

ANALIZY MAKROEKONOMICZNE
PRZEGLĄD MIESIĘCZNY

11 kwietnia 2017



BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

bosbank.analizy@bosbank.pl

ŁUKASZ TARNAWA
Główny Ekonomista

+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA
Ekonomista

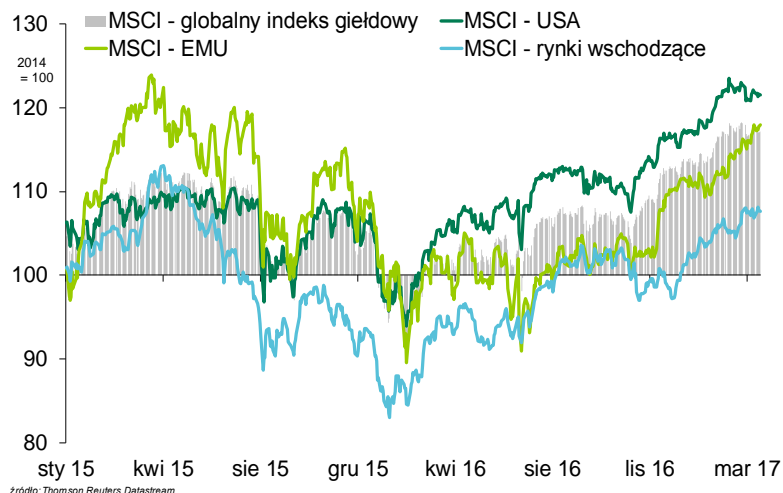
+48 515 111 698
janina.swiatkowska@bosbank.pl

- Pod koniec I kw. na globalnym rynku finansowym dominowały pozytywne nastroje, choć skala poprawy sytuacji rynkowej była zdecydowanie mniejsza niż w pierwszych tygodniach 2017 r. W minionych tygodniach odnotowano dalszy wzrost niepewności dot. polityki gospodarczej w USA i jej wpływu na perspektywy wzrostu amerykańskiej gospodarki, pojawiły się pierwsze, już mniej optymistyczne dane ze sfery realnej gospodarki USA i strefy euro.
- Przy tych mniej jednoznacznych sygnałach uwaga rynków finansowych silniej skupiła się na perspektywach polityki pieniężnej banków centralnych, przy utrzymaniu „jastrzębiej” retoryki Fed i zdecydowanie łagodnej retoryce EBC.
- Jednocześnie jednak zsynchronizowane w ujęciu geograficznym ożywienie gospodarki globalnej skutkowało spadkiem globalnej awersji do ryzyka, co przy mniejszych obawach przed protekcjonistyczną polityką nowej administracji prezydenckiej w USA skutkowało silnym napływem kapitału zagranicznego na rynki wschodzące.
- Wysoka skala napływu kapitału sprzyjała pod koniec I kw. notowaniom polskich aktywów finansowych, co skutkowało solidnym wzmocnieniem kursu złotego oraz cen obligacji skarbowych. Wyższe notowania krajowych aktywów są w naszej ocenie spójne z długookresowymi fundamentami krajowej gospodarki, niemniej pozostają zależne od sytuacji na rynku globalnym, co w warunkach utrzymującego się ryzyka sytuacji politycznej, tempa wzrostu gospodarki globalnej przekłada się na ryzyko korekty spadkowej cen w krótszym horyzoncie.
- Odbicie aktywności w globalnym przemyśle, silniejsze ożywienie krajowych inwestycji publicznych oraz utrzymująca się silna konsumpcja powinny stymulować silne przyspieszenie krajowego tempa wzrostu PKB w I kw. br. Szacujemy, że dynamika PKB w I kw. wzrosła do 3,7% r/r, przy ryzyku silniejszego wzrostu.
- Choć silniejszy wzrost inflacji w I kw. w sporym stopniu wynikał z efektów o charakterze okresowym (wzrost cen warzyw), to sygnały nieco wyższej ścieżki wzrostu cen w kategorii inflacji bazowej (z bardzo niskich poziomów) poskutkowały lekką korektą w górę ścieżki inflacji CPI w 2017 r.
- Pomimo prognozowanych w najbliższych miesiącach wyższych poziomów inflacji, nie oczekujemy zaostrzenia polityki pieniężnej w br., ze względu na zdecydowanie łagodną retorykę RPP. Biorąc pod uwagę stanowisko przedstawiane przez Radę oraz nasz scenariusz rozwoju sytuacji makroekonomicznej oczekujemy, że do zacieśnienia krajowej polityki pieniężnej dojdzie dopiero w trakcie 2018 r., w warunkach już trwałego ożywienia gospodarczego (w tym inwestycji prywatnych) oraz ugruntowania się na wyższych poziomach inflacji bazowej.

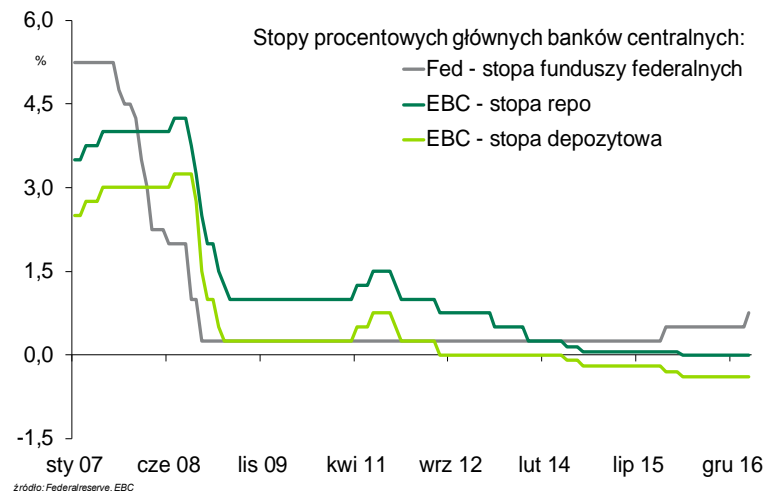
W marcu wolniejsze tempo poprawy globalnych nastrojów rynkowych, więcej niepewności wokół polityki gospodarczej USA

- Po dynamicznej poprawie nastrojów na globalnych rynkach finansowych w pierwszych tygodniach 2017 r., od połowy marca można wskazywać na stabilizowanie się wskaźników giełdowych na podwyższonym poziomie. Zatrzymanie trendu wzrostowego odnotowano na rynku USA, przy jeszcze lekkich wzrostach indeksów rynków wschodzących i wciąż silnej poprawie na rynkach strefy euro.
- Zawieszenie prac nad ustawą dot. zmian w ochronie zdrowia w USA poskutkowało wzrostem niepewności dot. realizacji programu wyborczego D. Trumpa także w kwestiach bardziej istotnych dla rynków finansowych jak reforma podatkowa i poluzowanie polityki fiskalnej. Wzrost niepewności póki co miał ograniczony wpływ na sytuację rynkową.
- Większe znaczenie dla rynków finansowych miały informacje dot. polityki pieniężnej głównych banków centralnych i publikacje danych makroekonomicznych. Po marcowej podwyżce stóp procentowych Fed, brak zaostżenia retoryki FOMC, łagodna retoryka EBC, silny spadek marcowej inflacji w strefie euro oraz pierwsze mniej korzystne dane ze sfery realnej w USA i strefie euro poskutkowały pewnym osłabieniem oczekiwań na szybkie zmiany w polityki pieniężnej. W przeciwnym kierunku oddziaływał „jastrzębi” wydzwięk stenogramów z posiedzenia FOMC oraz dość „jastrzębie” wypowiedzi członków FOMC.
- Poprawa sytuacji w Europie była skutkiem ograniczenia ryzyka sytuacji politycznej po wyborach parlamentarnych w Holandii. W przypadku rynków wschodzących lepszym nastrojom i nasileniu napływu kapitału zagranicznego sprzyjało: - dalsze stabilizowanie się sytuacji gospodarczej, - niska globalna premia za ryzyko (korzystna sytuacja w gospodarce globalnej), - ograniczenie obaw przed protekcjonistyczną polityką nowej administracji USA.

W marcu dalsza wyraźna poprawa rynkowa już tylko w Europie



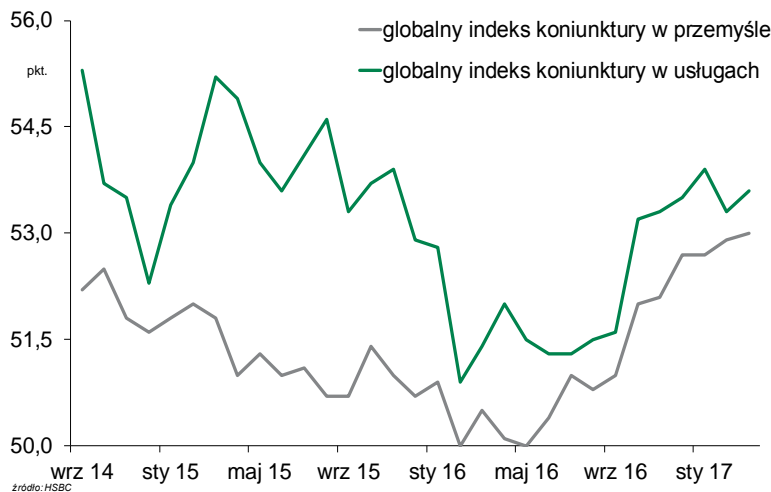
Dominujące znaczenie dla rynków perspektyw polityki pieniężnej



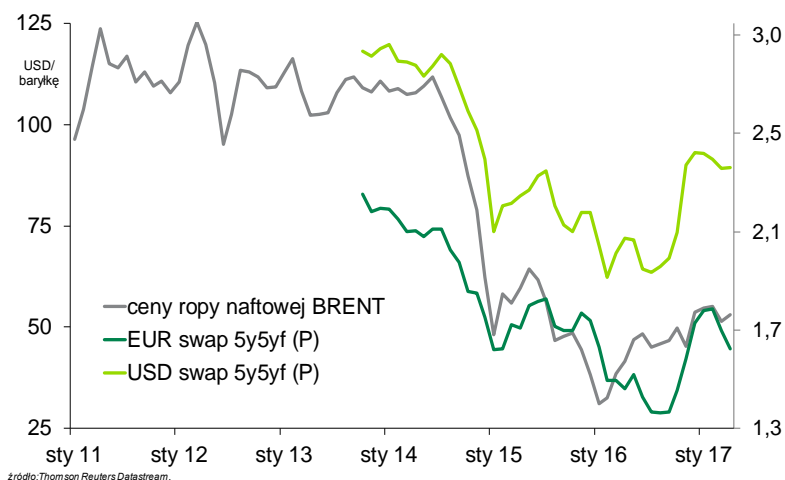
Zsynchronizowane bieżące ożywienie w gospodarce globalnej, mniej jednoznaczny obraz co do tempa wzrostu w przyszłości

- Zdecydowana większość publikowanych w ostatnich tygodniach danych potwierdziła ożywienia aktywności gospodarki globalnej, przy wyraźnym zsynchronizowaniu tego efektu, tj. bardzo wyraźnej poprawie koniunktury w większości regionów światowej gospodarki.
- O ile wyraźna poprawa aktywności gospodarki globalnej wobec III kw. 2016 r. jest oczywista, nadal mamy wątpliwości co do skali tego ożywienia. Póki co istotnym źródłem poprawy jest: - cykl odbudowy zapasów, - wysoki popyt sektora publicznego (szczególnie Chiny), - ożywienie aktywności w przemyśle związane z korektą wzrostową cen na rynku surowców (USA, część rynków wschodzących).
- Publikacje danych z ostatnich tygodni wskazują na ryzyko ograniczenia tempa wzrostu popytu konsumpcyjnego (wygaśnięcie efektu niskiej dynamiki cen skutkującej wcześniej wyższą siłą nabywczą dochodów gospodarstw domowych), szczególnie w USA. Biorąc pod uwagę zyskujący na prawdopodobieństwie nasz scenariusz ograniczonej skali wsparcia gospodarki USA przez poluzowanie polityki fiskalnej, kluczowe dla światowej gospodarki pozostaje silniejsze ożywienie prywatnych inwestycji przedsiębiorstw. Cały czas natomiast najbardziej spektakularną poprawę notują „miękkie” wskaźniki koniunktury, przy mniej jednoznacznym obrazie na podstawie „twardych” danych.
- Marcowe dane dot. inflacji HICP w strefie euro potwierdzają także ocenę, że utrzymanie wyższych indeksów inflacji w gospodarkach rozwiniętych będzie wymagało albo kolejnej fazy silnego wzrostu cen surowców albo silniejszego wzrostu płac i inflacji bazowej.

Bardzo korzystne dane dot. wskaźników globalnej koniunktury w I kw. br.



Wyhamowanie wzrostu cen surowców i brak dynamicznego wzrostu płac hamulcem dalszy wzrost oczekiwań inflacyjnych

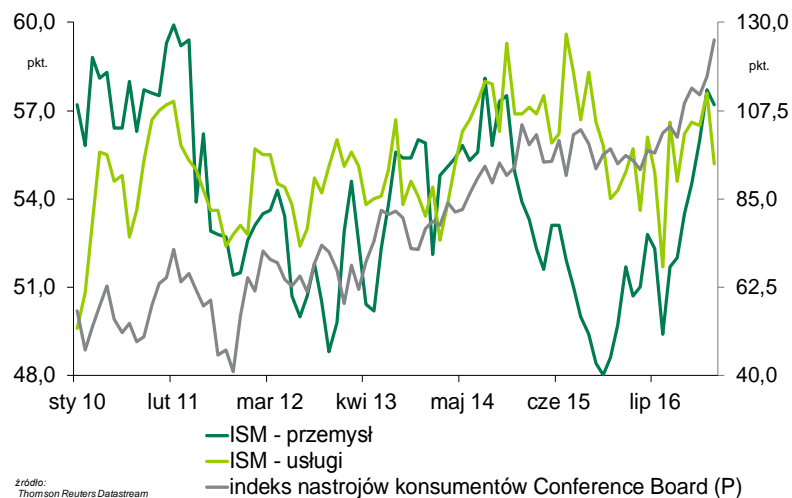


- W wyborach parlamentarnych Holandii 15. marca najwięcej głosów zdobyła współrządząca dotychczas centroprawicowa Partia Ludowa na rzecz Wolności i Demokracji (VVD) z liderem, dotychczasowym premierem holenderskiego rządu Marka Rutte. Drugie miejsce zajęła eurosceptyczna Partia Wolności, która choć zwiększyła liczbę miejsc w parlamencie, to uzyskała gorszy wynik wobec przedwyborczych sondaży. Brak zwycięstwa PW został oceniony przez rynki jako pozytywna informacja braku dalszego wzrostu dla eurosceptycznych kandydatów w wyborach powszechnych w Europie.
- 29. marca premier T. May notyfikowała artykuł 50 Traktatu o UE, formalnie rozpoczynając proces wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii. Wystąpienie premier May w parlamencie nie przyniosło nowych informacji dot. perspektyw / celów negocjacji. W kontrze do celów premier May finalizacji nowej, pełnej umowy współpracy w krótkim czasie stoi projekt Rady UE dot. poszczególnych kroków negocjacji wskazujący, że wszelkie ustalenia dot. przyszłych relacji będą uzgadniane dopiero po ostatecznych ustaleniach dot. wyjścia Wielkiej Brytanii z UE. Obie strony wskazują na potrzebę uzgodnienia zasad dot. okresu przejściowego, aby uniknąć gwałtownych zmian w regulacjach.
- Zarówno sformalizowanie procesu Brexitu, jak i informacje o „sztywnym” stanowisku UE w procesie negocjacji nie miały istotnego wpływu na globalną sytuację rynkową w ostatnich tygodniach.
- Choć wątkom Brexitu już od kilku miesięcy towarzyszy stabilna sytuacja na rynku finansowym, nadal uważamy, że wcześniejsze nietrafione prognozy dot. ryzyka spowolnienia wzrostu gospodarczego i wzrostu globalnej premii za ryzyko w większym stopniu mogą wynikać z opóźnienia w czasie i mniejszej skali wpływu tych efektów niż całkowitego ich braku. Cały proces wyjścia Wielkiej Brytanii z UE będzie bardzo skomplikowany, stąd niepewność dot. ostatecznego wpływu nowych relacji gospodarczych jest wysoka. Ponadto jako wysokie należy ocenić ryzyko, że dwa lata nie będą wystarczającym okresem dla podjęcia wszystkich ustaleń, szczególnie wobec zapewne powolnego okresu negocjacji w najbliższych miesiącach przed wyborami powszechnymi we Francji oraz w Niemczech. Zapewne zatem w trakcie tego procesu będą potrzebne ustalenia co do ewentualnych przesunięć terminów, czy też uzgodnień tymczasowych.
- Te wątki będą zapewne istotne dopiero w dłuższym okresie, być może w 2018 r. W najbliższych tygodniach uwaga rynkowa będzie skupiać się na informacjach z Francji przed wyborami prezydenckimi 23 kwietnia (I tura wyborów) oraz 7 maja (II tura wyborów) oraz z Niemiec przed wyborami regionalnymi 7 i 14 maja.
- Według bieżących sondaży w I turze wyborów prezydenckich we Francji może zwyciężyć Marine Le Pen, liderka eurosceptycznego Frontu Narodowego. Jakkolwiek wg wszystkich sondaży w II turze wyborów Le Pen przegrywa z każdym potencjalnym umiarkowanym kontrkandydatem, należy liczyć się ze wzrostem niepewności rynkowej na przełomie kwietnia i maja w sytuacji wysokiego wyniku Le Pen w I turze wyborów. Gdyby z kolei wynik uzyskany przez Le Pen okazał się słabszy wobec wyników sondażowych, doszłoby zapewne do silnego wzrostu cen europejskich aktywów finansowych.

