

ANALIZY MAKROEKONOMICZNE
PRZEGLĄD MIESIĘCZNY

25 lipca 2017



BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

bosbank.analizy@bosbank.pl

ŁUKASZ TARNAWA
Główny Ekonomista

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

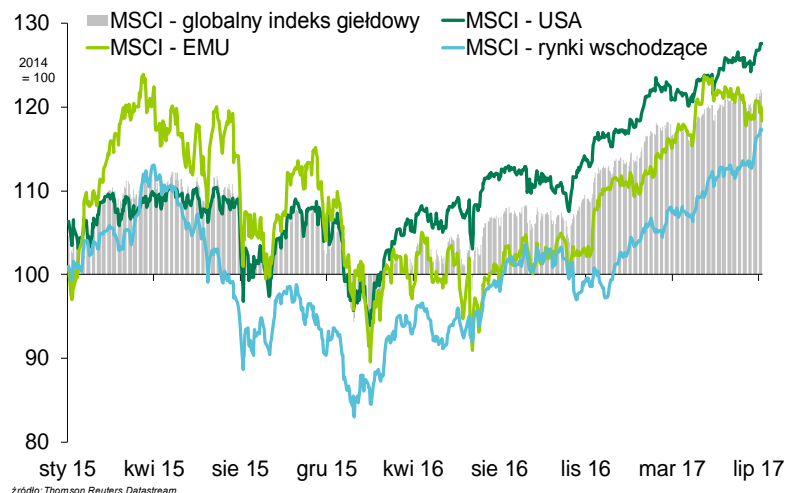
ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA
Ekonomista

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

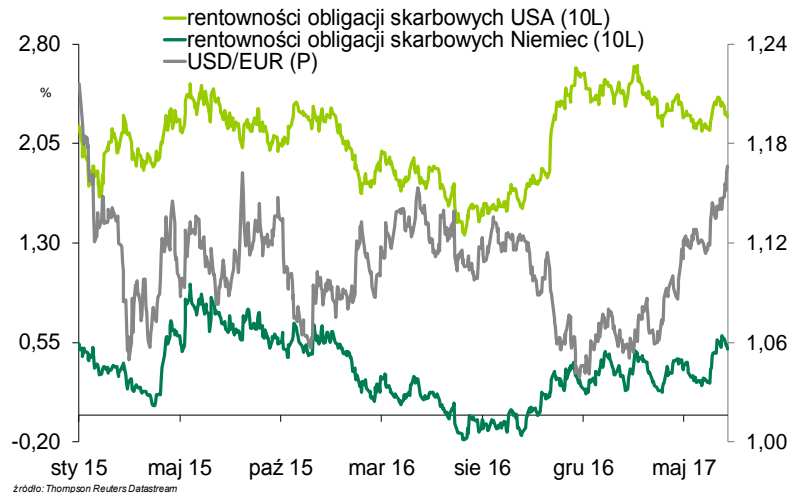
- W połowie 2017 r. utrzymywały się generalnie korzystne nastroje na globalnym rynku finansowym, jednak przy wyhamowaniu wcześniejszej silnej poprawy nastrojów w Europie i lekkim osłabieniu dotychczas bardzo silnego napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące.
- Korzystne dane ze sfery realnej i nadal brak sygnałów trwałego odbicia inflacji w gospodarkach rozwiniętych poskutkowały wzrostem niepewności dot. polityki pieniężnej banków centralnych, co przełożyło się na lekki wzrost zmienności cen aktywów na globalnym rynku finansowym.
- Oczekując wyhamowania dotychczasowej poprawy sytuacji w gospodarce globalnej i bardzo stopniowego procesu wzrostu inflacji oczekujemy jedynie stopniowych zmian w polityce pieniężnej Fed i EBC w kierunku zacieśnienia / ograniczenia luźnej polityki pieniężnej.
- Takie założenie powinno ograniczać ryzyko dla aktywów finansowych na rynkach wschodzących – w tym dla aktywów na rynku polskim, pomimo zakładanego niższego napływu kapitału zagranicznego na te rynki w II poł. br. Oczekujemy stabilizowania się notowań złotego w okolicach 4,25 PLN/EUR.
- Prognozujemy, że w kolejnych kwartałach dynamika wzrostu PKB będzie utrzymywała się nieznacznie poniżej 4,0% r/r, przy oczekiwanym przyspieszeniu dynamiki inwestycji oraz lekkim osłabieniu dynamiki spożycia gospodarstw domowych. Choć bardzo korzystna sytuacja na rynku pracy będzie ważnym czynnikiem wspierającym wydatki gospodarstw domowych, to wyższa baza odniesienia będzie skutkować wyraźnym obniżeniem dynamiki dochodów gospodarstw domowych w 2017 r.
- Przy założeniu ustabilizowania się cen surowców na rynku globalnych, prawdopodobne jest ograniczenie zmienności inflacji CPI w kolejnych kwartałach. Oczekujemy, że w II połowie roku inflacja będzie utrzymywać się powyżej 1,5% r/r, po czym na przełomie 2017 i 2018 r. okresowo obniży się poniżej tego poziomu.
- Ostatnie tygodnie przyniosły większe zróżnicowanie głosów w RPP dot. perspektyw polityki pieniężnej. W dłuższym okresie poprawa danych dot. inwestycji, wynagrodzeń oraz dalszy wzrost inflacji bazowej mogą wzmacniać głosy za rozważeniem podwyżki stóp procentowych. Jeżeli jednak zmaterializuje się nasz scenariusz spadku inflacji CPI na przełomie 2017 i 2018 r., stopy procentowe NBP pozostaną na niezmiennym poziomie do połowy 2018 r.. Podtrzymujemy prognozę lekkiego wzrostu stóp procentowych NBP w II poł. 2018 r. w warunkach trwalszego wzrostu inflacji w trakcie 2018 r. oraz utrzymującej się poprawy aktywności polskiej gospodarki, w tym silniejszego wzrostu inwestycji przedsiębiorstw oraz wzrostu dynamiki wynagrodzeń.

- W czerwcu i na początku lipca miała miejsce większa zmienność cen aktywów na globalnym rynku finansowym. W minionych tygodniach zyskiwały jeszcze indeksy giełdowe w USA, bardzo silnie wzrosły notowania akcji na rynkach wschodzących, z kolei na rynkach europejskich, po kilku tygodniach bardzo silnych wzrostów, w ostatnim okresie dominował spadek notowań akcji.
- Po części spadki na giełdach europejskich mogły wynikać z wyraźnego wzrostu oczekiwań rynkowych na szybsze odejście EBC od ultra-luźnej polityki pieniężnej.
- Kontynuacja publikacji korzystnych danych ze sfery realnej gospodarki globalnej, interpretacja rynkowa sygnałów płynących z EBC jako zaostrenie retoryki oraz bardziej jastrzębi przekaz ze strony Banku Anglii poskutkowały silniejszym wzrostem rentowności obligacji skarbowych na rynkach europejskich oraz dalszym, silnym wzmocnieniem notowań euro.
- Korzystne dane dot. sytuacji w gospodarce globalnej, pozytywne niespodzianki ze strony publikacji danych nt. gospodarki chińskiej oraz ograniczenie spadków cen ropy naftowej były czynnikami podtrzymującymi korzystne nastroje wokół rynków wschodzących. Jednocześnie jednak w lipcu skala napływu kapitału na te rynki lekko wyhamowała, po najlepszych od kilku lat wynikach w I połowie bieżącego roku.

W czerwcu i lipcu solidne wzrost na giełdach rynków wschodzących, korekta spadkowa notowań akcji w Europie



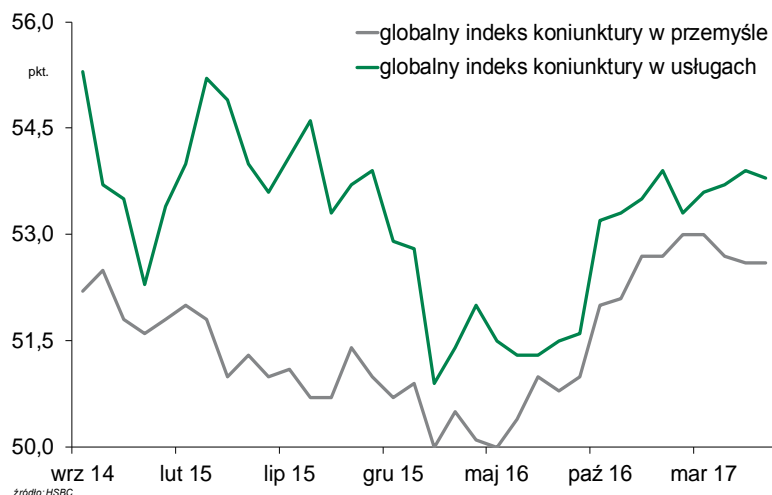
Kolejna faza wzrostu oczekiwań rynkowych na zaostrenie polityki pieniężnej skumulowana w Europie, efektem - wzmocnienie euro



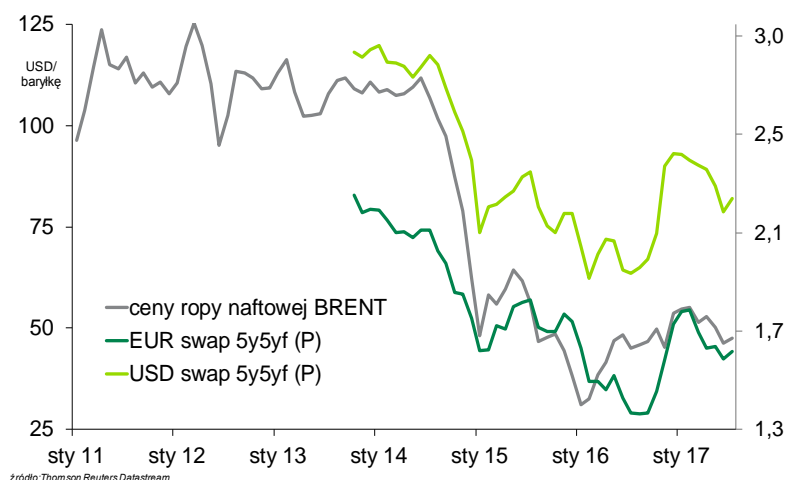
Pozytywne dane ze sfery realnej i jednocześnie niska inflacja wyzwaniem dla polityki pieniężnej głównych banków centralnych

- Publikowane dane wskazują na utrzymanie korzystnej koniunktury w gospodarce globalnej. W dalszym ciągu jednak te dane nie przekładają się na wzrost prognoz inflacji.
- Pomimo utrzymującego się już od dłuższego czasu wzrostu zatrudnienia w gospodarkach rozwiniętych, dynamika wynagrodzeń utrzymuje się na niskim poziomie, co odsuwa w czasie trwały wzrost inflacji bazowej. Jednocześnie wyhamowanie notowanego na przełomie roku wzrostu cen surowców dodatkowo ogranicza oczekiwania inflacyjne w gospodarce globalnej.
- Brak przełożenia sytuacji w sferze realnej na silniejszą presję inflacyjną skutkuje wzrostem zmienności oczekiwań rynkowych dot. polityki pieniężnej głównych banków centralnych.
- Biorąc pod uwagę wyraźne ograniczenie ryzyka stagnacji w gospodarce globalnej oraz deflacji, oczekujemy, że w dłuższym horyzoncie poprawa sytuacji gospodarczej będzie przekładać się na stopniowy wzrost inflacji, co będzie wspierało zacieśnienie / ograniczenie luźnej polityki pieniężnej.
- Z uwagi na oczekiwane rozłożenie się tego procesu na dłuższy okres czasu, jak również nasze założenia wyczerpującego się potencjału dla dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarki globalnej sądzimy, że proces dostosowań w polityce pieniężnej będzie postępował bardzo stopniowo.

