perspektywą.

## Wyhamowanie wzrostu rynkowych oczekiwań inflacyjnych pomimo bieżącego wzrostu inflacji...



## ...ogranicza presję na wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych

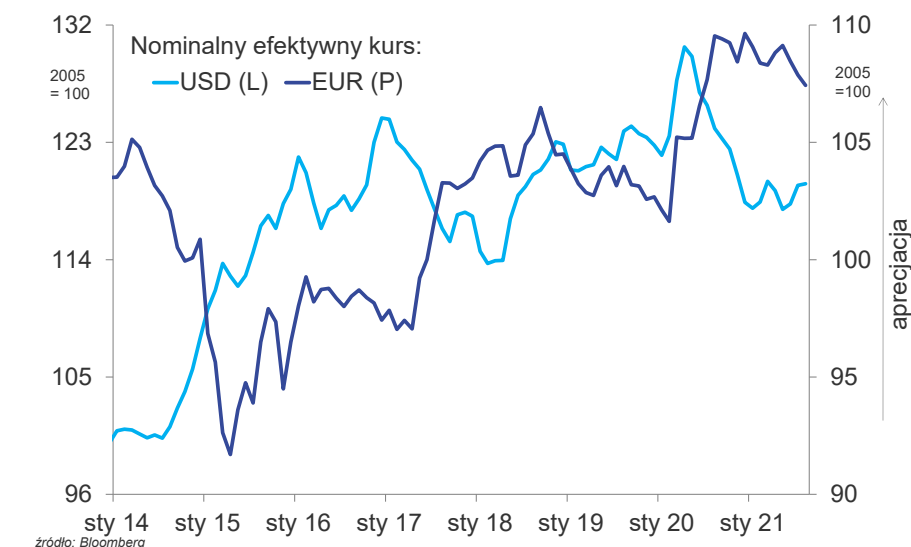




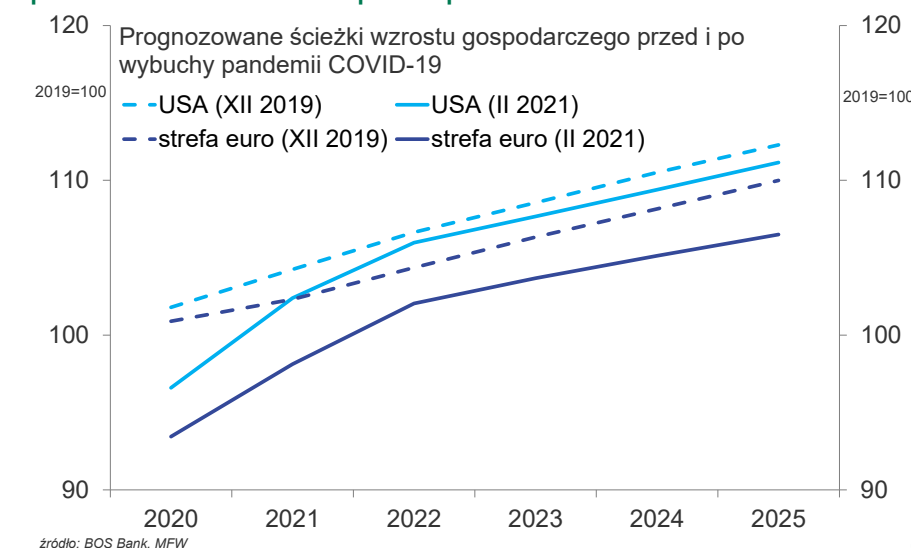
## Ograniczenie deprecjacji dolara pod wpływem studzenia oczekiwań rynkowych dot. ożywienia globalnej gospodarki

- Pod koniec II kw. dolar, zgodnie z oczekiwaniami, lekko zyskał na wartości – poniżej 1,20 USD/EUR. Czynnikiem wzmacniającym kurs dolara było ograniczenie optymizmu rynkowego co do perspektyw gospodarki globalnej, osłabienie walut rynków wschodzących, w warunkach trudniejszej sytuacji epidemicznej oraz spowolnienia aktywności gospodarczej w Chinach. Jednocześnie notowaniom euro ciążył wyraźnie bardziej gołębi przekaz EBC dot. długookresowych perspektyw polityki pieniężnej.
- Jakkolwiek dane dot. wzrostu PKB w strefie euro zaskoczyły *in plus* i dają podstawy do oczekiwania szybszego ożywienia aktywności w regionie, w dalszym ciągu perspektywy gospodarcze USA kształtują się dużo korzystniej. Lepsze perspektywy gospodarcze USA w części wynikają z silniejszej skali luzowania polityki fiskalnej. Choć wzrost deficytu sektora finansów publicznych teoretycznie może osłabiać dolara, to dane historyczne wskazują, że w większym stopniu na kurs dolara wpływa polityka pieniężna (a to, co w danych historycznych interpretowane jest często jako negatywny wpływ wzrostu deficytu fiskalnego na notowania dolara w rzeczywistości w decydującym stopniu jest efektem rozluźnienia polityki monetarnej, która zazwyczaj towarzyszy luźnej polityce fiskalnej).
- 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 tego uwspólnotowania nie sądzimy, aby był trwałym oraz silnym motorem dalszej aprecjacji euro.
- Zakładając utrzymanie większej ostrożności inwestorów oraz nie oczekując silniejszego powrotu inwestorów na rynki wschodzące oczekujemy, że kursu dolara wobec euro może jeszcze umocnić się do 1,15 – 1,18 USD/EUR. W scenariuszu bazowym zakładamy, że nie dojdzie do silniejszego, trwałego wzrostu globalnej awersji do ryzyka (np. z tytułu sytuacji epidemicznej), stąd nie oczekujemy silniejszej aprecjacji dolara, ewentualny wzrost tych obaw wpłynąłby na głębszy spadek kursu poniżej 1,15 USD/EUR.

### Na początku 2021 r. wyhamowanie deprecjacji dolara i osłabienie euro



### Gospodarka USA zdecydowanie szybciej i silniej powraca do trendów sprzed pandemii

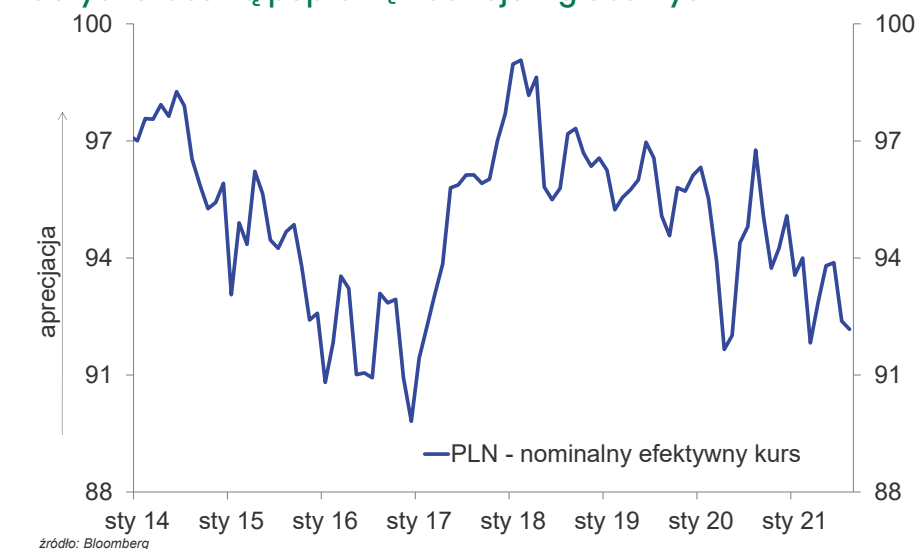




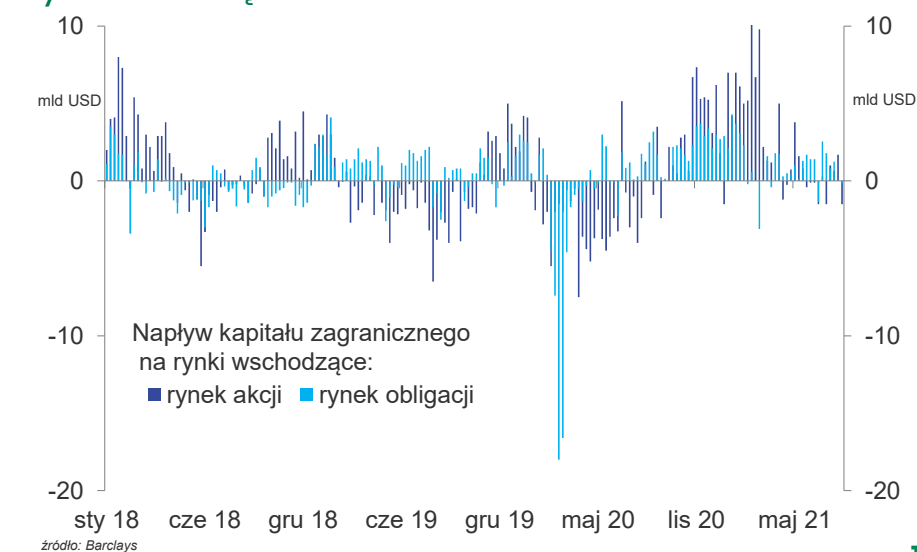
## W dłuższym okresie potencjał dla umiarkowanej aprecjacji złotego

- Polska waluta nie zyskała wyraźnie na wzroście globalnego apetytu na ryzyko w I poł. 2021 r., na co w naszej ocenie złożyły się zarówno wątki zewnętrzne tj. ograniczenie napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące (po jego silnym przyspieszeniu na przełomie 2020 i 2021 r.) oraz czynniki krajowe.
- Wśród czynników krajowych potencjalnie negatywnie wpływających na kurs można wymienić: – politykę RPP (zarówno sprzyjające deprecjacji złotego nastawienie Rady na przełomie roku, jak i komunikowaną zdecydowaną niechęć wobec perspektywy podwyżek stóp), – kwestię kredytów walutowych (niepewność dot. orzeczenia Izby Cywilnej Sądu Najwyższego, w przypadku niektórych krajowych banków prawdopodobny popyt na rynku na franki szwajcarskie w celu zabezpieczenia ryzyka walutowego z tytułu ryzyka prawnego portfela kredytów walutowych).
- W bazowym scenariuszu nie zakładamy silnej przeceny złotego w związku z ryzykiem prawnym dot. kredytów walutowych. Choć oczywiście trudno przewidzieć jakie będzie orzeczenie Izby Cywilnej Sądu Najwyższego, przyjmujemy, że nie zrealizują się najbardziej negatywne dla sektora bankowego warianty orzeczenia SN. Jednocześnie ta kwestia może jeszcze okresowo na jesieni ciążyć polskiej walucie, bezpośrednio przed wydaniem orzeczenia.
- Przybliżanie się terminu oczekiwanych podwyżek stóp procentowych także powinno sprzyjać złotemu, oczywiście przy założeniu, że nie dojdzie do silniejszego pogorszenia globalnych nastrojów co do perspektyw sytuacji epidemicznej i gospodarczej.
- Biorąc pod uwagę powyższe oczekujemy stopniowej aprecjacji złotego w poniżej 4,45 PLN/EUR i 4,10 PLN/CHF w perspektywie końca 2022 r. W najbliższych miesiącach wyższa niepewność zarówno czynników globalnych jak i lokalnych może utrzymywać słabsze notowania złotego (bliżej 4,55 PLN/EUR).