Bardzo wysokie wskaźniki koniunktury gospodarczej w USA w I kw., przy mniej spektakularnych „twardych” danych

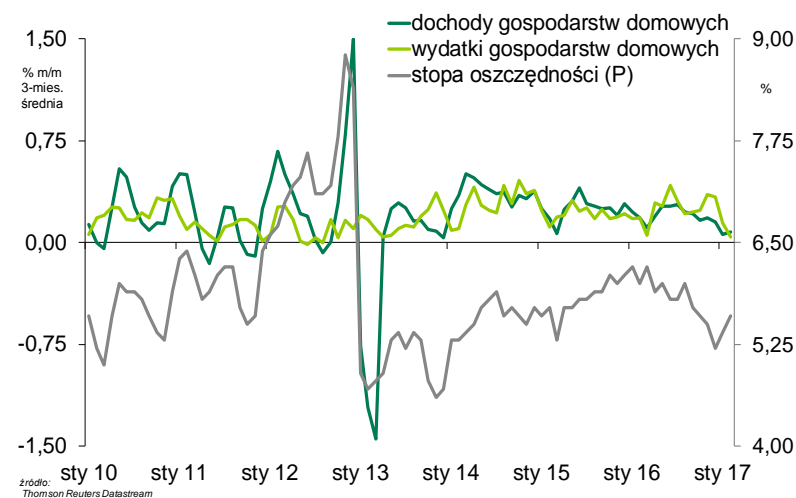
- Wskaźniki koniunktury w USA wskazują na utrzymanie bardzo korzystnej sytuacji gospodarczej w I kw. br., nawet pomimo lekkiej korekty w dół indeksów w marcu.
- Jednocześnie tzw. „twarde” dane wskazują na zdecydowanie niższe wobec wcześniejszych szacunków oraz niższe niż w IV kw. ub.r. tempo wzrostu PKB (2,2% kw. anual.). Dane dot. wydatków gospodarstw domowych wskazują na spowolnienie wzrostu, po silnym wybiciu w IV kw., ale także na generalny trend osłabienia tych dynamik w II poł. br. przy zarówno wolniejszym (po korekcie o wskaźnik inflacji) wzroście dochodów oraz nieco wyższej (po uprzednim solidnym spadku) stopy oszczędności. Przy stabilnej sytuacji na rynku pracy, wolniejsze dynamiki dochodów oraz wydatków w ujęciu danych urealnionych wynikają zapewne z notowanego od kilku miesięcy wzrostu inflacji w USA (głównie z tytułu wzrostu cen paliw) i ograniczenia siły nabywczej gospodarstw domowych.
- Nawet pomimo marcowego słabszego przyrostu zatrudnienia sytuację na rynku pracy można określić jako korzystną, choć trudno jednocześnie mówić o solidnym wzroście wynagrodzeń, który dałby więcej pewności co do trwałego wzrostu inflacji w dłuższej perspektywie.
- Dane dot. produkcji przemysłowej wskazują na poprawę aktywności w I kw., jednak nie na tyle silną, aby przesądzać o wyraźnej poprawie inwestycji prywatnych przedsiębiorstw. Na początku 2017 r. na solidnym poziomie kształtowały się dane dot. aktywności na rynku nieruchomości, przy solidnych dynamikach sprzedaży mieszkań.

W I kw. świetne nastroje w amerykańskiej gospodarce, szczególnie konsumentów



źródło:
Thomson Reuters Datastream

Dobre nastroje konsumentów póki co nie poskutkowały silniejszym wzrostem dochodów ani wydatków

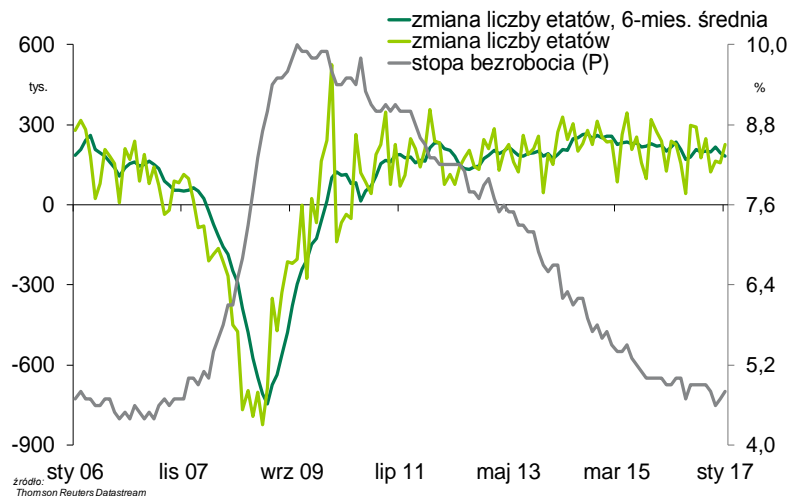


źródło:
Thomson Reuters Datastream

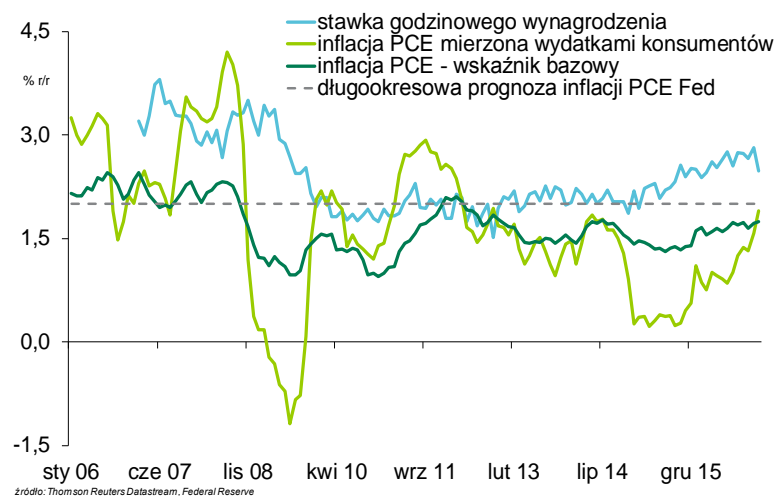
Spadek prawdopodobieństwa scenariusza silnego impulsu fiskalnego w gospodarce USA

- Biorąc pod uwagę ograniczenie pozytywnego wpływu niskiej dynamiki cen na siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych i wydatki konsumpcyjne, w kolejnych kwartałach dla utrzymania solidnych wzrostów konsumpcji prywatnej konieczne będzie utrzymanie poprawy na rynku pracy przekładającej się na solidne wzrosty zatrudnienia oraz – co bardzo ważne – silniejszego przyspieszenia wynagrodzeń.
- W dalszym ciągu czynnikiem niepewności pozostaje skala odbicia inwestycji prywatnych, które sygnalizowałyby trwalsze efekty bieżącej poprawy koniunktury. O ile samo ożywienie inwestycji firm w sektorze wydobywczym jest bardzo prawdopodobne, to trudno ocenić, czy dotychczasowa poprawa popytu będzie wystarczająca dla szerszego wzmocnienia procesów inwestycyjnych, przy wciąż niejasnych perspektywach polityki gospodarczej nowej administracji.
- Pozostajemy ostrożni co do skali ożywienia amerykańskiej gospodarki w kwartałach kolejnych. Tak, jak przed kilkoma kwartałami ocenialiśmy, że spowolnienie wzrostu ma charakter okresowy, tak obecnie nie jesteśmy przekonani co do trwałości tak silnej poprawy aktywności gospodarczej, jak sugerują to indeksy koniunktury.
- Biorąc pod uwagę materializujący się póki co scenariusz odległej i ograniczonej w skali perspektywy luzowania polityki pieniężnej oczekujemy, że w l. 2017-2018 dynamika PKB tylko nieznacznie przekroczy poziom 2,0% r/r przekładając się na wolniejsze tempo wzrostu zatrudnienia oraz bardzo stopniowy proces wzrostu wynagrodzeń oraz inflacji.

Przy wygasaniu prokonsumpcyjnego efektu spadku cen paliw konieczne utrzymanie silnego wzrostu zatrudnienia....

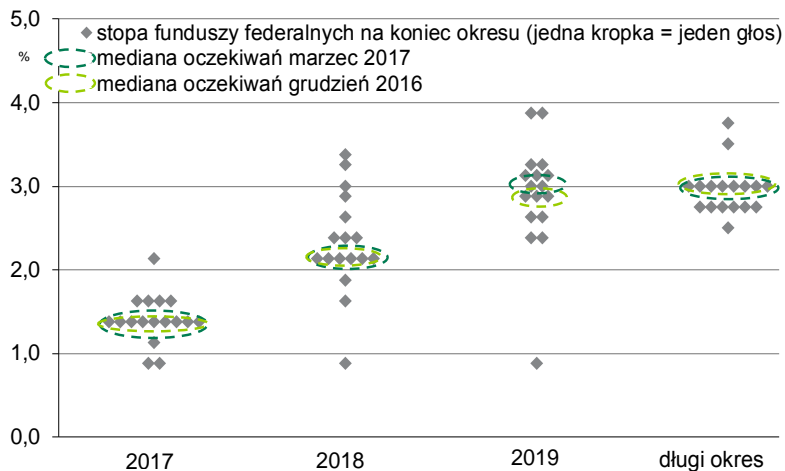


...przekładającego się na silniejszy wzrost wynagrodzeń



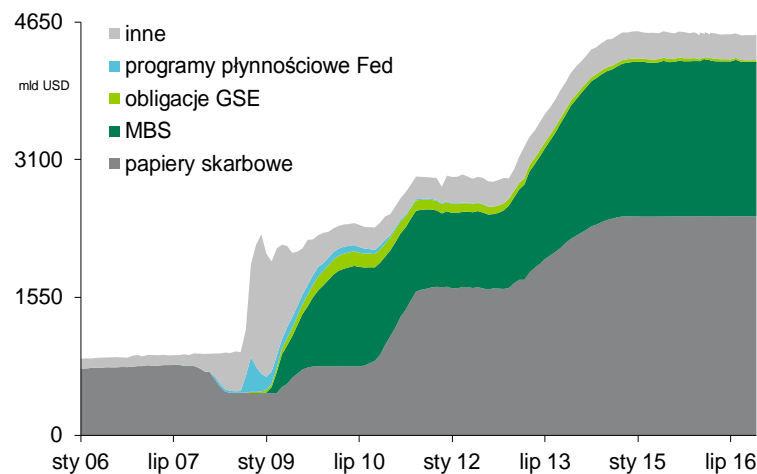
- Na posiedzeniu w marcu komitet FOMC podwyższył stopę funduszy federalnych o 25 pkt. baz. do 0,75% - 1,00%. W komunikacie po posiedzeniu oraz w trakcie konferencji prasowej prezes Fed Janet Yellen podtrzymano retorykę FOMC dot. perspektyw polityki pieniężnej jak i oczekiwania członków FOMC dot. ścieżki stóp procentowych.
- Choć treść komunikatu oraz wydźwięk konferencji prasowej nie wskazywały już na dalsze zaostrzenie retoryki, to z kolei zapis dyskusji z marcowego posiedzenia FOMC wskazuje na jej zaostrzenie, biorąc pod uwagę, że większość członków FOMC jako zasadne ocenia rozpoczęcie procesu ograniczania wartości bilansu Fed pod koniec 2017 r.
- W warunkach poprawiającej się sytuacji na rynku pracy i stopniowo rosnącej inflacji bazowej oczekujemy kontynuacji zacieśnienia polityki pieniężnej Fed. Jednocześnie nasze ostrożne założenia dot. skali przyspieszenia wzrostu gospodarczego, dotychczasowy raczej powolny wzrost wynagrodzeń przekłada się na prognozę jedynie niewielkiej skali zaostrzenia tej polityki. Oczekujemy kolejnej podwyżki stóp o 25 pkt. baz. we wrześniu br.
- Przypuszczamy jednocześnie, że wyraźne zaostrzenie retoryki FOMC przekłada się na wyższe ryzyko dla naszej prognozy. Ryzyko podwyżki stóp procentowych na posiedzeniu w czerwcu jest wysokie, dla ostatecznej prognozy będą istotne dane z rynku pracy za kolejne miesiące oraz dane dot. wzrostu PKB w I kw. br.
- W zakresie zmian bilansu Fed większe prawdopodobieństwo przypisujemy scenariuszowi ograniczania wartości bilansu dopiero w 2018 r., zarówno z uwagi na nasze założenia dot. sytuacji gospodarczej, jak i istotną skalę potencjalnych zmian składu komitetu FOMC w I poł. 2018 r.

