

ANALIZY MAKROEKONOMICZNE  
**PRZEGLĄD MIESIĘCZNY**

10 marca 2017



**BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH**

[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  
[janina.swiatkowska@bosbank.pl](mailto:janina.swiatkowska@bosbank.pl)

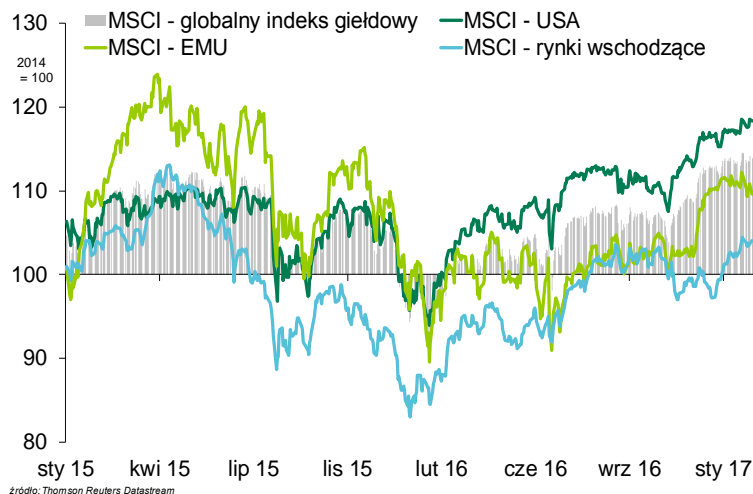
---

- W lutym i na początku marca utrzymywały się bardzo korzystne nastroje na globalnym rynku finansowym, przy kontynuowanej poprawie na rynku akcji w USA, wyraźnej poprawie notowań aktywów rynków wschodzących oraz mniejszej - aktywów europejskich, z uwagi na okresowe nasilanie się ryzyka sytuacji politycznej w Europie. Poprawie nastrojów rynkowych sprzyjały kolejne publikacje danych wskazujące na korzystną koniunkturę gospodarki globalnej.
- Pomimo braku informacji uwiarygadniających scenariusz silnego luzowania polityki fiskalnej w USA, rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych utrzymywały się na wysokich poziomach, co było efektem zaostrzenia retoryki członków Komitetu Otwartego Rynku Fed (FOMC).
- Biorąc pod uwagę wypowiedzi członków FOMC oczekujemy, że do kolejnej podwyżki stóp procentowych o 25 pkt. baz. dojdzie na posiedzeniu w marcu. Jednocześnie nie zmieniliśmy prognozowanej skali podwyżki stóp w 2017 r. z uwagi na naszą ostrożność co do skali średnioterminowego ożywienia gospodarki USA oraz inflacji. Bieżąca zmiana retoryki FOMC może jednak przez dłuższy okres podtrzymywać bieżące nastroje rynkowe.
- Rada Polityki Pieniężnej podtrzymała z kolei w marcu „gołębie” stanowisko pomimo wyraźnej korekty w górę prognozy inflacji CPI. Sądzymy, że wyższe wskaźniki inflacji mogą skutkować kolejnymi wypowiedziami części członków Rady dopuszczających możliwość podwyżki stóp procentowych w 2017 r. Nasze prognozy zakładają natomiast niższy od projekcji NBP poziom inflacji CPI w kolejnych kwartałach, stąd przy dominującym w RPP łagodnym stanowisku uważamy, że scenariusz stabilizacji stóp procentowych w 2017 r. pozostaje najbardziej prawdopodobnym.
- Biorąc pod uwagę notowany na rynkach hurtowych spadek cen warzyw, które tak silnie rosły na przełomie 2016 i 2017 r., jak również ograniczenie dalszego wzrostu cen ropy naftowej oraz cen żywności przetworzonej, już w marcu oczekujemy korekty w dół ostatniego trendu wzrostowego inflacji.
- Dane dot. wzrostu PKB za IV kw. 2016 r. oraz dane miesięczne ze sfery realnej za styczeń wskazują na wyraźne ożywienie aktywności gospodarczej na przełomie roku, przy korzystnych danych dot. eksportu, dalszym wzroście dynamiki konsumpcji prywatnej oraz lekkim wzroście inwestycji publicznych. Najprawdopodobniej w dalszym ciągu na słabych poziomach kształtują się wskaźniki inwestycji przedsiębiorstw prywatnych. W 2017 r. oczekujemy silniejszego ożywienia inwestycji publicznych oraz lekkiego ożywienia inwestycji prywatnych co powinno stymulować wzrost dynamiki PKB powyżej 3,0% r/r.

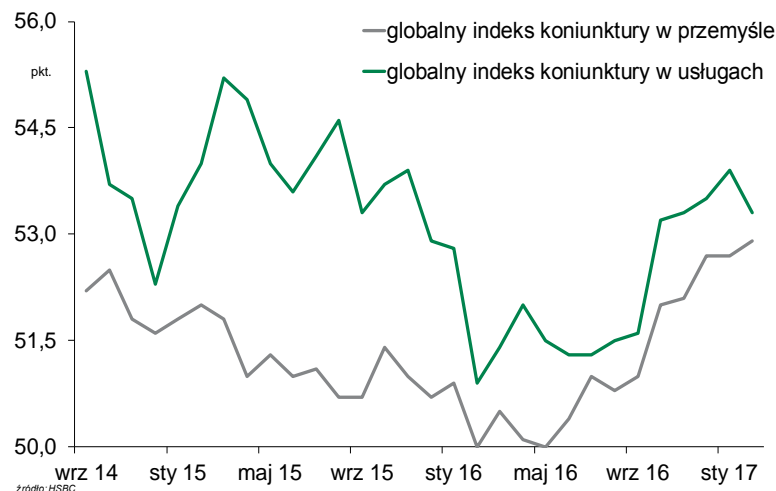
# W lutym kontynuacja tendencji z początku roku - solidne dane makroekonomiczne oraz silny wzrost indeksów giełdowych

- Luty oraz pierwsze dni marca przyniosły dalsze, solidne wzrosty na rynkach akcji, przy dalszym wzroście do kolejnych rekordowo wysokich poziomów indeksów na giełdach w USA, kontynuacji bardzo silnych wzrostów na rynkach wschodzących, przy raczej słabszych wynikach giełd europejskich.
- Wzrosty na giełdach były stymulowane przez publikacje korzystnych danych makroekonomicznych oraz wyników finansowych spółek giełdowych. Choć globalny indeks koniunktury PMI w lutym lekko obniżył się, to jego poziom, po silnym wzroście w minionych miesiącach, pozostaje wysoki. Ponadto stabilizowanie się cen surowców na wyższych poziomach, poprawa sytuacji w gospodarkach rozwiniętych i relatywnie niski poziom globalnej awersji do ryzyka sprzyjał istotnie poprawie oceny rynków wschodzących (które silnie traciły pod koniec 2016 r.).
- Pomimo publikacji korzystnych danych makroekonomicznych, wzrost indeksów na giełdach europejskich ograniczał zapewne okresowy wzrost ryzyka sytuacji politycznej. Wpływ sytuacji politycznej w Europie na rynki finansowe pozostawał ograniczony co do skali oraz zasięgu geograficznego (dotyczył wyłącznie rynków europejskich).
- Przy bardzo niskich bazach odniesienia oraz bieżącej korekcie cenowej na rynku surowców (głównie rynku ropy naftowej) w większości krajów odnotowano solidny wzrost inflacji do poziomów nienotowanych od kilku lat. Jednocześnie jednak także w większości tych krajów wciąż na niskim poziomie utrzymywały się wskaźniki inflacji bazowej, a wzrost wskaźnika inflacji stymulowany był praktycznie w całości przez czynniki o charakterze podażowym.

## W lutym i na początku marca korzystne nastroje na giełdach, w szczególności w USA oraz na rynkach wschodzących



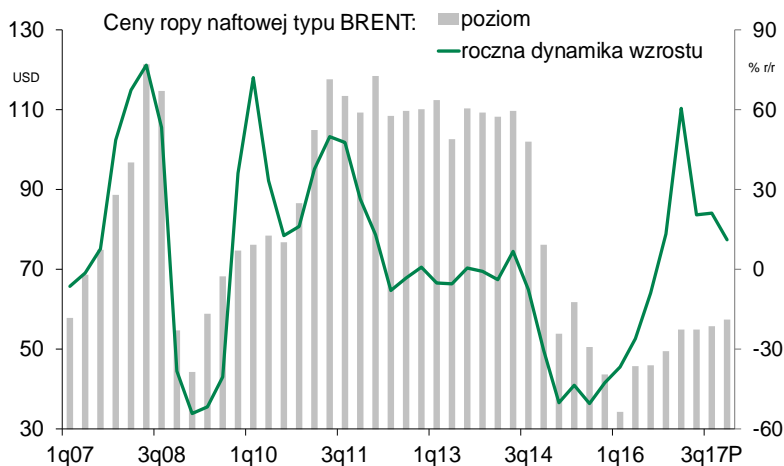
## Dobre nastroje wspierane przez korzystne dane makroekonomiczne



# Oczekiwania rynkowe co do mniej łagodnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych

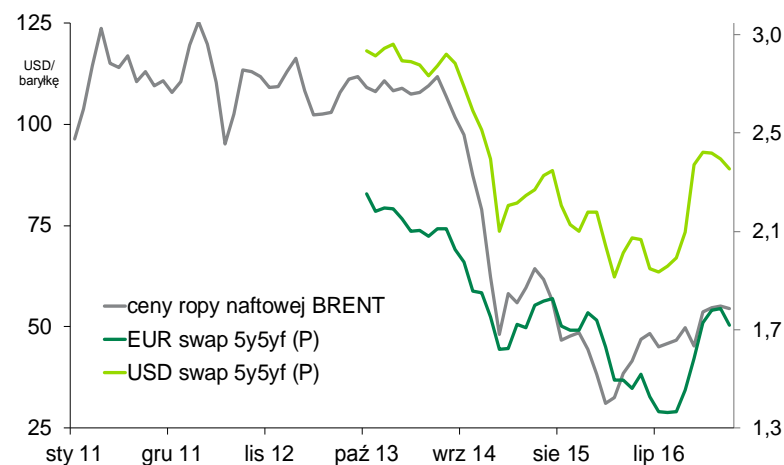
- W lutym utrzymywały się także podwyższone poziomy długoterminowych stóp procentowych. Wydaje się, że nasze sceptyczne podejście co do oczekiwań silnego ożywienia gospodarki USA w krótkim okresie z tytułu luźnej polityki fiskalnej zyskuje na prawdopodobieństwie. Jednak rynki finansowe większą uwagę przykładają do bieżących lepszych danych makroekonomicznych oraz wyraźnemu zaostreniu retoryki członków FOMC.
- Należy jednak pamiętać, iż bieżące silne odbicie inflacji wynika w decydującym stopniu z silnego wzrostu cen energii i żywności (w części regionów z powodu niekorzystnych warunków atmosferycznych). Perspektywy silniejszego wzrostu podaży ropy wspierają jednak założenia ograniczonej skali wzrostu cen surowca w kolejnych miesiącach, co z powoduje wyraźnym ograniczeniem rocznej dynamiki cen paliw już od II kw. br.
- Utrzymanie wyższych poziomów inflacji wymagałoby w kolejnych miesiącach w większym stopniu dynamicznego wzrostu wynagrodzeń, które przełożyłyby się na silniejszy wzrost inflacji bazowej. Biorąc pod uwagę nasze ostrożniejsze prognozy dot. skali odbicia gospodarki globalnej, pozostajemy bardziej ostrożni co do prognozowanej siły i trwałości przyspieszenia wzrostu gospodarczego oraz inflacji.
- Podtrzymujemy oczekiwania korekty długoterminowych stóp procentowych na rynkach rozwiniętych, choć bieżąca bardziej „jastrzębia” retoryka FOMC wskazuje na ryzyko dalszego odsunięcia jej w czasie.
- Pozostajemy także ostrożni co do oczekiwań utrzymania bieżącej niskiej premii za ryzyko na rynkach, biorąc pod uwagę utrzymujące się podwyższone ryzyko sytuacji politycznej w Europie.