### Notowania złotego rozczarowują biorąc pod uwagę dotychczasową poprawę nastrojów globalnych...



### ...częściowo to efekt ograniczenia napływu kapitału na rynki wschodzące

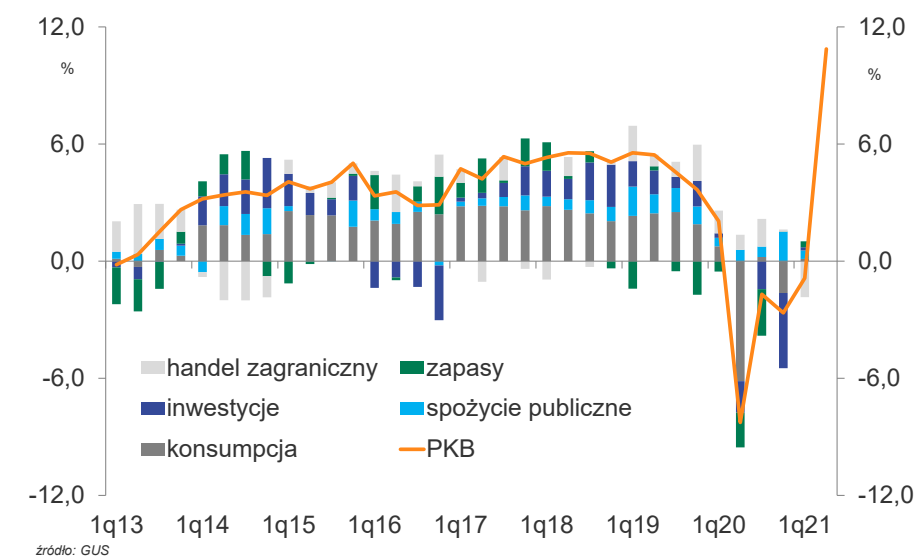




## W II kw. znoszenie restrykcji i dobra globalna koniunktura powodem silnego odbicia aktywności polskiej gospodarki...

- Według szacunku *flash* PKB w Polsce wzrósł w II kw. o 10,9% r/r, po spadku w I kw. o 0,9%.
- Na krajową aktywność gospodarczą w II kw. wpływało: – znoszenie restrykcji epidemicznych w handlu i w usługach w trakcie kwartału, – solidne ożywienie aktywności w budownictwie (po okresowym, silnym spowolnieniu w I kw.) poprawiające wyniki inwestycji SFP oraz inwestycji na rynku mieszkaniowym, – lekkie wyhamowanie wcześniejszych wzrostów w przemyśle, w tym w produkcji eksportowej.
- Jednocześnie tak silny wzrost rocznej dynamiki wzrostu wynikał w decydującym stopniu z bardzo niskiej statystycznej bazy odniesienia, tj. gwałtownej recesji gospodarczej przed rokiem, w pierwszym okresie *lockdownu* wiosną 2020 r.
- Skala ożywienia aktywności w II kw. zaskoczyła *in plus* (w ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z wahań sezonowych), na co najprawdopodobniej (GUS nie opublikował jeszcze struktury wzrostu w II kw.) wpływało silniejsze ożywienie popytu konsumpcyjnego w udostępnianych w trakcie kwartału usługach oraz większy optymizm inwestycyjny przedsiębiorstw.
- Silny wzrost mobilności wraz ze znoszeniem restrykcji epidemicznych sprzyjał solidnemu ożywieniu popytu w gospodarce oraz wskazuje na szybką poprawę nastrojów gospodarstw domowych.
- Choć struktura nakładów inwestycyjnych firm w I kw. sugerowała prawdopodobne osłabienie ich wzrostu w II kw., to wyniki badania koniunktury NBP wśród przedsiębiorstw wskazują, że w II kw. wydatki inwestycyjne w firmach mogły silniej przyspieszyć.

### W II kw. dynamiczne ożywienie wzrostu gospodarczego...



### ...wspierane silnym wzrostem aktywności wraz ze znoszeniem restrykcji epidemicznych







## ...i wzrostu optymizmu przedsiębiorstw

- W II kw. wyraźnie poprawiły się nastroje krajowych przedsiębiorstw.
- Perspektywa trwalszego zażegnania pandemii (efekt szczepień) poskutkowała silną poprawą ocen koniunktury firm, zarówno w krótszej, jak i dłuższej perspektywie.
- Według cyklicznego badania NBP (Szybki Monitoring) W połowie roku cały czas rósł popyt na pracę, natomiast inaczej niż w kwartałach wcześniejszych, silniej poprawiły się także wskaźniki popytu inwestycyjnego firm.
- Choć nastroje w branżach silniej dotkniętych pandemią pozostają najniższe, to w ich przypadku poprawa ocen sytuacji była najsilniejsza.
- Na pozytywne perspektywy aktywności wskazują także dane o wyższej częstotliwości – obok wskaźników mobilności, popyt na energię elektryczną oraz usługi transportowe.

### Wzrost aktywności spójny ze wskaźnikami wysokiej częstotliwości



źródło: PSE, GDDKIA

### ...nawet w sektorach najsilniej dotkniętych skutkami restrykcji epidemicznych



źródło: GUS

### Ostabilenie obaw przed pandemią powodem znaczącej poprawy oczekiwań przedsiębiorstw...



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

### Spadek niepewności poskutkował dalszym wzrostem popytu na pracę oraz wzrostem popytu inwestycyjnego



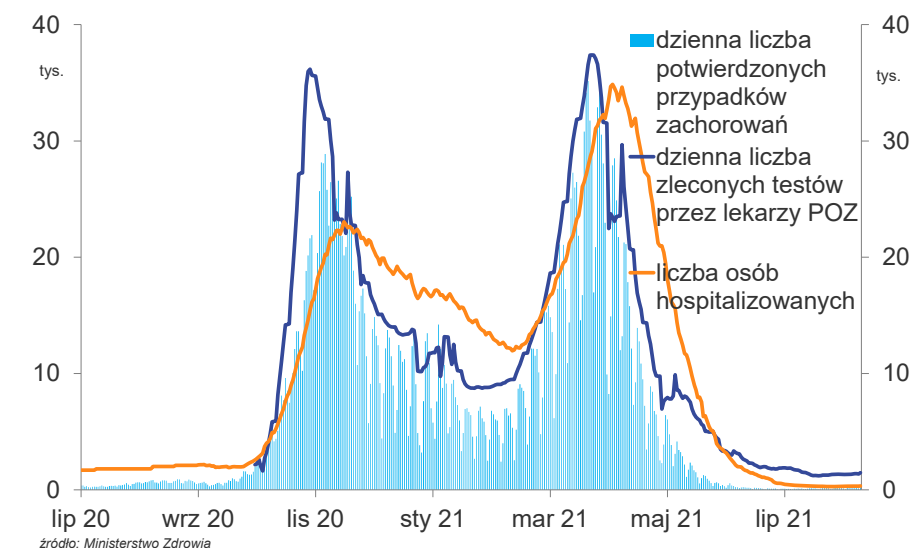
\* oczyszczone z sezonowości - szacunki własne  
źródło: NBP, BOŚ Bank



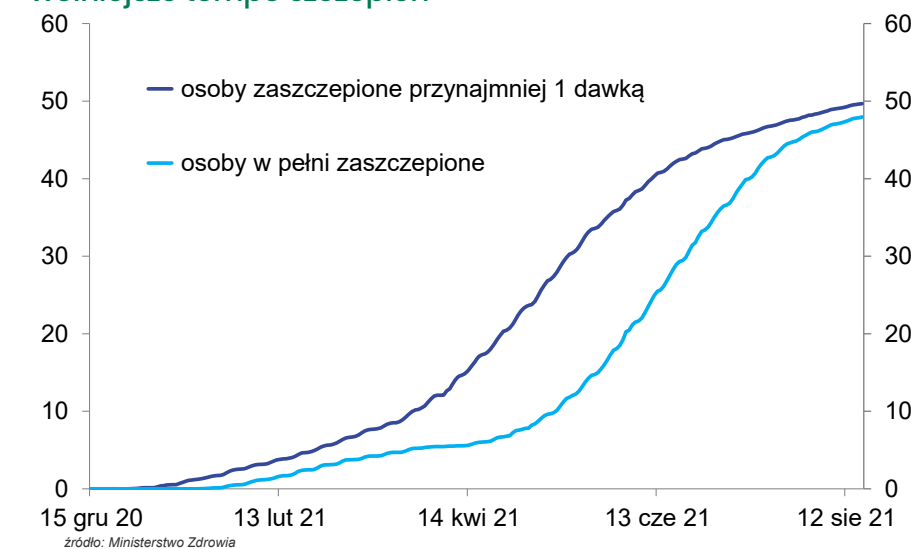
## Ograniczona skala pogorszenia sytuacji epidemicznej jesienią kluczowa dla scenariusza solidnego wzrostu PKB w kolejnych kwartałach