W marcu nieznaczne zmiany oczekiwań członków FOMC co do ścieżki stóp procentowych w USA



źródło: Federal Reserve

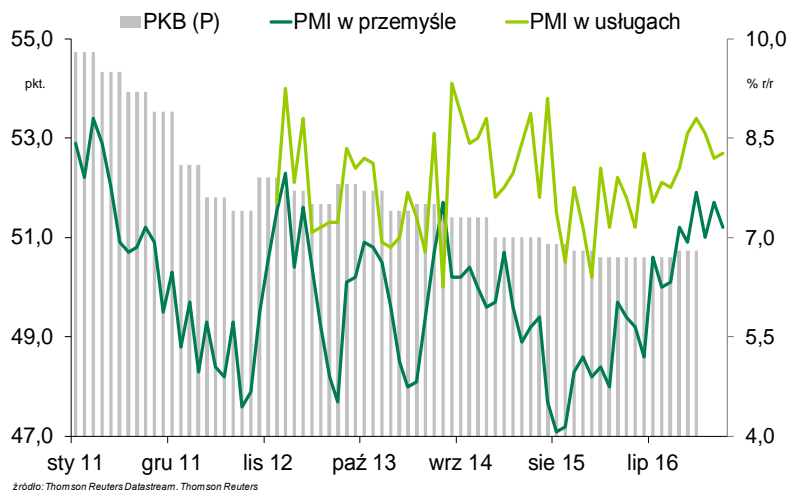
Większość członków FOMC za ograniczeniem reinwestycji aktywów przy założeniu materializacji prognoz makroekonomicznych



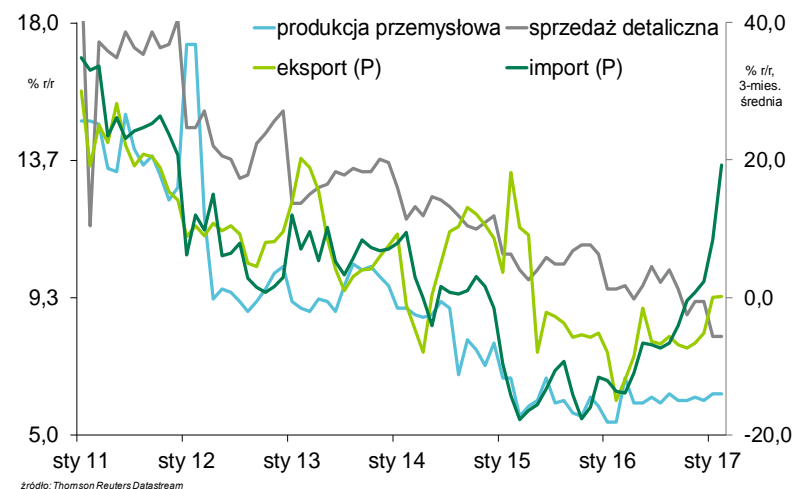
źródło: Federal Reserve

- Dane z gospodarki chińskiej wpisały się w przyspieszenia aktywności gospodarczej z początkiem 2017 r. Dane ze sfery realnej za pierwsze dwa miesiące roku potwierdziły wcześniejsze, korzystne sygnały poprawy wskaźników koniunktury gospodarczej.
- W styczniu oraz lutym odnotowano lekką poprawę dynamiki produkcji przemysłowej, wyraźną poprawę danych dot. inwestycji przekładających się na bardzo silne ożywienie dynamiki importu. Stabilizująca się sytuacja w gospodarce globalnej sprzyjała poprawie dynamiki eksportu, niemniej dużo silniejsze odbicie importu wskazuje na zdecydowanie większy wpływ poprawy popytu krajowego na aktywność gospodarki niż popytu zagranicznego.
- Stabilizacji danych w sferze realnej towarzyszyła także stabilizacja sytuacji na rynku finansowych. Po systematycznych spadkach poziomu rezerw walutowych banku centralnego i deprecjacji chińskiej waluty, poprawa sytuacji w zakresie przepływów kapitału poskutkowała ustabilizowaniem się poziomu rezerw na początku 2017 r.
- W warunkach poprawy sytuacji w gospodarce globalnej oraz krajowej, poprawy na chińskim rynku finansowym i wyższej płynności, bank centralny podjął działania w celu zaostrożenia warunków finansowania, podwyższając poziom oprocentowania w operacjach otwartego rynku.

Wskaźniki koniunktury za I kw. potwierdzają stabilizowanie się sytuacji gospodarczej



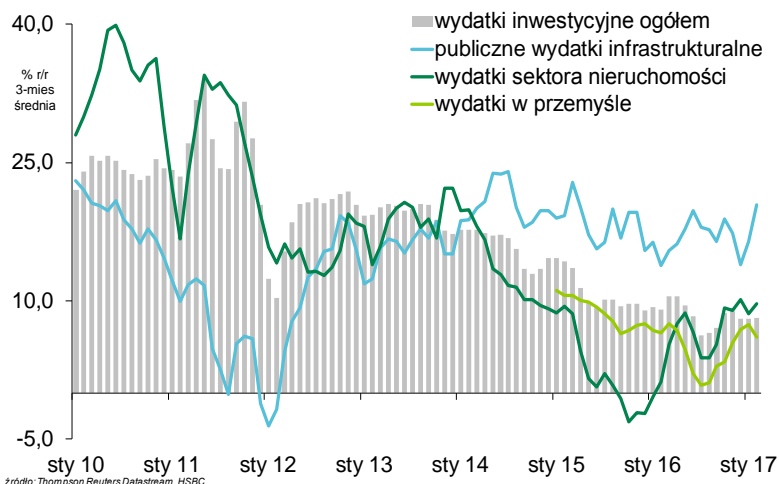
Stopniowa poprawa w przemyśle, dużo lepsze dane dot. handlu zagranicznego



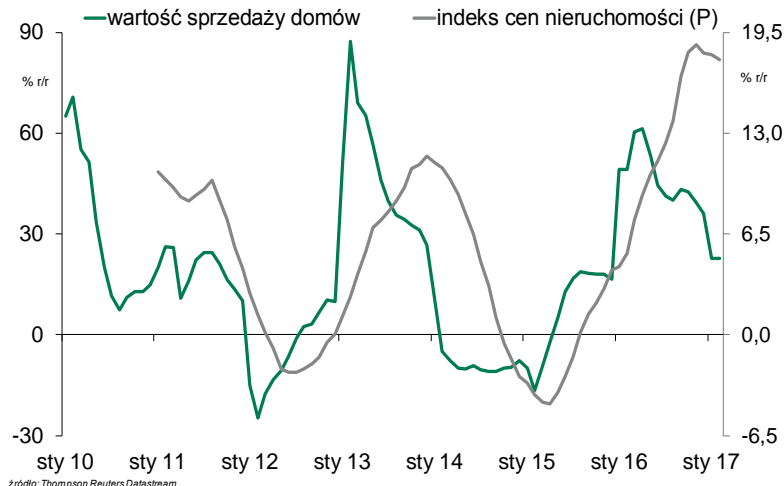
Mniej prawdopodobne dalsze, dynamiczne przyspieszenie wzrostu chińskiej gospodarki

- Choć przez cały 2016 r. wskazywaliśmy na oczekiwania stopniowej poprawy aktywności chińskiej gospodarki. Nie sądzimy natomiast, aby jako scenariusz bazowy należało przyjąć dalsze silniejsze przyspieszenie aktywności w kwartałach kolejnych.
- Ostatnie miesiące przyniosły pewną poprawę w zakresie wydatków inwestycyjnych sektora prywatnego, co daje szansę na trwalszy efekt poprawy sytuacji – niemniej w dalszym ciągu decydującym czynnikiem poprawiającym aktywność chińskiej gospodarki jest kumulacja publicznych nakładów inwestycyjnych.
- Oczywiście wysoka skala wydatków publicznych będzie podtrzymywała lepsze wskaźniki gospodarcze, niemniej pozostajemy sceptyczni co do możliwości dynamicznego ożywienia wzrostu gospodarki w oparciu wyłącznie o wydatki publiczne. Taka ocena jest także spójna z ostrożnymi projekcjami chińskiego rządu dot. prognozowanego tempa wzrostu gospodarki (obniżenie tych oczekiwań). Cały czas także chińskie władze zwracają uwagę na sytuację na rynku nieruchomości, biorąc pod uwagę skale zagrożenia w l. 2014 – 2015.
- Zakładana ostrożność władz w zakresie skali poluzowania warunków finansowania, przy naszych oczekiwaniach ograniczonej skali poprawy popytu zewnętrznego (wzrost w USA i Europie) wskazuje, że skala wydatków publicznych nie będzie na tyle wysoka, aby stymulować dalsze, bardzo silne ożywienie wzrostu gospodarczego chińskiej gospodarki.

Wydatki publiczne głównym wsparciem dla wzrostu gospodarczego, przy powoli rosnących inwestycjach prywatnych

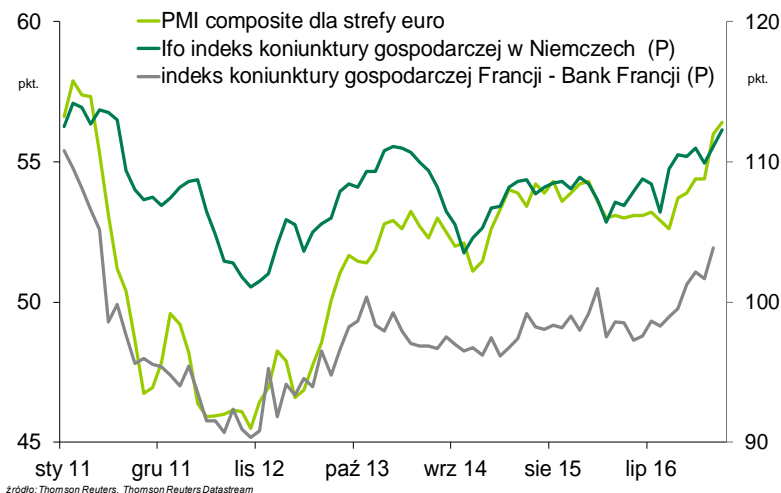


Ograniczenie nierównowagi na chińskim rynku nieruchomości ważnym celem władz chińskich



- Dane dot. wskaźników koniunktury w strefie euro w I kw. wpisują się w trend globalny bardzo silnej poprawy indeksów. Dane ze sfery realnej (np. dane dot. produkcji przemysłowej) potwierdzają sygnalizowane wskaźnikami koniunktury przyspieszenie dynamiki PKB w I kw. 2017 r. Jednocześnie jednak pojawiają się także dane wskazujące na większą ostrożność w zakresie prognoz sytuacji gospodarczej.
- W lutym w kolejnym miesiącu z rządu negatywnie zaskoczyły dane dot. zamówień w niemieckiej gospodarce. Szczególnie zaskakują słabe dane zamówień zagranicznych spoza strefy euro, przy wyraźnie lepszych wskaźnikach popytu w Chinach i poprawie sytuacji w wielu krajach wschodzących.
- Ponadto wyhamowanie wzrostu sprzedaży detalicznej na początku 2017 r. może wskazywać na materializujący się negatywny dla prognoz konsumpcji efekt wyższej inflacji skutkującego ograniczeniem siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych. Szczególnie, że w przypadku rynku europejskiego, silne ożywienie wzrostu wynagrodzeń jest mało prawdopodobne.
- Po kilku miesiącach bardzo optymistycznych danych dot. wskaźników koniunktury w Wielkiej Brytanii, dane publikowane w marcu wskazują już na wyraźnie mniej optymistyczne prognozy, co stanowi kolejny argument za bardziej ostrożnymi prognozami co do skali ożywienia wzrostu gospodarczego w strefie euro w kwartałach nadchodzących.

Korzystne perspektywy dla gospodarki strefy euro wg wskaźników koniunktury



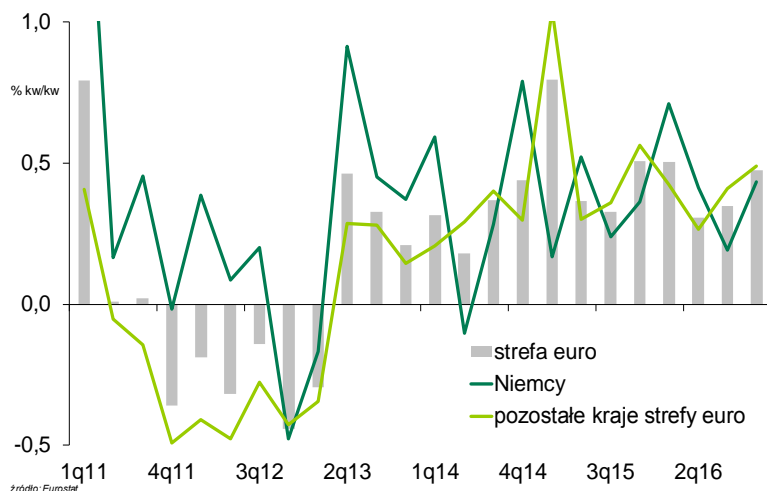
Lekko rozczarowujące dane dot. zamówień w niemieckim przemyśle, biorąc pod uwagę skalę poprawy nastrojów



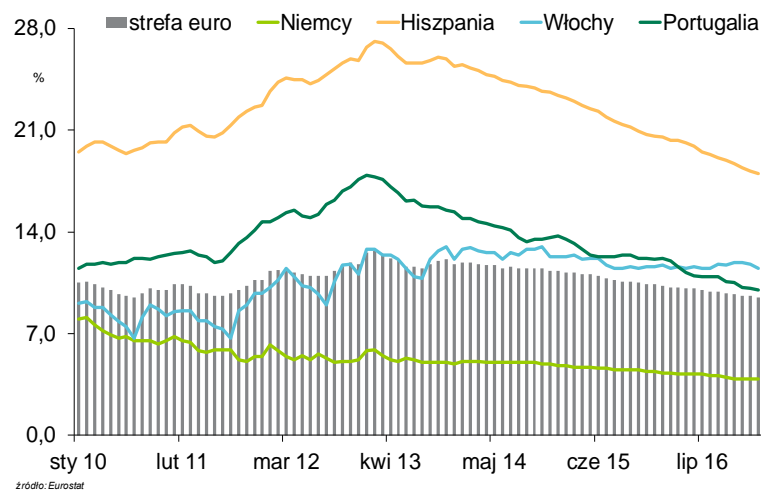
Utrzymujące się hamulce silniejszego i trwalszego przyspieszenia wzrostu europejskich gospodarek

- Biorąc pod uwagę nasze ostrożne założenia dot. sytuacji gospodarczej w USA czy Chinach pozostajemy także ostrożni co do prognoz rozwoju sytuacji gospodarczej w strefie euro. Zakładamy, że w całym 2017 r. dynamika PKB w regionie wyniesie ok. 1,5% r/r.
- Bardzo pozytywnym efektem jest ustabilizowanie się dynamiki wzrostu w większości gospodarek strefy euro i ograniczenie wcześniejszego silnego zróżnicowania tej sytuacji w poszczególnych krajach (wyraźnie wyższe tempo wzrostu niemieckiej gospodarki vs. „peryferie”). W wielu krajach jednak cały czas czynnikiem ryzyka oraz ograniczeniem dla trwałego silniejszego wzrostu aktywności pozostają spore nierównowagi, w tym wysoki poziom stopy bezrobocia.
- Należy także nadal pamiętać o wyraźnie wyższej kontrybucji sektora publicznego we wzrost PKB notowanej od 2015 r., co także przy ryzyku wyższych kosztów finansowania długu ogranicza potencjał dla zwiększenia aktywności z tego tytułu w kwartałach kolejnych (szczególnie np. w scenariuszu silniejszego ograniczenia skali luzowania polityki pieniężnej EBC). Obawiamy się, że przy mniej korzystnych danych dot. konsumpcji prywatnej (efekty cenowe) sytuacja europejskich przedsiębiorstw nie jest jeszcze na tyle korzystna, aby silnie zwiększać wartość inwestycji niezbędnych dla utrwalenia wzrostu gospodarczego.