## Przy założeniu jedynie lekkiego wzrostu cen ropy naftowej, efekty bazy poskutkują silnym spadkiem dynamiki ich cen



źródło: Thomson Reuters Datastream, BOŚ Bank

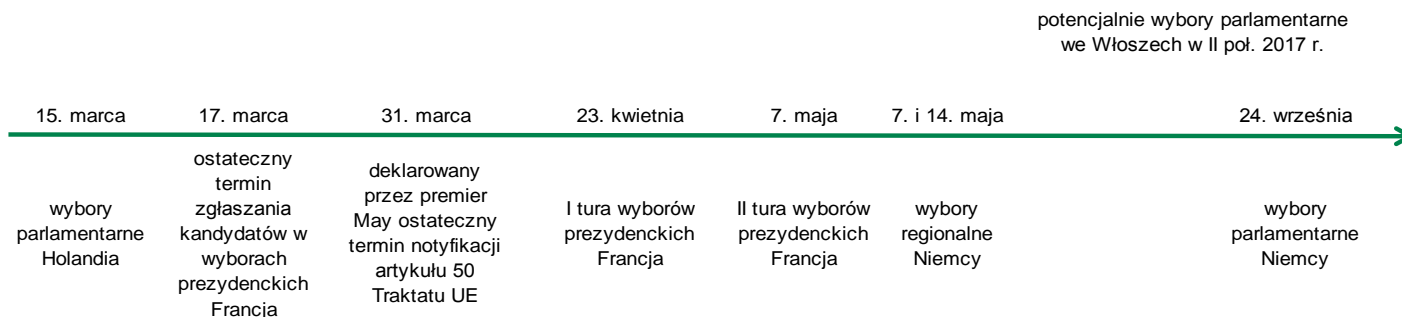
## Dla trwałości inflacji niezbędny jest albo dalszy wzrost cen surowca albo silniejszy wzrost inflacji bazowej



źródło: Thomson Reuters Datastream.

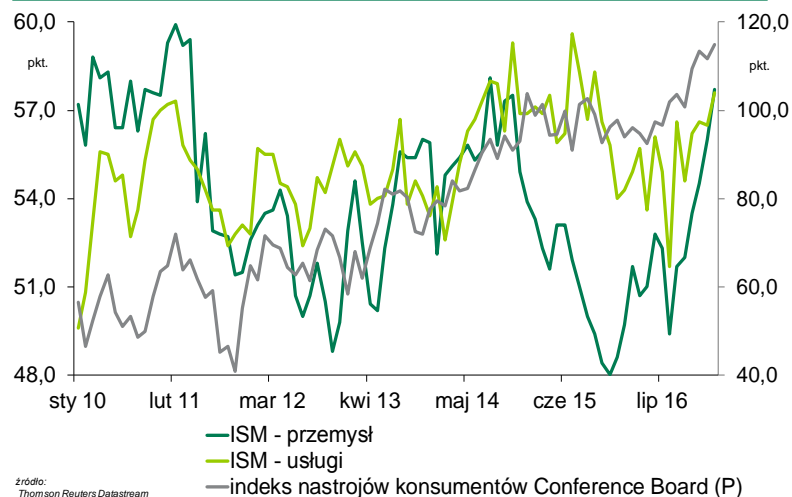
- W minionych tygodniach wpływ wydarzeń politycznych ograniczał się jedynie do rynku europejskiego i pozostawał ograniczony co do skali. Najważniejszym czynnikiem kształtującym nastroje rynkowe były informacje dot. rozwoju sytuacji przed kwietniowo – majowymi wyborami prezydenckimi we Francji.
- Z punktu widzenia sytuacji regionu równie ważne są jesienne wybory parlamentarne w Niemczech. Pomimo rosnącego ryzyka przegranej dotychczasowej kanclerz szefowej koalicji CDU/CSU Angeli Merkel, te informacje póki co mają mniejszy wpływ na rynki z powodu bardziej odległego terminu wyborów, ale także faktu, że rosnącym poparciem cieszy się szef socjaldemokratycznej partii SPD, a nie eurosceptyczna partia AfD.
- Decyzja o konieczności zgody parlamentu brytyjskiego na notyfikację artykułu 50 Traktatu o UE oraz dotychczasowe poprawki zgłaszane w parlamencie do ustawy o wyjściu Wielkiej Brytanii z UE wskazują, że dotrzymanie terminów przedstawianych przez premier T. May nie jest oczywiste (tj. terminu notyfikacji artykułu 50 do końca marca).
- Na 15. marca zaplanowane są wybory parlamentarne w Holandii. Według sondaży przedwyborczych największym poparciem społecznym cieszy się eurosceptyczna Partia Wolności, choć poparcie to obniżyło się lekko wobec wysokich poziomów z początku br. Jednocześnie jednak pozostałe partie odrzuciły możliwość stworzenia koalicji rządowej z PW, co może sugerować scenariusz utworzenia rządu przez kilka partii, które zajmą kolejne miejsca w wyborach. Taki scenariusz byłby z punktu widzenia rynków finansowych korzystniejszy (biorąc pod uwagę zapowiadane przez PW wyjście kraju ze strefy euro), niemniej proces utworzenia rządu w takich warunkach będzie zapewne długotrwały.
- Biorąc pod uwagę spore zaskoczenie dotychczasowymi wynikami głosowań powszechnych utrzymuje się podwyższone ryzyko dla wyniku wyborów w Holandii. Ponadto sama skala poparcia dla PW będzie zapewne ważną informacją dot. nastrojów politycznych w Europie przed wyborami prezydenckimi we Francji. Dotychczasowe sondaże francuskiej opinii publicznej wskazują na zwycięstwo Marine Le Pen, liderki Frontu Narodowego w I turze wyborów i dużą przewagę nad nią każdego z centrowych kontrkandydatów w II turze wyborów.

### Kalendarz ważnych wydarzeń politycznych w Europie w 2017 r.



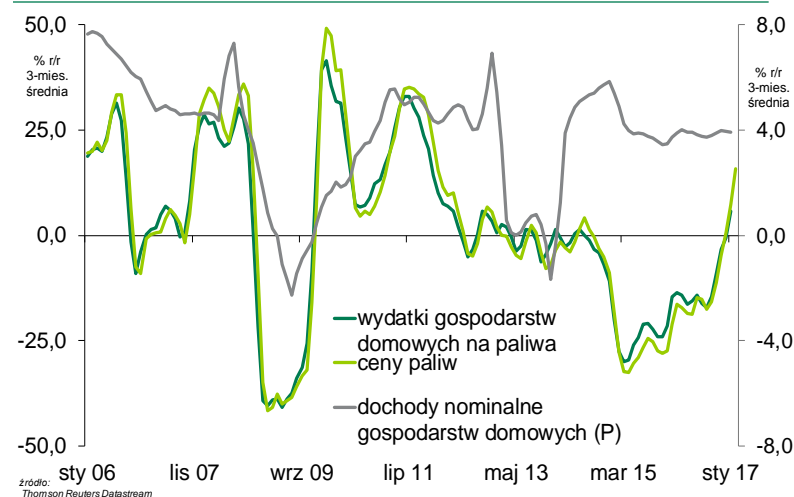
- Publikowane w pierwszych miesiącach br. indeksy koniunktury gospodarczej w USA wskazują na dalszą poprawę nastrojów zarówno wśród przedsiębiorców, jak i konsumentów. Ustabilizowanie się sytuacji na rynku ropy naftowej przełożyło się na wygasanie dotychczasowego efektu silnego spadku inwestycji w sektorze wydobywczym, co łącznie z poprawą sytuacji na rynkach wschodzących i Europie (korzystniejsza sytuacja eksportu) przekłada się na wyraźną poprawę w przemyśle (w porównaniu do sytuacji z I. 2015-2016). Poprawiająca się sytuacja na rynku pracy sprzyja lepszym nastrojom konsumentów oraz korzystnej sytuacji w handlu i usługach.
- W kolejnych kwartałach oczekujemy utrzymania korzystnej sytuacji gospodarczej i wyraźnego odbicia wzrostu PKB, po słabych danych z ub.r. Oczekujemy, że całoroczna dynamika wzrostu PKB w 2017 r. lekko przekroczy 2,0% r/r.
- Jednocześnie podtrzymujemy ocenę, że skala ożywienia wzrostu gospodarczego w USA w nadchodzących kwartałach będzie ograniczona, biorąc pod uwagę: - założenia braku silnego impulsu fiskalnego (dotychczasowe informacje administracji prezydenckiej a raczej ich brak, wspierają ten scenariusz), - ryzyko wyhamowania wzrostu wydatków gospodarstw domowych, nawet przy poprawiającej się sytuacji na rynku pracy z uwagi na wyraźny wzrost cen energii (ograniczenie siły nabywczej dochodów, przy niskiej elastyczności popytu na cenę w przypadku konsumpcji paliw), - ryzyko osłabienia aktywności na rynku nieruchomości w następstwie spadku popytu na mieszkania, przy wyraźnym wzroście ceny kredytu (odnotowany pod koniec ub.r. idotny wzrost długoterminowych stóp procentowych).

## Początek 2017 r. pod znakiem dalszej poprawy nastrojów gospodarczych



źródło:  
Thomson Reuters Datastream

## Nawet przy wzroście dochodów ryzyko dla utrzymania wyższego wzrostu wydatków konsumentów przy wyższych cenach energii

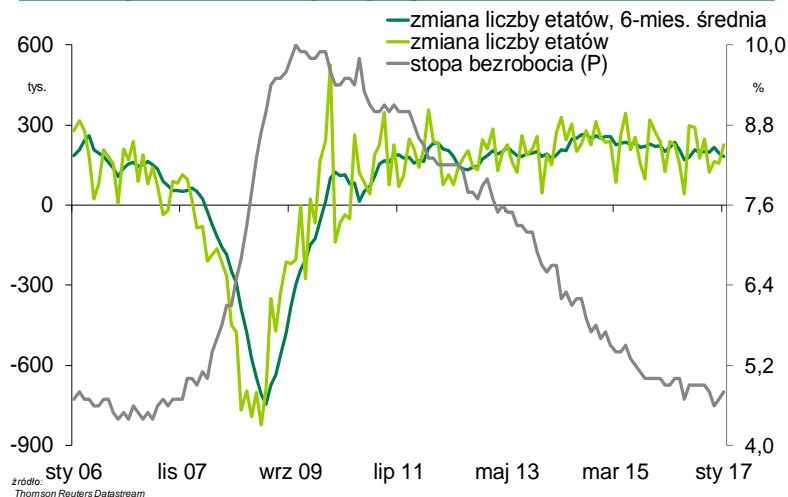


źródło:  
Thomson Reuters Datastream

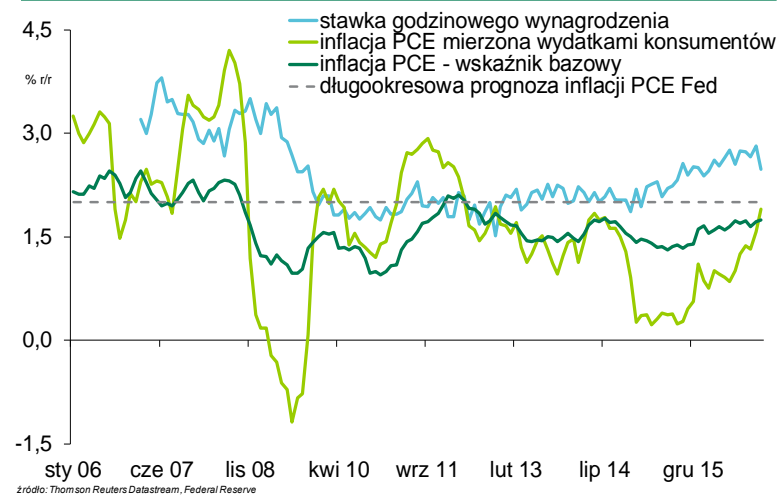
# „Jastrzębia” retoryka członków FOMC wskazuje na podwyżkę stóp procentowych Fed w marcu