Utrzymujące się korzystne dane nt. koniunktury w gospodarce globalnej



Pomimo poprawy koniunktury, oczekiwania inflacyjne wciąż blisko minimów z okresu silnych obaw przed deflacją



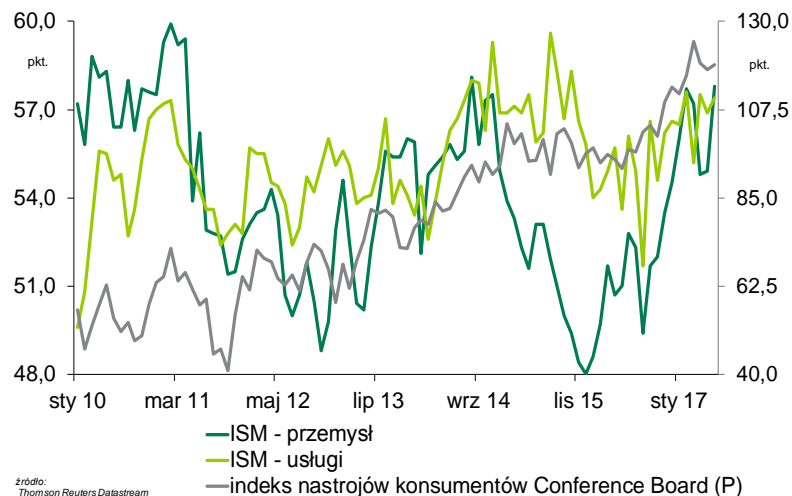
Sytuacja polityczna czynnikiem ryzyka dla gospodarki globalnej, choć mniej istotnym w porównaniu do poprzednich miesięcy

- Podtrzymujemy naszą ocenę, że najważniejszym czynnikiem ryzyka dla perspektyw gospodarki globalnej pozostają kwestie polityczne, przy najwyższym ryzyku z tego tytułu dla krajów europejskich. Jednocześnie, skala tego ryzyka jest obecnie dużo niższa niż jeszcze na początku roku tj. przed wyborami prezydenckimi we Francji.
- Obecnie najważniejszymi czynnikami niepewności jest sytuacja polityczna we Włoszech oraz niezmiennie perspektywa Brexitu (zapewne większy wpływ w dłuższym okresie) .
- Ryzyko związane z sytuacją polityczną we Włoszech wynika zarówno z problemów ze zmianą prawa wyborczego (w celu ograniczenia ryzyka wyłonienia po wyborach niestabilnego rządu z mniejszościowym poparciem w parlamencie) oraz z niepewności co do skali poparcia społecznego dla antysystemowego i eurosceptycznego ugrupowania „Ruch Pięciu Gwiazd”. W warunkach silnej poprawy sytuacji na europejskim rynku finansowym po wyborach prezydenckich we Francji oraz w warunkach utrzymującego się silnego wsparcia dla obligacji krajów peryferyjnych programu skupu aktywów przez EBC obecnie te ryzyka nie są wyceniane przez rynki finansowe jako istotne. Czynnikiem ryzyka pozostaje zarówno termin wyborów we Włoszech, ich wynik, jak i wpływ – w dłuższym horyzoncie – oczekiwań dot. ograniczenia programu skupu aktywów przez EBC na notowania włoskich obligacji skarbowych.
- Wynik czerwcowych wyborów parlamentarnych w Wielkiej Brytanii ogranicza ryzyko scenariusza tzw. twardego Brexitu. Niemniej zdecydowanie mniej stabilna sytuacja polityczna Wielkiej Brytanii oraz wyrównane poparcie społeczne odnośnie faktu, jak i formy Brexitu (wyrównane wyniki referendum, spadek poparcia dla Partii Konserwatywnej oraz wzrost poparcia dla Partii Pracy w ostatnich wyborach parlamentarnych) przekładają się na podwyższone ryzyko opóźnienia w wypracowaniu porozumienia Wielka Brytania – UE, a nawet – w skrajnym scenariuszu – braku porozumienia dot. warunków wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Taki scenariusz skutkowałby znaczącym wzrostem niepewności co do perspektyw gospodarczych głównie w Wielkiej Brytanii, ale także Unii Europejskiej, co mogłoby skutkować silniejszym negatywnym wpływem na sytuację na europejskim rynku finansowym.
- Oczywiście bardzo negatywne dla rynków finansowych byłoby ewentualne zaostrzenie kryzysu politycznego w USA w kontekście prowadzonego dochodzenia w sprawie wpływu Rosji na wyniki wyborów prezydenckich w USA i powiązań otoczenia prezydenta Donalda Trumpa ze stroną rosyjską w trakcie kampanii przed wyborami prezydenckimi. Ocena prawdopodobieństwa tego wydarzenia jest jednak obecnie bardzo trudna biorąc pod uwagę wciąż bardzo małą liczbę informacji w tej kwestii, przewagę Republikanów w Kongresie USA oraz prawdopodobnie dłuższy okres postępowania.

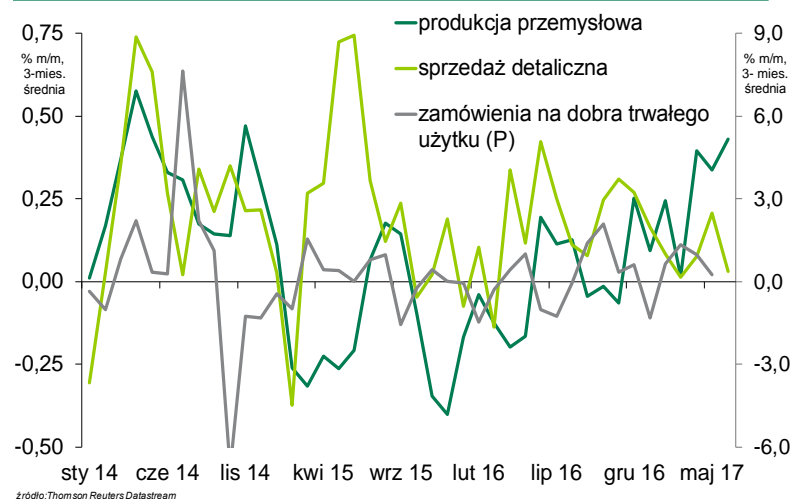
Dane ze sfery realnej gospodarki USA wskazują na wzrost dynamiki PKB w II kw. po słabych wynikach na początku roku

- Opublikowane w ostatnich tygodniach dane wskazują na utrzymanie bardzo korzystnych wskaźników koniunktury w gospodarce amerykańskiej, przy powszechnym (zarówno w przekroju podmiotowym, jak i sektorowym) efekcie dobrych nastrojów.
- Dane ze sfery realnej wskazują na solidne wyniki produkcji przemysłowej, co pozostaje spójne z przyspieszeniem inwestycji przedsiębiorstw. Ostatnie miesiące przyniosły jednak spadek dynamiki sprzedaży detalicznej, w szczególności sprzedaży samochodów, przy słabszych wydatkach gospodarstw domowych.
- Po mocno rozczarowujących danych dot. wzrostu PKB w I kw. br. (1,4% kw/kw anual.), w II kw. oczekiwane jest przyspieszenie dynamiki wzrostu PKB w kierunku 2,5%, przy ograniczeniu efektu silnego spadku zapasów odnotowanego na początku roku.
- W ostatnich miesiącach utrzymuje się wzrost zatrudnienia w amerykańskiej gospodarce, choć przy stopniowym spadku tempa tego wzrostu. Pomimo silnego spadku stopy bezrobocia dynamika wynagrodzeń utrzymywała się w I poł. br. na stosunkowo niskim poziomie, co póki co skutkuje utrzymaniem ostrożnych założeń dot. wzrostu inflacji bazowej.
- Przy ograniczonej skali wzrostu inflacji bazowej oraz wygaśnięciu efektu dotychczasowego silnego wzrostu cen energii, w nadchodzących miesiącach wskaźnik inflacji powinien utrzymywać się w okolicach 1,5% r/r.

Utrzymanie solidnych wskaźników koniunktury gospodarczej w USA w połowie br.



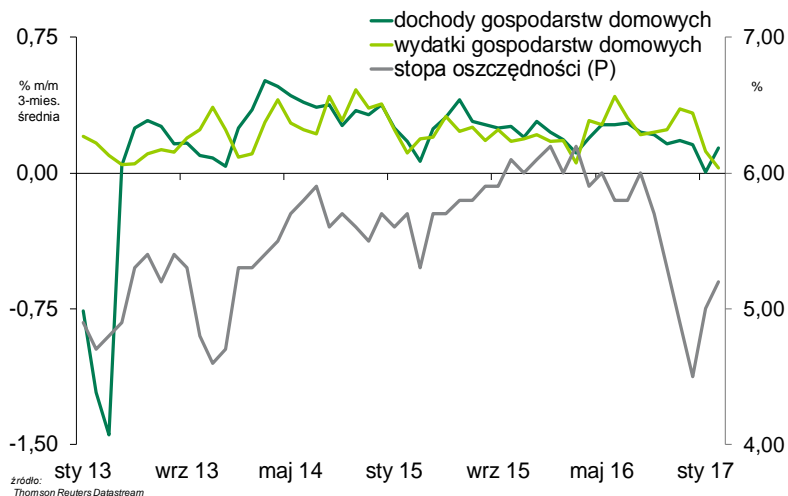
Odbicie produkcji przemysłowej wraz z poprawą nastrojów w przemyśle, nieco słabsze dane dot. sprzedaży detalicznej