Wzrost PKB w strefie euro zdecydowanie bardziej zrównoważony niż w latach wcześniejszych

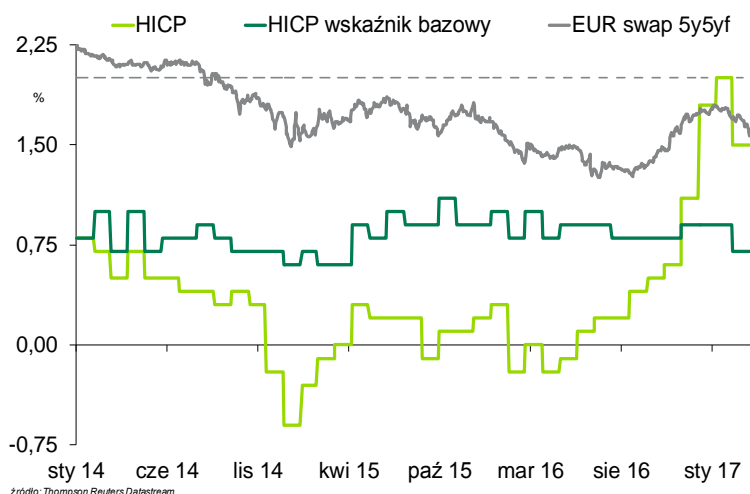


W dalszym ciągu jednak widoczne istotne różnice w zakresie ryzyka strukturalnego gospodarek

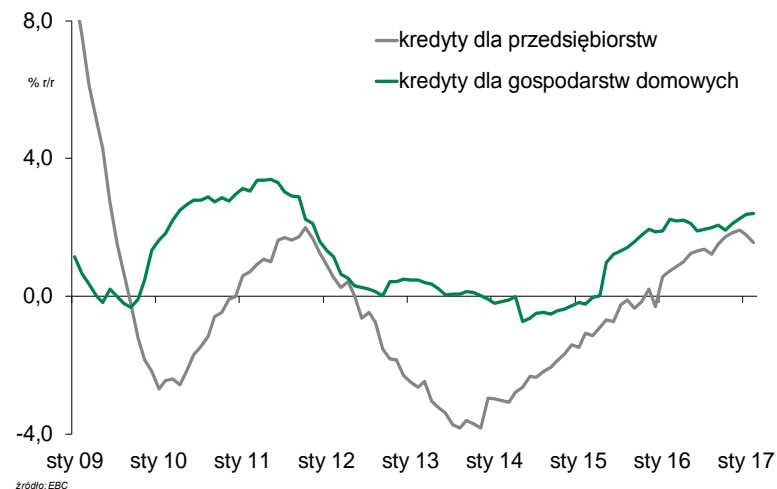


- Rada EBC na kwietniowym posiedzeniu nie zmieniła parametrów polityki pieniężnej, utrzymując stopy procentowe na poziomie 0,0% dla stopy repo i -0,4% dla stopy depozytowej oraz parametry programu skupu aktywów finansowych. Treść komunikatu po marcowym posiedzeniu, jak również wypowiedzi prezesa EBC M. Draghi podczas konferencji prasowej wskazują na niewielkie zmiany w retoryce rady EBC, które można określić jako pominięcie dotychczas podejmowanych wątków ryzyka najbardziej negatywnych scenariuszy, przy wyraźnym spadku prawdopodobieństwa ich wystąpienia.
- Treść zapisu dyskusji z marcowego posiedzenia wskazuje, że wewnątrz rady następuje dalsze zróżnicowanie zdań co do bilansu ryzyka dla perspektyw gospodarczych i tym samym perspektyw polityki pieniężnej. Pojawiające się w minionych tygodniach „jastrzębie” wypowiedzi niektórych członków rady EBC są zatem zapewne w większym stopniu prezentacją tych poszczególnych poglądów niż zmiany oceny sytuacji gospodarczej przez większość członków rady. Treść komunikatu, wypowiedzi prezesa EBC Mario Draghi oraz treść zapisu dyskusji wskazują naszym zdaniem na dominującą w radzie EBC ostrożność co do zaostrzania stanowiska banku centralnego.
- Takie założenia wspiera także notowany silny spadek wskaźnika inflacji HICP w marcu (do 1,5%) i utrzymanie bardzo niskiego poziomu inflacji bazowej (0,7% r/r). Ponadto w ostatnich miesiącach odnotowano wyhamowanie trendu wzrostowego kredytów dla przedsiębiorstw w strefie euro. Podtrzymujemy prognozę utrzymania bieżących parametrów polityki pieniężnej EBC do końca br. Przy dalszej stabilizacji sytuacji gospodarczej i stopniowym wzroście inflacji bazowej można zakładać dalsze ograniczenie skali skupu aktywów dopiero w 2018 r.

Utrzymujący się bardzo niski poziom inflacji bazowej HICP

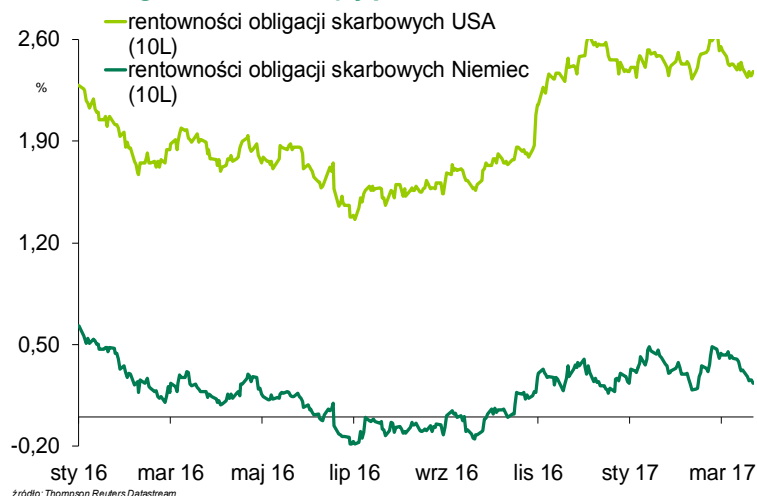


Na początku roku wyhamowanie wzrostów dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw

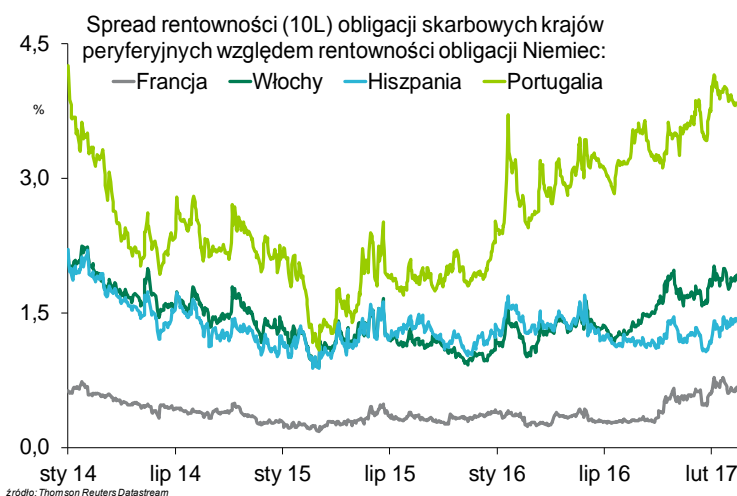


- W ostatnich tygodniach rentowności obligacji skarbowych obniżyły się względem maksymalnych poziomów, przy czym skala tego spadku była ograniczona.
- Pomimo materializującego się scenariusza ograniczonego poluzowania polityki fiskalnej w USA, rentowności obligacji skarbowych w USA na podwyższonym poziomie podtrzymywała „jastrzębia” retoryka członków FOMC, przy wciąż korzystnej sytuacji gospodarczej (póki co nieliczne dane wskazujące na wątpliwości co do skali ożywienia).
- Biorąc pod uwagę nasze ostrożne założenia dot. perspektyw wzrostu gospodarczego, mniejszą skalę zacieśnienia polityki pieniężnej w USA oraz utrzymywany scenariusz ograniczonej skali luzowania polityki fiskalnej oczekujemy dalszego spadku rentowności obligacji skarbowych w USA. Jednocześnie niejasny przekaz ze strony Fed (naprzemiennie rynek zaskakiwany „jastrzębim” i „łagodnym” przekazem) przekłada się na wyższą niepewność prognoz dot. polityki pieniężnej w USA i większą niepewność co do momentu silniejszej korekty spadkowej rentowności.
- W przypadku obligacji niemieckich, biorąc pod uwagę odnotowaną korektę dot. perspektyw polityki pieniężnej EBC (ograniczenie wcześniejszych oczekiwań co do szybszego odchodzenia od bieżącej łagodnej polityki banku centralnego) oraz perspektyw inflacji, nie oczekujemy już dalszego spadku rentowności papierów. Silniej w kolejnych tygodniach na niemieckie obligacje może wpływać zmienność ryzyka sytuacji politycznej w Europie (np. ewentualne wzrosty rentowności papierów na rynkach peryferyjnych i ich spadek w Niemczech w przypadku wysokiego wyniku eurosceptycznej kandydatki Marine Le Pen w wyborach prezydenckich we Francji).

Marcowe spadki rentowności obligacji skarbowych ograniczone do notowanego od kilku miesięcy przedziału wahań

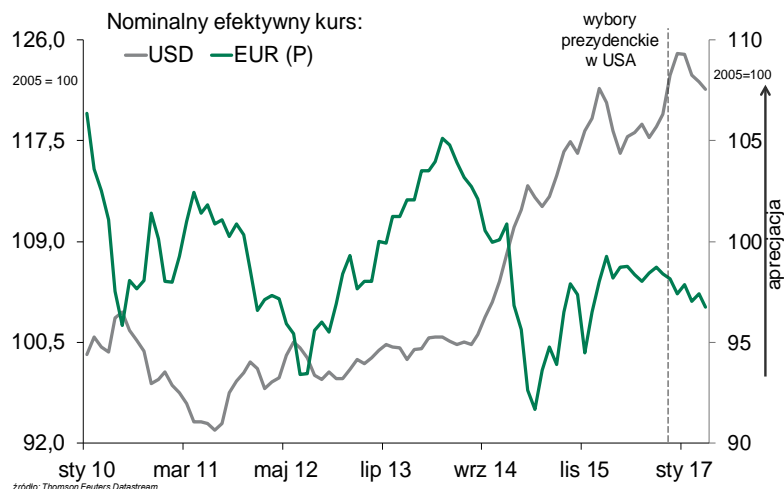


Na rentowności obligacji skarbowych w krajach strefy euro większy wpływ w najbliższym czasie mogą mieć wątki polityczne

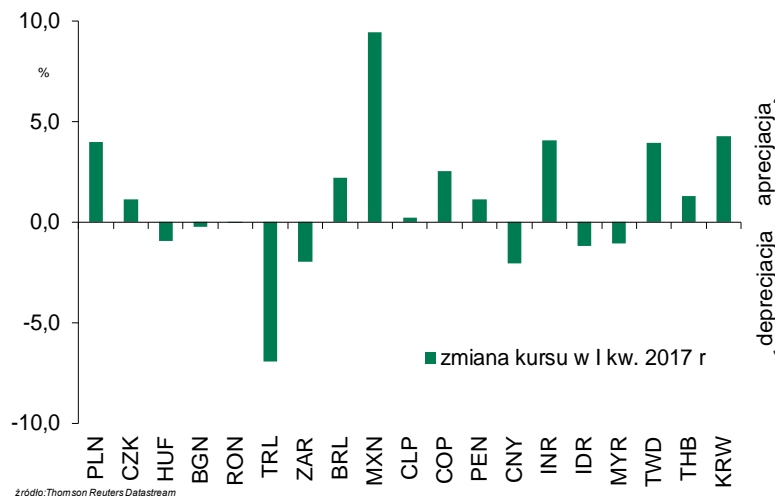


- W marcu i na początku kwietnia dolar ponownie lekko stracił na wartości, osłabiając się w minionych tygodniach do poziomu najniższego od wyborów prezydenckich w USA (mierząc nominalnym efektywnym kursem dolara).
- W większym stopniu osłabienie dolara przekładało się na wzmocnienie notowań walut wschodzących, które z kolei od początku roku zyskują na wartości, wobec silnej deprecjacji z końca 2016 r. Na taką sytuację wpływa z jednej strony stabilizująca się sytuacja w wielu krajach wschodzących oraz ograniczenie obaw przed silnie protekcjonistyczną polityką administracji Donalda Trumpa zapowiadaną w kampanii wyborczej.
- Osłabienie dolara w ograniczonym stopniu póki co przekłada się na kurs euro wobec dolara z uwagi na równoczesne osłabienie notowań wspólnej waluty. Pomimo pozytywnych nastrojów na rynku akcji kurs euro w marcu nie zyskiwał na wartości. Zapewne pozytywny efekt ograniczenia ryzyka sytuacji politycznej minimalizowała korekta dot. oczekiwań polityki pieniężnej EBC (ograniczenie wcześniejszych oczekiwań dot. szybszego odchodzenia banku centralnego od bieżącej luźnej polityki monetarnej).
- Biorąc pod uwagę nasze założenia dot. polityki pieniężnej banków centralnych, tj. potencjał dla korekty dot. polityki pieniężnej USA oraz założenie ostatecznego wyniku wyborów we Francji zgodnie z bieżącymi sondażami przedwyborczymi, oczekujemy silniejszego osłabienia dolara wobec euro w kierunku 1,10 USD/EUR. Zmian na rynku walutowym oczekujemy natomiast dopiero w średnim okresie biorąc pod uwagę sporą niepewność co do retoryki i działań FOMC, jak również potencjalny wzrost ryzyka politycznego w Europie w krótkim okresie.

Podobne zmiany notowań euro oraz dolara w I kw. br.



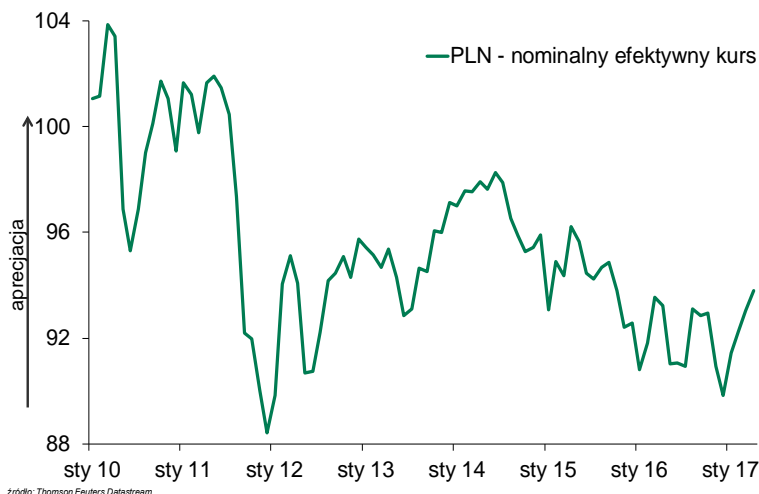
Oslabienie dolara w większym stopniu pozytywne dla walut rynków wschodzących



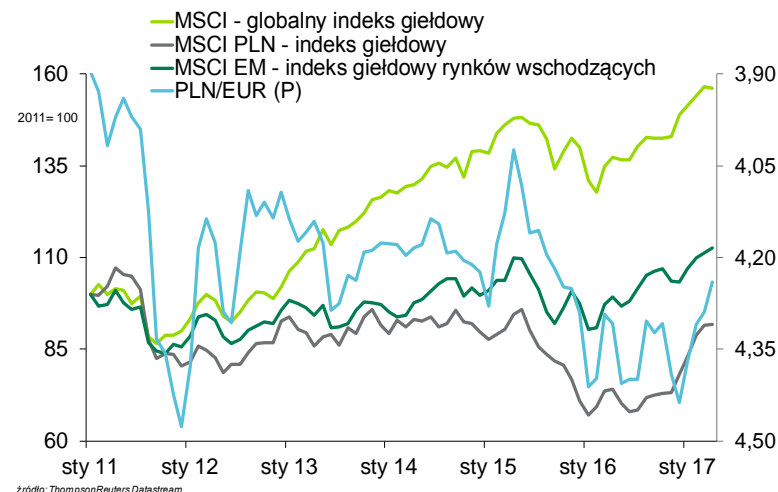
Nasilenie aprecjacji złotego na koniec I kw. br.