- Seria „jastrzębich” wypowiedzi członków FOMC pod koniec lutego oraz wystąpienie prezes Fed Janet Yellen z 3. marca wskazują na wysokie prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu 14-15 marca.
- Zaostrzenie retoryki członków FOMC wobec na przykład treści stenogramów z posiedzenia FOMC z przełomu stycznia i lutego oraz wobec wystąpienia prezes Fed z połowy lutego jest dla nas zaskoczeniem. O ile publikowane w minionych tygodniach dane wskazują na utrzymanie korzystnych perspektyw wzrostu gospodarczego, to w ciągu ostatnich tygodni trudno jednak wskazać na wyraźną poprawę perspektyw sytuacji na rynku pracy, a w szczególności inflacji. Ponadto w ostatnich tygodniach wątek silniejszego wsparcia polityki fiskalnej raczej stracił na prawdopodobieństwie.
- Być może decyzja FOMC w większym stopniu jest reakcją na notowany w ostatnich tygodniach niezwykle silny wzrost notowań indeksów giełdowych w USA i oceną, że przy bieżącej sytuacji na rynkach finansowych bilans ryzyka wskazuje na konieczność lekkiego zaostrzenia warunków finansowania.
- Biorąc pod uwagę z jednej strony bardzo wyraźną zmianę retoryki członków FOMC, z drugiej strony nasze ostrożne oczekiwania co do skali ożywienia wzrostu gospodarczego oraz inflacji bazowej:
  - zmieniliśmy naszą prognozę co do terminu kolejnej podwyżki stóp procentowych (z czerwca na marzec)
  - podtrzymujemy prognozę łącznej skali wzrostu stóp w całym roku (dwie podwyżki po 25 pkt. baz. w marcu i we wrześniu).

## Stabilne tempo wzrostu zatrudnienia, spadek stopy bezrobocia hamowany wzrostem liczby aktywnych zawodowo



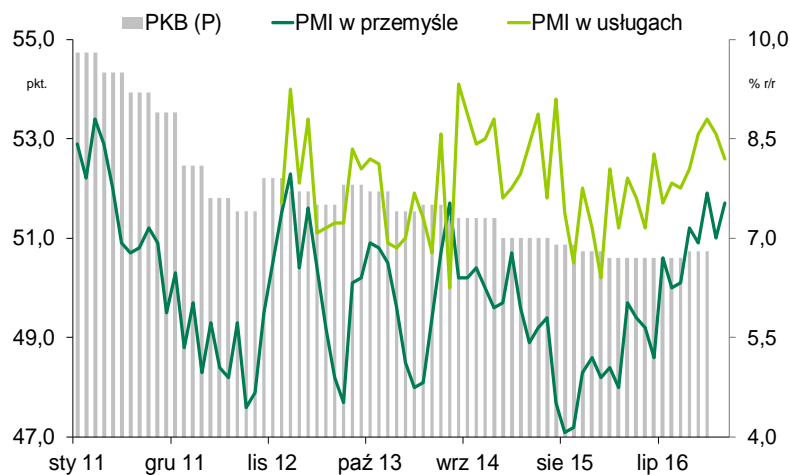
## Brak oznak przyspieszenia wzrostu inflacji bazowej



# Utrzymanie korzystniejszej koniunktury w Chinach, sygnały utrzymania solidnego wsparcia polityki fiskalnej w 2017 r.

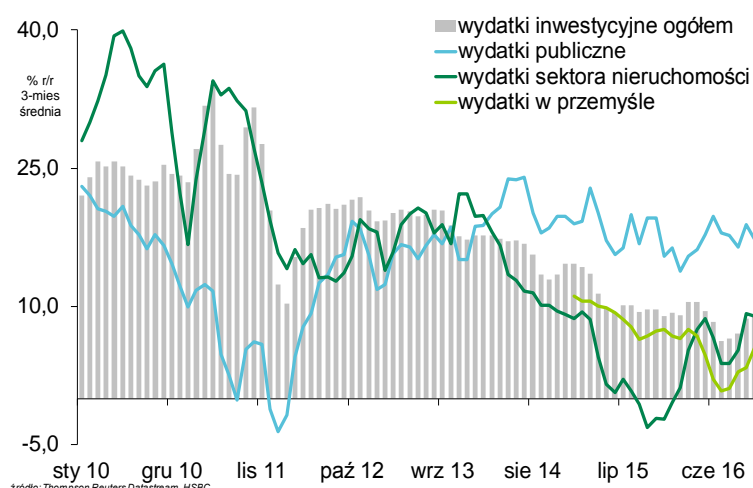
- Wskaźniki koniunktury gospodarczej za pierwsze dwa miesiące 2017 r. sugerują dalszą poprawę aktywności gospodarczej i ograniczenie ryzyka silniejszego spowolnienia chińskiej gospodarki. Na taką sytuację wskazują także opublikowane za styczeń oraz luty dane dot. handlu zagranicznego (przy bardzo wysokiej zmienności tych danych), wskazujące na odbicie dynamik zarówno eksportu, jak i importu.
- W połowie marca opublikowane zostaną tzw. „twarde” dane dot. produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej oraz nakładów inwestycyjnych za okres styczeń – luty br., które wskażą już na pełny obraz aktywności chińskiej gospodarki z początkiem 2017 r.
- W warunkach stabilizujących się danych z Chin, korzystnych informacji nt. aktywności gospodarek rozwiniętych można oczekiwać, że w 2017 r. dynamika wzrostu PKB w Chinach utrzyma się w okolicach 6,5% r/r.
- W minionych latach bardzo istotnym czynnikiem wzrostu chińskiej gospodarki była podwyższona aktywność sektora publicznego. Według dominujących ocen zewnętrznych ośrodków analitycznych projekt budżetu i polityki fiskalnej na 2017 r. także zakłada silne wsparcie dla wzrostu gospodarczego, przy sporej elastyczności działań, które będą zapewne buforowały ewentualne mniej optymistyczne dane z sektora prywatnego. Poza samymi wydatkami publicznymi na 2017 r. zaplanowane jest także dalsze ograniczenie obciążeń podatkowych sektora przedsiębiorstw.

## Wskaźniki koniunktury za styczeń i luty potwierdzające stabilizowanie się sytuacji gospodarczej



źródło: Thomson Reuters Datastream, Thomson Reuters

## Inwestycje publiczne nadal kluczowe, niemniej silniejsza poprawa także w zakresie inwestycji prywatnych

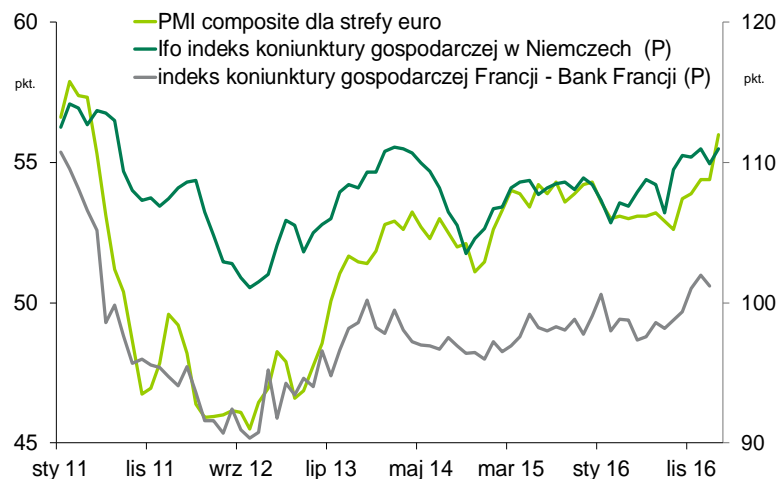


źródło: Thomson Reuters Datastream, HSBC



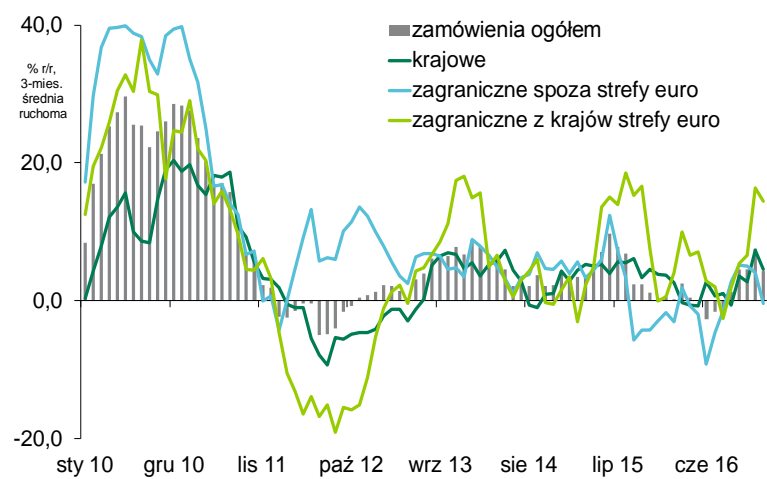
- Opublikowane w ostatnich tygodniach dane makroekonomiczne nadal w większości wskazują na sygnały utrzymującej się poprawy sytuacji gospodarczej. Jednocześnie jednak pojawiło się kilka wskaźników lekko studzących optymizm co do perspektyw gospodarczych w Europie.
- Po silnych zwyżkach na przełomie roku, lutowe indeksy PMI w Wielkiej Brytanii obniżyły się, co może wskazywać, że ostrożność w formułowaniu wniosków o całkowitym braku wpływu Brexitu na gospodarkę brytyjską jest uzasadniona. W styczniu zdecydowanie negatywnie zaskoczyły także dane dot. zamówień w niemieckim przemyśle. Choć w warunkach korzystnych indeksów koniunktury w strefie euro trudno na podstawie tych danych prognozować wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego, to jednak dane potwierdzają mniej jednoznaczne perspektywy dla europejskich gospodarek.
- W całym 2017 r. oczekujemy wzrostu PKB w strefie euro na poziomie ok. 1,5% r/r, przy lekkim spowolnieniu dynamiki konsumpcji (z uwagi na solidny wzrost cen energii i spadek siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych), przy stabilnych perspektywach dla eksportu oraz bardzo powolnej odbudowie inwestycji przedsiębiorstw. Kwestia solidnego oraz trwałego odbicia prywatnych inwestycji firm cały czas pozostaje kluczowa dla ograniczenia średniokresowego ryzyka gospodarczego w strefie euro w postaci niskiego tempa wzrostu oraz niskiej inflacji.