- Solidna poprawa nastrojów przedsiębiorstw i konsumentów wynika z wyraźnej poprawy w trakcie II kw. sytuacji epidemicznej w kraju i na świecie skutkującej zniesieniem większości obostrzeń epidemicznych.
- Wskaźniki sytuacji epidemicznej w Polsce w III kw. jeszcze poprawiały się, przy utrzymującym się bardzo niskim poziomie liczby nowych przypadków COVID-19, obniżenia liczby hospitalizacji do najniższego poziomu od czasu publikacji danych.
- Do połowy sierpnia blisko 50% populacji Polski zostało zaszczepionych przynajmniej jedną dawką szczepionki, ci jest wynikiem o ok. 15 do 25 pkt. proc. niższym w porównaniu z największymi państwami europejskimi.
- Kluczowym warunkiem utrzymania pozytywnych tendencji w gospodarce jest ograniczenie ryzyka ponownego silnego pogorszenia sytuacji epidemicznej oraz kolejnych *lockdownów* w gospodarce.
- W bazowym scenariuszu zakładamy, na podstawie dotychczasowych danych z Europy (wyraźnie niższa jak na skalę zachorowań liczba hospitalizacji i zgonów) wpływ pogorszenia sytuacji epidemicznej będzie w ograniczonym stopniu wpływał na sferę realną gospodarki (zakładamy, że nie zostanie wprowadzony lockdown na kształt tego z przełomu 2020 /2021, przy prawdopodobnych selektywnych / lokalnych ograniczeniach – np. dotyczących imprez / wydarzeń o charakterze masowym).
- Weryfikacją powyższych założeń będzie sytuacja epidemiczna w okresie jesienno-zimowym. Najistotniejsze z punktu widzenia ryzyka ponownego wprowadzania restrykcji epidemicznych będzie obciążenie służby zdrowia, tj. liczba hospitalizacji.

### W II i III kw. wyraźna poprawa sytuacji epidemicznej



### Po przyspieszeniu w II kw., w III kw. zdecydowanie wolniejsze tempo szczepień





## Oczekujemy wolniejszego wzrostu eksportu począwszy od II poł. 2021 r...

- Pod koniec 2020 r. oraz w I poł. 2021 r. eksport był kluczowym czynnikiem wspierającym aktywność gospodarczą stymulując dynamiczne ożywienie produkcji przemysłowej. Zgodnie z wynikami badania NBP (raport Szybki Monitoring) prognozy eksportu utrzymują się na solidnym poziomie, choć tempo poprawy nieco słabnie.
- Taka sytuacja wynika z globalnego efektu przekierowywania wydatków gospodarstw domowych na usługi z towarów. Zatem aktywność w handlu międzynarodowym pozostaje silna, ale już nie przyspiesza.
- Uważamy, że tendencja przekierowywania wydatków gospodarstw domowych na usługi z towarów będzie się w II poł. 2021 r. oraz w 2022 r. nasilać, co przełoży się na spadek kontrybucji eksportu we wzrost PKB oraz wolniejszy wzrost aktywności w przemyśle.
- Jednocześnie skalę osłabienia dynamiki wzrostu eksportu ograniczać będzie generalna perspektywa solidnego wzrostu aktywności w gospodarce globalnej. Choć spowolnienie aktywności w Chinach oraz coraz mniej spektakularne dane z USA uzasadniają ostrożność, niemniej wciąż powszechnie oczekuje się solidnego odbicia aktywności w gospodarce globalnej, co będzie także w średnim okresie stabilizować wyniki eksportu.
- W krótkim okresie czynnikiem ryzyka dla prognoz eksportu jest sytuacja epidemiczna na świecie, w szczególności w Azji wpływająca nie tylko na wyzwania po stronie popytowej, ale także na potencjalne wyzwania po stronie podażowej (zaburzenia globalnych łańcuchów dostaw).

### W połowie 2021 r. wciąż solidne oczekiwania dot. eksportu...



źródło: NBP

### ...ale stabilizowanie się aktywności w globalnym handlu będzie ograniczać tempo wzrostu produkcji eksportowej





## ...ale silniejszego odbicia popytu krajowego – zarówno coraz silniejszego wzrostu inwestycji...

- Po gwałtownym osłabieniu inwestycji przedsiębiorstw w 2020 r., I kw. 2021 r. przyniósł solidną niespodziankę *in plus*. Jakkolwiek na te dane mogły wpływać efekty okresowe (w dużym stopniu wzrost skumulowany w grupie spółek publicznych w sektorze transport i magazynowanie), to wyraźna poprawa popytu inwestycyjnego firm deklarowana w II kw. (wyniki badania NBP) jest przesłanką dla oczekiwania silniejszego wzrostu inwestycji firm w nadchodzących kwartałach.
- Popyt inwestycyjny stabilizuje poprawa perspektyw popytowych oraz generalnie stabilna (jak na warunki post-kryzysowe) sytuacja finansowa przedsiębiorstw (wspierana pomocą finansową w ramach tarcz antykryzysowych i finansowych). Zapewne przedsiębiorstwa o istotnym udziale własności sektora publicznego będą największym beneficjentem inwestycji w ramach Krajowego Planu Odbudowy.
- Zakładamy, że po spadku o ponad 15% r/r w 2020 r. inwestycje przedsiębiorstw wzrosną w 2021 r. o ok. 10% r/r.
- Po słabych danych z budownictwa w I kw. br. (m.in. wpływ warunków atmosferycznych) w II kw. aktywność w sektorze (w szczególności w działach silniej powiązanych z inwestycjami infrastrukturalnymi) wyraźnie odbiła.
- Podtrzymujemy także ocenę, że dane nt. realizacji projektów współfinansowanych ze środków UE wskazują jeszcze na perspektywę przyspieszenia realizacji projektów współfinansowanych ze środków UE z Perspektywy Finansowej 2014–2020. Ten efekt obok mniejszej skali ograniczania wydatków inwestycyjnych JST powinien sprzyjać wyższym wydatkom inwestycyjnym SFP w 2021 r. i w 2022 r.
- Zakładamy, że w 2021 r. wpływ środków w ramach Krajowego Planu Odbudowy 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. 6,0% – 8,0% r/r, a w 2022 r. wzrost ten przyspieszy do kilkunastu procent.

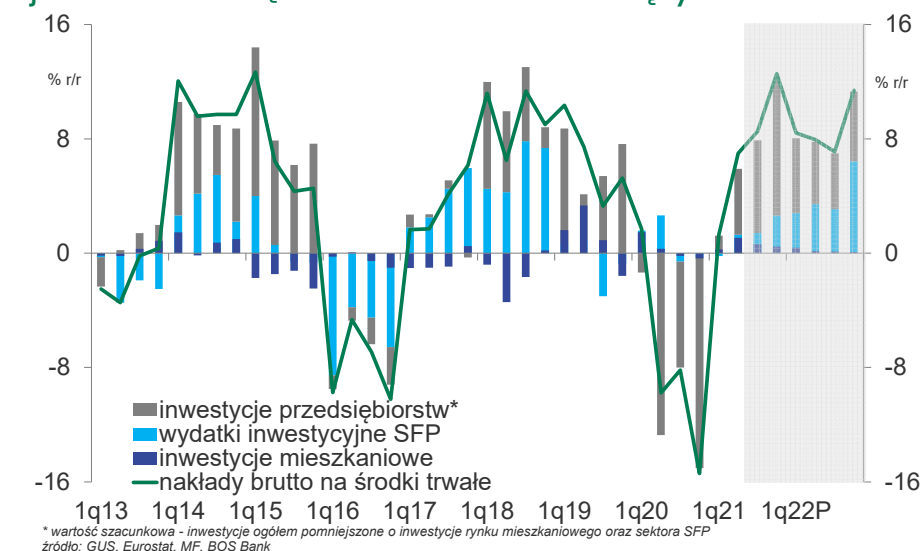
2021-08-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

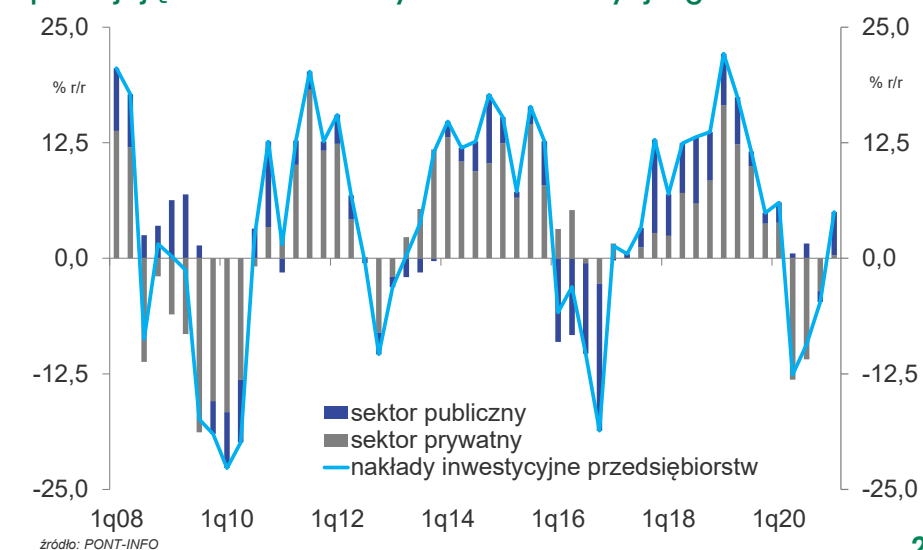
BOŚ  
BANK

30 lat

Zapoczątkowane w I kw. ożywienie inwestycji powinno jeszcze nasilić się w kwartałach nadchodzących...