- W marcu oraz na początku kwietnia odnotowano dalsze wzmocnienie notowań kursu złotego. Kurs złotego wobec euro umocnił się do poziomu poniżej 4,25 PLN/EUR. Czynnikiem sprzyjającym notowaniom złotego było ograniczenie globalnej awersji do ryzyka (w szczególności ograniczenie dot. sytuacji politycznej w Europie) i powrót kapitału na rynki wschodzące (tj. odwrócenie efektów z końca 2016 r.). W przypadku kursu złotego dodatkowo pozytywny wpływ miało silne poprawa na krajowym rynku akcji. Niezależnie od osłabnięcia siły tego ożywienia wobec stycznia i lutego, wciąż wyniki na warszawskim parkiecie wyróżniają się pozytywnie w porównaniach międzynarodowych.
- Nie raz już wskazywaliśmy na pozytywne dla złotego przesłanki sytuacji fundamentalnej. Pomimo tej oceny oraz bieżących silnych poziomów złotego pozostajemy ostrożni co do prognoz kursu złotego w kolejnych miesiącach.
- Wśród czynników, które mogą w średnim okresie osłabiać złotego można wymienić: - ryzyko okresowego wzrostu premii za ryzyko w okresie wyborów prezydenckich we Francji (w zależności od poparcia jakie w I turze wyborów uzyska eurosceptyczna kandydatka M. Le Pen), - ryzyko (w dłuższym horyzoncie) związane z procesem Brexitu, - ryzyko korekty oczekiwań rynkowych co do skali ożywienia wzrostu gospodarczego na świecie (choć ten efekt powinien być łagodzony przez równoległą korektę dot. perspektyw polityki pieniężnej głównych banków centralnych i generalnie niskie ryzyko silnego spowolnienia gospodarczego globalnie).
- Ponadto dane historyczne wskazują na częste lokalne maksima notowań złotego na przełomie I i II kw., przy deprecjacji waluty w trakcie II kw. w okresie kumulacji wypłat dywidend inwestorom zagranicznym.

Kurs złotego kontynuuje aprecjację pod koniec I kw. br.

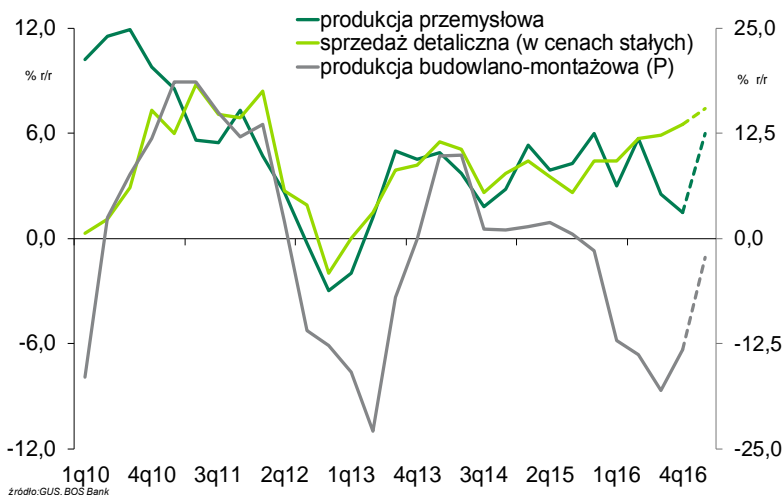


Cały czas sprzyjające złotemu czynniki globalne oraz lokalne

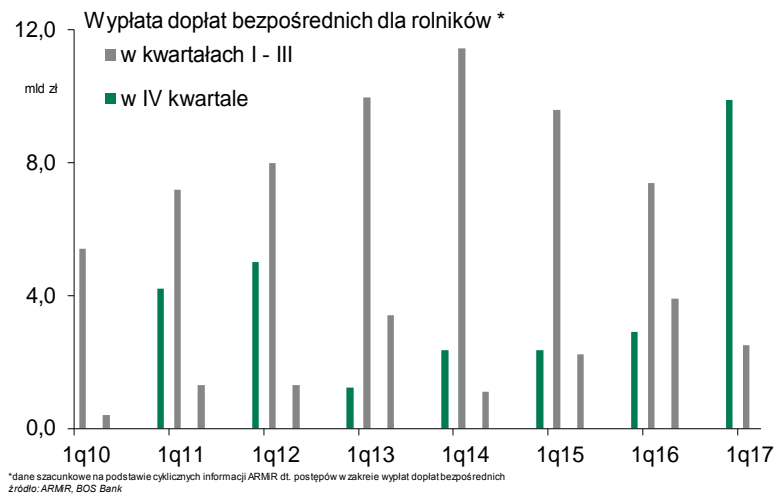


- Miesięczne dane ze sfery realnej za okres styczeń – luty oraz prognoza danych za marzec wskazują na bardzo silny wzrost dynamiki PKB w I kw. 2017 r. Na podstawie dostępnych obecnie informacji prognozujemy dynamikę PKB na poziomie 3,7% r/r, jednocześnie nie można wykluczyć, że tempo wzrostu PKB przekroczy 4,0% r/r. Choć silniejszego przyspieszenia aktywności krajowej gospodarki oczekiwaliśmy od dawna, to póki co pozostajemy ostrożni co do utrzymania tak wysokiej dynamiki PKB w kwartałach kolejnych.
- Pozytywnie na wyniki gospodarki w I kw. wpływała zapewne dalsza coraz silniejsza poprawa inwestycji publicznych, co uznajemy za trwalszy efekt.
- Na silne przyspieszenie wyników sprzedaży detalicznej w I kw. mogły wpływać większe opóźnienia wpływu silnego wzrostu dochodów z tytułu programu „Rodzina 500+”, ale także silna kumulacja wypłat w IV kw. 2016 r. dopłat bezpośrednich dla rolników. Jednocześnie tylko nieznaczna zmiana całej puli wydatków na dopłaty bezpośrednie implikuje wyraźnie niższe ich wypłaty w okresie I – II kw. 2017 r., co stanowi jedynie o przesunięciach wydatków (oraz zmiennej ich rocznej dynamice), a nie zwiększeniu ich skali.
- Oczekujemy także wzrostu dynamiki eksportu w I kw., niemniej przy ostrożnych prognozach wzrostu gospodarki globalnej nie oczekujemy już dalszego przyspieszenia tego wzrostu w miesiącach kolejnych.
- Kluczowe dla średnioterminowych prognoz wzrostu PKB będą dane dot. zapasów (wysoka ich kontrybucja we wzrost w IV kw. ub.r.) vs. inwestycji przedsiębiorstw.

Dane miesięczne ze sfery realnej krajowej gospodarki wskazują na bardzo silne przyspieszenie dynamiki PKB w I kw. br.

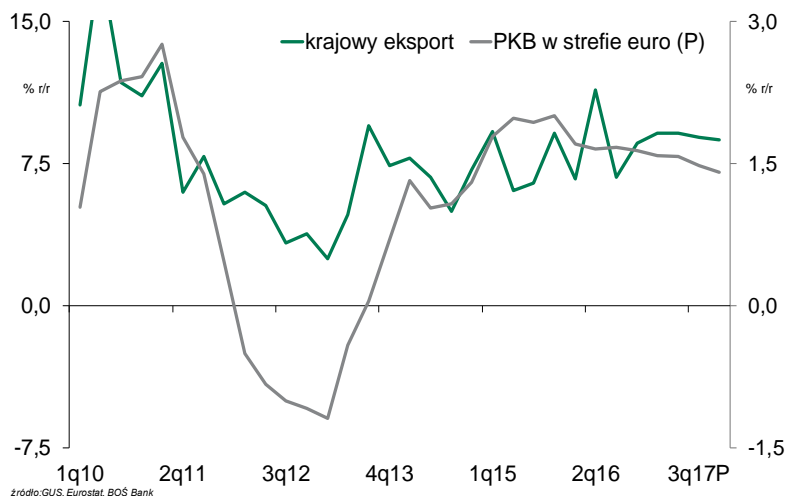


Jednym z potencjalnych czynników silniejszego ożywienia kumulacja wypłat dopłat bezpośrednich w IV kw. ub.r. i silniejszy wzrost wydatków na początku br.

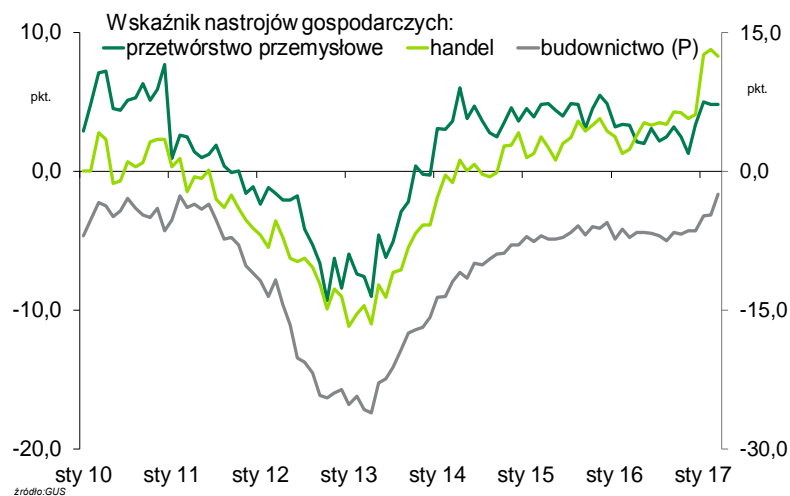


- Struktura danych dot. produkcji sprzedanej przemysłu wskazuje na dobre dane dot. aktywności w tych działach przetwórstwa przemysłowego, które charakteryzują się wysokim udziałem produkcji na eksport. Taka sytuacja jest także spójna z pozytywnymi co do zamówień eksportowych oczekiwaniami firm z przełomu 2016 i 2017 r. wg badania NBP dot. koniunktury w sektorze przedsiębiorstw oraz z wyraźnym globalnym efektem poprawy koniunktury w przemyśle.
- Z tego względu oczekujemy jeszcze dalszej lekkiej poprawy dynamiki eksportu na początku br. po jej wyraźnym ożywieniu w IV kw. 2016 r.
- Biorąc jednak pod uwagę naszą ostrożność co do potencjału dalszego przyspieszenia aktywności gospodarki globalnej (potencjalny istotny wpływ odbudowy zapasów na ożywienie aktywności w przemyśle globalnym), naszą prognozę lekkiego spowolnienia dynamiki wzrostu PKB w strefie euro w kwartałach kolejnych, nie oczekujemy dalszego wzrostu dynamiki krajowego eksportu.
- Po silnym wzroście na przełomie roku, większość krajowych wskaźników koniunktury ustabilizowała się. W naszej ocenie poza budownictwem potencjał dla poprawy koniunktury w najbliższych miesiącach wyczerpuje się. Dopiero dynamiczne przyspieszenie prywatnych inwestycji przedsiębiorstw byłoby bardzo istotnym impulsem silnego, trwałego przyspieszenia aktywności.

Oczekujemy stabilizowania się dynamik krajowego eksportu w br.



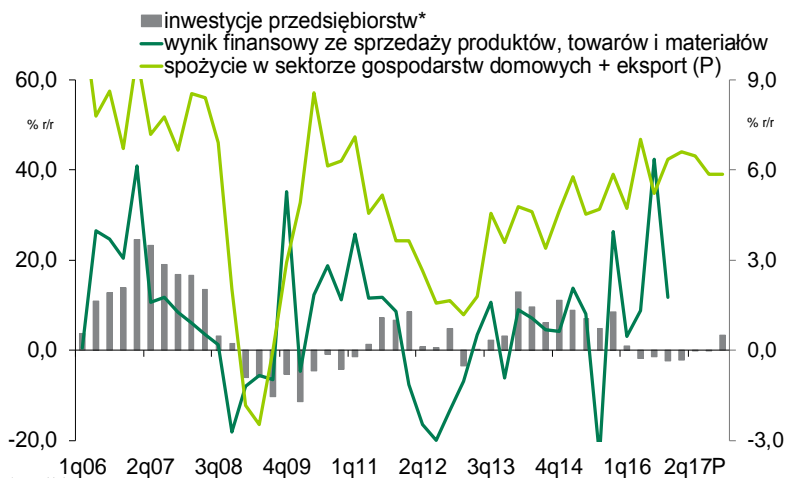
Po wyraźnym przyspieszeniu na przełomie roku, pod koniec I kw. stabilizowanie się wskaźników koniunktury gospodarczej



Coraz pewniejszy wzrost inwestycji publicznych, wysoka niepewność prognoz inwestycji prywatnych

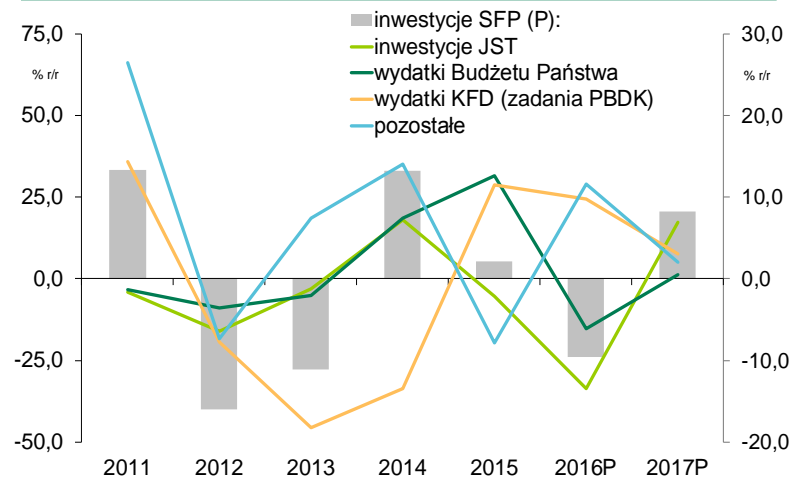
- W 2016 r. bardzo silnym, negatywnym czynnikiem dla krajowego wzrostu gospodarczego było wyraźne tąpnięcie inwestycji zarówno publicznych jak i prywatnych. Poprawa wyniku inwestycji jest kluczowa dla materializacji prognozy ożywienia wzrostu PKB w br. i będzie najważniejszym czynnikiem determinującym skalę tego ożywienia.
- Dane dot. wydatków inwestycyjnych JST za IV kw. ub.r., informacje dot. podpisywanych umów finansowania projektów współfinansowanych ze środków UE wskazują na materializujący się scenariusz poprawy danych w tej grupie inwestycji, co wspiera nasze założenia wyraźnie dodatniej kontrybucji inwestycji SFP we wzrost PKB w br.
- Cały czas z kolei sporą niepewnością obarczone są prognozy dot. inwestycji przedsiębiorstw z uwagi na niespotykaną dotychczas sytuację tj. silnego osłabienia inwestycji pomimo bardzo korzystnej sytuacji popytowej i stabilnych wyników finansowych firm.
- Jeżeli faktycznie powodem silnego ograniczenia aktywności inwestycyjnej był wzrost niepewności związanej ze zmianami podatkowymi i regulacyjnymi zakładamy, że ich odbicie w 2017 r. będzie jedynie nieznaczne. Przy całym czasie trwającym procesie zmian, konserwatywnie założyliśmy, że firmy będą ostrożne w podejmowaniu inwestycji na większą skalę, stąd poprawa wyniku w tej kategorii będzie w większym stopniu efektem niskiej bazy odniesienia oraz potencjalnie nieco wyższych potrzeb inwestycji odtworzeniowych (biorąc pod uwagę skalę ograniczenia inwestycji w ub.r. i stabilny popyt).
- Pomimo nienajgorszych długookresowych planów inwestycyjnych firm energetycznych obecne wyniki badań ankietowych wciąż nie wskazują na scenariusz silniejszego wznowienia inwestycji w nadchodzących kwartałach.