### Korzystne perspektywy krótkoterminowe dla strefy euro wg wskaźników koniunktury



źródło: Thomson Reuters, Thomson Reuters Datastream

### Pojawiające się jednak także mniej jednoznaczne sygnały – w styczniu bardzo silny spadek zamówień w niemieckim przemyśle

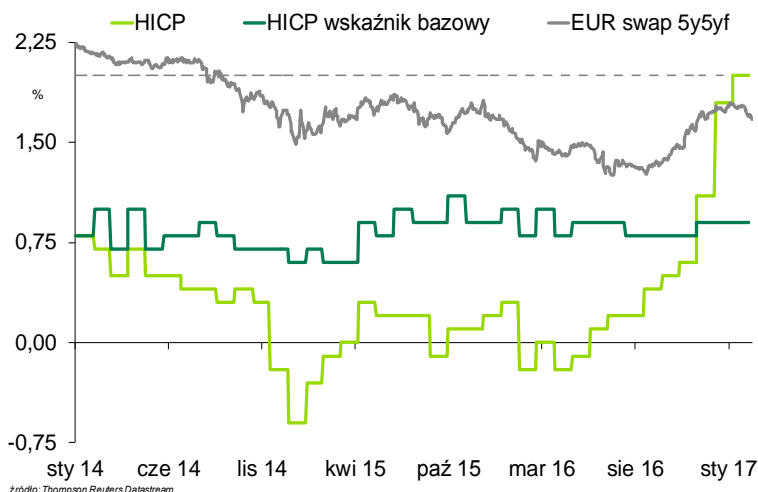


źródło: Thomson Reuters Datastream

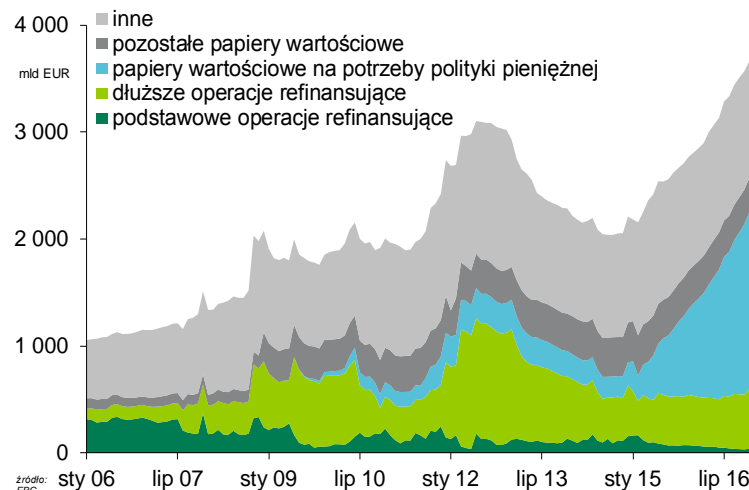
# Przy wciąż niskiej inflacji, kwestia ograniczenia luzowania polityki pieniężnej przez EBC pozostaje odległa

- Rada EBC na marcowym posiedzeniu nie zmieniła parametrów polityki pieniężnej, utrzymując stopy procentowe na poziomie 0,0% dla stopy repo i 0,4% dla stopy depozytowej oraz parametry programu skupu aktywów finansowych - 80 mld EUR miesięcznego skupu aktywów do końca marca 2017 r. i 60 mld EUR od kwietnia do grudnia 2017 r. lub dłużej, do momentu ustabilizowania się inflacji.
- Treść komunikatu po posiedzeniu, jak również wypowiedzi prezesa EBC Mario Draghi podczas konferencji prasowej wskazały na minimalne zmiany w retoryce EBC, które można określić jako pomijanie dotychczas podejmowanych wątków ryzyka najbardziej negatywnych scenariuszy, przy wyraźnym spadku prawdopodobieństwa ich wystąpienia.
- Jednocześnie w ocenie rady w dalszym ciągu konieczne jest utrzymanie bardzo akomodacyjnej polityki pieniężnej, dlatego rada EBC nie dyskutowała w ogóle nad kwestią odchodzenia od programu skupu aktywów (QE). Zarówno w komunikacie, jak i kilkakrotnie podczas konferencji prasowej poruszona została kwestia niezbędnego dla rady EBC wzrostu pewności co do trwałego wzrostu inflacji (tj. takiego, który utrzyma się także po wygaśnięciu luzowania polityki pieniężnej). Prezes EBC wskazał, że póki co obserwowane są już przekonujące, wyraźnie lepsze dane dot. sytuacji w sferze realnej, wciąż konieczne są natomiast sygnały (np. z rynku pracy lub oczekiwań inflacyjnych) trwałego charakteru wzrostu inflacji, wykraczającego poza zmienne kategorie paliw i energii. M. Draghi podkreślił, że ocena braku – póki co – przekonania o trwałości wzrostu inflacji jest także spójna z wynikami najnowszej projekcji makroekonomicznej EBC.
- Biorąc pod uwagę strukturę bieżącej inflacji w strefie euro, naszą ostrożność dot. scenariuszy makroekonomicznych oraz stanowisko rady EBC, podtrzymujemy ocenę odległej perspektywy zakończenia programu QE w strefie euro

## Utrzymujący się bardzo niski poziom inflacji bazowej HICP...



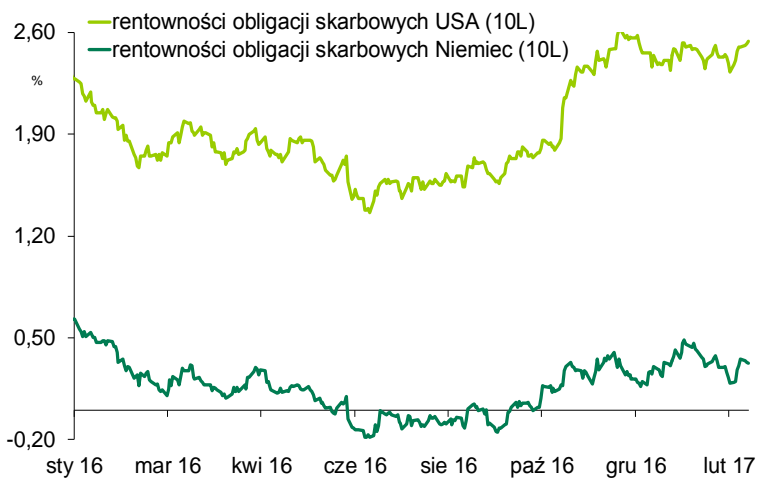
## ... wskazujący na potrzebę kontynuacji programu QE



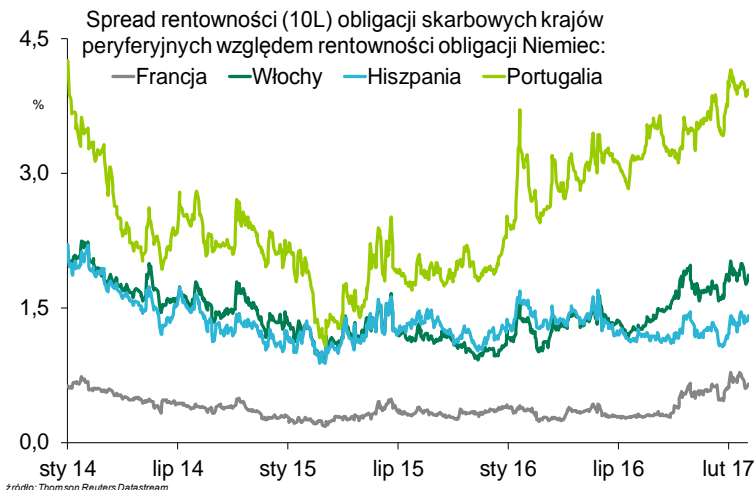
# „Jastrzębi” FOMC podtrzymuje rentowności obligacji skarbowych w USA na wyższych poziomach

- W ostatnich tygodniach, pomimo spadku prawdopodobieństwa scenariusza silnego wsparcia ze strony polityki fiskalnej oraz restrykcyjnej polityki handlowej USA i ich wpływu na silne ożywienie gospodarki USA oraz inflacji, rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych utrzymywały się na wysokich poziomach.
- Taka sytuacja była pochodną „jastrzębiej” retoryki członków FOMC i *de facto* zapowiedzi podwyżki stóp procentowych Fed już na posiedzeniu w marcu.
- Utrzymanie bardziej ostrożnej retoryki EBC oraz okresowy wzrost ryzyka sytuacji politycznej w Europie skutkowało nieco mniejszą skalą wzrostu rentowności niemieckich obligacji. Zmieniające się nastroje dot. sytuacji w Europie skutkowało w minionych tygodniach podwyższoną zmiennością spreadów rentowności obligacji skarbowych krajów peryferyjnych EMU i Francji wobec papierów niemieckich.
- Biorąc pod uwagę przedstawioną przez nas ostrożność dot. prognoz dla gospodarki amerykańskiej i tym samym mniej „jastrzębi” scenariusz podwyżek stóp procentowych w USA, podtrzymujemy oczekiwania korekty spadkowej rentowności amerykańskich obligacji skarbowych. Jednocześnie jednak w warunkach publikacji bieżących korzystnych danych makroekonomicznych oraz przyspieszenia kolejnej podwyżki stóp procentowych przez FOMC przyznajemy, że okres podwyższonych poziomów długoterminowych stóp może wydłużyć się.

## Jastrzębie wypowiedzi członków FOMC podtrzymujące wyższe rentowności obligacji skarbowych w USA

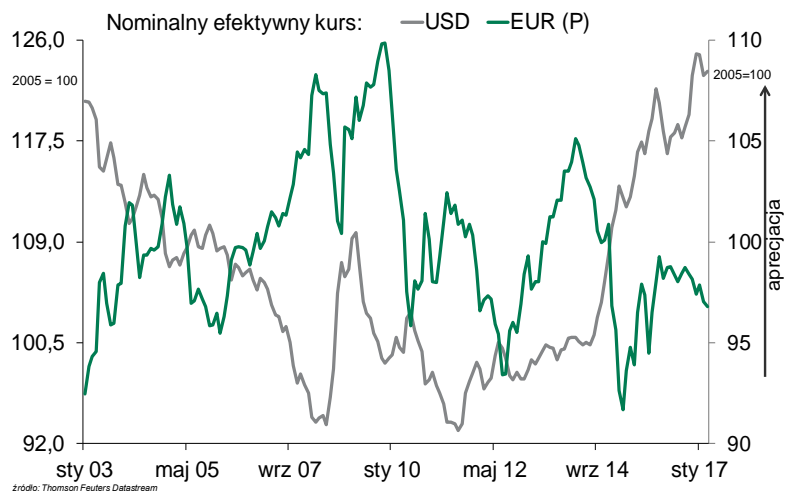


## Podwyższona zmienność rentowności SPW krajów europejskich z uwagi na zmienne oczekiwania dot. sytuacji politycznej

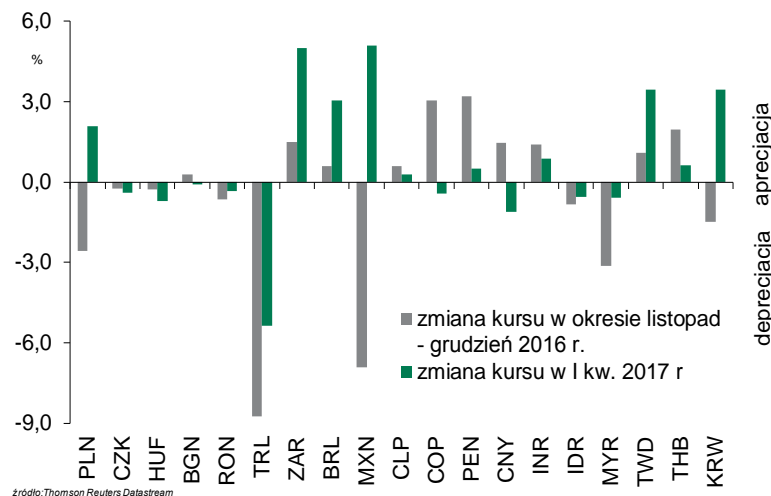


- W ostatnich tygodniach ponownie wzmocnił się dolar wobec euro w kierunku 1,06 USD/EUR. W tym okresie skala aprecjacji była już stosunkowo niewielka, przy równoważących się efektach: oczekiwania na bardziej „jastrzębią” politykę FOMC i ograniczenia oczekiwań dot. zmian w polityce handlowej USA, które wcześniej silnie umacniały dolara kosztem walut rynków wschodzących.
- Te efekty, oprócz wątku stabilizowania się sytuacji na rynku ropy naftowej (ważne dla kursów walut krajów eksportujących surowiec) i spadku globalnej premii za ryzyko w warunkach poprawiającej się sytuacji gospodarki globalnej skutkowałą dalszą aprecjacją walut na większości rynków wschodzących.
- Jednocześnie w tym okresie na wartości straciła wspólna waluta, co było zapewne efektem bardziej ostrożnej retoryki EBC w kontekście perspektyw polityki pieniężnej, ale także wzrostu ryzyka sytuacji politycznej w Europie.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia dot. prognoz gospodarczych oraz polityki pieniężnej w USA oczekujemy w dłuższym horyzoncie osłabienia kursu dolara. Jednocześnie w krótkim okresie bardziej „jastrzębia” retoryka FOMC może podtrzymywać wyższy popyt na dolara. Dodatkowo w najbliższych miesiącach aprecjację euro wobec dolara będzie być hamowana przez utrzymujące się ryzyko polityczne w Europie.
- Prognozujemy, że kurs euro wobec dolara może powrócić w kierunku 1,10 USD/EUR dopiero pod koniec br.