...obok oczekiwanego silnego wzrostu inwestycji SFP, podbijając silnie wzrost dynamiki inwestycji ogółem





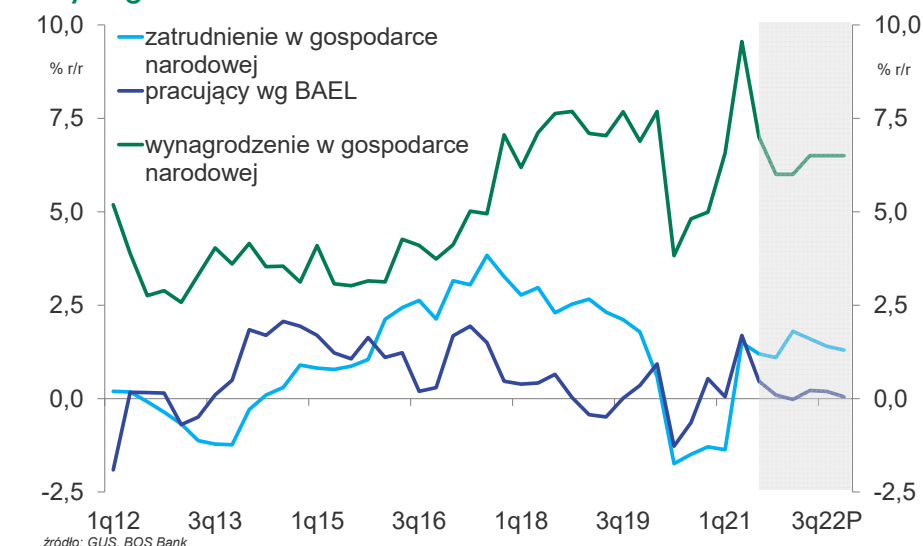
## ...oraz spożycia gospodarstw domowych

- Według wyników badania NBP w połowie 2021 r. dalej rosną prognozy zatrudnienia oraz odsetek firm planujących podwyżki wynagrodzeń. Te wskaźniki wskazują na niższe ryzyko dla rynku pracy z tytułu wygasania w połowie 2021 r. rocznych okresów zobowiązań utrzymywania stabilnego zatrudnienia (warunek otrzymania pomocy publicznej).
- W kolejnych kwartałach oczekujemy solidnego wzrostu zatrudnienia, w 2022 r. ta dynamika będzie już niższa niż w 2021 r. ze względu na brak efektu niskiej bazy odniesienia (silny spadek zatrudnienia w 2020 r.). W sporym stopniu (szczególnie w 2021 r.) wzrost dynamiki zatrudnienia wynika z efektów przywracania pełnego wymiaru etatu pracy oraz powrotów z zasiłków opiekuńczych, dane BAEL dot. liczby pracujących wskazują na mniejszą zmienność danych dot. liczby pracujących.
- W dłuższym okresie także prawdopodobny wzrost udziału zatrudnienia na umowę o pracę będzie podwyższał dynamikę przeciętnego zatrudnienia, co jednak będzie wynikiem efektów metodologicznych, a nie wzrostu liczby miejsc pracy (zmiana formy zatrudnienia).
- Zakładamy także, że nominalna dynamika wynagrodzeń w kolejnych kwartałach ustabilizuje się na wyższym poziomie ok. 6,5% r/r, co będzie wspierało solidny wzrost dochodów gospodarstw domowych z pracy. Z drugiej strony wolniejsze tempo wzrostu dochodów ze świadczeń społecznych oraz wysoka inflacja (szczególnie w II poł. 2021 będą ograniczać siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych).
- W 2021 r. oczekujemy dynamicznego wzrostu konsumpcji prywatnej o 5,5% r/r w części finansowanej z oszczędności (ograniczenie wydatków w okresach ograniczonej podaży usług). W trakcie 2022 r. oczekujemy stopniowego hamowania tego wzrostu w kierunku 4,5% r/r, w warunkach umiarkowanego wzrostu dochodów. Popyt konsumpcyjny może także wspierać w 2022 r. zmiana struktury obciążeń podatkowych i składkowych, skutkująca wzrostem dochodów do dyspozycji wśród najmniej zarabiających, charakteryzujących się wyższą skłonnością do konsumpcji.

2021-08-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

### W II poł. 2021 i w 2022 stabilny wzrost zatrudnienia i wynagrodzeń



### Po okresowym wybiciu w 2021 r., w 2022 r. oczekiwane lekkie wyhamowanie konsumpcji prywatnej

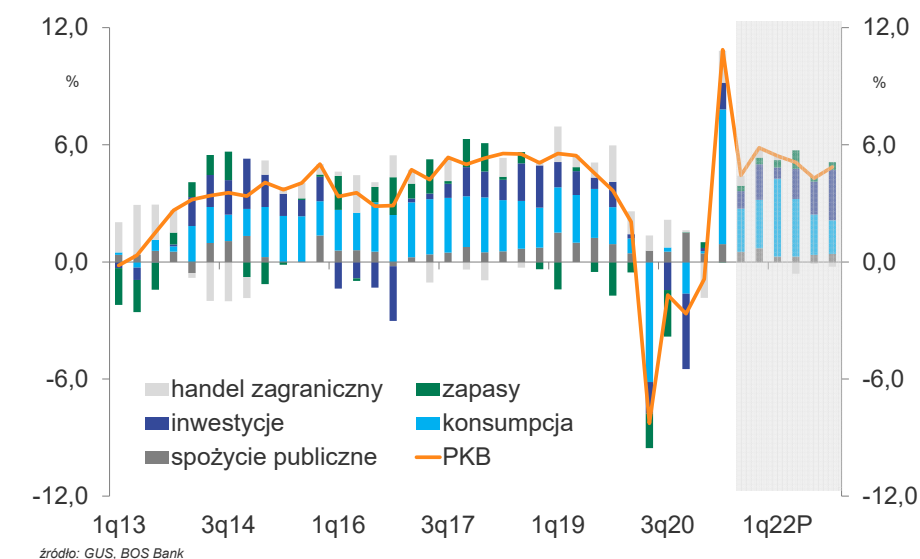




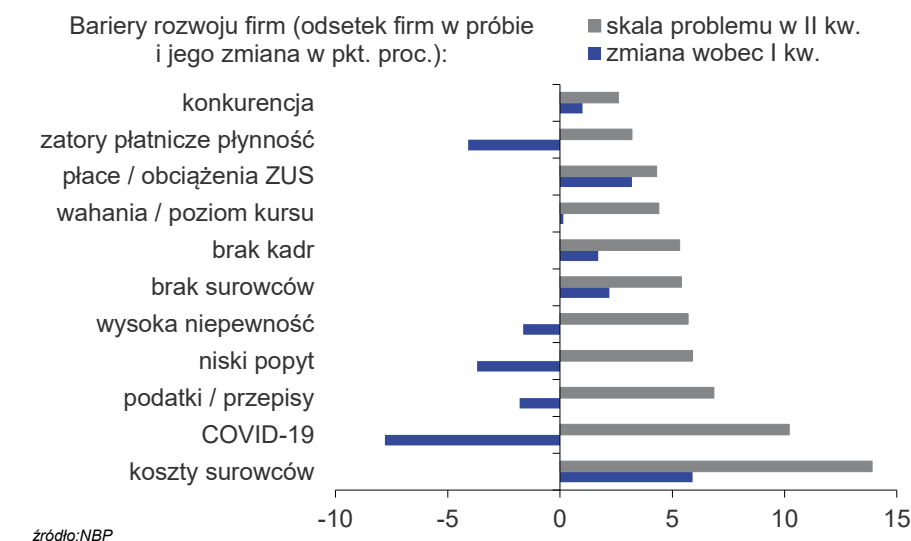
## W I. 2021 – 2022 roczny wzrost PKB w okolicach 5,0% r/r

- Szacujemy, że w I. 2021 – 2022 dynamika wzrostu PKB będzie kształtować się w okolicach 5,0% r/r. W kolejnych kwartałach oczekujemy także spadku zmienności rocznej dynamiki PKB z kwartału na kwartał przy wygasającej amplitudzie baz odniesienia (coraz mniejszy wpływ na wyniki PKB kolejnych okresów restrykcji epidemicznych w 2020 i z początkiem 2021 r.).
- Oczekujemy dalszego dynamicznego ożywienia kontrybucji konsumpcji gospodarstw domowych w 2021 r. W trakcie 2022 r. wpływ tej kategorii będzie obniżał się, przy z kolei tendencji wzrostowej kontrybucji inwestycji (post-kryzysowe odbicie inwestycji oraz wyższy wzrost nakładów inwestycyjnych w ramach KPO).
- Czynniki ryzyka dla prognozy wzrostu PKB uważamy za zbilansowane, przy z jednej strony przy silniejszym impulsie wzrostowym z tytułu inwestycji (w tym inwestycji publicznych), a z drugiej strony – z tytułu utrzymującej się niepewności co do sytuacji epidemicznej w kraju oraz na świecie.
- W krótkim okresie czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarczego pozostaną także efekty kosztowe tj. notowany dotychczas wzrost cen surowców i materiałów oraz problemy globalnych łańcuchów dostaw. Choć te efekty powinny mieć charakter okresowy, to jeżeli będą wydłużać się (np. w kontekście obecnie obserwowanych problemów epidemicznych w Azji), to mogą silniej i trwalej ograniczać korzystne perspektywy krajowej gospodarki.