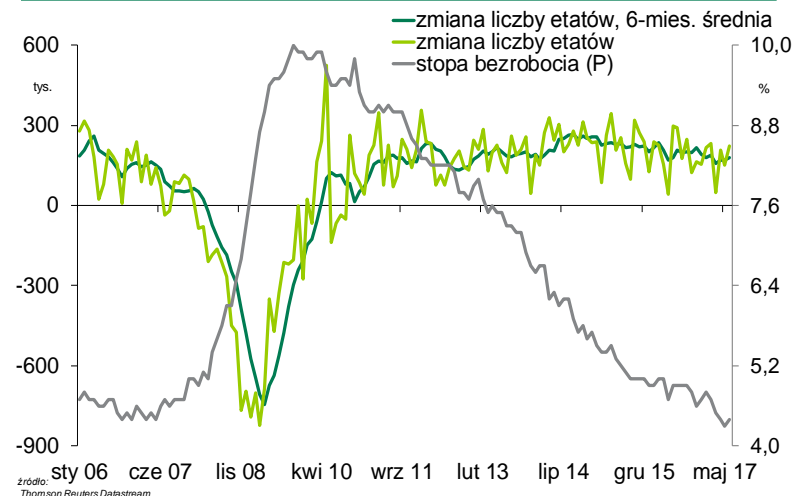
Zakładamy, że w kolejnych kwartałach dynamika wzrostu PKB utrzyma się powyżej 2,0% r/r

- Zakładamy, że w l. 2017-2018 dynamika wzrostu PKB utrzyma się w przedziale 2,0%-2,5% r/r. Najważniejszym czynnikiem przemawiającym za trwałością wzrostu gospodarczego jest wzrost inwestycji przedsiębiorstw. Częściowo efekt ten jest skutkiem stabilizacji inwestycji w sektorze wydobywczym (po ich silnym ograniczeniu w l. 2015-2016), czemu sprzyja ograniczenie trendu spadkowego cen ropy naftowej. Opublikowane dane wskazują natomiast na szerszy efekt wzrostu inwestycji firm.
- Wzrost nakładów inwestycyjnych w warunkach stabilnej sytuacji zewnętrznej powinien wspierać dalszy wzrost zatrudnienia w amerykańskiej gospodarce, choć tempo tego wzrostu może w dalszym ciągu stopniowo obniżać się. W warunkach korzystnej sytuacji na rynku pracy oczekujemy stabilnego wzrostu konsumpcji prywatnej. Jednocześnie jednak oczekujemy niższego wzrostu konsumpcji w porównaniu z okresem 2015-2016 r. z uwagi na póki co wciąż niskie tempo wzrostu wynagrodzeń, a jednocześnie nieco wyższy (niż w ostatnich latach) wskaźnik inflacji. Dane z przełomu 2016 i 2017 r. wskazują na ograniczone możliwości finansowania konsumpcji z oszczędności.
- Podtrzymujemy założenia dot. ograniczonej skali ewentualnego luzowania polityki fiskalnej z tytułu wydatków infrastrukturalnych, czy też obniżenia podatków.
- Głównym czynnikiem ryzyka dla prognoz wzrostu gospodarczego w USA jest ewentualna silniejsza korekta na rynku akcji, która może silnie negatywnie wpływać na dochody gospodarstw domowych w warunkach wciąż niskiego wzrostu dochodów z pracy.

Wolniejsze tempo wzrostu wydatków konsumpcyjnych...

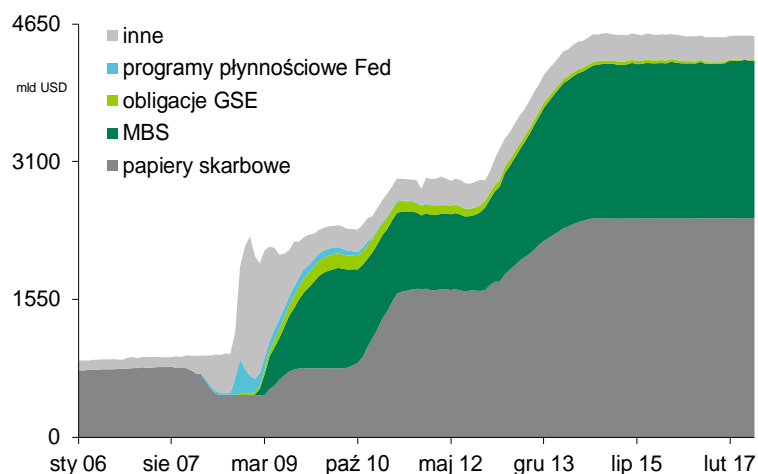


... choć cały czas konsumpcję prywatną będzie wspierać poprawiająca się sytuacja na rynku pracy



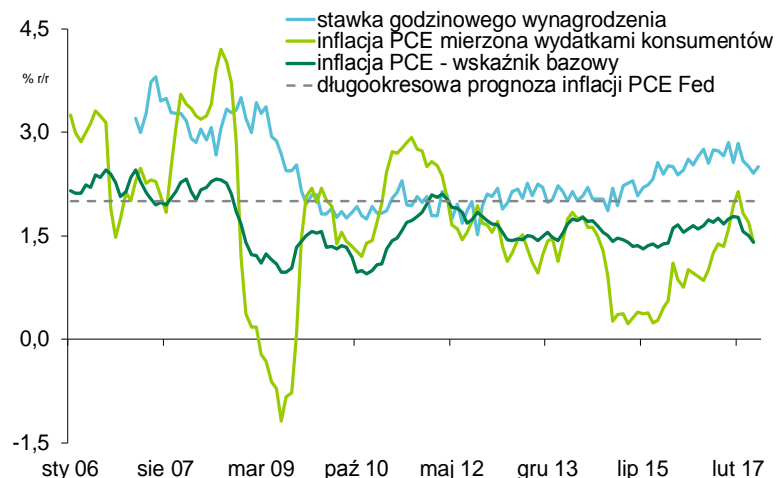
- Na posiedzeniu w czerwcu Komitet Otwartego Rynku Fed (FOMC) podwyższył stopy procentowe o 25 pkt. baz. do poziomu 1,00% - 1,25% dla głównej stopy funduszy federalnych. W komunikacie po posiedzeniu oraz podczas konferencji prasowej wskazano na prawdopodobne jeszcze w tym roku ograniczenie reinwestycji zapadających aktywów finansowych znajdujących się w bilansie Fed. Nie zmieniły się oczekiwania członków FOMC dot. stóp procentowych - mediana prognoz wskazuje na ich wzrost w 2017 r. jeszcze o 25 pkt. baz. oraz o kolejne 75 pkt. baz. w 2018 r.
- Uważamy, że celem FOMC jest stosunkowo szybki proces wdrożenia zmian w zakresie programu skupu aktywów (QE). Z tego względu oczekujemy, że FOMC ogłosi rozpoczęcie zmian w programie QE we wrześniu br., które zaczną obowiązywać od IV kw. br. Nie sądzimy aby komitet zdecydował się na skumulowanie w czasie zacieśnienia polityki pieniężnej, stąd oczekujemy, że do kolejnej podwyżki stóp procentowych o 25 pkt. baz. dojdzie w grudniu 2017 r.
- Choć skala zacieśnienia polityki pieniężnej w 2017 r. okazuje się silniejsza wobec naszych wcześniejszych oczekiwań (przy korzystniejszej sytuacji w sferze realnej gospodarki), pozostajemy ostrożni co do skali tego zacieśnienia w 2018 r. W naszej ocenie skala podwyżek stóp procentowych powinna w przyszłym roku wynieść 25 - 50 pkt. baz. Pozostajemy ostrożni co do perspektyw przyspieszenia wzrostu gospodarczego w USA. Sądzimy, że w kolejnych miesiącach coraz więcej uwagi FOMC będzie poświęcać niskiemu poziomowi inflacji niż stabilizującej się sytuacji na rynku pracy, co przełoży się na spowolnienie procesu zacieśnienia polityki pieniężnej.

W IV kw. prawdopodobny początek ograniczania bilansu Fed



źródło: Federalreserve

Utrzymująca się niska inflacja czynnikiem ograniczającym skalę zacieśnienia polityki pieniężnej Fed w średnim okresie

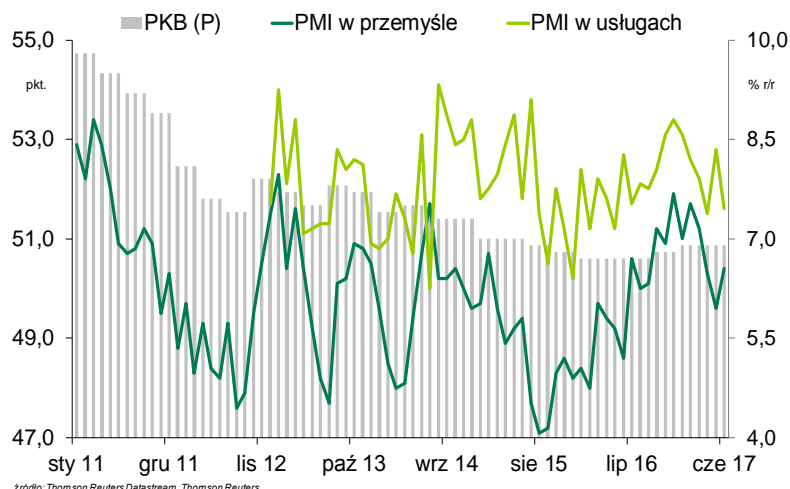


źródło: Thomson Reuters Datastream, Federal Reserve

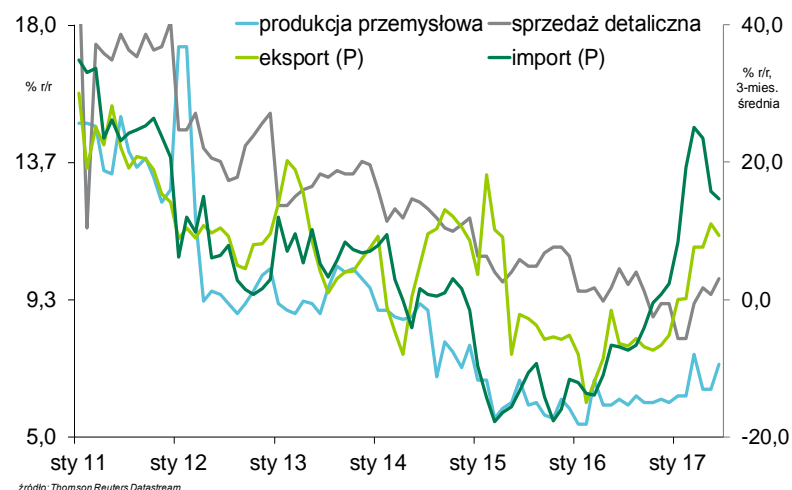
Stabilizacja aktywności chińskiej gospodarki w połowie 2017 r.