Zakładamy bardzo powolny wzrost inwestycji firm, które zapewne będą miały głównie charakter odtworzeniowy



*szacunki własne
źródło: GUS, Eurostat, BOS Bank

Coraz bardziej prawdopodobne wyraźne odbicie inwestycji sektora publicznego w 2017 r.

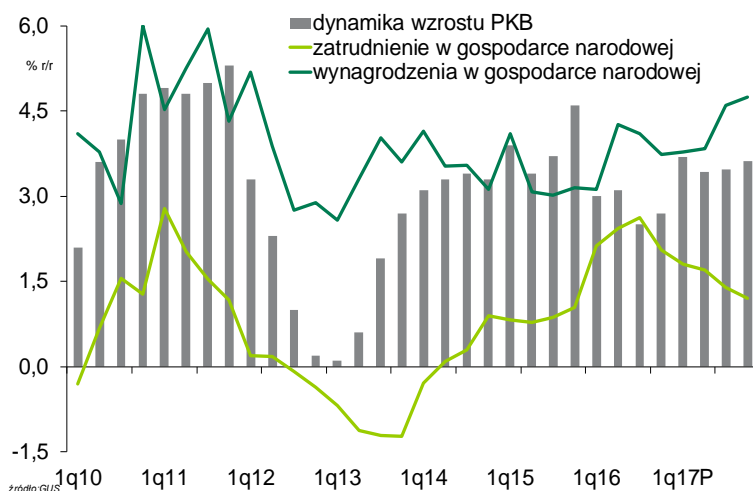


źródło: GUS, Eurostat, MF, BOS Bank

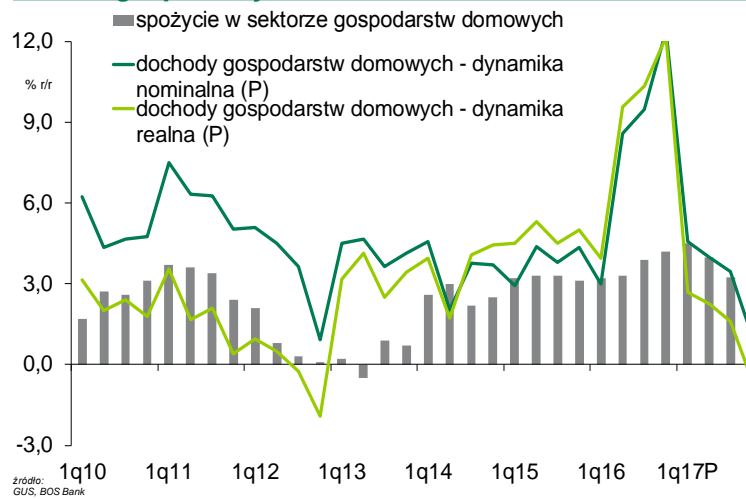
Silny wzrost konsumpcji prywatnej w I poł. 2017 r. i stopniowe hamowanie dynamiki wzrostu pod koniec roku

- W I kw. oczekujemy jeszcze wzrostu dynamiki konsumpcji prywatnej w kierunku 4,5% r/r, przy opóźnieniach wpływu silnego wzrostu dochodów gospodarstw domowych na konsumpcję prywatną.
- Już z początkiem roku negatywnie na wyniki konsumpcji będzie natomiast wpływał bardzo silny wzrost inflacji, skutkujący ograniczeniem siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych. Notowana w minionych dwóch latach ujemna dynamika cen wpływała na utrzymanie solidnych dynamik dochodów w ujęciu zmian realnych pomimo mniej spektakularnej dynamiki w ujęciu zmian nominalnych. W 2017 r. te efekty wygasną.
- Oczekujemy utrzymania solidnego wzrostu funduszu płac, choć sygnały (wg badania NBP) ograniczającego na poziom wynagrodzeń wpływu imigracji mogą skutkować mniejszym wzrostem płac wobec dotychczasowych oczekiwań. Oczekujemy wyhamowania dynamiki wzrostu zatrudnienia głównie z powodu ograniczania efektów zmiany formy zatrudnienia (ograniczenie umów cywilno-prawnych na rzecz umów o pracę), co jednak nie będzie skutkowało silnymi zmianami w zakresie dynamiki dochodów bieżących gospodarstw domowych.
- Przy generalnie stabilnej sytuacji na krajowym rynku pracy, głównym powodem obniżenia dynamiki konsumpcji będzie silny spadek dynamiki dochodów z tytułu wyższej statystycznej bazy odniesienia (gwałtowny wzrost w połowie 2016 r.). Wzrost dochodów z tytułu wypłaty świadczeń programu „Rodzina 500+” oczywiście będzie utrzymywał wyższy poziom konsumpcji, niemniej trudno oczekiwać permanentnego efektu podwyższonej dynamiki konsumpcji, przy stabilizacji wartości wypłacanych świadczeń.

W 2017 r. utrzymanie korzystnej sytuacji na rynku pracy przy sygnałach ograniczonej skali przyspieszenia dynamiki płac



Efekty bazy związane z rozpoczęciem programu „Rodzina 500+” oraz przesunięcia wypłat dopłat bezpośrednich powodem skokowego spadku dynamiki dochodów w trakcie 2017 r.



W 2017 r. oczekujemy przyspieszenia dynamiki PKB do 3,5% r/r

- Biorąc pod uwagę nasze założenia odbicia inwestycji publicznych, poprawy inwestycji na rynku nieruchomości (efekt cyklu na rynku budownictwa mieszkaniowego) oraz lekkiej poprawy wyników po stronie inwestycji przedsiębiorstw oczekujemy wyraźnie lepszych wyników nakładów brutto na środki trwałe w 2017 r., które będą w br. pozytywnie kontrybuować we wzrost PKB.
- Przy bardzo dobrych danych dot. konsumpcji prywatnej w I poł. roku oraz ich lekkim pogorszeniu w II poł. ub.r. (dokładnie przeciwie do tendencji z 2016 r.), oczekujemy zbliżonego wzrostu spożycia gospodarstw domowych średniorocznie w obu okresach.
- Silniejszy wzrost popytu krajowego będzie w naszej ocenie hamowany przez niższą niż w 2016 r. kontrybucję zapasów we wzrost (nietrwały charakter wzrostu).
- Przy słabszych wynikach importochłonnej kategorii jaką są zapasy, stabilnych wynikach (średniorocznych) konsumpcji prywatnej oraz wzrostu inwestycji z tytułu mniej importochłonnych inwestycji publicznych oczekujemy ograniczonego wzrostu importu i tym samym lekkiej poprawy w zakresie kontrybucji handlu zagranicznego we wzrost PKB (biorąc pod uwagę prognozę lekkiego przyspieszenia średniorocznego wzrostu eksportu)
- Oczekujemy wzrostu PKB w 2017 r. o 3,5% r/r, wobec 2,8% r/r w 2016 r. Uważamy, że bilans ryzyka dla prognozy wskazuje na wyższe szanse na lepszy wynik wobec prognozy bazowej z uwagi na: - świetne wyniki krajowej gospodarki w I kw. br., - konserwatywne założenia dot. inwestycji przedsiębiorstw, - konserwatywną prognozę silnego i dość szybkiego dostosowania w zakresie konsumpcji prywatnej.

Wzrost PKB wraz ze strukturą

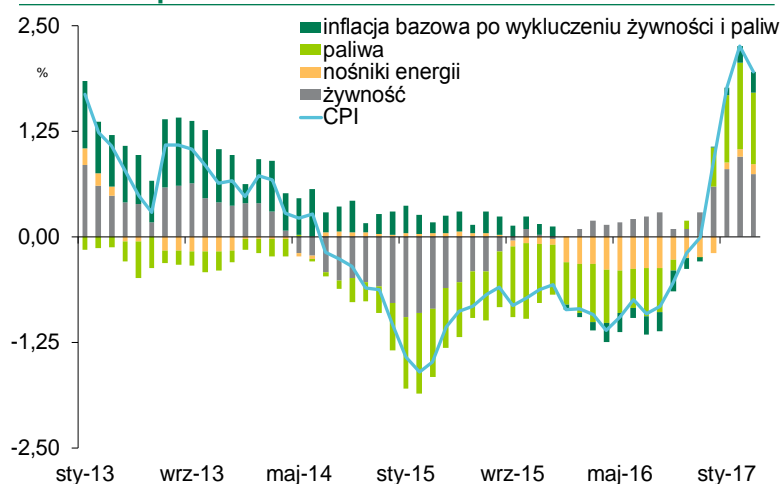
	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17P	2q17P	3q17P	4q17P	2016	2017P	2018P	
PKB	3,0	3,1	2,5	2,7	3,7	3,4	3,5	3,6	2,8	3,5	3,6	
popyt krajowy	3,9	2,2	2,9	2,4	3,2	2,9	2,8	3,5	2,8	3,1	3,5	
spożycie gospodarstw domowych	3,2	3,3	3,9	4,2	4,5	4,0	3,2	3,0	3,6	3,7	3,2	
spożycie publiczne	% r/r	4,2	3,9	4,9	2,7	2,5	3,0	3,5	4,0	3,8	3,3	3,0
inwestycje	-2,2	-5,0	-7,7	-5,8	-0,5	1,3	2,7	4,4	-5,5	2,5	5,8	
eksport	6,7	11,4	6,8	8,6	9,1	9,1	8,9	8,8	8,4	9,0	7,7	
import	8,7	10,0	7,8	8,5	8,5	8,7	7,8	8,9	8,7	8,5	7,7	
<i>kontrybucja składowych we wzrost PKB</i>												
spożycie gospodarstw domowych	2,0	1,9	2,3	2,1	2,9	2,4	2,0	1,5	2,1	2,2	1,9	
spożycie publiczne	0,7	0,7	0,9	0,5	0,4	0,5	0,6	0,8	0,7	0,6	0,5	
inwestycje	-0,3	-0,9	-1,5	-1,6	-0,1	0,2	0,5	1,1	-1,1	0,5	1,1	
prywatne przedsiębiorstw*	pkt.	-0,1	-0,4	-0,4	-0,6	-0,2	0,0	0,4	-0,3	0,1	0,3	
mieszkaniowe*	proc.	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	
publiczne*		0,0	-0,4	-0,8	-0,7	0,3	0,2	0,4	0,6	-0,4	0,4	0,6
zapasy	1,3	0,4	1,1	1,4	-0,2	-0,3	-0,3	0,0	1,1	-0,2	-0,1	
eksport netto	-0,7	1,0	-0,3	0,3	0,6	0,6	0,7	0,2	0,1	0,5	0,3	

* szacunki własne, źródło: GUS, Eurostat, BOŚ Bank

Silniejszy wzrost inflacji CPI w I kw. 2017 r.

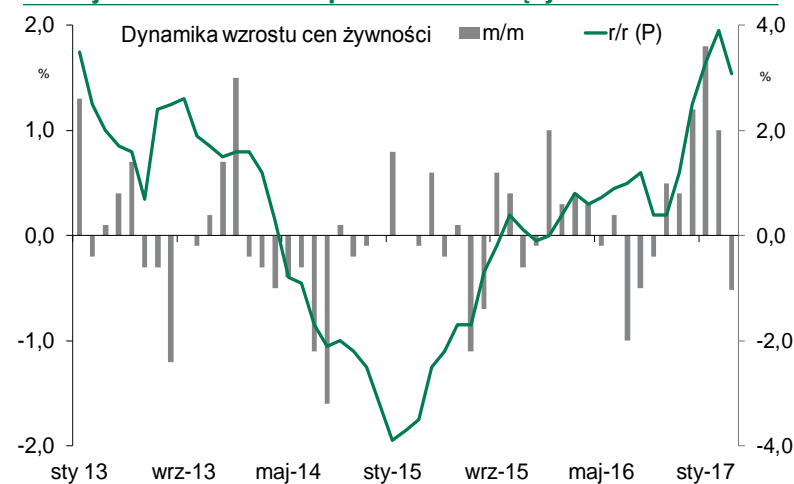
- W I kw. inflacja CPI wzrosła do 2,0% r/r (średnio w kwartale). Od połowy 2016 r. wskazywaliśmy na prognozę szybkiego wzrostu inflacji na przełomie roku w warunkach bardzo niskiej bazy odniesienia dla cen paliw oraz stopniowego wzrostu cen surowców na rynku globalnym.
- Skala wzrostu wskaźnika okazała się ostatecznie silniejsza. Choć głównym czynnikiem wzrostu wskaźnika CPI w tym okresie była wyraźnie wyższa kontrybucja zmiany cen paliw, to większym zaskoczeniem dla prognozy była dużo wyższa (wobec wcześniejszych oczekiwań) skala wzrostu cen żywności. W szczególności w lutym odnotowano nietypowy jak na ten miesiąc wzrost cen żywności i nawet pomimo równie nietypowego marcowego spadku cen, nie powstrzymało to zdecydowanie silnego wzrostu cen żywności w ujęciu zmian rocznych.
- W I kw. br. na lekko wyższym poziomie ukształtował się także wskaźnik inflacji CPI po wykluczeniu cen żywności, energii oraz pozostałych cen administrowanych. Przyspieszenie (po bardzo niskich wskaźnikach w ostatnich kilkunastu kwartałach) tego indeksu silniej powiązanego z efektami cyklicznymi w gospodarce nastąpiło w warunkach wyraźnego ożywienia popytu konsumpcyjnego w trakcie 2016 r. oraz zdecydowanego wzrostu (ograniczenie deflacji) kosztów działalności przedsiębiorstw (wyższe koszty surowców, energii oraz pracy).
- Pomimo wyższego wzrostu inflacji CPI na początku 2017 r. i lekkiej korekty w górę indeksu na kolejne miesiące br., wciąż nie oczekujemy trwałego wzrostu wskaźnika inflacji w kierunku celu inflacyjnego NBP 2,5% w nadchodzących kwartałach.