### W I. 2021-2022 wzrost PKB w okolicach 5,0% r/r



### W połowie 2021 r. wysokie koszty materiałów i surowców największą barierą dla firm

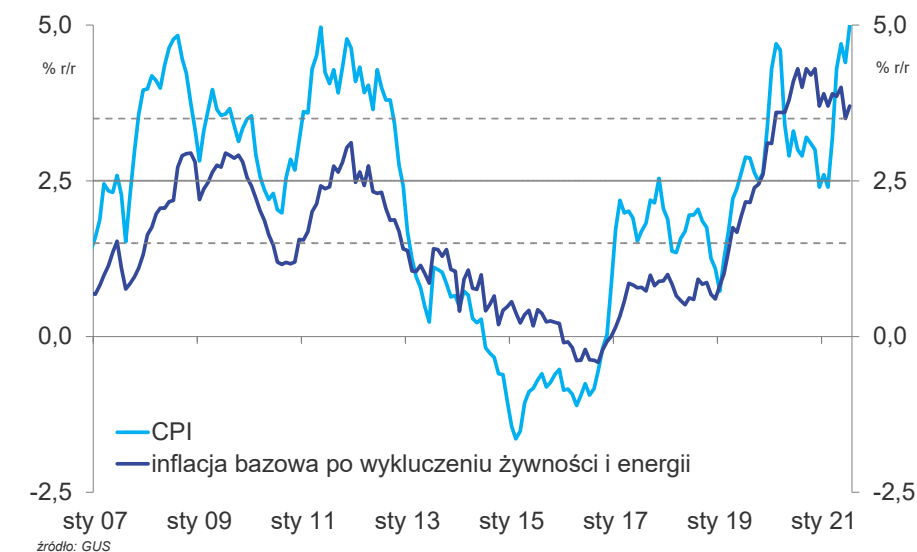




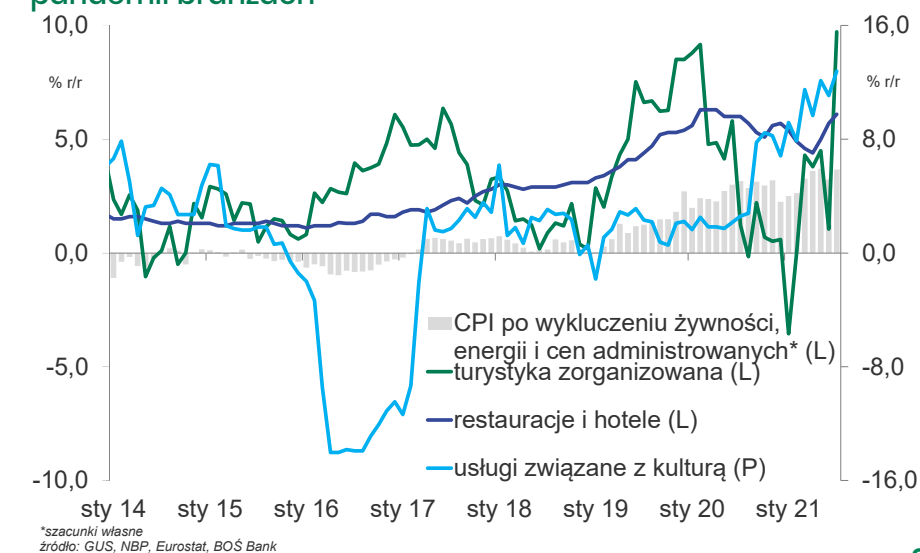
## Wzrost bieżącej inflacji do 5,0% r/r...

- W II kw. oraz na początku III kw. trend wzrostowy inflacji nasilił się, w lipcu inflacja wzrosła do 5,0% r/r.
- Wyższy, od naszego bazowego scenariusza formułowanego w majowym Przeglądzie, wzrost inflacji wynika z wyższej ścieżki cen paliw efekt utrzymujących się powyżej 70 USD/baryłkę Brent ceny ropy naftowej oraz wyższej ścieżki inflacji bazowej. Niewiele mocniej od oczekiwań wzrosły z kolei ceny żywności (wyraźny wzrost cen mięsa), na podwyższonym (zgodnym z oczekiwaniami) poziomie utrzymał się wskaźnik cen dóbr i usług administrowanych.
- W połowie 2021 r. silniejszy wzrost cen miał miejsce w grupie towarów i usług zaliczanych do inflacji bazowej. Solidne ożywienie popytu konsumpcyjnego wraz ze znoszeniem restrykcji gospodarczych skutkowało wyraźnym przyspieszeniem wzrostu cen w kategoriach najsilniej dotkniętych pandemią (restauracje i hotele, turystyka zorganizowana). Z kolei wzrost cen dóbr związanych z wyposażeniem mieszkania mógł być pochodną globalnego wzrostu cen surowców i materiałów oraz kosztów transportu, przy stopniowo hamującym popycie w tej grupie dóbr i usług wraz z otwieraniem się gospodarki.
- Po silniejszym wzroście na początku roku obecnie stabilizują się na podwyższonym poziomie indeksy cen w grupie towarów i usług „korzystających” na pandemii – na które w okresie pandemii wzrósł popyt (tj. usługi telewizyjne, komunikacja, sprzęt komputerowy i RTV) oraz w kategoriach, gdzie w trakcie nasilenia pandemii możliwe było „przerzucenie” na konsumentów kosztów związanych z restrykcjami sanitarnymi (usługi medyczne, fryzjerskie, czy opieka społeczna).

### W lipcu inflacja CPI na poziomie 5,0% r/r...



### ...przy silniejszym odbiciu cen w otwierających się po pandemii branżach





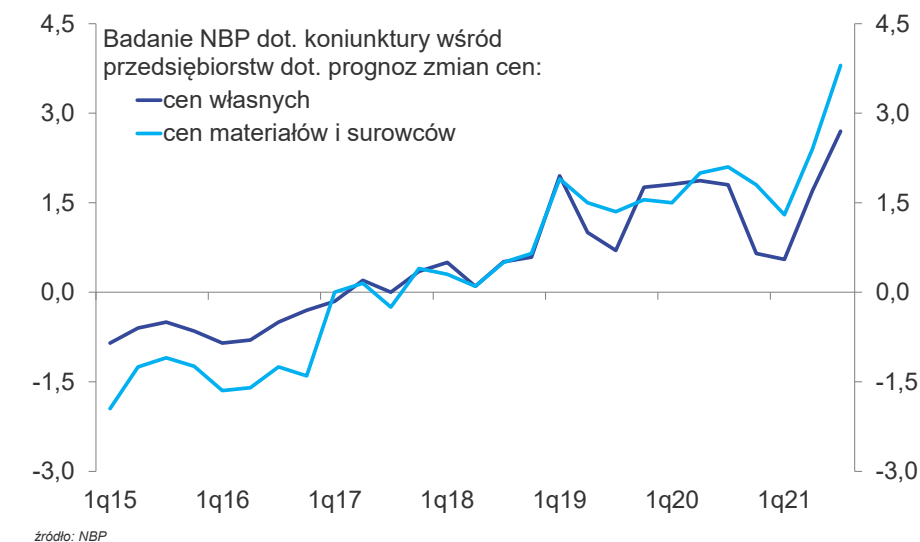
## ...w warunkach utrzymującej się presji kosztowej i podwyżek cen w branżach najsilniej dotkniętych pandemią...

- Choć w naszej ocenie wysokie wzrosty cen w grupie usług powracających do aktywności będą miały charakter okresowy, to przy znaczącym ich bieżącym zasięgu podwyższona inflacja z tego tytułu utrzyma się dłużej. Ponadto, dotychczasowe silne wzrosty cen surowców i materiałów mogą jeszcze – zgodnie z deklaracjami przedsiębiorców w badaniu NBP – podbijać ceny finalne towarów, pomimo oczekiwanego pewnego osłabienia popytu na towary na korzyść usług.
- Biorąc pod uwagę powyższe czynniki oraz solidne tempo wzrostu popytu konsumpcyjnego oczekujemy utrzymania presji na wzrost cen w większości kategorii zaliczanych do inflacji bazowej. Choć niższe tempo wzrostu realnych dochodów oraz niższe tempo wzrostu kosztów pracy będą w perspektywie 2022 r. obniżać inflację bazową, to bieżące silniejsze odbicie popytu oraz efekty kosztowe (wyższe ceny importu) odsuwają w czasie ten spadek i osłabiają jego skalę. Bieżąca presja na wzrost cen będzie ograniczała wpływ efektów wysokiej bazy odniesienia (wzrost cen w II poł. 2020 r.).
- Prognozujemy, że obliczany przez nas wskaźnik inflacji bazowej CPI po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych obniży się z 3,7% r/r obecnie poniżej 3,5% r/r na koniec 2021 r. oraz poniżej 2,0% r/r na koniec 2022 r. Z kolei oczekujemy, że klasyczny wskaźnik inflacji bazowej (po wyłączeniu cen żywności i energii) obniży się z 3,7% r/r obecnie w okolice 3,5% r/r na koniec 2021 r. oraz poniżej 2,5% r/r na koniec 2022 r.
- W II poł. 2021 r. oraz w 2022 r. oczekujemy stopniowego obniżenia dynamiki cen towarów i usług o wysokim udziale decyzji administracyjnych na ceny, przy ograniczeniu dotychczasowej skali wzrostu cen za wywóz śmieci. W dalszym ciągu jednak ta kategoria utrzyma się na podwyższonym (historycznie poziomie).
- Prognozujemy, że szacowany przez nas indeks cen administrowanych obniży się w kierunku 5,0% r/r w IV kw. 2021 r. oraz poniżej 4,0% r/r w IV kw. 2022 r. wobec ponad 6,0% r/r notowanych w połowie br.

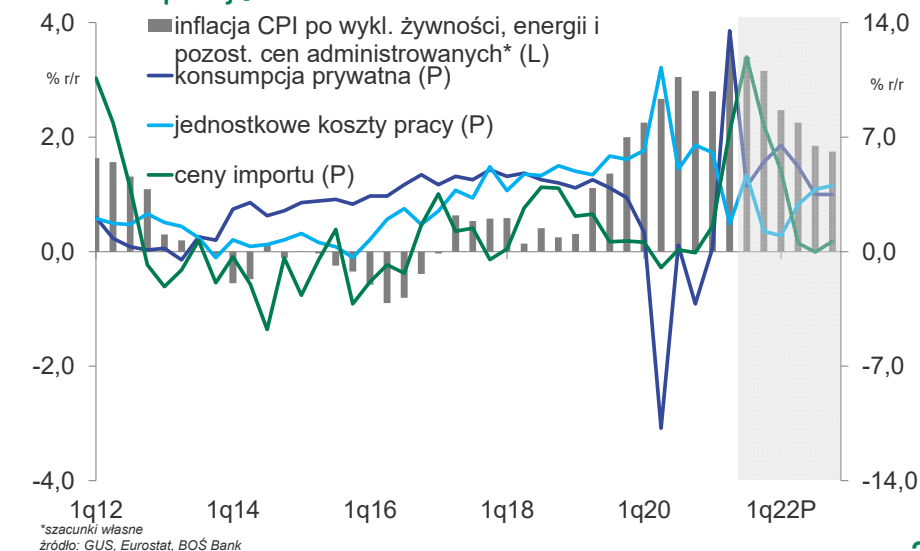
2021-08-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