- W II kw. br. dynamika wzrostu PKB utrzymała się na poziomie odnotowanym w I kw., tj. 6,9% r/r - nieco powyżej oczekiwań rynkowych. Na stabilizację aktywności chińskiej gospodarki, po jej silniejszym ożywieniu na przełomie roku, wskazują także czerwcowe miesięczne dane ze sfery realnej oraz indeksy PMI koniunktury gospodarczej.
- Opublikowane dane wskazują na stabilną, korzystną sytuację gospodarczą w Chinach, pomimo stopniowego ograniczania impulsu fiskalnego oraz wdrażania reform mających na celu ograniczenie zadłużenia publicznych przedsiębiorstw. Przy ograniczeniu wzrostu inwestycji, czynnikami silniej wspierającymi aktywność gospodarki pozostaje bowiem popyt zewnętrzny oraz konsumpcja prywatna.
- Po dynamicznym wzroście na przełomie roku, stabilizacja cen surowców na rynku globalnym oraz ograniczenie presji popytowej wpłynęło także na wyhamowanie wskaźników inflacji (CPI, PPI), po ich bardzo silnym wzroście na przełomie 2016 i 2017 r.

Sygnaly stabilizowania się wzrostu gospodarczego w Chinach w połowie 2017 r.

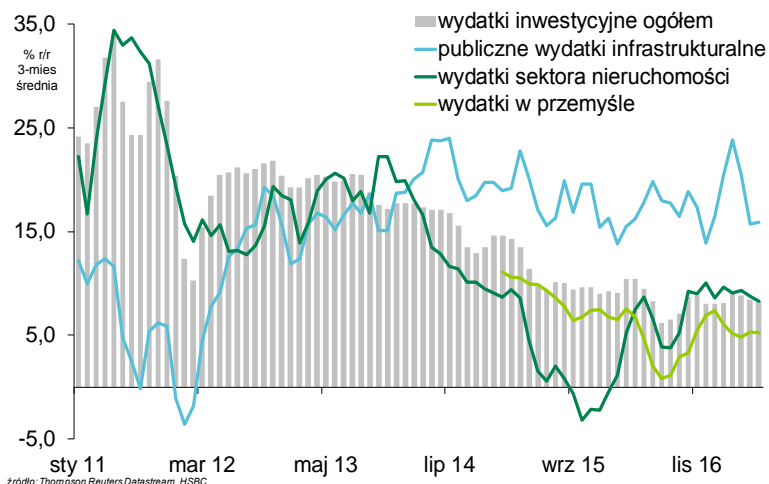


Ryzyka niższego wzrostu inwestycji mitygowane korzystnymi danymi dot. konsumpcji prywatnej oraz eksportu

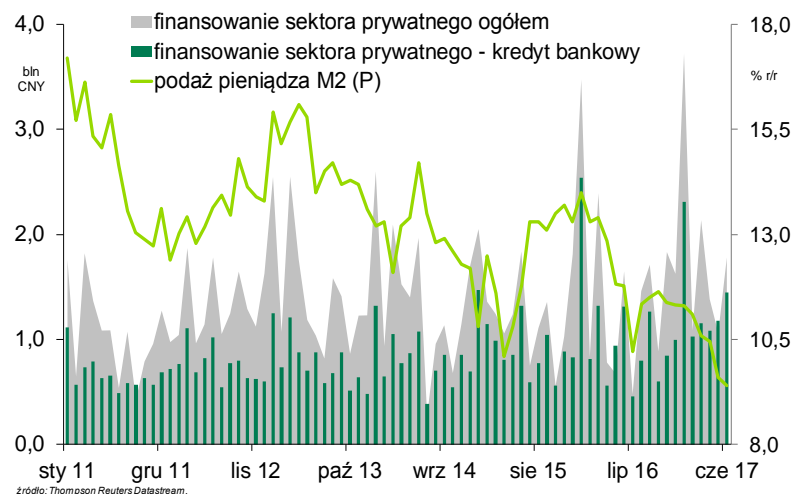


- Zakładamy, że w warunkach stopniowego ograniczania inwestycji dynamika PKB w Chinach będzie stopniowo obniżała się do 6,8% r/r w 2017 r. oraz w kierunku 6,5% r/r w 2018 r.
- Wolniejszy wzrost inwestycji będzie skutkiem koniecznych reform gospodarczych ograniczającej skalę zadłużenia przedsiębiorstw publicznych, ograniczenia finansowania nie-bankowego oraz ograniczenia ryzyka przegrzania na rynku nieruchomości.
- Cały czas aktywność gospodarczą będzie wspierać konsumpcja prywatna oraz popyt zewnętrzny, choć przy zakładanym ograniczeniu potencjału do dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w USA czy strefie euro, nie oczekujemy wzmocnienia tych czynników wzrostu.
- Biorąc pod uwagę utrzymanie relatywnie luźnych warunków finansowych w kolejnych kwartałach można oczekiwać utrzymania bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej Banku Chin (utrzymania wyższego poziomu krótkoterminowych stóp procentowych). Z kolei ryzyko ewentualnego silniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej będzie w naszej ocenie ograniczane przez lekkie spowolnienie wzrostu gospodarczego oraz niskie ryzyko wzrostu inflacji.

Biorąc pod uwagę program reform gospodarczych oczekiwane stopniowe hamowanie wzrostu inwestycji

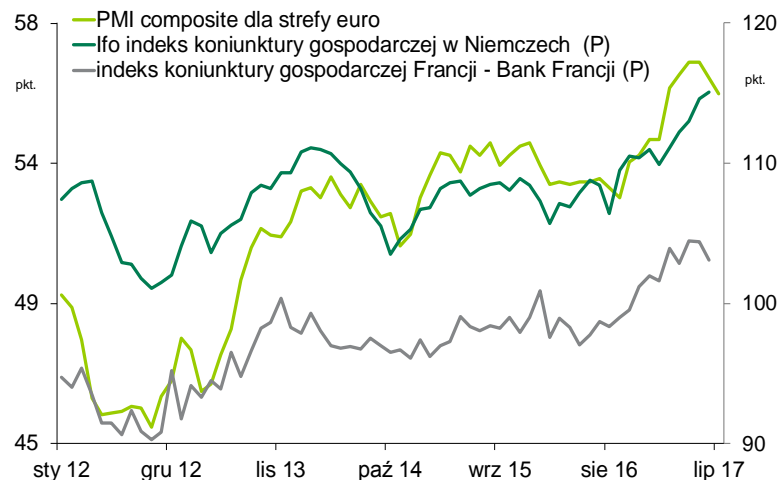


Utrzymujące się korzystne warunki monetarne przemawiają za utrzymaniem bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej



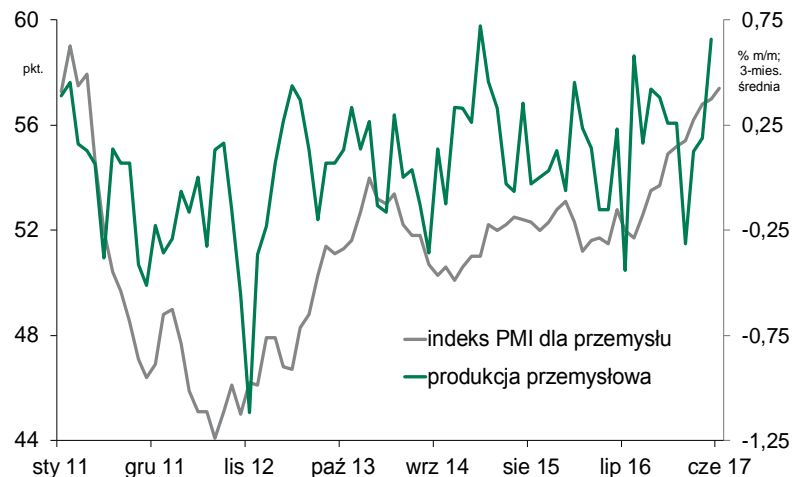
- Opublikowane w ostatnich tygodniach dane wskazują na utrzymanie wskaźników koniunktury gospodarczej w strefie euro blisko rekordowo wysokich poziomów, przy szerokiej (geograficznie) skali poprawy.
- Co więcej, silny wzrost majowej produkcji przemysłowej wskazuje na silniejsze odbicie również tzw. „twardych” danych ze sfery realnej w ślad za silną poprawą wskaźników koniunktury. Dane wskazały na solidne odbicie produkcji w większości gospodarek EMU.
- Pozytywnym sygnałem dla perspektyw gospodarczych strefy euro jest także jego oparcie na większej liczbie czynników, wskazują na to: - stabilne dane dot. konsumpcji prywatnej, - solidne dane dot. eksportu, - solidny wzrost inwestycji. W sporej części wzrost inwestycji wspierany jest inwestycjami publicznymi, niemniej po długim okresie silnego ograniczenia inwestycji prywatnych coraz wyraźniejsze są sygnały poprawy w tym obszarze, przy solidnej poprawie popytu na kredyt przedsiębiorstw (w tym inwestycyjny) wg badania EBC. Ta sytuacja daje podstawy do oczekiwania trwalszego wzrostu gospodarczego wobec sytuacji z lat 2015-2016, kiedy aktywność gospodarki silnie opierała się na konsumpcji prywatnej oraz znaczącej skali wydatków publicznych.
- Tendencje na rynku surowców oraz wciąż niski poziom inflacji poskutkowały wyraźnym spadkiem wskaźnika inflacji HICP w czerwcu br. do 1,3% r/r wobec szczytu na poziomie 2,0% r/r odnotowanego w lutym br.