## Stabilne notowania dolara oraz dalsze lekkie osłabienie notowań euro

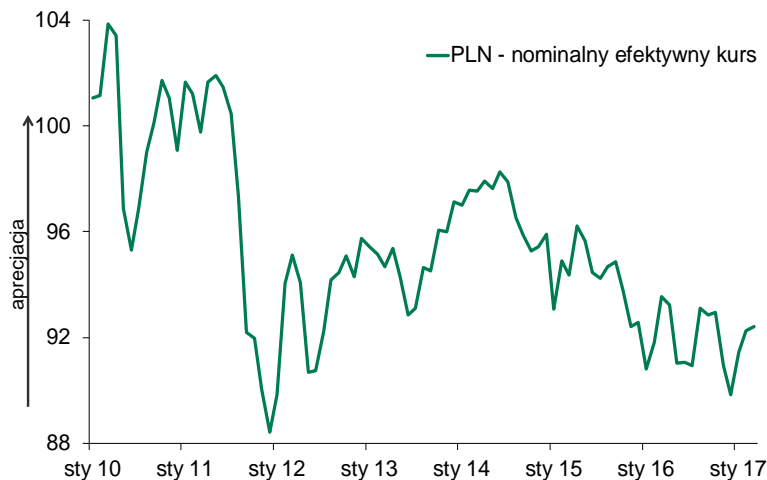


## Od początku roku wyraźna poprawa sytuacji na rynkach wschodzących



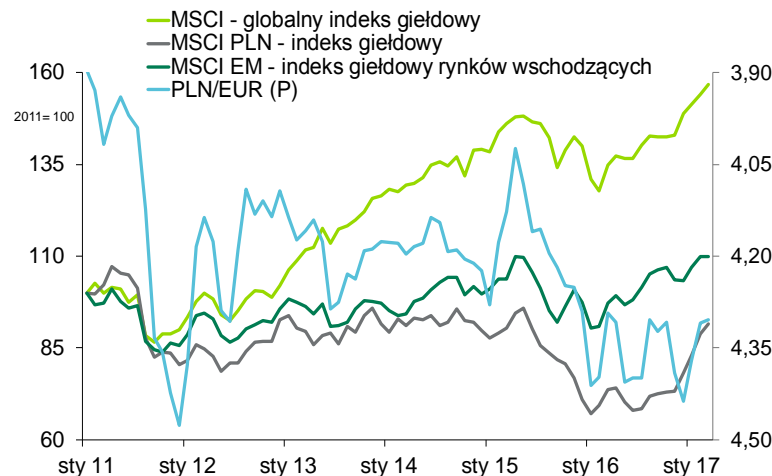
- Po wyraźnym wzmocnieniu na początku roku, w lutym oraz na początku marca notowania złotego podlegały już niewielkim wahaniom oscylując wokół poziomu 4,30 PLN/EUR i reagując na zmieniające się tendencje na krajowym rynku obligacji oraz akcji.
- Generalnie utrzymaniu nieco silniejszych poziomów złotego w porównaniu z końcem 2016 r. sprzyjał powrót kapitału zagranicznego na rynki wschodzące, ale ważnym dodatkowym czynnikiem było także utrzymanie spektakularnej skali wzrostów krajowej giełdy wynikających z efektów lokalnych (poprawa perspektyw krajowego sektora bankowego oraz OFE).
- Z drugiej strony, czynnikiem hamującym wzmocnienie złotego był okresowy wzrost niepewności dot. sytuacji politycznej w Europie oraz ograniczona poprawa na krajowym rynku długu (poprawa na rynkach wschodzących w większym stopniu związana z ograniczeniem obaw o negatywne scenariusze polityki handlowej, przy utrzymujących się oczekiwaniach na zacieśnienie polityki pieniężnej Fed).
- Podtrzymujemy naszą ocenę, iż czynniki fundamentalne oraz oczekiwania dot. sytuacji gospodarczej i polityki pieniężnej Fed powinny sprzyjać silniejszym notowaniom złotego, niemniej w najbliższych miesiącach wciąż silne oczekiwania na zacieśnienie polityki pieniężnej Fed, a przede wszystkim podwyższone ryzyko polityczne w Europie sugerują większość ostrożność w prognozowaniu kursu złotego.

### W lutym oraz na początku marca podtrzymanie mocniejszych notowań kursu złotego



źródło: Thomson Reuters Datastream

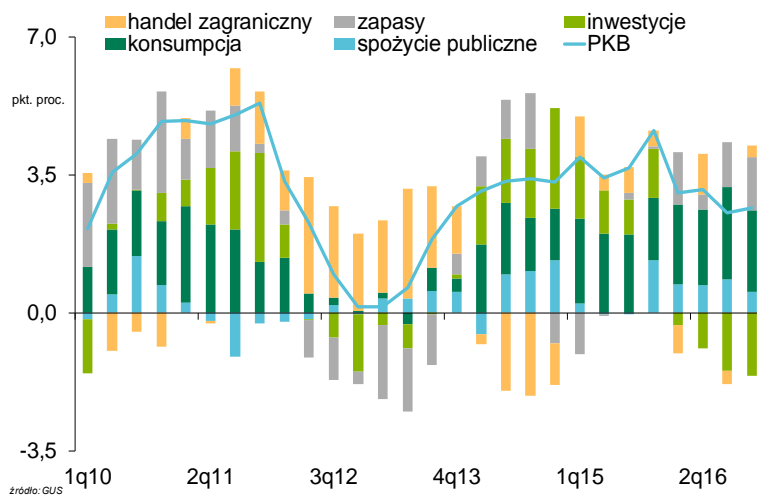
### Poprawa nastrojów globalnych korzystna dla złotego, jednak bardzo istotne także czynniki lokalne



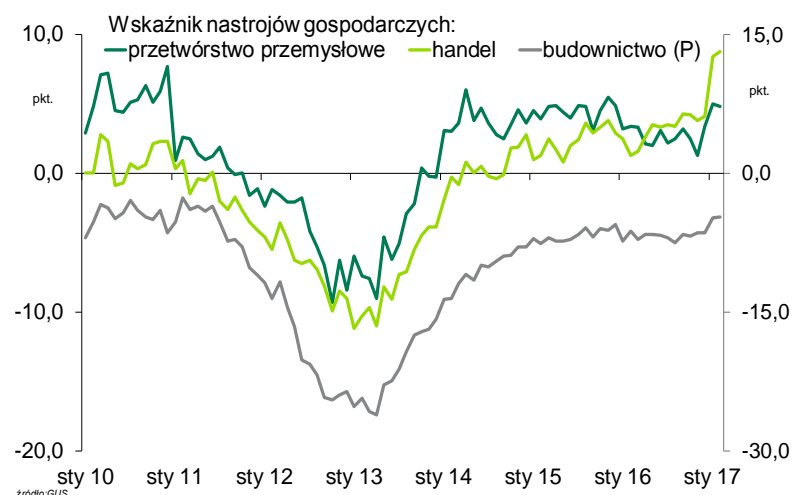
źródło: Thomson Reuters Datastream

- W IV kw. 2016 r. dynamiki PKB wzrosła do 2,7% r/r. Choć dynamikę wzrostu poniżej 3,0% r/r trudno uznać za wynik rewelacyjny, to zwraca uwagę fakt notowanej równocześnie bardzo wysokiej statystycznej bazy odniesienia. W ujęciu zmian kwartalnych (oczyszczonych z wahań sezonowych) wzrost aktywności w IV kw. ub.r. można już jak najbardziej uznać za spektakularny.
- Jednocześnie nie tak dobry obraz prezentuje struktura wzrostu PKB w IV kw., przy jedynie lekkim wzroście dynamiki inwestycji (nieco mniejsza skala spadku). Przy sporym prawdopodobieństwie lepszych wyników w zakresie inwestycji publicznych, słaba poprawa inwestycji ogółem sugeruje kolejny kwartał bardzo słabego wyniku inwestycji przedsiębiorstw. Ponadto w IV kw. ub.r. odnotowano bardzo wysoką kontrybucję zapasów we wzrost PKB. Sama istotna skala dodatniej kontrybucji zapasów nie jest zjawiskiem nietypowym, najczęściej jednak istotnym zmianom kontrybucji zapasów towarzyszą przeciwstawne zmiany kontrybucji eksportu netto (co skutkuje marginalnym wpływem tych dwóch kategorii netto na wzrost PKB). Trudno jednoznacznie wyjaśnić te efekty, niemniej w naszej ocenie bardziej prawdopodobne jest lekkie wyhamowanie dotychczasowego, bardzo wysokiego wzrostu aktywności.
- Z drugiej strony, nawet przy ryzyku jedynie okresowego charakteru silnego wzrostu zapasów, wyraźna i szeroka poprawa nastrojów gospodarczych, bynajmniej nie zapowiada spowolnienia w najbliższych miesiącach. Ponadto, opublikowane dane za styczeń oraz już zdecydowanie niższa statystyczna baza odniesienia wskazują, że nawet przy ograniczeniu wzrostów aktywności w ujęciu zmian kwartalnych roczna dynamika wzrostu PKB w I kw. wzrośnie w kierunku 3,5% r/r.