### Wzrost cen surowców i materiałów powodem wzrostu oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw



### Czynniki cykliczne w dłuższym horyzoncie powinny osłabiać presję na wzrost cen



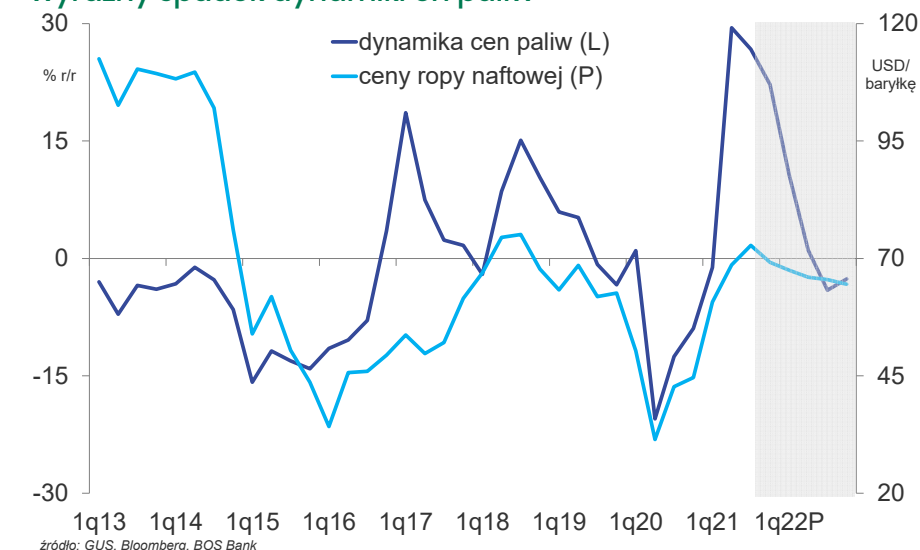




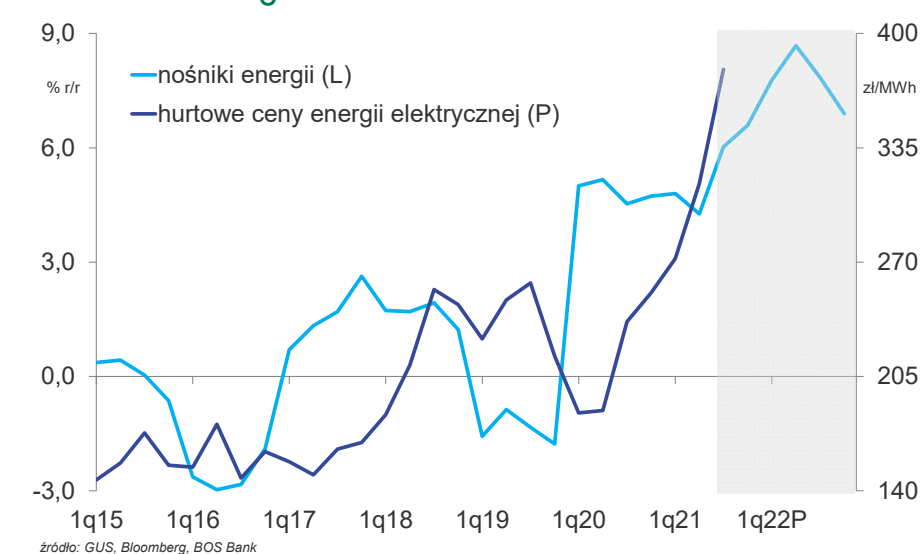
## ...oraz utrzymujących się podwyższonych cen ropy naftowej

- Utrzymujący się przez większą część II kw. globalny optymizm utrzymywał na podwyższonym poziomie ceny ropy naftowej, co przełożyło się na wolniejszy spadek indeksu cen paliw w połowie br.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia co do potencjału do obniżenia cen ropy oraz lekkie wzmocnienie złotego, oczekujemy w II poł. roku pogłębienia spadku rocznej dynamiki cen paliw, w szczególności przy coraz silnie rosnącej bazie odniesienia. Szacujemy, że na koniec br. dynamika cen paliw obniży się poniżej 20% r/r, a pod koniec 2022 r. możliwa jest nawet lekka deflacja cen.
- Przy sporej niepewności dot. kształtowania się cen ropy naftowej (ryzyka zarówno po stronie popytowej i podażowej) ta kategoria pozostanie czynnikiem wyższej niepewności i potencjalnej zmienności wskaźnika CPI.
- Biorąc pod uwagę utrzymujące się wysokie ceny hurtowe energii elektrycznej, jak również warunki regulacyjne oczekujemy utrzymania podwyższonej dynamiki cen energii także w 2022 r. Dodatkowo zakładane podwyżki energii cieplnej pod koniec 2021 i w 2022 r. przełożą się na przyspieszenie indeksu cen nośników energii do 7,0% – 8,0% r/r w przyszłym roku wobec 5,5% r/r w 2021 r. (średniorocznie).

### Przy założeniu korekty cen ropy naftowej od II poł. 2021 r. wyraźny spadek dynamiki en paliw



### Czynniki regulacyjne będą w dłuższym okresie podbijać wzrost cen energii

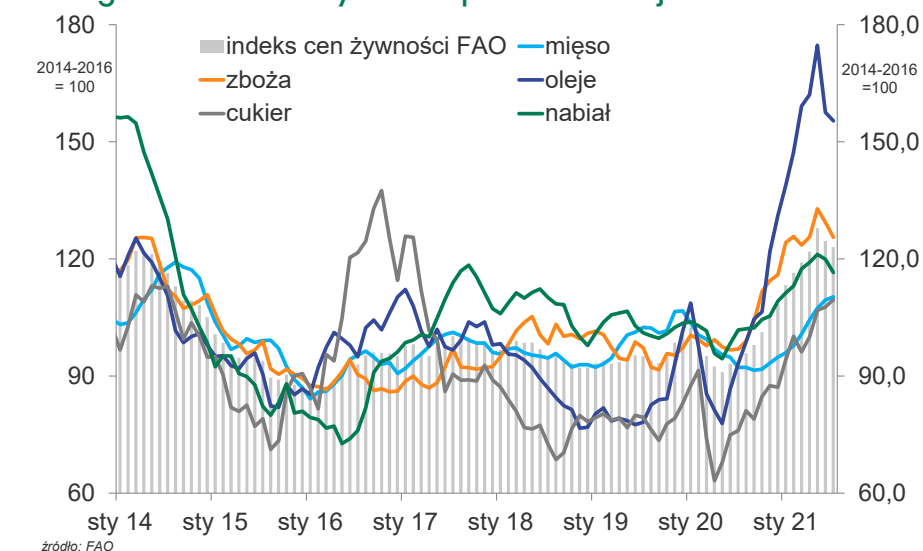




## Umiarkowany wzrost cen żywności

- W połowie br. kontynuowany był wzrost dynamiki cen żywności w warunkach wyraźnego wzrostu cen mięsa oraz wzrostu cen żywności przetworzonej. W tym okresie z kolei wzrost cen żywności hamowało utrzymanie niskiej dynamiki w grupie cen owoców i warzyw, przy bardzo korzystnych warunkach atmosferycznych.
- Korekta cen na rynku surowców żywnościowych ogranicza ryzyko silniejszego przyspieszenia dynamiki cen żywności przetworzonej, niemniej przy niskich bazach odniesienia oraz biorąc pod uwagę efekty opóźnień wyższa dynamika tych cen utrzyma się do początku 2022 r., a następnie w trakcie 2022 r. stopniowo powinna się obniżyć.
- Nawet przy założeniu stabilizacji cen mięsa (widoczne już efekty na rynku wieprzowiny) wyraźnie niższa baza odniesienia w tej grupie skutkuje jeszcze lekkim wzrostem rocznej dynamiki cen na przełomie roku. Silniejszy spadek rocznej dynamiki cen możliwy jest w II poł. 2022 r. zakładając utrzymanie tendencji spadkowej cen mięsa na globalnym rynku surowców oraz brak silnych efektów podażowych z tytułu chorób zwierząt (np. afrykańskiego pomoru świń, czy ptasiej grypy).
- Zakładając „standardowe” warunki atmosferyczne na rynku cen owoców i warzyw oczekujemy stopniowego wzrostu rocznej dynamiki ich cen w perspektywie 2022 r., przy już niższych bazach odniesienia w związku z bieżącym bardzo dobrym urodzajem. W dalszym ciągu jednak dynamika cen w tej grupie towarów żywnościowych pozostanie ograniczona.
- Biorąc pod uwagę powyższe, oczekujemy stopniowego wzrostu dynamiki cen żywności w kierunku 4,5% r/r w IV kw. 2021 r. oraz w I kw. 2022 r. oraz spadku w kierunku 3,5% r/r na koniec 2022 r.

### Korekta cen surowców żywnościowych ogranicza ryzyko silnego wzrostu cen żywności przetworzonej



### W kolejnych kwartałach stopniowy wzrost dynamiki cen żywności i jej spadek w II poł. 2022 r.

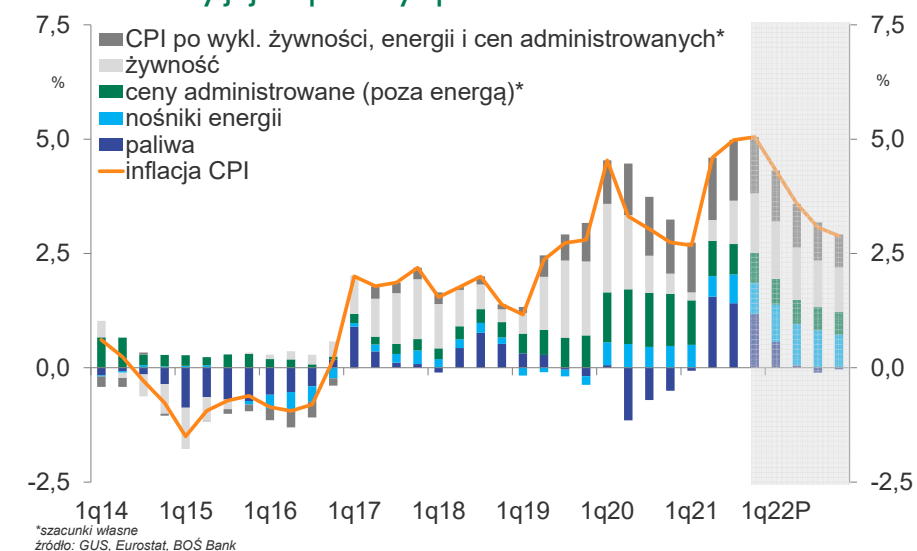




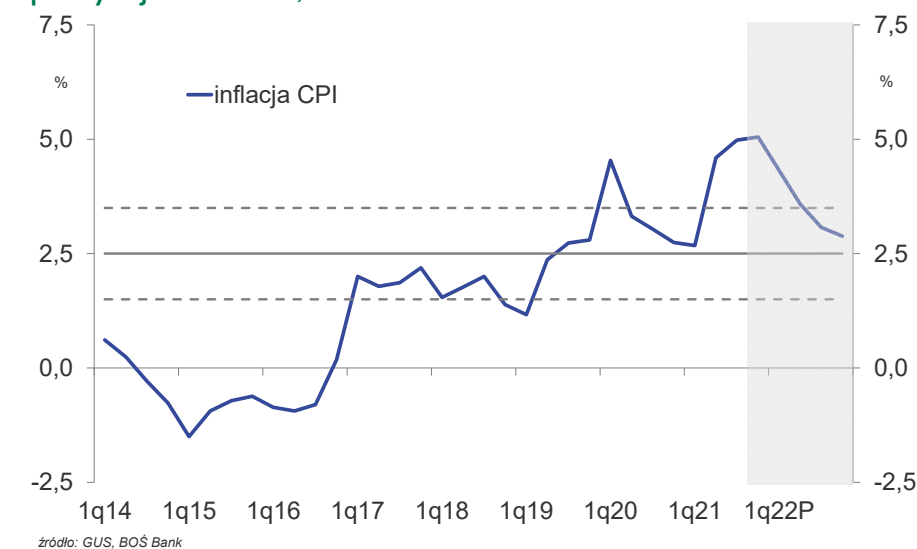
## Wyższa ścieżka inflacji CPI w II poł. 2021 r. oraz w I poł. 2022 r.