Stabilizacja wskaźników koniunktury w strefie euro na bardzo wysokich poziomach



źródło: Thomson Reuters, Thomson Reuters Datastream

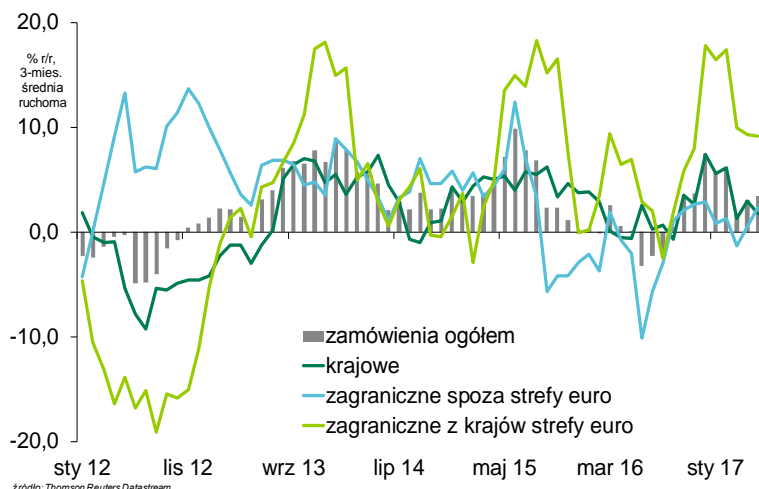
Silniejszy wpływ bardzo dobrych nastrojów w gospodarce na tzw. „twarde” dane dot. gospodarki



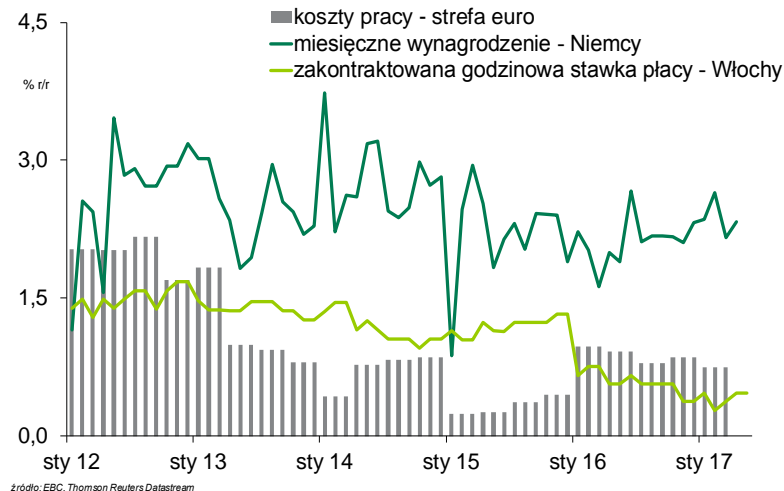
źródło: Thomson Reuters, Thomson Reuters Datastream

- Zakładamy, że w kolejnych kwartałach dynamika wzrostu PKB w strefie euro będzie utrzymywała się na poziomie nieco poniżej 2,0% r/r, czemu sprzyjać powinna stabilna sytuacja zewnętrzna oraz silniejsze sygnały wzrostu aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw.
- Jednocześnie nie oczekujemy dalszego silniejszego przyspieszenia wzrostu aktywności, przy zakładanym przez nas ograniczonym potencjale dla dalszego wzrostu popytu zagranicznego (USA, Chiny) oraz konsumpcji prywatnej.
- Notowana wyraźna poprawa popytu na pracę będzie czynnikiem silnie wspierającym wydatki gospodarstw domowych, niemniej wciąż niska dynamika wynagrodzeń, utrzymujące się problemy strukturalne w części gospodarek oraz wyższa (niż w I. 2015-2016) inflacja ograniczająca siłę nabywczą gospodarstw domowych będą hamowały skalę dalszego wzrostu dynamiki konsumpcji prywatnej.
- Strukturalnym hamulcem silniejszego wzrostu gospodarki strefy euro pozostanie silne zróżnicowanie krajów pod względem zadłużenia oraz oszczędności, przy utrzymującej się bardzo konserwatywnej polityce gospodarczej w Niemczech. Bieżące dane wskazują na solidne odbicie aktywności także w pozostałych krajach europejskich, niemniej przy ograniczonej skali przyspieszenia popytu krajowego w Niemczech oraz ograniczonym potencjale dalszego wzrostu popytu zagranicznego (w szczególności z gospodarek wschodzących) nie sądzimy by możliwe było utrzymanie bieżącej sytuacji wsparcia gospodarki niemieckiej przez silniejszy popyt z pozostałych krajów strefy euro biorąc pod uwagę wciąż konieczne dostosowania finansowe w krajach peryferyjnych EMU.

Stabilne dane dot. zamówień w niemieckim przemyśle, przy najsilniejszym popycie z pozostałych krajów strefy euro

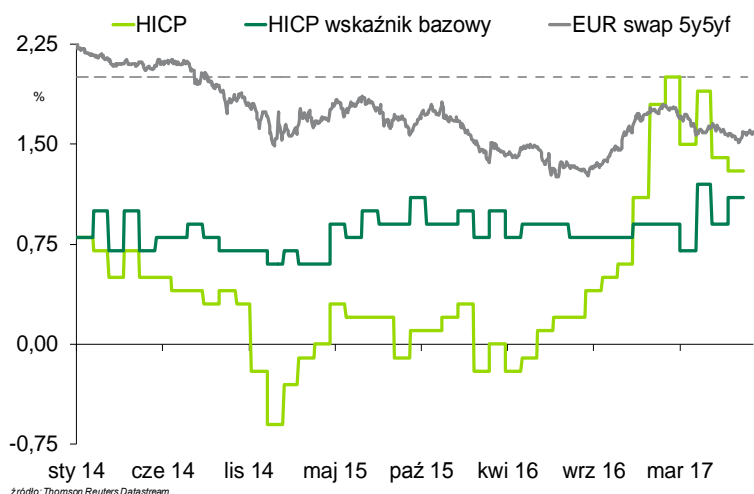


Bieżące ożywienie gospodarcze i spadek bezrobocia wciąż z ograniczonym wpływem na silniejszy wzrost wynagrodzeń

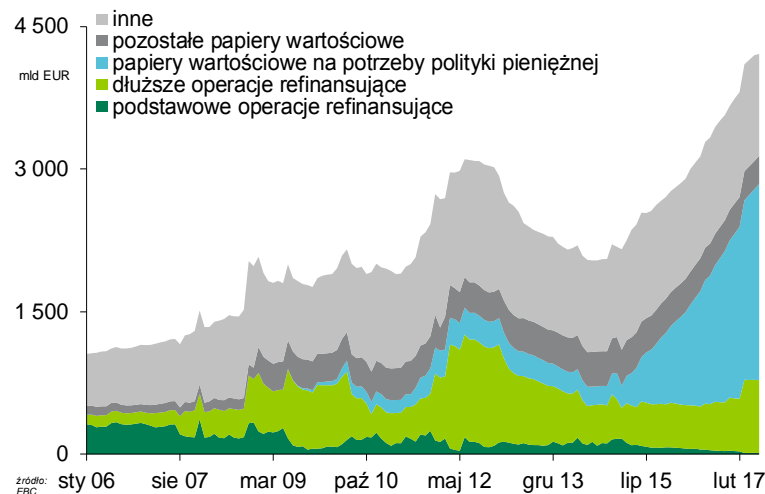


- Podczas lipcowego posiedzenia rada EBC nie zmieniła parametrów polityki pieniężnej, utrzymując stopy procentowe na niezmiennym poziomie (stopę repo na poziomie 0,0% i stopę depozytową -0,40%). Podtrzymany został także plan skupu aktywów finansowych w skali 60 mld EUR miesięcznie do grudnia 2017 r. lub dłużej, do momentu ustabilizowania się inflacji. Rada zdecydowała, że szeroka dyskusja dot. perspektyw polityki pieniężnej odbędzie się „na jesieni br.”.
- Prezes EBC Mario Draghi powiedział, że silnie akomodacyjna polityka pieniężna w strefie euro jest wciąż niezbędna, aby inflacja w średnim okresie kształtowała się zgodnie z celem banku centralnego. Prezes wskazał ponownie, że wciąż „inflacja nie znajduje się w punkcie, w którym powinna się znajdować / w którym rada EBC chciałaby, aby się znajdowała”, choć poprawa sytuacji gospodarczej wspiera prognozy wzrostu inflacji w dłuższym okresie.
- Oczekujemy, że rada zmieni bilans ryzyka dla perspektyw programu skupu aktywów na symetryczny po zapowiedzianej na jesień szerszej dyskusji dot. polityki banku centralnego. Biorąc pod uwagę wciąż odległe prognozy trwałszego wzrostu inflacji oraz nasze ostrożne założenia dot. dalszego przyspieszenia wzrostu PKB oczekujemy równoczesnej zapowiedzi wydłużenia o kolejne 6 miesięcy (tj. do końca czerwca 2018 r.) programu QE, przy dalszej redukcji wartości skupowanych aktywów (do ok. 40 mld EUR miesięcznie). Oczekujemy, że w I poł. 2018 r. dojdzie do kolejnego wydłużenia programu skupu aktywów (z ponownym zmniejszeniem wartości, co – zgodnie z bieżącymi zapisami komunikatu EBC będzie implikowało utrzymanie stabilnych stóp procentowych EBC do końca 2018 r.

Brak sygnałów silniejszego odbicia prognoz inflacyjnych w strefie euro ...



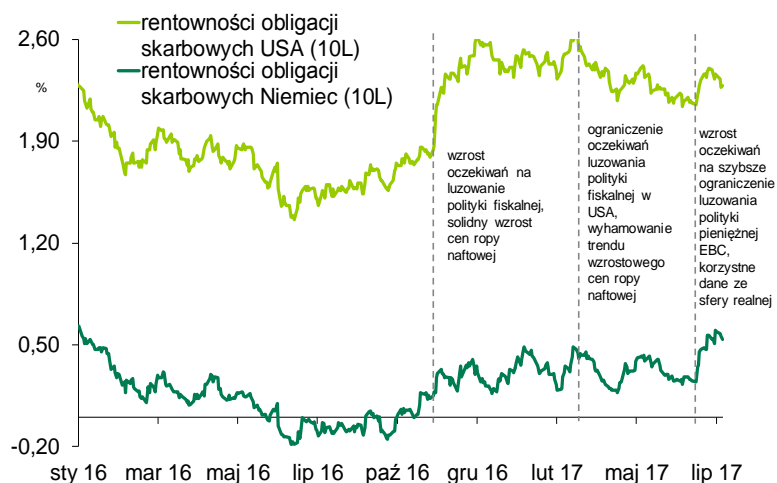
... skutkuje koniecznością utrzymania luźnej polityki pieniężnej EBC



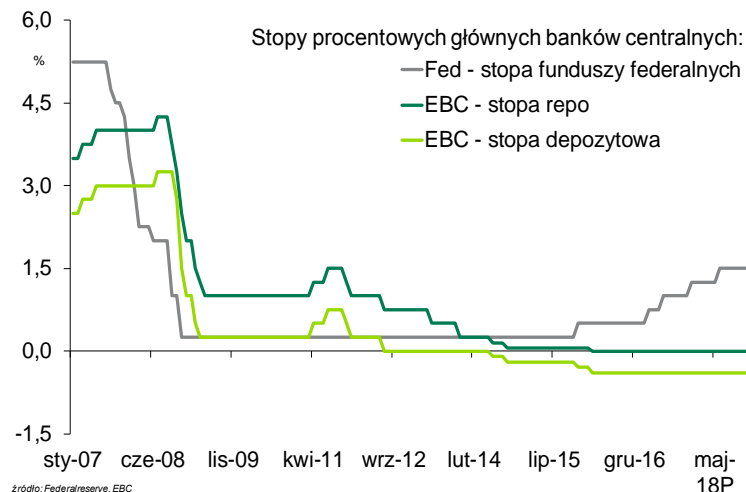
Ograniczony potencjał dla wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych

- Po dominujących w II kw. br. spadkach, pod koniec czerwca oraz w I poł. lipca rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych wzrosły. Tym razem jednak zdecydowanie silniejszy ruch w górę odnotowały rentowności obligacji niemieckich. Impulsem do tego była wypowiedź prezesa EBC M. Draghi podczas Forum Bankowości Centralnej EBC w Sinterze, która została zinterpretowana przez rynki finansowe jako zapowiedź szybszego procesu odchodzenia od bieżącej luźnej polityki pieniężnej EBC. Wyraźnie łagodna retoryka EBC po lipcowym posiedzeniu rady miała niewielki wpływ na spadek rentowności, gdyż więcej uwagi przypisano zapowiedzi nt. jesiennej dyskusji dot. polityki pieniężnej.
- W mniejszym stopniu w minionych tygodniach na rynki wpływały wypowiedzi członków FOMC, w tym nieco mniej „jastrzębia” wypowiedź prezes Fed Janet Yellen w połowie w lipca.
- W większym stopniu bardzo stopniowa korekta spadkowa rentowności (w II poł. lipca) wynikała ponownie z silniejszego wpływu słabych danych inflacyjnych. Biorąc pod uwagę nasze założenia dot. stabilizowania się aktywności gospodarki globalnej, niewielkiej skali zacieśnienia polityki pieniężnej Fed w 2018 r., prognozę utrzymania programu QE EBC oraz stabilizacji stóp procentowych w strefie euro na bieżącym poziomie w trakcie 2018 r., w najbliższym czasie widzimy jeszcze przestrzeń do lekkiego spadku rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych.
- W dłuższym okresie oczekujemy trendu wzrostowego rentowności przy założeniu stopniowego wzrostu cen surowców oraz opóźnionego wpływu efektów cyklicznych na prognozy inflacji. Oczekujemy jednak, że tempo tego wzrostu będzie bardzo stopniowe.

Wzrost rentowności SPW w Niemczech reakcją na oczekiwania rynkowego szybszego odejścia od bieżącej polityki pieniężnej EBC



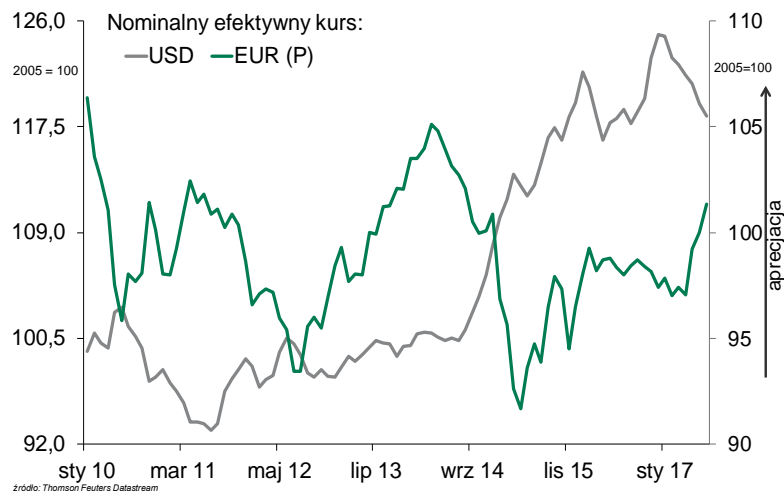
Polityka pieniężna banków centralnych powinna ograniczać skalę wzrostów rentowności obligacji skarbowych



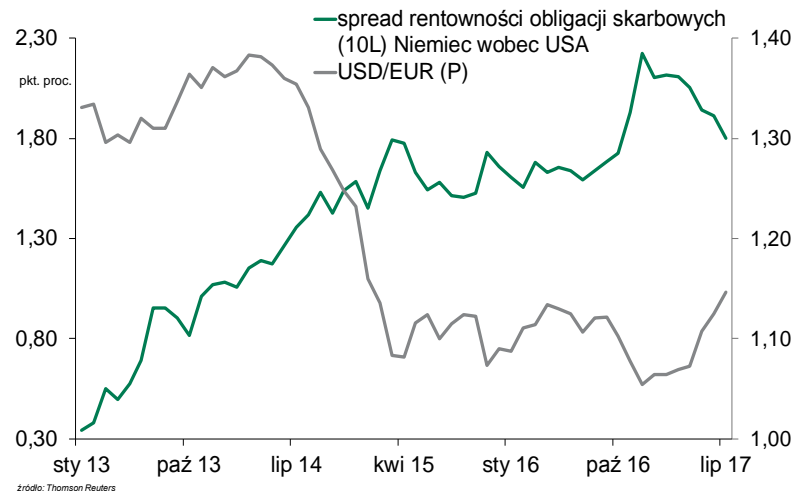
Oczekujemy korekty bieżącego silnego wzmocnienia notowań euro wobec dolara

- W czerwcu i lipcu kurs euro wobec dolara wzmocnił się do najwyższego od ponad dwóch lat poziomu 1,17 USD/EUR. W ostatnich tygodniach ponownie to polityka pieniężna była głównym czynnikiem wpływającym na rynek walutowy, tym razem jednak większy wpływ na sytuację rynkową miały zmiany oczekiwań dot. polityki pieniężnej EBC, przy dużo niższej zmienności oczekiwań co do polityki Fed. W tym okresie na wartości tracił dolar (w ujęciu kursu efektywnego), czemu - poza wzmocnieniem euro - sprzyjało dalsze umocnienie kursów walut rynków wschodzących.
- Choć od wielu miesięcy formułowaliśmy oczekiwania co do wzmocnienia notowań euro i wzrost kursu USD/EUR, uważamy, że bieżąca skala tego umocnienia jest zbyt silna biorąc pod uwagę:
 - nasze bardziej ostrożne założenia dot. polityki pieniężnej EBC (bardzo stopniowego ograniczenia wartości skupu aktywów w trakcie 2018 r., oczekiwane utrzymanie stabilnych stóp procentowych przez cały 2018 r.)
 - utrzymujące się średnio- i długookresowe ryzyka polityczne w Europie (wybory parlamentarne we Włoszech, perspektywa Brexitu).
- Oczywiście kwestie związane z prowadzonym dochodzeniem w sprawie wpływu Rosji na wyniki wyborów prezydenckich w USA i działań prezydenta Trumpa w tym kontekście, są potencjalnie bardzo dużym ryzykiem, gdyby ostatecznie na prawdopodobieństwie zyskiwał scenariusz impeachmentu, niemniej dotychczasowe informacje wskazują na bardziej realne ryzyka dot. sytuacji politycznej w Europie niż w USA.

W czerwcu i lipcu kontynuacja wzmocnienia euro i deprecjacji notowań dolara



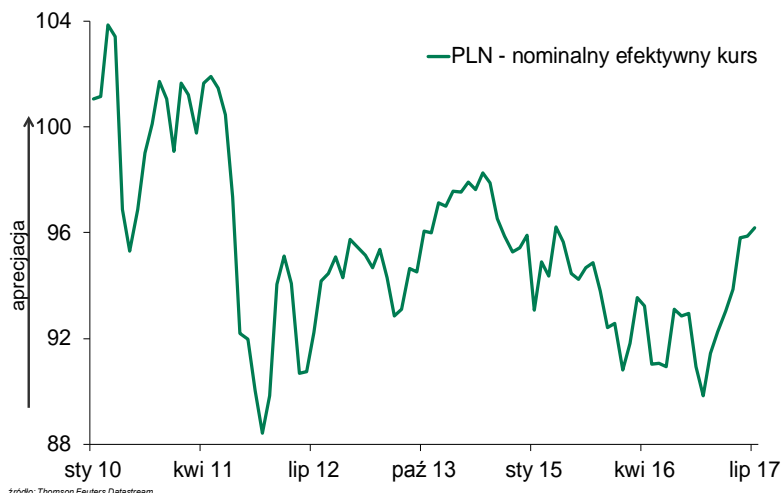
Kurs USD/EUR pod silnym wpływem wzrostu oczekiwań na ograniczenie luźnej polityki pieniężnej EBC



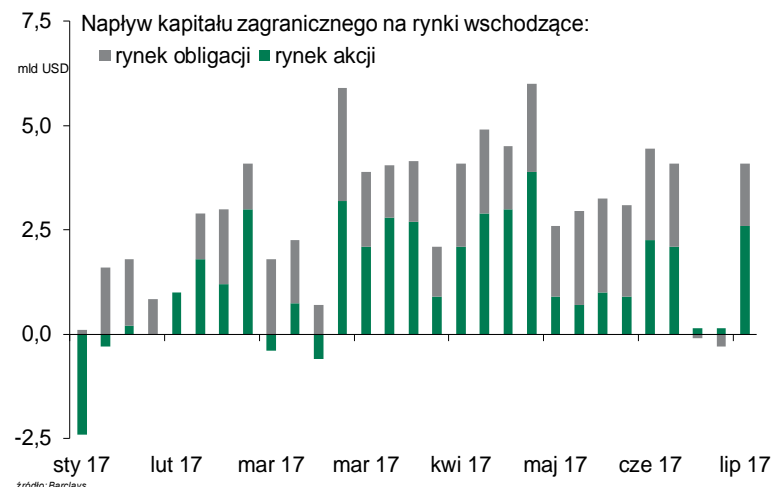
Oczekujemy stabilizacji notowań złotego wokół poziomu 4,25 PLN/EUR

- Pod koniec czerwca oraz na początku lipca kurs złotego ustabilizował się bliżej poziomu 4,25 PLN/EUR. Wyhamowanie dotychczasowej silnej aprecjacji złotego było spójne z ograniczeniem napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące, po bardzo dobrych wynikach dot. napływu kapitału w I poł. roku.
- Prognozujemy, że także w kolejnych miesiącach kurs złotego będzie się stabilizować wokół poziomu 4,25 PLN/EUR oraz ok. 3,90 PLN/CHF.
- Z jednej strony oceniamy, że wyczerpuje się potencjał do poprawy globalnych nastrojów rynkowych oraz silnej poprawy oceny sytuacji rynków wschodzących. Z drugiej strony cały czas korzystnie na notowania złotego powinna wpływać sytuacja wewnętrzna (dane makroekonomiczne, dużo lepsze od oczekiwań sprzed kilku miesięcy wyniki fiskalne w I. 2017-2018, korzystna sytuacja w bilansie płatniczym).
- Biorąc pod uwagę nasze założenia ostrożnych zmian w polityce pieniężnej głównych banków centralnych nie oczekujemy silnego negatywnego wpływu zacieśnienia polityki pieniężnej globalnie na krajowe aktywa finansowe.

Na przełomie II i III kw. już tylko niewielka skala aprecjacji notowań złotego ...