## W IV kw. przyspieszenie dynamiki PKB przy bardzo wysokiej bazie odniesienia



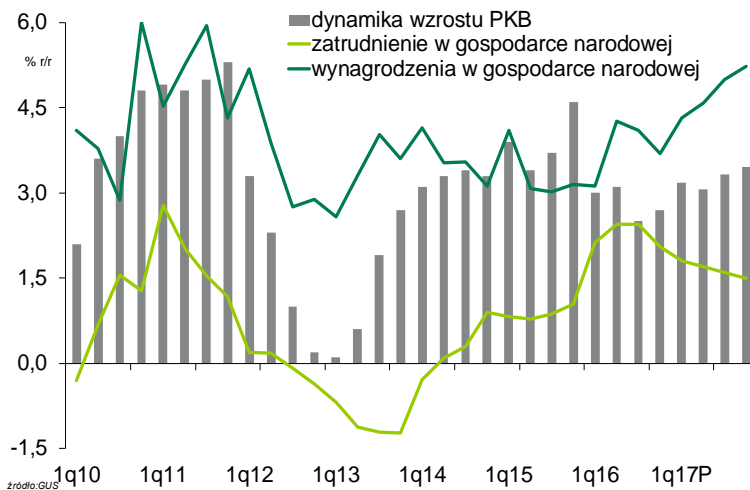
## Solidna i „powszechna” poprawa nastrojów gospodarczych



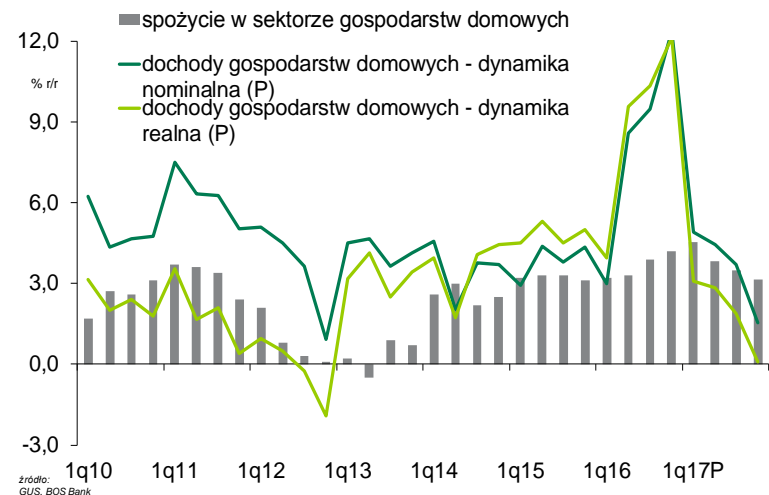
## W nadchodzących kwartałach utrzymanie korzystnych danych dot. konsumpcji prywatnej

- W I poł. 2017 r. oczekujemy utrzymania podwyższonej dynamiki konsumpcji prywatnej (powyżej 4,0% r/r), na co wpływ będą miały opóźnione efekty przyspieszenia dynamiki dochodów gospodarstw domowych. Wyhamowania tej dynamiki oczekujemy jednak pod koniec 2017 r., stąd w całym br. oczekujemy niewielkiego wzrostu dynamiki konsumpcji prywatnej względem wyniku z 2016 r.
- Poprawiająca się cały czas sytuacja na rynku pracy będzie stymulowała wyższe dochody i wydatki gospodarstw domowych, jednak należy pamiętać o wyjątkowej kumulacji czynników podwyższających realną dynamikę wzrostu dochodów gospodarstw domowych: - rozpoczęcie wypłaty świadczeń w ramach programu „Rodzina 500+” (sam efekt utrzymania wypłat środków będzie utrzymywał wyższy poziom konsumpcji, niemniej nie utrzyma podwyższonej jej dynamiki), - przyspieszenie wypłat dopłat bezpośrednich w ramach WPR za 2016 r. (bezprecedensowa skala kumulacji tych wypłat w IV kw. 2016 r.), - niska inflacja w l. 2015 – 2016 okresowo podwyższająca siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych.
- Częściowo efekt spowolnienia dynamiki konsumpcji prywatnej będzie łagodzony z uwagi na bieżący silny wzrost stopy oszczędności (za badaniami NBP na podstawie danych GUS), niemniej nie sądzimy, aby był on w stanie zneutralizować całkowicie tak silną zmianę dynamiki dochodów.
- Czynnikiem ryzyka dla prognozy całorocznej dynamiki konsumpcji pozostaje kwestia opóźnień wpływu bardzo silnego impulsu dochodowego na wyniki konsumpcji. Jeżeli te opóźnienia są większe mogą oznaczać jeszcze silniejsze przyspieszenie dynamiki konsumpcji w I poł. br.

### Oczekujemy utrzymania korzystnej sytuacji na krajowym rynku pracy, choć tempo tej poprawy będzie nieco słabsze



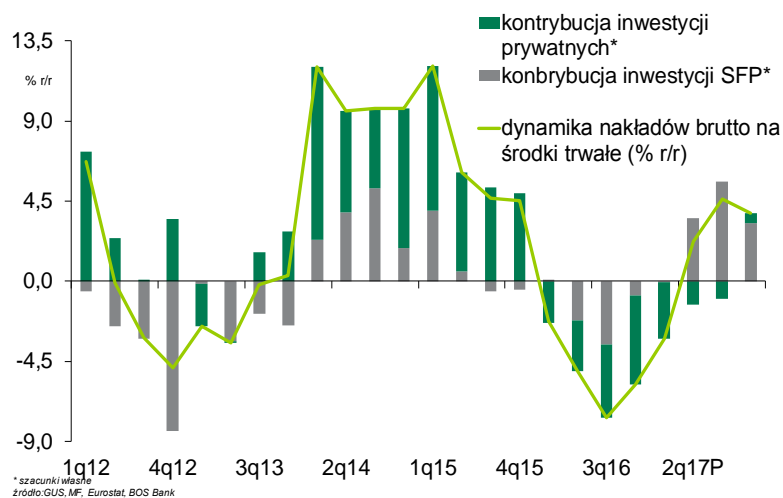
### Wygaśnięcie impulsu uruchomienia wypłat świadczeń i wzrost inflacji CPI czynnikiem ograniczającym dynamikę konsumpcji prywatnej pod koniec br.





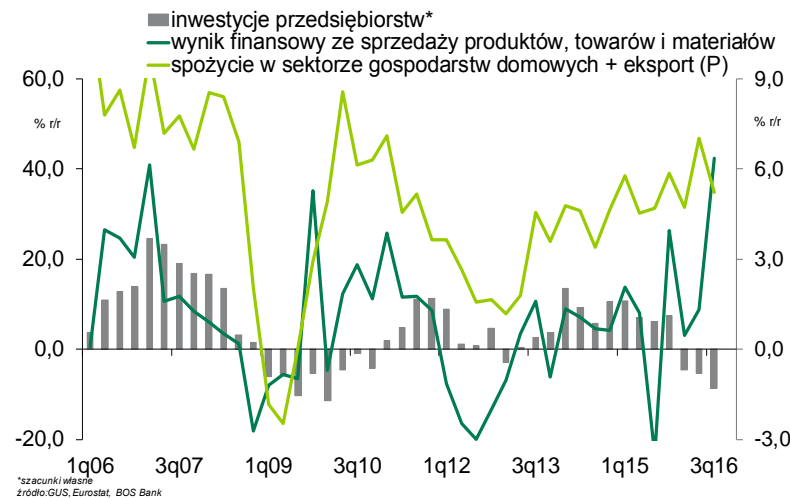
- Biorąc pod uwagę: - ograniczoną skalę prognozowanego przyspieszenia dynamiki konsumpcji prywatnej, - nasze ostrożne prognozy dot. gospodarki globalnej, w szczególności gospodarki strefy euro i tym samym ograniczone szanse na dalsze przyspieszenie dynamiki eksportu, - solidny wzrost kontrybucji zapasów we wzrost w 2016 r., kluczowe dla solidnego przyspieszenia dynamiki PKB w 2017 r. jest ożywienie inwestycji. W 2017 r. oczekujemy wyraźnej poprawy w inwestycjach publicznych oraz, w mniejszej skali, odbicia prywatnych inwestycji przedsiębiorstw.
- Widzimy przestrzeń do solidnej poprawy wyniku inwestycji publicznych, po bardzo słabych danych w 2016 r. biorąc pod uwagę: - już notowaną w II poł. 2016 r. poprawę dynamiki inwestycji JST, - informacje o istotnym wzroście podpisywanych umów na realizację projektów współfinansowanych ze środków UE, - wyniki badania NBP dot. koniunktury w przedsiębiorstwach wskazujące na wyraźną poprawę planów inwestycyjnych firm publicznych.
- Wyniki badania NBP wskazują natomiast na jedynie nieco mniej negatywne perspektywy inwestycji przedsiębiorstw prywatnych. W dalszym ciągu brak jest sygnałów solidnego odbicia inwestycji firm energetycznych (po bardzo wysokich wynikach z lat 2014 – 2015). Jak wielokrotnie już wskazywaliśmy, ryzyko prognozy tej kategorii jest wyższe, gdyż w przeszłości nie notowaliśmy podobnej sytuacji, kiedy przy stabilnych wynikach popytu w gospodarce, tak wyraźnie spadłyby inwestycje firm.
- W całym 2017 r. oczekujemy wzrostu dynamiki PKB w skali 3,3% r/r. Osiągnięcie wyższej od prognozowanej dynamiki wzrostu jest realne przy ewentualnym wyższym wzroście konsumpcji prywatnej oraz inwestycji prywatnych.

## W 2017 r. oczekujemy solidnego przyspieszenia inwestycji, głównie publicznych...



\*szacunki własne  
źródło: GUS, MF, Eurostat, BOS Bank

## ... przy większej niepewności co do perspektyw inwestycji prywatnych



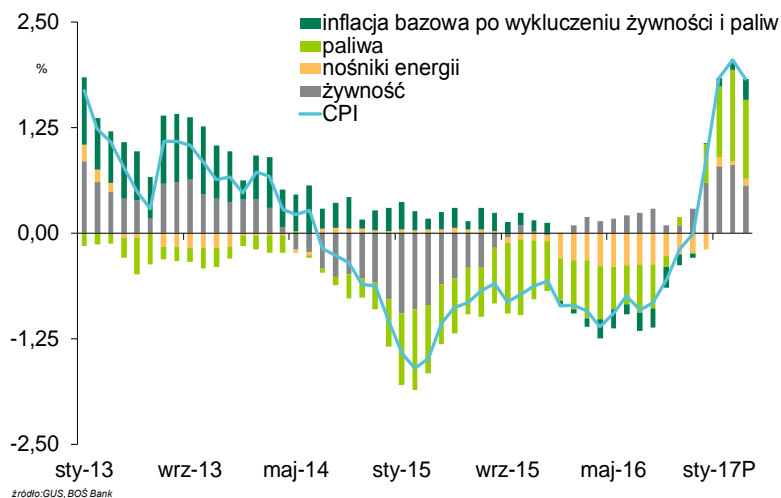
\*szacunki własne  
źródło: GUS, Eurostat, BOS Bank



## Materializujący się wzrost inflacji CPI w I kw. powyżej 1,5% r/r

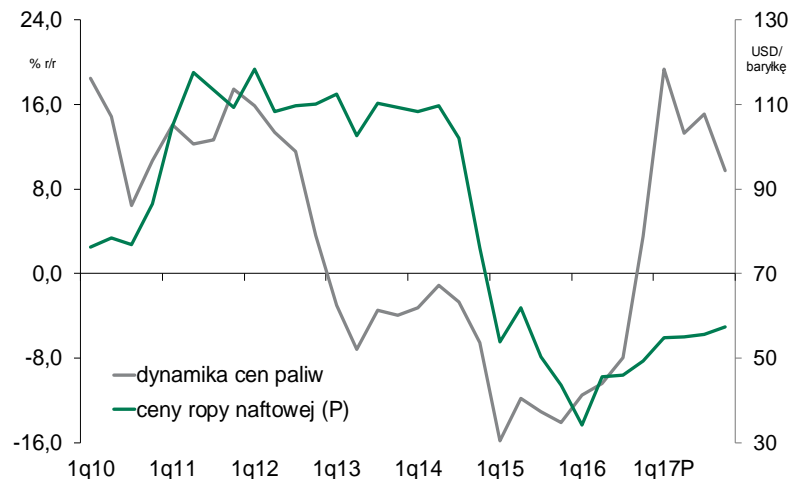
- Według wstępnych danych, inflacja CPI za styczeń wzrosła do 1,8% r/r, nasze prognozy wskazują na dalszy jej wzrost w lutym do 1,9% r/r. Powyższe szacunki mają charakter wstępny, gdyż dopiero przy publikacji danych za luty GUS dokona corocznej zmiany koszyka inflacyjnego, co skutkuje ryzykiem korekty danych za styczeń oraz wyższym ryzykiem (niż standardowo) prognozy wskaźnika lutowego. W minionych 10 latach średnia skala korekty styczniowego indeksu CPI wyniosła -0,15 pkt. proc., przy najwyższej korekcie o -0,3 pkt. proc.
- Niezależnie od ewentualnych korekt wskaźnika CPI, bez zmian pozostają nasze oczekiwania co do wyhamowania w kolejnych miesiącach notowanego na przełomie roku bardzo silnego wzrostu inflacji. Gwałtowny wzrost indeksu CPI w okresie listopad 2016 r. – styczeń 2017 r. w dominującym stopniu wynikał z wzrostu rocznej dynamiki cen paliw. Ten efekt to wypadkowa bardzo niskiej bazy odniesienia (gwałtowny spadek cen ropy na przełomie I. 2014 i 2015 oraz na przełomie lat 2015 i 2016) oraz bieżącego wzrostu cen w warunkach stabilizującej się sytuacji na rynku surowca. Zakładając utrzymanie jedynie stopniowego wzrostu cen ropy naftowej w miesiącach kolejnych, wygaśnięcie efektu bazy poskutkuje już spadkiem rocznej dynamiki cen paliw od II kw br.
- Obok cen paliw istotnym czynnikiem wzrostu wskaźnika CPI był solidny wzrost cen żywności. W sporej części był on jednak efektem czynników okresowych, tj. bardzo silnego wzrostu cen owoców i warzyw (głównie importowanych) z początkiem roku, z powodu bardzo niekorzystnych warunków atmosferycznych, co jest jedynie zjawiskiem okresowym. Dane z rynków hurtowych wskazują bowiem, że już w marcu widoczna jest silna korekta spadkowa cen warzyw.