- Wolniejszy spadek cen ropy naftowej oraz dłuższy okres podwyższonego poziomu inflacji bazowej wpływa na podwyższenie prognozy ścieżki inflacji CPI w 2021 i w 2022 r.
- Do końca 2021 r. inflacja będzie oscylować w okolicach poziomu 5,0% r/r, w I kw. 2022 r. obniży się poniżej 4,5% r/r, a dopiero w II poł. roku obniży się silnie w kierunku 3,0% r/r. W całym horyzoncie prognozy inflacja CPI będzie utrzymywać się powyżej celu inflacyjnego RPP (2,5%).
- Nietypowe czynniki wpływające na tendencje cenowe (jak np. ograniczenia funkcjonowania części branż gospodarki) utrzymujące się ryzyka sytuacji epidemicznej (które mogą zarówno podbijać inflację z tytułu efektów podażowych jak i ją obniżyć z tytułu efektów popytowych) przekładają się na podwyższone ryzyko dla prognozy inflacji. Oceniamy bilans ryzyka dla prognozy jako zrównoważony.
- W najbliższych miesiącach dla materializacji naszego scenariusza inflacyjnego kluczowe będzie stopniowe hamowanie wzrostu cen w otwierających się branżach oraz spadek cen ropy naftowej i paliw na rynku detalicznym.
- Napływające informacje dot. trudnej sytuacji epidemicznej w Azji (m.in. *lockdowny* w części prowincji Chin) skutkują z jednej strony ryzykiem dalszego silniejszego wzrostu cen transportu międzynarodowego oraz części i półproduktów, z drugiej strony (poprzez kanał obaw dot. perspektyw gospodarczych) mogą skutkować silniejszym i szybszym efektem korekty cen surowców energetycznych i metali.

Po wzroście inflacji do 5,0% r/r w II poł. 2021 r., w 2022 r. oczekiwany jej stopniowy spadek...



...w horyzoncie prognozy inflacja CPI utrzyma się jednak powyżej celu RPP 2,5%





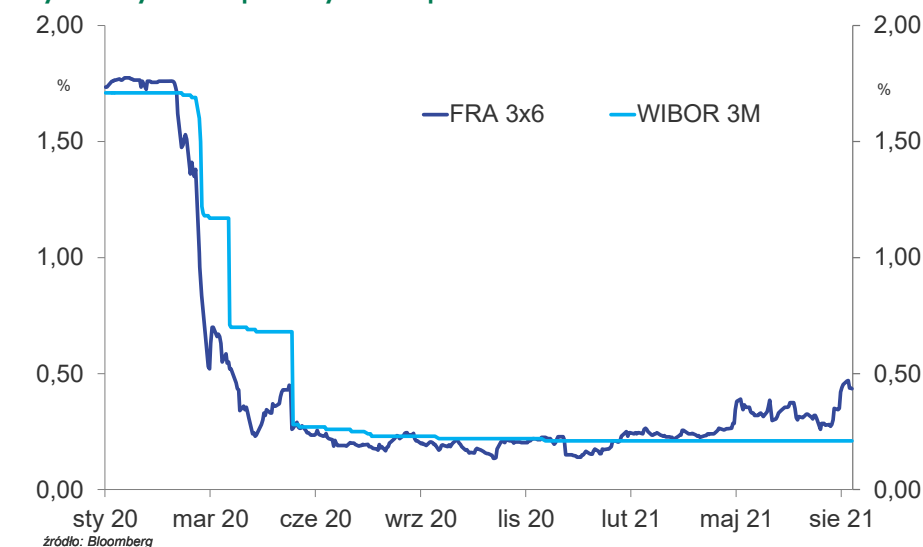
## Skala wzrostu bieżącej inflacji problemem dla RPP, pod koniec 2021 r. prawdopodobna podwyżka stóp NBP

- Biorąc pod uwagę wzrost inflacji CPI do psychologicznego poziomu 5,0% r/r oraz bieżące i oczekiwane ożywienie gospodarki, oceniamy, że prawdopodobieństwo rozpoczęcia normalizacji polityki monetarnej NBP w 2021 r. wzrosło powyżej 50%. Sądzymy, że przy wysokim poziomie bieżącej inflacji, w ocenie członków Rady dotychczas opowiadających się za stabilizacją stóp, wzrosło ryzyko reputacyjne. Jednocześnie, zgodnie z ostatnimi wypowiedziami członków Rady (Ancyparowicz, Kropiwnicki, Łon), większość Rady zamierza wstrzymać się z decyzją do listopada, tj. do czasu zapoznania się z najnowszą projekcją NBP.
- W scenariuszu bazowym oczekujemy podwyżki stóp na posiedzeniu RPP w listopadzie o 15 pkt. baz. do 0,25% dla stopy referencyjnej NBP wobec dotychczas oczekiwanej pierwszej podwyżki na przełomie I i II kw. 2022 r.
- W scenariuszu bazowym zakładamy, że pomimo podwyżki stóp skup obligacji przez NBP będzie kontynuowany (decyzja ta jest w gestii zarządu NBP). Nie sądzymy bowiem, aby dla NBP akceptowalne było ryzyko silniejszego wzrostu rentowności obligacji skarbowych, które wzrosłyby, gdyby NBP zakończył program skupu.
- Pomimo zmiany scenariusza bazowego oceniamy, że ryzyko późniejszej podwyżki stóp (I poł. 2022 r.) jest wciąż wysokie. Kluczowe czynniki ryzyka to deklarowane dotychczas przez prezesa NBP poprzedzenie rozpoczęcia podwyżek stóp zakończeniem programu skupu aktywów NBP oraz kształtowanie się sytuacji epidemicznej na jesieni.
- Jeśli prezes NBP i większość RPP podtrzymają powiązanie podwyższenia stóp i zakończenia programu skupu, początek normalizacji stóp przesunie się na 2022 r. Naszym zdaniem bowiem priorytetem banku centralnego jest stabilizacja dłuższych stóp rynkowych. Do opóźnienia podwyżki doszłoby także w sytuacji silnego pogorszenia sytuacji epidemicznej.
- W 2022 r. oczekujemy dalszej normalizacji polityki pieniężnej, rozpoczęcia wygaszania programu skupu obligacji i podwyżki stóp NBP łącznie o 50 pkt. baz. Zmiana składu RPP na przełomie I i II kw. 2022 r. przekłada się na ryzyko prognozy kształtowania się polityki pieniężnej.

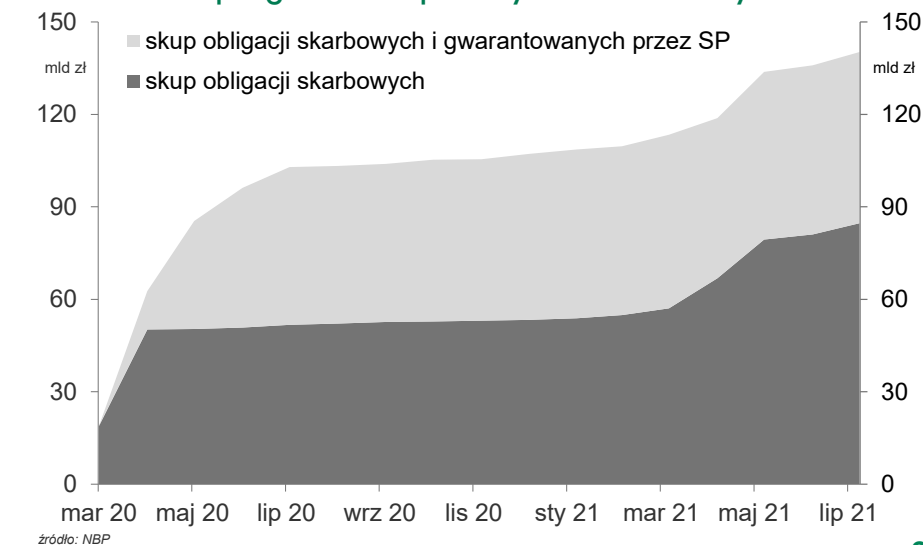
2021-08-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