... przy ograniczeniu napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące



W II kw. dynamika PKB najprawdopodobniej nieco poniżej 4,0% r/r

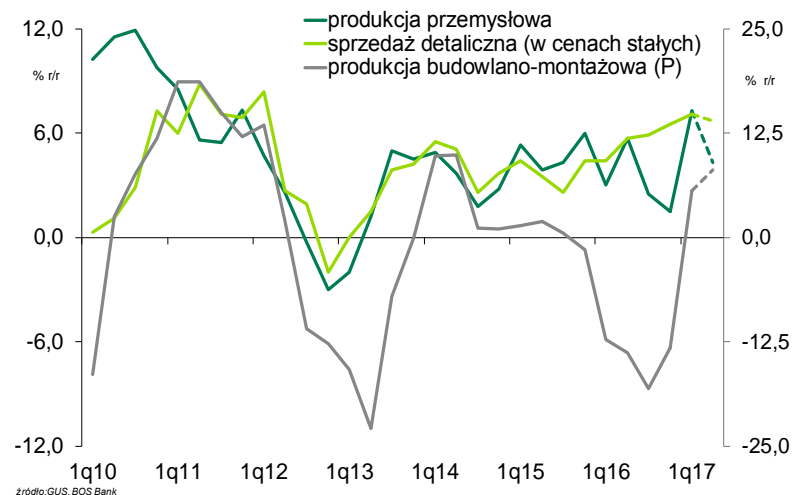
- Miesięczne dane ze sfery realnej polskiej gospodarki wskazują na dalszy wzrost rocznej dynamiki produkcji budowlano-montażowej, minimalny spadek dynamiki sprzedaży detalicznej oraz solidny spadek dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu.
- Na podstawie tych wyników oczekujemy lekkiego obniżenia dynamiki PKB w II kw. do 3,7% r/r wobec 4,0% r/r w I kw. br.
- Wobec korzystnych danych dot. produkcji budowlano-montażowej oczekujemy dalszego wzrostu dynamiki inwestycji, jednocześnie zakładamy, że w zdecydowanie mniejszym stopniu wzrost PKB będzie już wspierała akumulacja zapasów. Prognozujemy, że dynamika spożycia gospodarstw domowych oraz eksportu nie zmieni się istotnie przy utrzymującym się stabilnym popycie konsumpcyjnym i zagranicznym.
- Niższe tempo wzrostu PKB nie oznacza spowolnienia aktywności gospodarczej, a raczej wygasanie czynników, które okresowo podbijały aktywność gospodarki w I kw., w tym efekty sezonowe oraz silniejszy wzrost dochodów gospodarstw domowych pod koniec 2016 r. i ich silniejsze spowolnienie na przełomie I i II kw. (zmiana kalendarza wypłat dopłat bezpośrednich dla rolników).
- Zakładana przez nas struktura wzrostu gospodarczego w II kw. br. wskazuje na utrwalanie się wzrostu aktywności krajowej gospodarki, który coraz silniej opiera się na wszystkich trzech czynnikach tj. konsumpcji, eksporcie oraz inwestycjach.

W II kw. oczekujemy lekkiego spowolnienia tempa wzrostu PKB

	3q16	4q16	1q17	2q17P
PKB	2,4	2,5	4,0	3,7
popyt krajowy	2,7	1,7	4,1	3,7
konsumpcja prywatna	4,1	4,5	4,7	4,5
spożycie publiczne	3,8	-0,2	1,0	2,1
inwestycje	-6,7	-9,8	-0,4	2,7
konsumpcja prywatna	2,5	2,2	3,1	2,6
spożycie publiczne	0,7	0,0	0,2	0,4
inwestycje	-1,3	-2,7	0,0	0,4
zapasy	0,9	2,2	0,7	0,1
eksport netto	-0,3	0,8	0,1	0,1
wartość dodana	2,2	2,5	3,7	3,7
przemysł	3,6	2,7	7,2	4,6
budownictwo	-16,7	-9,6	4,6	8,0
usługi ogółem*	4,5	4,1	2,4	3,1

* szacunek własny; źródło: GUS, BOŚ Bank

W II kw. wyraźnie niższa dynamika produkcji w przemyśle, lekki wzrost dynamiki produkcji w budownictwie



źródło: GUS, BOŚ Bank

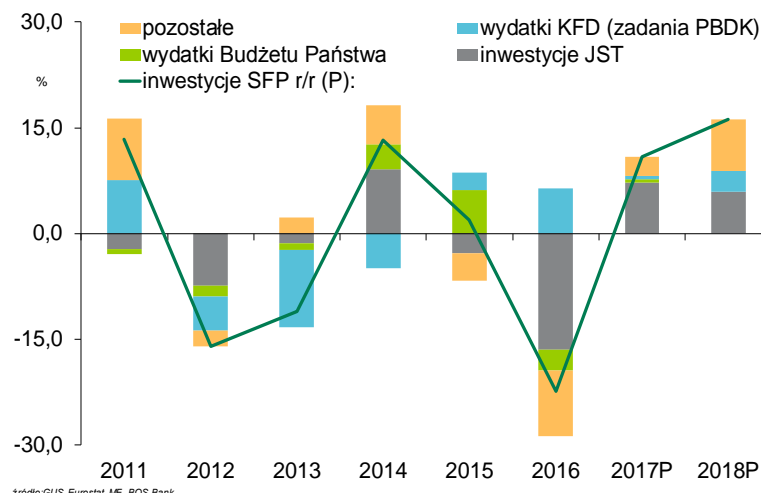
- Podtrzymujemy nasze założenia stopniowego wzrostu dynamiki inwestycji w nadchodzących kwartałach, przede wszystkim wzrostu inwestycji SFP, w mniejszym stopniu przyspieszenia dynamiki inwestycji przedsiębiorstw.
- Dane dot. wydatków inwestycyjnych sektora samorządowego, wyraźne odbicie danych dot. produkcji budowlano-montażowej w firmach specjalizujących się we wznoszeniu obiektów inżynierii lądowej i wodnej wspierają oczekiwania wyraźnej poprawy danych dot. inwestycji publicznych.
- W 2017 r. oczekujemy także lekkiego wzrostu inwestycji przedsiębiorstw, po ich silnym obniżeniu w 2016 r., przy wygasaniu spadków inwestycji przedsiębiorstw publicznych (efekt wygasania środków UE ze starej perspektywy) oraz wygasaniu także wcześniejszych spadków inwestycji firm prywatnych (wcześniejszy silny wzrost niepewności firm z uwagi na wdrażane w ostatnim czasie zmiany prawno-podatkowe).
- Wyniki badania NBP dot. sytuacji przedsiębiorstw wskazują na bardzo stopniowy spadek tej niepewności, co łącznie z wysokim poziomem wykorzystania mocy produkcyjnych powinno sprzyjać zwiększeniu skali inwestycji przedsiębiorstw. Deklaracje firm wskazują jednak na bardzo powolny proces wzrostu tych inwestycji. Dodatkowo przedsiębiorstwa publiczne póki co nie notują jeszcze silnego ożywienia inwestycji (stopniowy proces wydatkowania środków z nowej perspektywy finansowej UE).
- Biorąc pod uwagę powyższe zakładamy, że w 2017 r. skala przyspieszenia nakładów inwestycyjnych firm będzie stosunkowo niewielka, przy silniejszym potencjale wzrostowym w trakcie 2018 r.

Wyniki badania NBP wsparciem dla prognozy stopniowego wzrostu inwestycji przedsiębiorstw



źródło: NBP

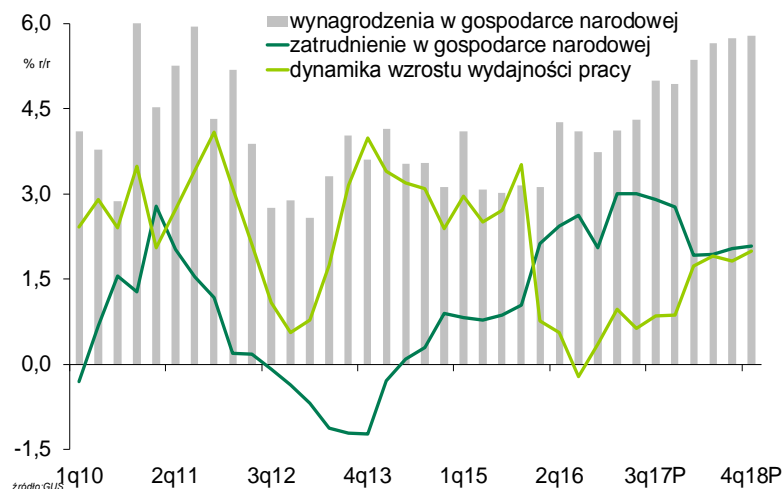
W 2017 r. oczekujemy silniejszego odbicia inwestycji sektora publicznego, głównie JST



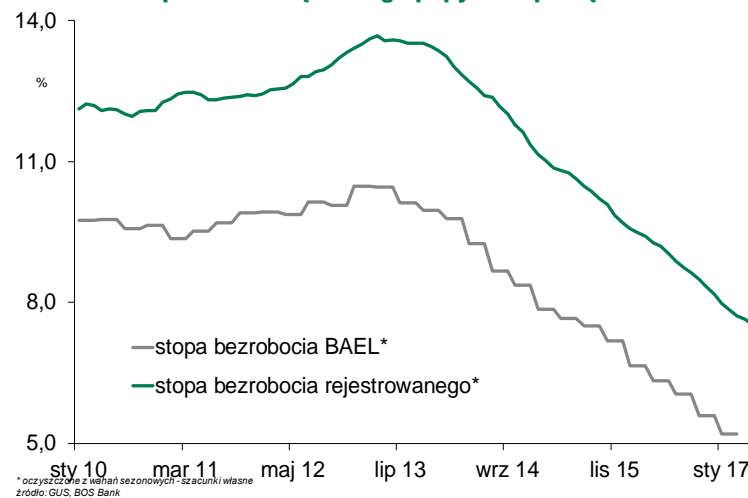
źródło: GUS, Eurostat, MF, BOS Bank

- Wyniki badania koniunktury NBP w sektorze przedsiębiorstw wskazują na utrzymanie w najbliższych miesiącach podwyższonego tempa wzrostu zatrudnienia oraz jedynie umiarkowanego wzrostu wynagrodzeń. W najbliższym czasie oczekujemy utrzymania solidnego popytu na pracę, przy utrzymaniu dynamiki wynagrodzeń powyżej 5,0% r/r w II poł. br. (czerwcowe dane dot. wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wskazały zarówno na czynniki okresowe podwyższające dynamikę płac, jak i generalny nieco wyższy wzrost wynagrodzeń).
- Oczekujemy stopniowego spadku dynamiki zatrudnienia w gospodarce narodowej i sektorze przedsiębiorstw ze względu na wygasający efekt zmiany formy prawnej zatrudnienia (który nie świadczy o wzroście popytu na pracę). Zmiany regulacyjne i brak jednoznacznych danych dot. faktycznego wzrostu popytu na pracę utrudnia także szacunki dot. wydajności pracy. Wg analiz NBP w minionych kwartałach odnotowano wyraźnie niższy wzrost wydajności pracy.
- Zwiększona skala migracji (i niższe żądania płacowe migrantów), dodatkowe dochody gospodarstw domowych w ramach świadczeń „Rodzina 500+” są w ocenie NBP czynnikami hamującymi silniejszy wzrost wynagrodzeń.
- Biorąc jednak pod uwagę rosnące znaczenie ograniczenia podaży pracy, szanse na silniejszy wzrost wydajności pracy, przy założeniu zwiększenia skali inwestycji przedsiębiorstw, widzimy przestrzeń dla zdecydowanie silniejszego odbicia dynamiki wynagrodzeń w kierunku 6,0% r/r w 2018 r., przy wygasaniu pozytywnego wpływu na dochody gospodarstw domowych wzrostu świadczeń rodzinnych oraz utrwaleniu wyższego (niż w I. 2015-2016) wskaźnika inflacji.