W I kw. br. bardzo silny wzrost inflacji CPI, głównie z powodu odbicia cen paliw



źródło: GUS, BOS Bank

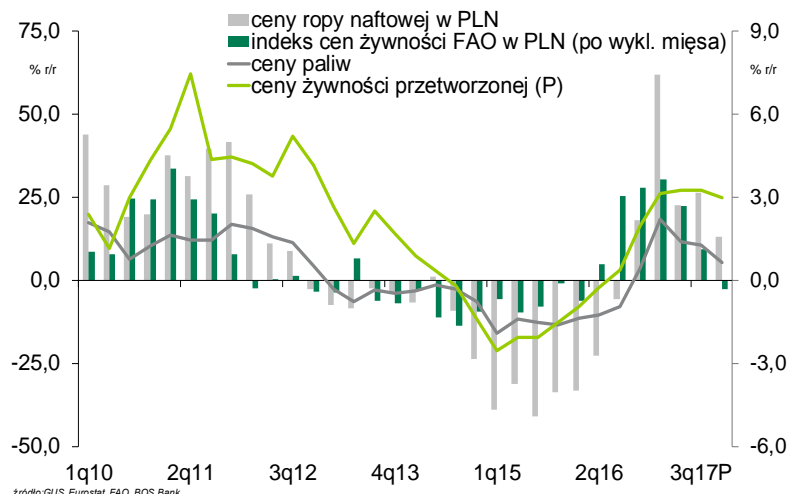
Silniejszy wzrost cen żywności powodem silniejszego wzrostu inflacji wobec oczekiwań sprzed kilku miesięcy



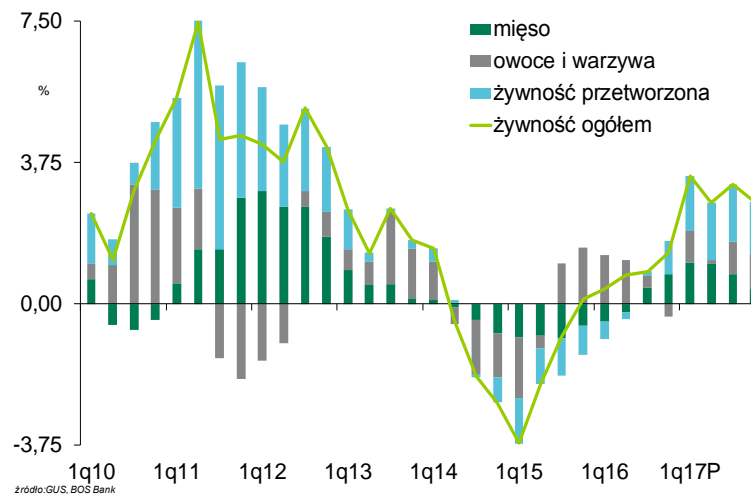
źródło: GUS, BOS Bank

- Silne wzrosty w ujęciu zmian rocznych cen paliw i żywności przetworzonej na przełomie roku były efektem silnego dostosowania cen surowców na rynku globalnym w miesiącach wcześniejszych. Zakładając w kolejnych kwartałach jedynie powolny wzrost cen surowców oczekujemy stopniowego wyhamowania rocznych dynamik tych składowych CPI.
- W przypadku cen paliw oczekujemy spadku rocznej dynamiki już od II kw. W przypadku cen żywności przetworzonej większe opóźnienia wpływu sytuacji na rynku surowców na krajowe ceny detaliczne przekładają się na utrzymanie wyższych rocznych wskaźników cen w nadchodzących kwartałach, jednak przy ograniczonym potencjale do dalszego wzrostu tej dynamiki.
- Do końca 2017 r. oczekujemy stabilizacji dynamiki cen żywności ogółem, przy stopniowym spadku dynamiki cen mięsa (przy wyższych bazach odniesienia oraz dynamicznym wzroście tych cen na początku br.), ale jednocześnie wyższej kontrybucji owoców i warzyw we wzrost inflacji cen żywności w II poł. br.
- Dynamiczny wzrost cen owoców i warzyw w I kw. był oczywiście efektem okresowym, wynikającym z niekorzystnych warunków atmosferycznych i bardzo silnego wzrostu cen warzyw i owoców importowanych. Z tego powodu oczekujemy dużo niższego sezonowego wzrostu cen owoców i warzyw w II kw. W II poł. br. wyższe roczne wskaźniki cen w tej grupie będą jednak wynikać z wyższej dynamiki cen warzyw bulwiastych. W sezonie II poł. 2016 – I poł. 2017 r. korzystne zbiory przełożyły się na bardzo niskie ceny warzyw w tej grupie. Zakładając bardziej standardowy uradzaj należy liczyć się z solidnym wzrostem cen w ujęciu rocznym.

Założenia ograniczonej skali wzrostu cen surowców powodem wolniejszych wzrostów cen paliw i żywności przetworzonej

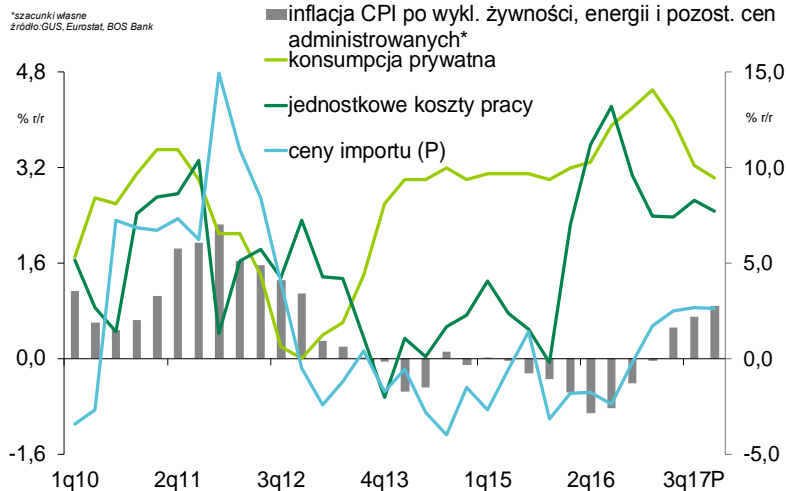


W kolejnych kwartałach oczekujemy stabilizacji cen żywności na wyższych poziomach, po ponad dwuletniej ich deflacji

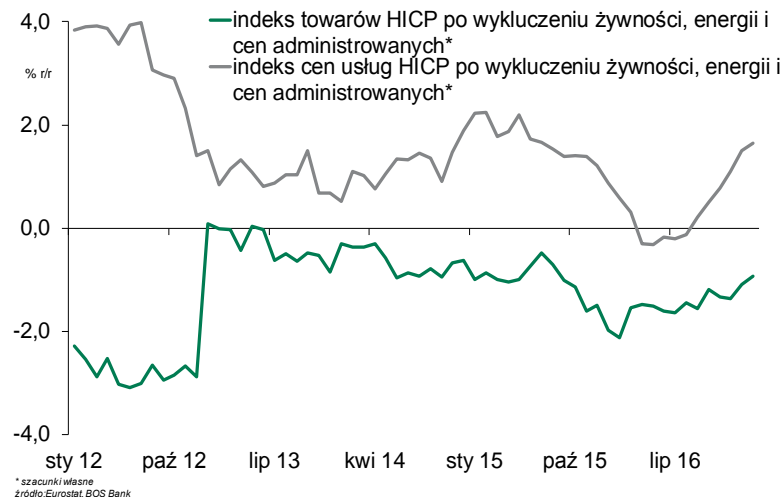


- W warunkach utrzymującej się od dłuższego czasu wyższej dynamiki konsumpcji prywatnej, bardzo silnego dostosowania po stronie kosztów pracy oraz przy założeniu nieco wyższych wzrostów cen towarów importowanych (globalne efekty ograniczenia deflacji), oczekujemy dalszego wzrostu inflacji w kategoriach najsilniej powiązanych z efektami cyklicznymi, tj. inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii, alkoholu i tytoniu oraz pozostałych cen administrowanych.
- Nieco większa skala wzrostu tego indeksu w I kw. br. oraz już wyraźne odbicie cen w usługach tej kategorii (wg danych HICP), tj. mniej zmiennej kategorii, skłoniła nas do lekkiego podwyższenia ścieżki wzrostu cen w tej grupie towarów i usług (o ok. 0,3 pkt. proc.).
- Cały czas jednak skalę wzrostu tego indeksu będzie hamować ograniczona skala wzrostu cen towarów importowanych przy założeniu ograniczonej skali wzrostu cen surowców oraz stabilizacji notowań kursu złotego.
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami z początkiem br. odnotowano wzrost rocznej dynamiki cen w grupie towarów i usług będących pod istotnym wpływem decyzji administrowanych. Taka sytuacja wynika zapewne zarówno z efektów kosztowych, jak i popytowych oraz niskich wzrostów cen w tej grupie w minionych kwartałach. Oczekujemy utrzymania w dalszej części roku tych nieco wyższych (niż w latach minionych) wskaźników cen w tej grupie towarów i usług.

Efekty cykliczne wspierające wzrost cen po długim okresie deflacji



Wyraźne odbicie cen usług sygnałem trwalszego efektu wzrostu cen



Prognozujemy, że średnioroczny wskaźnik inflacji CPI wyniesie w br. 2,0% r/r

- Biorąc pod uwagę nasze założenia: - spadku dynamiki cen paliw, - stabilizacji dynamiki cen żywności, - wzrostu inflacji cen administrowanych, - wzrostu inflacji CPI po wykluczeniu cen żywności, energii oraz cen administrowanych oczekujemy, że w kolejnych kwartałach wskaźnik CPI będzie wahał się w okolicach poziomu 2,0% r/r.
- Efekty bazy będą przekładać się na okresowy wzrost wskaźnika CPI powyżej tego poziomu w okresie wakacyjnym, jednak odwrócenie tych efektów bazy będzie z dużym prawdopodobieństwem skutkować spadkiem dynamiki CPI w ostatnich miesiącach roku poniżej 2,0% r/r.
- Biorąc pod uwagę powyższe, oczekujemy spadku inflacji CPI w grudniu 2016 r. do poziomu 1,7% r/r i utrzymaniu wskaźnika poniżej 2,0% r/r także na początku 2018 r.
- Bilans ryzyka dla prognozy zmienia się wraz z jej horyzontem, przy ryzyku nieco wyższego wskaźnika w kwartałach najbliższych, po czym od końca 2017 r. rosnącym ryzyku niższego odczytu.

Dynamika CPI wraz z strukturą

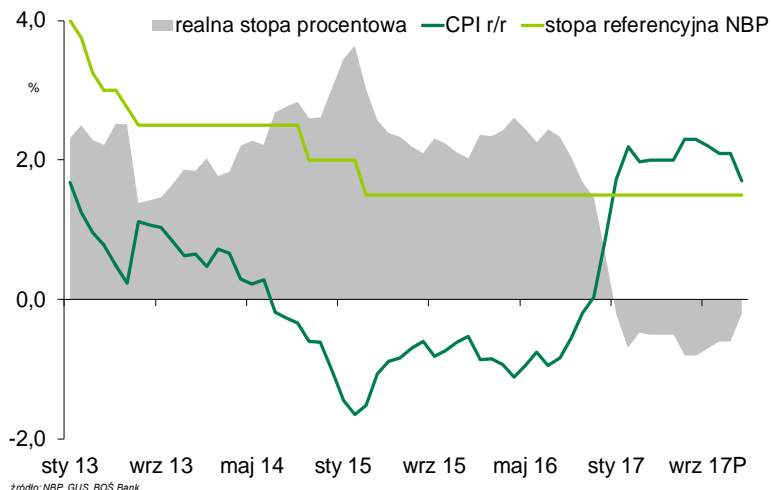
% r/r średnio w okresie	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17P	2q17P	3q17P	4q17P	2016	2017P	2018P
CPI	-0,9	-0,9	-0,8	0,2	2,0	1,9	2,2	1,9	-0,6	2,0	1,8
żywność i napoje bezalkoholowe	0,4	0,7	0,9	1,4	3,4	2,6	3,1	2,7	0,8	3,0	2,1
alkohol i wyroby tytoniowe	0,6	0,5	0,6	0,9	1,2	1,7	2,1	2,2	0,7	1,8	1,5
paliwa	-11,5	-10,4	-7,9	3,5	18,4	11,5	10,6	5,4	-6,6	11,5	3,0
nośniki energii	-2,6	-3,3	-2,8	-1,9	0,8	1,9	2,6	2,3	-2,7	1,9	3,1
ceny administrowane (poza nośnikami energii, alkoholem i wyrobami tytoniowymi)*	1,6	1,6	0,5	0,2	1,3	1,3	1,7	2,0	0,9	1,6	2,0
inflacja CPI po wykl. cen żywności, energii, alkoholu i wyrobów tytoniowych, cen administrowanych*	-0,6	-0,9	-0,8	-0,4	0,0	0,5	0,7	0,9	-0,7	0,5	1,1
inflacja bazowa po wykl. żywności i energii	-0,1	-0,3	-0,4	-0,1	0,3	0,8	1,0	1,2	-0,2	0,8	1,3

*szacunki własne

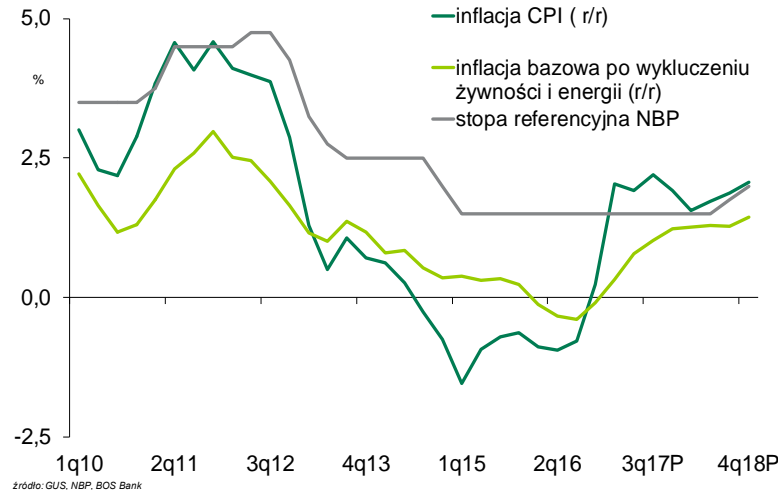
źródło: GUS, BOŚ Bank

- Na posiedzeniu w kwietniu zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym główną stopę referencyjną NBP na poziomie 1,5%. Zgodnie z oczekiwaniami retoryka Rady po posiedzeniu nie zmieniła się. Rada podtrzymała łagodne stanowisko ws. perspektyw polityki monetarnej. Podczas konferencji prasowej prezes NBP ponownie stwierdził, iż w br. oczekuje stabilizacji stóp procentowych NBP określając nawet scenariusz ewentualnej podwyżki stóp w 2017 r. jako „absolutnie nieprawdopodobny”.
- Bieżąca łagodna retoryka Rady wspiera nasz bazowy scenariusz stabilizacji stóp NBP w 2017 r., pomimo korekty w górę naszego scenariusza inflacyjnego, w tym oczekiwanego przez nas okresowego wzrostu wskaźnika CPI w III kw. w kierunku 2,5% r/r i przyspieszenia dynamiki PKB w I kw. powyżej 3,5%. Po tym jak podczas marcowego posiedzenia RPP jednoznacznie podtrzymała łagodne stanowisko, pomimo wyraźnej korekty w górę w projekcji NBP prognozy inflacji, widać wyraźnie, że funkcja reakcji RPP charakteryzuje się wysoką tolerancją dla ujemnych stóp procentowych.
- Wybiegając dalej w przyszłość - podtrzymujemy scenariusz zacieśnienia polityki monetarnej w 2018 r. Oceniamy, że wraz prognozowanym utrzymywaniem się dynamiki PKB w okolicach 3,5% w dłuższym horyzoncie, przyspieszeniem dynamiki inwestycji i silniejszym wzrostem inflacji bazowej, skłonność Rady do korekcyjnego zacieśnienia polityki monetarnej wzrośnie w trakcie 2018 r. Wydaje się, że ok. połowy 2018 r., wraz z prognozowanym ponownym wzrostem wskaźnika CPI w kierunku 2,0%, postrzeganie przez Radę bilansu ryzyka przesunie się z bieżących obaw przed zahamowaniem wzrostu PKB i inwestycji w kierunku wyraźniejszego uwzględnienia ryzyka silniejszego wzrostu inflacji.