### Silniejszy wzrost inflacji powodem wzrostu oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp NBP



### Nie sądzymy, aby NBP zdecydował się na szybkie zakończenie programu skupu aktywów finansowych





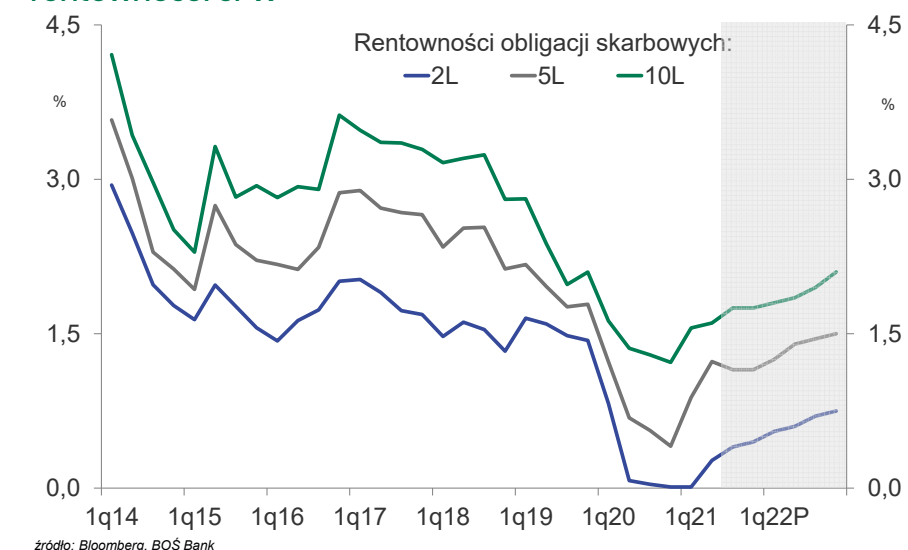
## Oczekiwane utrzymanie skupu obligacji skarbowych przez NBP powinno osłabiać presję na wzrost rentowności krajowych obligacji skarbowych

- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami sprzed kwartału presja na wzrost rentowności obligacji skarbowych na dłuższym końcu krzywej osłabła. Jednocześnie skala tej korekty była mniejsza w porównaniu z sytuacją na rynkach bazowych w związku z silniejszym wzrostem inflacji oraz oczekiwań rynkowych na rozpoczęcie normalizacji polityki pieniężnej w 2021 r.
- Wobec wzrostu oczekiwań na podwyżkę stóp NBP oraz korekty spadkowej rentowności na rynkach bazowych doszło do lekkiego wyłuszczenia krzywej dochodowości.
- Uwzględniając oczekiwane przez nas przyspieszenie pierwszej podwyżki stóp, przy jednoczesnym utrzymaniu przez NBP w II poł. 2021 r. oraz z początkiem 2022 r. programu skupu obligacji, oczekujemy utrzymania bardziej wyłuszczonego kształtu krzywej w najbliższych miesiącach, przy stabilizacji rentowności na dłuższym końcu w okolicach poziomu 1,75% oraz lekkiego wzrostu rentowności 2-letnich w kierunku 0,45% - 0,50%.
- Zakładając utrzymanie solidnego wzrostu gospodarczego i dalsze ograniczenie ryzyka sytuacji epidemicznej w dłuższym okresie, wygaszanie skupu aktywów przez Fed i stopniowe redukowanie zaangażowania NBP na rynku obligacji skarbowych, oczekujemy bardzo stopniowego wzrostu rentowności w trakcie 2022 r. Pomimo oczekiwanego spadku deficytu budżetowego i potrzeb pożyczkowych w dalszym ciągu pozostaną one bardzo wysokie, co przy braku wsparcia ze strony polityki pieniężnej będzie silnie ciążyć cenom obligacji.
- Wysoka niepewność utrzymuje się w zakresie prognozy krótkiego końca krzywej dochodowości. W scenariuszu bazowym zakładamy, że w 2022 r. dojdzie jeszcze do lekkiego, rozłożonego w czasie zaostrzenia polityki pieniężnej, co powinno skutkować wzrostem rentowności krótkich papierów. Niepewność dot. poglądów RPP nowej kadencji przekłada się na wysokie ryzyko dla prognoz stóp procentowych NBP i rentowności obligacji.

2021-08-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Czynniki globalne ograniczają presję na wzrost rentowności SPW



Ostrożne tempo podwyżek stóp i skup obligacji przez NBP powinien niwelować efekt wysokich podaży SPW



## Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	% r/r	<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>5,0</b>	<b>4,9</b>
Popyt krajowy	% r/r	3,3	2,3	4,9	5,6	3,5	-3,9	5,9	5,4
Spżycie indywidualne	% r/r	3,8	3,9	4,8	4,3	4,0	-3,0	5,5	4,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	8,8	9,6
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0,5	0,9	0,1	0,0	1,2	0,8	0,4	-0,2
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1 801	1 863	1 990	2 122	2 293	2 324	2 556	2 829
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,9	-0,8	-0,3	-1,3	0,5	3,5	2,6	2,1
	mld EUR	-3,9	-3,4	-1,5	-6,5	2,6	18,1	14,3	12,9
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	13,0	10,0	11,1	15,7	16,3	19,0	17,8	17,0
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, śr.	<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>6,1</b>	<b>6,0</b>
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,9	2,3	3,3	2,6	2,2	-1,0	0,6	1,5
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	7,4	6,5
	% r/r, real.	4,3	4,4	3,2	5,4	4,7	2,4	2,9	2,9
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	0,3	-0,2	0,7	0,7	2,0	3,9	3,5	2,6
Depozyty ogółem	% r/r	7,4	9,4	4,2	9,1	8,2	13,8	4,2	5,7
Kredyty ogółem	% r/r	6,9	4,9	3,8	7,1	5,0	0,7	3,0	4,8
<b>Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)</b>	% PKB	<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>-4,0</b>	<b>-3,2</b>
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	51,3	54,2	50,6	48,8	45,6	57,5	56,1	53,3
<b>Stopa referencyjna NBP</b>	%, k.o.	<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>0,25</b>	<b>0,75</b>
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	0,75	1,25
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,00	0,00	0,25
WIBOR 3M	%, k.o.	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	0,35	0,85
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,56	2,01	1,69	1,33	1,43	0,01	0,45	1,00
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,21	2,87	2,66	2,13	1,79	0,41	1,15	1,65
<b>Obligacje skarbowe 10L</b>	%, k.o.	<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>2,10</b>
<b>PLN/EUR</b>	PLN, k.o.	<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>	<b>4,45</b>
PLN/USD	PLN, k.o.	3,90	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	3,83	3,80
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,94	4,12	3,57	3,82	3,92	4,26	4,13	4,10
<b>założenia zewnętrzne</b>		<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
PKB - USA	% r/r	2,7	1,7	2,3	2,9	2,3	-3,4	6,0	4,0
PKB - strefa euro	% r/r	1,9	1,8	2,7	1,9	1,4	-6,5	5,0	4,2
PKB - Chiny	% r/r	7,0	6,8	6,9	6,8	6,0	2,0	8,5	5,4
Inflacja (CPI) - USA	% r/r, śr.	0,2	1,3	2,1	2,4	1,9	1,2	4,4	3,2
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, śr.	0,2	0,4	1,4	1,4	1,2	0,3	2,0	1,4
<b>Stopa funduszy federalnych Fed**</b>	%, k.o.	<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>	<b>0,25</b>
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	0,15	0,20
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,28	2,46	2,42	2,70	1,92	0,91	1,40	1,65
<b>Stopa repo EBC</b>	%, k.o.	<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>	<b>0,00</b>
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0,55	-0,50
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,58	-0,35	-0,30
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0,75	-0,75
<b>USD/EUR</b>	USD, k.o.	<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>1,17</b>	<b>1,17</b>
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	52,4	43,8	54,3	71,0	64,1	42,3	67,8	65,3

% 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	2q21	3q21P	4q21P	1q22P	2q22P
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	% r/r	-1,7	-2,7	-0,9	10,9	4,4	5,8	5,4	5,1
Popyt krajowy	% r/r	-3,2	-2,9	1,0	10,7	4,9	7,1	5,5	6,2
Spożycie indywidualne	% r/r	0,4	-3,2	0,2	13,5	4,0	5,5	6,5	5,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-8,2	-15,4	1,3	9,5	8,5	12,6	4,4	9,9
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	1,5	0,2	-1,9	0,2	-0,5	-1,3	-0,1	-1,1
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	2,9	3,5	3,1	2,7	2,6	2,6	2,9	2,6
	mld EUR	3,3	4,3	2,9	4,1	2,6	4,7	5,2	2,8
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, śr.	6,1	6,2	6,4	5,9	5,9	6,1	6,3	5,8
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1,5	-1,3	-1,4	1,5	1,2	1,1	1,8	1,6
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	4,8	5,0	6,6	9,6	7,0	6,5	6,5	6,5
	% r/r, real.	1,7	2,1	3,7	4,9	1,9	1,4	2,1	2,8
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, k.o.	3,2	2,4	3,2	4,4	4,8	5,1	4,2	3,5
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	4,3	3,7	3,9	3,5	3,5	3,6	2,8	2,7
<b>Stopa referencyjna NBP</b>	%, k.o.	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25	0,25	0,25
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	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	0,21	0,21	0,35	0,35	0,45
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	0,04	0,01	0,01	0,27	0,40	0,45	0,60	0,75
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	0,56	0,41	0,88	1,23	1,15	1,15	1,30	1,45
<b>Obligacje skarbowe 10L</b>	%, k.o.	1,30	1,22	1,56	1,60	1,75	1,75	1,80	1,90
<b>PLN/EUR</b>	PLN, k.o.	4,53	4,61	4,66	4,52	4,52	4,48	4,48	4,47
PLN/USD	PLN, k.o.	3,87	3,76	3,97	3,80	3,85	3,83	3,82	3,82
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,19	4,26	4,21	4,12	4,19	4,13	4,12	4,12

założenia zewnętrzne		3q20	4q20	1q21	2q21	3q21P	4q21P	1q22P	2q22P
PKB - USA	% r/r	-2,9	-2,3	0,5	12,2	5,9	6,1	5,4	4,5
PKB - strefa euro	% r/r	-4,0	-4,6	-1,3	13,7	3,5	5,3	6,5	5,0
PKB - Chiny	% r/r	4,9	6,5	18,3	7,9	5,0	5,0	5,5	5,5
<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.	-	-	-	-	0,15	0,15	0,15	0,15
Obligacje USA 10L	%, k.o.	0,68	0,91	1,74	1,47	1,30	1,40	1,45	1,50
<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.	-	-	-	-	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55
Obligacje GER 10L	%, k.o.	-0,52	-0,58	-0,29	-0,21	-0,40	-0,35	-0,30	-0,30
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
<b>USD/EUR</b>	USD, k.o.	1,17	1,22	1,17	1,19	1,18	1,17	1,17	1,17
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	42,7	44,6	60,7	68,6	72,8	69,2	67,5	66,0

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

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

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

**WAŻNA INFORMACJA:** Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.