### Na początku br. silny wzrost inflacji CPI pod wpływem wyższej dynamiki cen paliw oraz żywności



źródło: GUS, BOŚ Bank

### Przy założeniu jedynie stopniowego wzrostu cen ropy naftowej, od II kw. wyraźny spadek rocznej dynamiki cen paliw

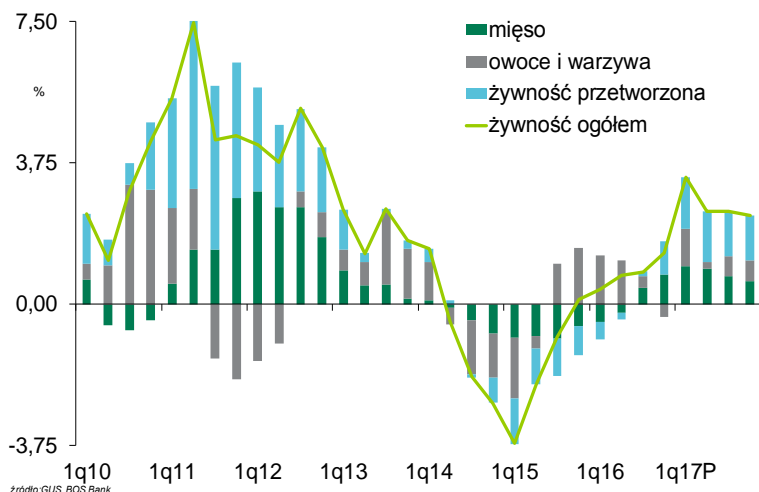


źródło: GUS, Thompson Reuters Datastream, BOŚ Bank

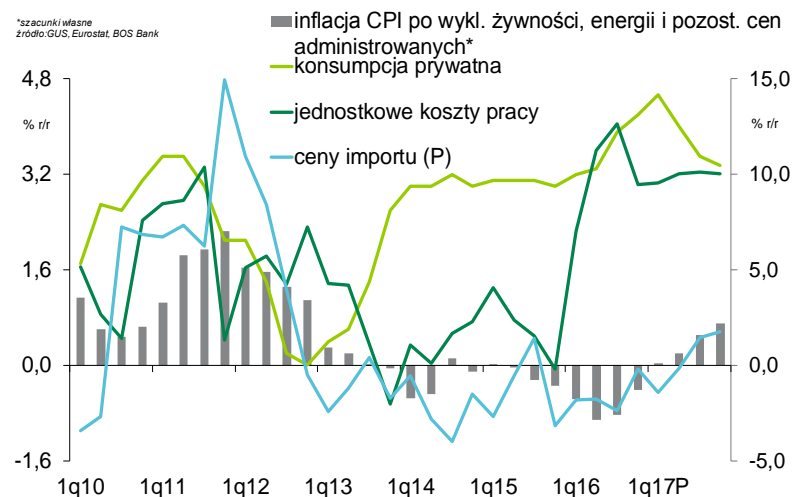
# Oczekujemy wyhamowania trendu wzrostowego wskaźnika inflacji CPI

- Przy założeniu jedynie okresowego silnego wzrostu cen owoców i warzyw z początkiem 2017 r. oczekujemy lekkiego spadku dynamiki cen żywności od II kw. 2017 r.
- Cały czas, dynamika cen żywności będzie utrzymywała się wyraźnie powyżej poziomu z I. 2014-2016, głównie przy odbiciu globalnych cen surowców żywnościowych skutkujących wyższymi wskaźnikami cen żywności przetworzonej. Jeśli jednak skala wzrostu cen surowców żywnościowych pozostanie ograniczona oraz spełni się standardowe założenie przeciętnych warunków pogodowych w trakcie 2017 r., lekkie wyhamowanie dynamiki cen żywności po bardzo silnym jego wzroście w I kw. jest bardzo prawdopodobne.
- Według naszych szacunków, w miejsce wyższych na przełomie 2016 i 2017 r. rocznych dynamik cen żywności i paliw wejdą od II kw. wyższe dynamiki cen towarów i usług silniej zależnych od efektów cyklicznych. W trakcie 2017 r. oczekujemy systematycznego wzrostu inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii oraz pozostałych cen administrowanych z uwagi na: utrzymujący się już od kilku kwartałów solidny wzrost konsumpcji prywatnej, - odnotowane przyspieszenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy, - oczekiwane w trakcie 2017 r. wyhamowanie deflacji cen importowanych (efekt globalnego ograniczenia deflacji).
- Przy powyższych założeniach inflacja CPI przez kolejne miesiące 2017 r. będzie oscylować w przedziale 1,5% -2,0% r/r, przy prognozowanym średniorocznym indeksie cen na poziomie 1,7% r/r.

## Od II kw. wolniejszy wzrost cen żywności przy niższej dynamice cen owoców i warzyw i umiarkowanym wzroście cen żywności przetworzonej

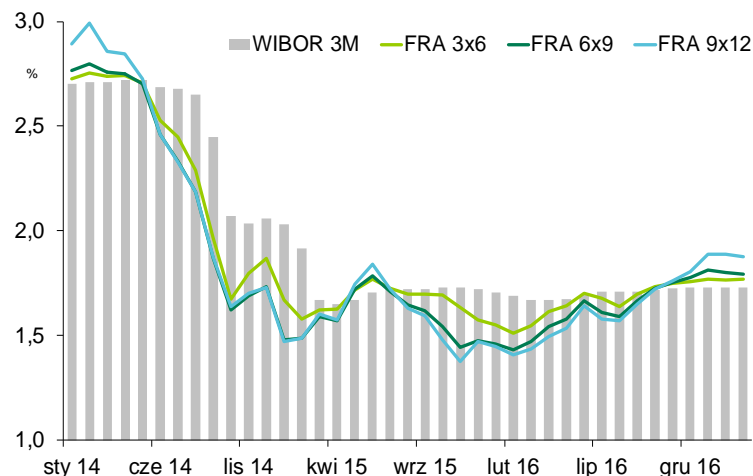


## Potencjał dla cyklicznego odbicia inflacji w trakcie 2017 r.



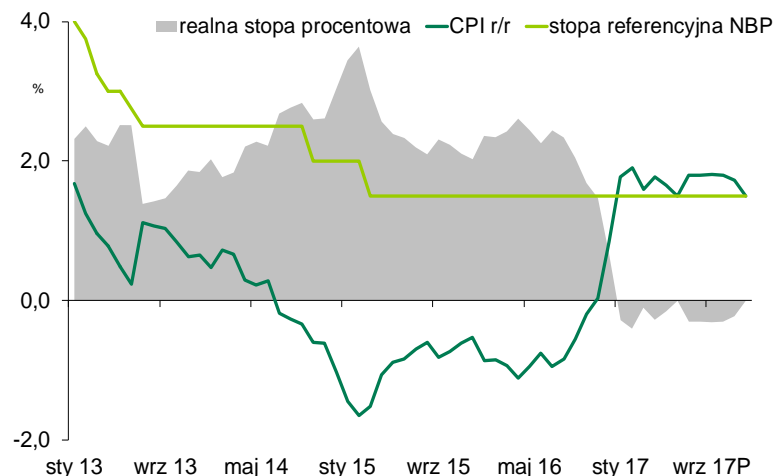
- Na posiedzeniu w marcu RPP zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym główną stopę referencyjną NBP na poziomie 1,5%.
- Pomimo dość „jastrzębiego” wydźwięku prognozy inflacji w najnowszej projekcji NBP (podwyższenie prognozy średniorocznego wskaźnika w br. do ponad 2,0% r/r z 1,3% r/r wg projekcji listopadowej), Rada utrzymała bardzo łagodny przekaz co do perspektyw polityki monetarnej. Podczas konferencji prasowej prezes NBP A. Głapiński kilkakrotnie podkreślił, iż do końca 2017 roku oczekuje stabilizacji stóp procentowych NBP na bieżącym poziomie.
- Przesłankami za utrzymaniem stabilnych stóp wg RPP jest podtrzymanie prognozy ustabilizowania się wskaźnika inflacji po okresowym wzroście, który dodatkowo wynika z czynników o charakterze podażowym, jak również póki co brak sygnałów (m.in. z rynku pracy) o narastającej presji inflacyjnej w gospodarce.
- Jednocześnie podczas konferencji prasowej prezes NBP kilkakrotnie zastrzegł, że scenariusz stabilizacji stóp jest jego osobistym zdaniem, a pozostali członkowie Rady mogą mieć odmienny pogląd. Te wypowiedzi mogą wskazywać, że choć w RPP panuje jednogłębność, że obecnie nie ma podstaw do sygnalizowania wzrostu prawdopodobieństwa podwyżek stóp, to niektórzy członkowie RPP nie są już tak przekonani, że do podwyżek nie dojdzie przed końcem br.
- Taka sytuacja może skutkować niepewnością rynkową co do perspektyw stóp procentowych w II poł. br. Nie wpływa to jednak na naszą prognozę stóp NBP (stabilizacja w 2017 r.) ze względu na naszą, niższą od projekcji NBP prognozę wskaźnika inflacji w 2017 r.