Większa od wcześniejszych oczekiwań tolerancja RPP dla ujemnych stóp procentowych



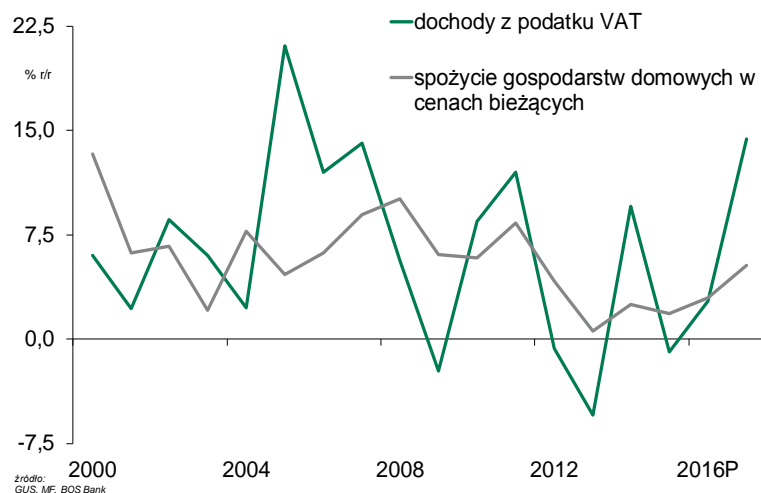
Do podwyżek stóp procentowych dojdzie dopiero w warunkach utrwalenia wysokiej dynamiki PKB oraz inflacji bazowej



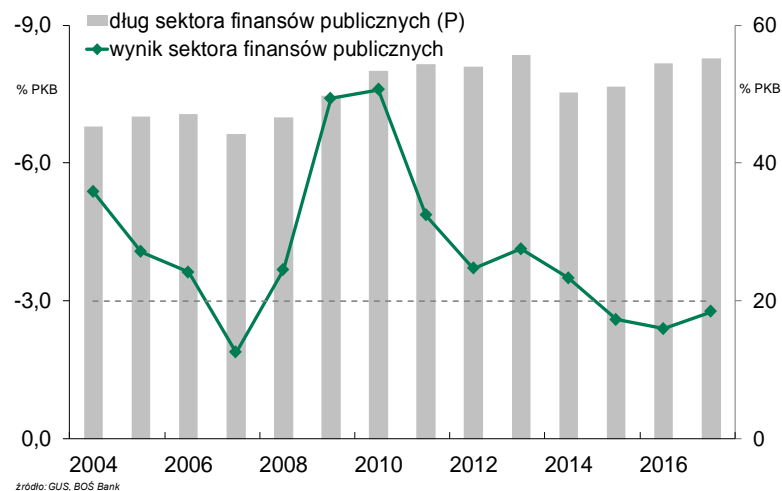
W 2017 r. brak problemów z wykonaniem budżetu, oczekiwany wzrost deficytu finansów publicznych

- Choć wg danych wstępnych w 2016 r. wyniki dot. deficytu budżetu zaskoczyły *in minus*, nie zmienia to naszej oceny, stabilnej sytuacji budżetowej w 2017 r. Poza kumulacją wydatków w ostatnim miesiącu roku (strona wydatkowa stosunkowo łatwo kontrolowalna), wyższy deficyt budżetu był wynikiem bardzo słabych danych dot. podatku VAT.
- Biorąc pod uwagę gwałtowną poprawę tych danych w styczniu br. sądzimy, że taka sytuacja wynikała z przesunięć, niż jakichkolwiek sygnałów pogorszenia realizacji dochodów z VAT. Przesunięcie wpływów z podatku VAT, przy jednocześnie silniejszym wzroście inflacji CPI oraz oczekiwanym stabilnym wzroście konsumpcji prywatnej wpływa na potencjał dla dynamicznego wzrostu wpływów z VAT w 2017 r., nawet bez dodatkowych efektów uszczelnienia w systemie podatkowym.
- Jednocześnie biorąc pod uwagę standardowe założenie o ostrożnych planach resortu finansów po stronie wydatkowej, oraz wysoki wynik NBP za 2016 r. szacujemy, że w 2017 r. deficyt budżetu może ukształtować się na poziomie niższym wobec 2016 r. oraz zdecydowanie niższym wobec założeń ustawy budżetowej (nawet o 15 mld zł.).
- Oczekując jednocześnie pogorszenia wyniku JST (zwiększenie wydatków inwestycyjnych) oraz sektora ubezpieczeń społecznych (wygasanie dodatkowego efektu zmiany formy zatrudnienia vs postępujący efekt demograficzny) oczekujemy wzrostu deficytu sektora finansów publicznych (SFP) w br. do 2,7% PKB z 2,4% PKB w 2016.
- Prognoza wyniku SFP w 2017 r. ma obecnie charakter szacunkowy ze względu na jedynie wstępny (brak struktury danych) i zaskakująco dobry wynik w opublikowanych przez GUS danych nt. SFP za 2016 r.

Potencjał dla dynamicznego wzrostu dochodów z VAT w 2017 r.



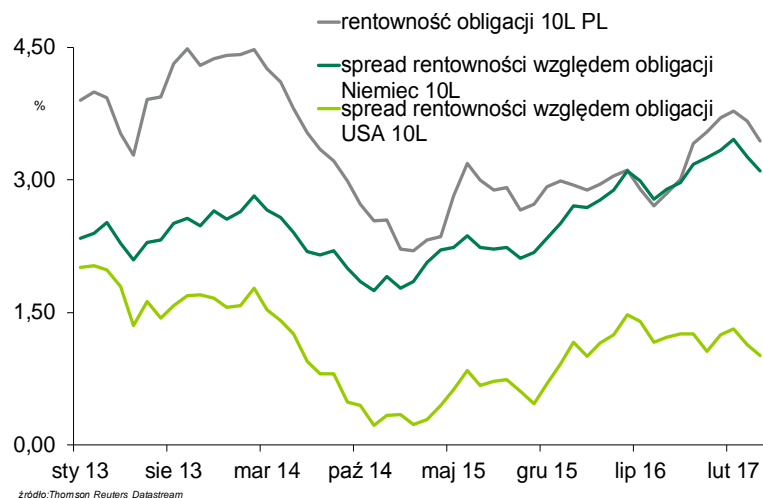
Wg wstępnych danych GUS w 2016 r. dalszy spadek deficytu SFP



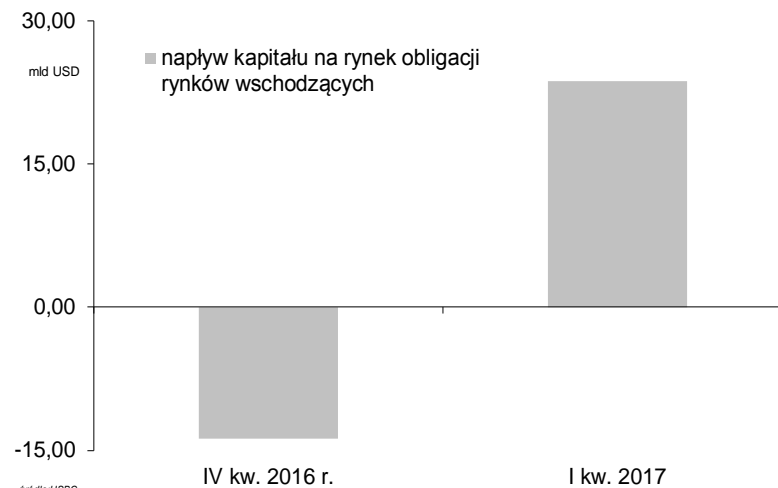
Spadek rentowności krajowych SPW pomimo ograniczonego spadku rentowności papierów na rynkach bazowych

- W marcu i na początku kwietnia odnotowano solidny spadek rentowności obligacji skarbowych, w szczególności na dłuższym końcu krzywej dochodowości. Skala spadku rentowności obligacji krajowych była zdecydowanie silniejsza wobec spadku rentowności bazowych (solidne spadki spreadu rentowności krajowych SPW wobec rynków bazowych).
- Wzrost cen krajowych obligacji skarbowych jest pochodną silniejszego napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące. Według danych zewnętrznych ośrodków analitycznych skala napływu kapitału na te rynki w I kw. br. przewyższyła skalę odpływu kapitału odnotowaną w IV kw. 2016 r.
- Bieżące poziomy rentowności są obecnie zbliżone do tych prognozowanych na koniec br.. Jednocześnie jednak, tej korekty oczekiwaliśmy w następstwie silniejszych spadków rentowności na rynkach bazowych, gł. w USA. Sam spadek spreadu wobec podwyższonych poziomów z przełomu 2016 i 2017 r. jest spójny z naszym scenariuszem, niemniej przy tak silnej skali tego spadku dostrzegamy ryzyko okresowej korekty wzrostowej rentowności (np. ryzyko sytuacji politycznej w Europie). Dopiero trwalszy i silniejszy spadek rentowności na rynku USA da wystarczający komfort dla prognozy utrzymania niższych poziomów rentowności w średnim okresie. Biorąc pod uwagę napływające dane i informacje taki scenariusz wciąż uważamy za najbardziej prawdopodobny.
- Bieżąca łagodna retoryka RPP poskutkowała silniejszym spadkiem rentowności na krótkim końcu krzywej. Sądzymy, że do lekkiego wzrostu rentowności może ponownie dojść w III kw. w okresie silniejszego wzrostu inflacji CPI i ponownego wzrostu dyskontowanego przez rynek ryzyka podwyżki stóp procentowych NBP.

Solidne spadki rentowności krajowych SPW



W I kw. br. solidny napływ kapitału zagranicznego na rynki wschodzące



Wskaźniki krajowe		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	3,7	5,0	1,6	1,4	3,3	3,9	2,8	3,5
Popyt krajowy	% r/r	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,4	2,8	3,1
Spżycie indywidualne	% r/r	2,5	3,3	0,8	0,3	2,6	3,2	3,6	3,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-5,5	2,5
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,5	0,8	2,1	2,0	-1,4	0,5	0,0	0,4
Produkt Krajowy Brutto	<i>mld PLN</i>	1 445	1 567	1 629	1 657	1 720	1 798	1 853	1 936
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,7
	<i>mld EUR</i>	-19,5	-19,7	-14,5	-5,0	-8,5	-2,7	-1,3	-3,0
Transfery z Unii Europejskiej*	<i>mld EUR</i>	11,2	14,3	15,1	15,7	16,5	13,0	7,9	10,4
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r, <i>real.</i>	1,3	0,9	0,4	2,7	3,4	4,2	4,4	2,2
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,7	1,9	0,0	-1,1	0,2	0,9	2,3	1,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, <i>śr.</i>	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,3	7,0
Inflacja CPI	% r/r, <i>śr.</i>	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, <i>śr.</i>	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,8
Depozyty ogółem	<i>mld PLN</i>	704,9	782,2	828,5	875,3	956,4	1 027,2	1 123,5	1 210,7
	% r/r	9,0	11,0	5,9	5,7	9,3	7,4	9,4	7,8
Kredyty ogółem	<i>mld PLN</i>	771,1	885,3	900,6	933,1	996,5	1 065,5	1 118,0	1 174,2
	% r/r	9,8	14,8	1,7	3,6	6,8	6,9	5,0	5,0
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-7,5	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3	-2,6	-3,0	-2,7
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	53,3	54,4	54,0	56,0	50,5	51,0	54,4	55,1
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, <i>k.o.</i>	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50
Stopa referencyjna NBP	%, <i>k.o.</i>	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50
Stopa depozytowa NBP	%, <i>k.o.</i>	2,00	3,00	2,75	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%, <i>k.o.</i>	3,95	4,99	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,73
Obligacje skarbowe 2L	%, <i>k.o.</i>	4,73	4,91	3,07	2,99	1,78	1,56	2,01	2,15
Obligacje skarbowe 5L	%, <i>k.o.</i>	5,52	5,32	3,17	3,77	2,13	2,21	2,87	2,75
Obligacje skarbowe 10L	%, <i>k.o.</i>	6,06	5,88	3,72	4,32	2,51	2,94	3,62	3,40
PLN/EUR	<i>PLN, k.o.</i>	4,17	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,42	4,35
PLN/USD	<i>PLN, k.o.</i>	2,96	3,42	3,10	3,01	3,51	3,90	4,18	3,92
PLN/CHF	<i>PLN, k.o.</i>	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, <i>śr.</i>	1,6	3,2	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,3
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, <i>śr.</i>	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4	0,0	0,2	1,6
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, <i>k.o.</i>	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	1,25
LIBOR USD 3M	%, <i>k.o.</i>	-	-	-	-	-	-	-	1,35
Obligacje USA 10L	%, <i>k.o.</i>	3,32	1,88	1,77	3,05	2,18	2,28	2,46	1,90
Stopa repo EBC	%, <i>k.o.</i>	1,00	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, <i>k.o.</i>	-	-	-	-	-	-	-	-0,30
Obligacje GER 10L	%, <i>k.o.</i>	2,96	1,82	1,30	1,94	0,54	0,63	0,20	0,30
LIBOR CHF 3M	%, <i>k.o.</i>	-	-	-	-	-	-	-	-0,75
USD/EUR	<i>USD, k.o.</i>	1,40	1,30	1,32	1,37	1,22	1,09	1,05	1,11
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	<i>USD, śr.</i>	79,6	111,4	111,7	108,7	98,9	52,4	43,8	55,1

% 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 (gl. 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
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	3,0	3,1	2,5	2,7	3,7	3,4	3,5	3,6
Popyt krajowy	% r/r	3,9	2,2	2,9	2,4	3,2	2,9	2,8	3,5
Spożycie indywidualne	% r/r	3,2	3,3	3,9	4,2	4,5	4,0	3,2	3,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-2,2	-5,0	-7,7	-5,8	-0,5	1,3	2,7	4,4
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,9	0,9	-0,4	0,3	0,5	0,5	0,6	0,1
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,8	-0,5	-0,4	-0,3	0,7	0,1	-0,2	-0,7
	mld EUR	-0,2	1,4	-2,1	-0,4	4,2	-1,4	-3,4	-2,4
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r, real.	4,0	5,2	4,9	3,5	1,7	1,9	2,3	2,8
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,1	2,4	2,6	2,0	1,8	1,7	1,4	1,4
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	9,9	8,7	8,3	8,3	8,1	6,9	6,6	7,0
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	-0,9	-0,8	-0,5	0,8	2,0	2,0	2,2	1,7
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	-0,2	-0,2	-0,4	0,0	0,5	0,8	1,2	1,3
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%, k.o.	1,67	1,71	1,71	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,43	1,63	1,73	2,01	2,03	2,15	2,15	2,15
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,17	2,13	2,34	2,87	2,89	2,90	2,75	2,75
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	2,82	2,93	2,90	3,62	3,48	3,55	3,40	3,40
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,27	4,43	4,31	4,42	4,22	4,35	4,35	4,35
PLN/USD	PLN, k.o.	3,76	3,98	3,86	4,18	3,95	4,07	4,01	3,92
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,90	4,07	3,98	4,12	3,95	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	2,0	2,4	2,3	2,3
PKB - strefa euro	% r/r	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,5	1,4
Stopa funduszy federalnych Fed*	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,00	1,25	1,25
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	1,15	1,35	1,35
Obligacje USA 10L	%, k.o.	1,78	1,48	1,60	2,46	2,40	2,25	1,95	1,90
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-0,30	-0,30	-0,30
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,15	-0,13	-0,12	0,20	0,33	0,30	0,30	0,30
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,14	1,11	1,12	1,05	1,07	1,07	1,09	1,11
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	34,2	45,7	45,9	49,4	53,7	53,5	55,8	57,5

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

* górna granica przedziału (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.