## Stawki FRA – wyższa inflacji CPI vs łagodna retoryka RPP



źródło: NBP, Thomson Reuters

## Sądzymy, że RPP będzie skłonna dłużej akceptować wyraźny spadek realnej stopy procentowej w 2017 r.

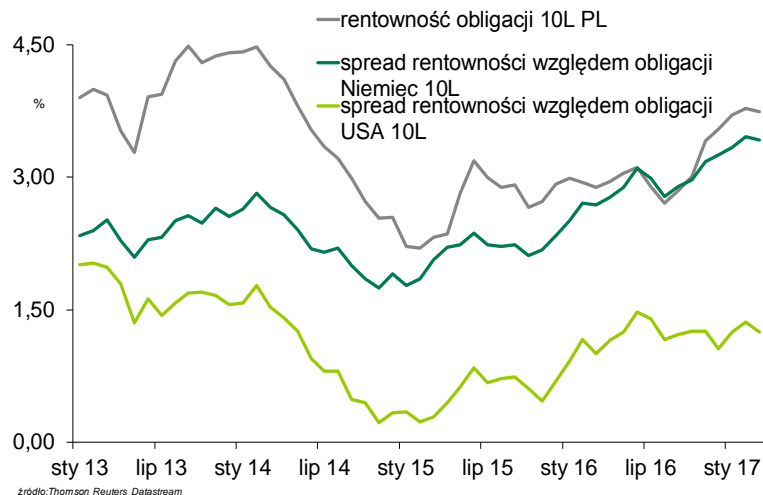


źródło: NBP, GUS, BOŚ Bank

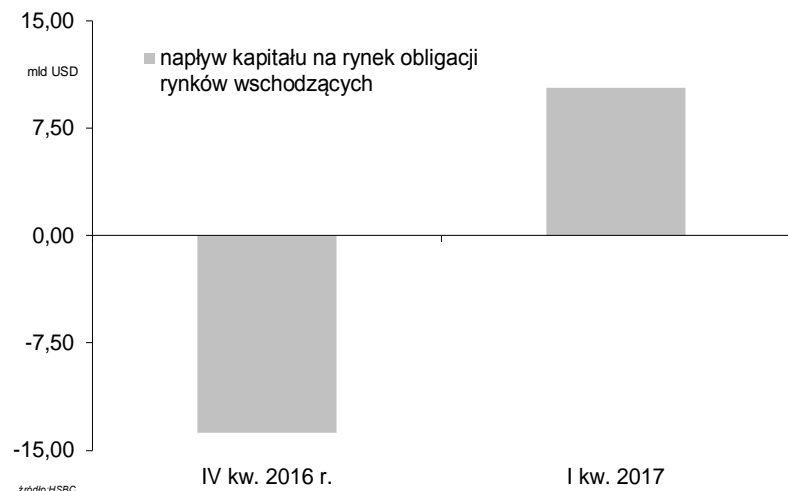
# W średnim okresie oczekujemy spadku rentowności SPW na długim końcu krzywej dochodowości

- W warunkach utrzymujących się wyższych poziomów rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, w lutym i na początku marca utrzymywały się także podwyższone rentowności krajowych papierów skarbowych. Notowano nieco wyższą zmienność spreadu rentowności polskich obligacji względem ich odpowiedników na rynkach bazowych, przy zmiennych efektach: - zmiany oceny ryzyka sytuacji politycznej w Europie, - poprawy w zakresie napływu kapitału zagranicznego na rynki obligacji krajów wschodzących, - efekty lokalne udanych aukcji długu.
- Niewielką zmienność notowań SPW na krótkim końcu krzywej notowano w reakcji na napływające dane dot. inflacji CPI oraz decyzje i wypowiedzi członków RPP.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia dot. sytuacji na globalnym rynku finansowym oraz prognozy spadku rentowności SPW w USA, oczekujemy także w średnim okresie spadku rentowności na długim końcu krzywej dochodowości krajowych papierów. Ryzyko dłuższego okresu wyższych stóp w USA przekłada się także na ryzyko wyższych rentowności na rynku krajowym. Dodatkowo, potencjalne wzrosty premii za ryzyko z tytułu sytuacji w Europie są kolejnym czynnikiem dla notowań krajowych SPW w najbliższych miesiącach.
- Jednocześnie biorąc pod uwagę nasze założenia dot. gospodarki krajowej i perspektywę podwyżek krajowych stóp procentowych w 2018 r., a dodatkowo ryzyko oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp w trakcie br., nie oczekujemy wyraźnego spadku rentowności papierów skarbowych na krótkim końcu krzywej. W tym segmencie pozytywnym czynnikiem pozostaje podwyższony popyt krajowego sektora bankowego na krótkoterminowe papiery skarbowe.

## Utrzymujące się wyższe poziomy rentowności krajowych SPW w ślad za rynkami bazowymi



## Sytuacja na rynkach obligacji gospodarek wschodzących w I kw. br. dużo korzystniejsza wobec tej z końca 2016 r.



Wskaźniki krajowe		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	% r/r	<b>3,7</b>	<b>5,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>
Popyt krajowy	% r/r	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,4	2,8	3,2
Spożycie indywidualne	% r/r	2,5	3,3	0,8	0,3	2,6	3,2	3,6	3,8
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-5,5	2,7
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,5	0,8	2,1	2,0	-1,4	0,5	0,0	0,1
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	mld PLN	<b>1 445</b>	<b>1 567</b>	<b>1 629</b>	<b>1 657</b>	<b>1 720</b>	<b>1 798</b>	<b>1 853</b>	<b>1 946</b>
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,7	-1,0
	mld EUR	-19,5	-19,7	-14,5	-5,0	-8,5	-2,7	-3,1	-4,4
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	11,2	14,3	15,1	15,7	16,5	13,0	7,9	10,7
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r, real.	1,3	0,9	0,4	2,7	3,4	4,2	4,4	3,0
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,7	1,9	0,0	-1,1	0,2	0,9	2,3	1,6
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, śr.	<b>12,4</b>	<b>12,5</b>	<b>13,4</b>	<b>13,4</b>	<b>11,4</b>	<b>9,7</b>	<b>8,3</b>	<b>7,0</b>
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.	<b>2,6</b>	<b>4,3</b>	<b>3,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,7</b>
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,3	0,7
Depozyty ogółem	mld PLN	<b>704,9</b>	<b>782,2</b>	<b>828,5</b>	<b>875,3</b>	<b>956,4</b>	<b>1 027,2</b>	<b>1 123,5</b>	<b>1 210,7</b>
	% r/r	9,0	11,0	5,9	5,7	9,3	7,4	9,4	7,8
Kredyty ogółem	mld PLN	<b>771,1</b>	<b>885,3</b>	<b>900,6</b>	<b>933,1</b>	<b>996,5</b>	<b>1 065,5</b>	<b>1 118,0</b>	<b>1 174,2</b>
	% r/r	9,8	14,8	1,7	3,6	6,8	6,9	5,0	5,0
<b>Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)</b>	% PKB	<b>-7,5</b>	<b>-4,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,7</b>
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	53,3	54,4	54,0	56,0	50,5	51,0	54,0	54,4
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50
<b>Stopa referencyjna NBP</b>	%, k.o.	<b>3,50</b>	<b>4,50</b>	<b>4,25</b>	<b>2,50</b>	<b>2,00</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	2,00	3,00	2,75	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	<b>3,95</b>	<b>4,99</b>	<b>4,11</b>	<b>2,71</b>	<b>2,06</b>	<b>1,72</b>	<b>1,73</b>	<b>1,73</b>
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	4,73	4,91	3,07	2,99	1,78	1,56	2,01	2,15
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	5,52	5,32	3,17	3,77	2,13	2,21	2,87	2,75
<b>Obligacje skarbowe 10L</b>	%, k.o.	<b>6,06</b>	<b>5,88</b>	<b>3,72</b>	<b>4,32</b>	<b>2,51</b>	<b>2,94</b>	<b>3,62</b>	<b>3,40</b>
<b>PLN/EUR</b>	PLN, k.o.	<b>4,17</b>	<b>4,42</b>	<b>4,09</b>	<b>4,15</b>	<b>4,26</b>	<b>4,26</b>	<b>4,42</b>	<b>4,35</b>
PLN/USD	PLN, k.o.	2,96	3,42	3,10	3,01	3,51	3,90	4,18	3,92
PLN/CHF	PLN, k.o.	2,80	3,63	3,39	3,38	3,54	3,94	4,12	4,01

Założenia zewnętrzne		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P
PKB - USA	% r/r	2,5	1,6	2,2	1,7	2,4	2,6	1,6	2,3
PKB - strefa euro	% r/r	2,0	1,6	-0,9	-0,2	1,2	1,9	1,7	1,5
Inflacja (CPI) - USA	% r/r, śr.	1,6	3,2	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,3
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, śr.	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4	0,0	0,2	1,6
<b>Stopa funduszy federalnych Fed**</b>	%, k.o.	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,50</b>	<b>0,75</b>	<b>1,25</b>
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	1,35
Obligacje USA 10L	%, k.o.	3,32	1,88	1,77	3,05	2,18	2,28	2,46	1,90
<b>Stopa repo EBC</b>	%, k.o.	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>0,75</b>	<b>0,25</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,30
Obligacje GER 10L	%, k.o.	2,96	1,82	1,30	1,94	0,54	0,63	0,20	0,30
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,75
<b>USD/EUR</b>	USD, k.o.	<b>1,40</b>	<b>1,30</b>	<b>1,32</b>	<b>1,37</b>	<b>1,22</b>	<b>1,09</b>	<b>1,05</b>	<b>1,11</b>
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	79,6	111,4	111,7	108,7	98,9	52,4	43,8	55,7

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcje o zmiany cen

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

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

Źródła danych historycznych: NBP, GUS, Thomson Reuters

Wskaźniki krajowe		1q16	2q16	3q16	4q16	1q17P	2q17P	3q17P	4q17P
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	% r/r	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>
Popyt krajowy	% r/r	3,9	2,2	2,9	2,4	3,2	3,3	3,2	3,1
Spożycie indywidualne	% r/r	3,2	3,3	3,9	4,2	4,5	4,0	3,5	3,3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-2,2	-5,0	-7,7	-5,8	-2,5	1,3	5,1	4,3
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,9	0,9	-0,4	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,4
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB mld EUR	-0,8 -0,2	-0,5 1,4	-0,5 -2,2	-0,7 -2,1	-0,2 2,0	-0,8 -1,0	-0,9 -2,7	-1,0 -2,7
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r, real.	4,0	5,2	4,9	3,5	2,4	2,9	3,1	3,5
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,1	2,4	2,4	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, śr.	<b>9,9</b>	<b>8,7</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>	<b>8,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, k.o.	<b>-0,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	-0,2	-0,2	-0,4	0,0	0,4	0,6	0,8	0,9
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
<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>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	<b>1,67</b>	<b>1,71</b>	<b>1,71</b>	<b>1,73</b>	<b>1,73</b>	<b>1,73</b>	<b>1,73</b>	<b>1,73</b>
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,43	1,63	1,73	2,01	2,20	2,15	2,15	2,15
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,17	2,13	2,34	2,87	3,05	2,90	2,75	2,75
<b>Obligacje skarbowe 10L</b>	%, k.o.	<b>2,82</b>	<b>2,93</b>	<b>2,90</b>	<b>3,62</b>	<b>3,70</b>	<b>3,60</b>	<b>3,40</b>	<b>3,40</b>
<b>PLN/EUR</b>	PLN, k.o.	<b>4,27</b>	<b>4,43</b>	<b>4,31</b>	<b>4,42</b>	<b>4,35</b>	<b>4,35</b>	<b>4,35</b>	<b>4,35</b>
PLN/USD	PLN, k.o.	3,76	3,98	3,86	4,18	4,10	4,08	4,01	3,92
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,90	4,07	3,98	4,12	4,07	4,07	4,05	4,01

Założenia zewnętrzne		1q16	2q16	3q16	4q16	1q17P	2q17P	3q17P	4q17P
PKB - USA	% r/r	1,6	1,3	1,6	1,9	2,2	2,4	2,2	2,3
PKB - strefa euro	% r/r	1,7	1,7	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,4
<b>Stopa funduszy federalnych Fed*</b>	%, k.o.	<b>0,50</b>	<b>0,50</b>	<b>0,50</b>	<b>0,75</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,25</b>	<b>1,25</b>
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	1,10	1,15	1,35	1,35
Obligacje USA 10L	%, k.o.	1,78	1,48	1,60	2,46	2,45	2,25	1,95	1,90
<b>Stopa repo EBC</b>	%, k.o.	<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>	<b>0,00</b>
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,15	-0,13	-0,12	0,20	0,30	0,30	0,30	0,30
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
<b>USD/EUR</b>	USD, k.o.	<b>1,14</b>	<b>1,11</b>	<b>1,12</b>	<b>1,05</b>	<b>1,06</b>	<b>1,07</b>	<b>1,09</b>	<b>1,11</b>
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	34,2	45,7	45,9	49,4	54,9	55,0	55,7	57,3

% 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 (szerokość przedziału 25 pkt. baz.)

Źródła danych historycznych: NBP, GUS, Thomson Reuters

**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: 628 732 450 zł wpłacony w całości.