Efekty regulacyjne w kolejnych kwartałach przestaną zaważać dynamikę zatrudnienia, w średnim okresie perspektywa silniejszego wzrostu wynagrodzeń



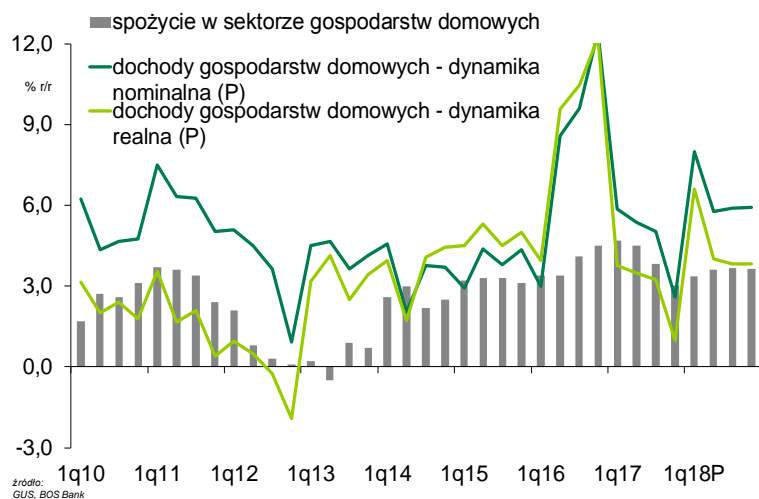
Ograniczenia podaży pracy, wygasanie wsparcia publicznego rynku pracy skutkujące wolniejszym spadkiem stopy bezrobocia pomimo wciąż silnego popytu na pracę



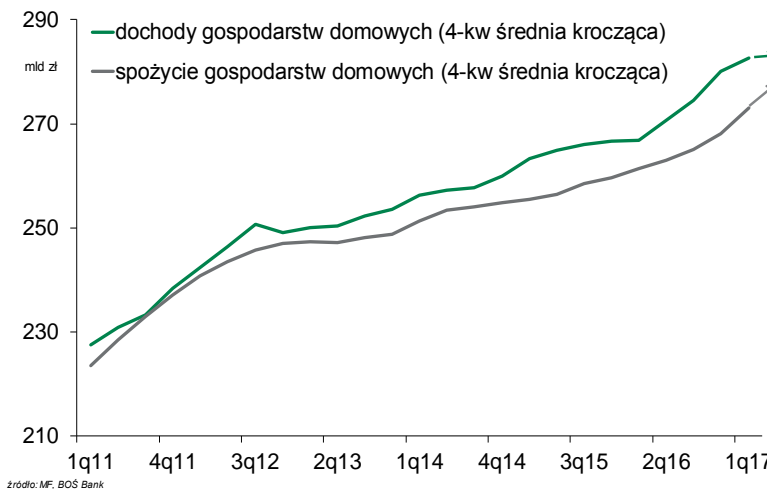
Rynek pracy czynnikiem wspierającym konsumpcję prywatną, choć jej dynamika w II poł. br. powinna spowolnić

- Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach spożycie gospodarstw domowych będzie cały czas czynnikiem solidnie wspierającym krajowy wzrost gospodarczy, niemniej pod koniec 2017 r. oczekujemy wyhamowania dynamiki tego wzrostu.
- Pomimo korzystnej sytuacji na rynku pracy, dynamika dochodów gospodarstw domowych – w szczególności w ujęciu realnym – od II kw. br. wyraźnie obniża się, na co ma wpływ wygasanie efektu wypłaty świadczeń w ramach programu „Rodzina 500+” oraz przesunięcia wypłat dopłat bezpośrednich dla rolników (silnie podbijające dynamikę dochodów pod koniec 2016 r.).
- Częściowo, niższe tempo wzrostu dochodów będzie zapewne rekompensowane przez obniżenie oszczędności, które wzrosły w I. 2014-2016. Nie sądzimy natomiast, aby skala dostosowań po stronie oszczędności była na tyle silna, aby utrzymać dynamikę spożycia gospodarstw domowych na poziomie 4,5% r/r, biorąc pod uwagę, że po części ostatni wzrost oszczędności (po ich bardzo silnym spadku w I. 2010-2012) powinien być zjawiskiem trwałym.
- Dla takiego scenariusza raczej niezbędny byłby szybszy i silniejszy wzrost dochodów, np. silniejszy i szybszy efekt wzrostu wynagrodzeń. Wg naszych prognoz, właśnie wyraźnie wyższa dynamika wynagrodzeń w 2018 r. będzie czynnikiem wspierającym wzrost spożycia gospodarstw domowych ponownie w tempie bliższym 4,0% r/r.

W II poł. 2017 r. wyraźne obniżenie dynamiki dochodów gospodarstw domowych, w szczególności w ujęciu zmian realnych



Przy wolniej rosnących dochodach, utrzymanie bieżącego wzrostu będzie wymagało ograniczenia oszczędności



W latach 2017-2018 dynamika wzrostu PKB bliska 4,0% r/r

- Oczekujemy, że w l. 2017 – 2018 tempo wzrostu PKB będzie utrzymywać się blisko poziomu 4,0% r/r, przy stopniowym jej wzroście w 2018 r. dzięki silniejszemu przyspieszeniu inwestycji prywatnych, wynagrodzeń przedsiębiorstw i ponownym wzroście dynamiki spożycia gospodarstw domowych.
- W stosunku do danych z przełomu 2016 i 2017 r. w kolejnych kwartałach oczekujemy: niższego wzrostu konsumpcji prywatnej, dużo silniejszego wzrostu inwestycji oraz niższej kontrybucji zapasów we wzrost PKB.
- W warunkach stabilnych perspektyw gospodarki globalnej oczekujemy stabilnego wzrostu eksportu. Jednocześnie silny wzrost popytu krajowego i tym samym importu powinien neutralizować dodatnią kontrybucję we wzrost silnego eksportu.
- Uważamy, że bilans ryzyka dla prognozy bazowej wskazuje na potencjał dla wyższego tempa wzrostu PKB, przy zbilansowanych ryzykach dla gospodarki globalnej, materializującym się scenariuszu jedynie powolnego wzrostu inwestycji w br., niemniej cały czas wyższym ryzyku silniejszego wzrostu spożycia gospodarstw domowych (ostrożne prognozy dot. dynamiki wynagrodzeń przy trudnych do oszacowania czynnikach niepewności: rzeczywista skala wzrostu popytu na pracę w okresie 2016 – I poł. 2017, wpływ migracji oraz dodatkowych dochodów na żądania płacowe pracowników).

Dynamika PKB i struktura wzrostu

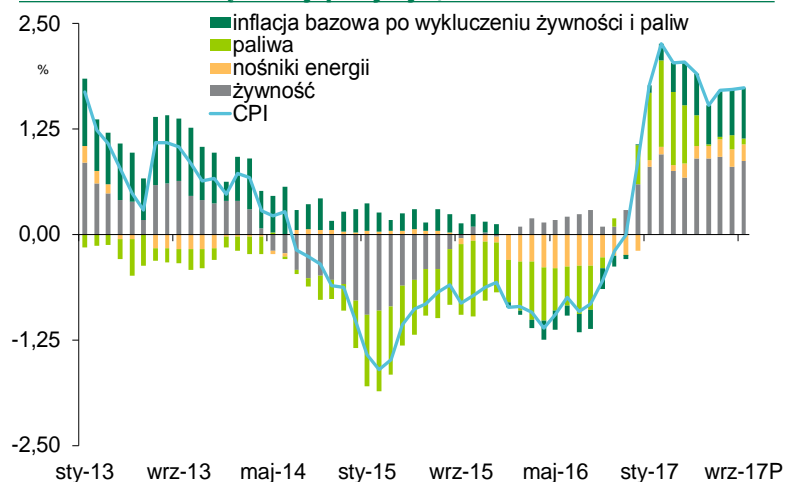
	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17P	4q17P	1q18P	2q18P	2015	2016	2017P
PKB	2,4	2,5	4,0	3,7	3,8	3,8	3,8	3,9	3,8	3,3	3,0
popyt krajowy	2,7	1,7	4,1	3,7	3,6	4,1	3,9	4,0	2,7	2,4	3,8
spożycie gospodarstw domowych	4,1	4,5	4,7	4,5	3,8	3,2	3,5	3,6	3,8	3,9	4,1
spożycie publiczne	% r/r	3,8	-0,2	1,0	2,1	2,4	3,6	3,3	2,4	2,8	2,4
inwestycje	-6,7	-9,8	-0,4	2,7	4,3	6,9	7,7	6,9	6,1	-7,9	4,2
eksport	7,8	9,3	8,3	9,0	9,0	8,7	8,5	8,2	7,7	9,0	8,8
import	8,7	8,2	8,7	9,7	8,9	9,9	8,9	8,7	6,6	8,9	9,3
<i>kontrybucja składowych we wzrost PKB</i>											
spożycie gospodarstw domowych	2,5	2,2	3,1	2,6	2,3	1,6	2,3	2,1	1,8	2,2	2,4
spożycie publiczne	0,7	0,0	0,2	0,4	0,4	0,7	0,6	0,6	0,4	0,5	0,4
inwestycje	-1,3	-2,7	0,0	0,4	0,7	2,0	0,9	1,1	1,2	-1,6	0,7
prywatne przedsiębiorstw*	pkt.	-0,8	-0,8	0,0	0,2	0,3	0,9	0,8	1,5	-0,7	0,3
mieszaniowe*	proc.	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,4	0,1	0,1
publiczne*	-0,6	-1,9	-0,1	0,1	0,3	1,0	0,3	0,3	0,1	-1,0	0,3
zapasy	0,9	2,2	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	1,2	0,2
eksport netto	-0,3	0,8	0,1	0,1	0,3	-0,2	0,1	0,1	0,6	0,3	0,1

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

Perspektywa niższej zmienności indeksu CPI przy założeniu niższej zmienności cen paliw

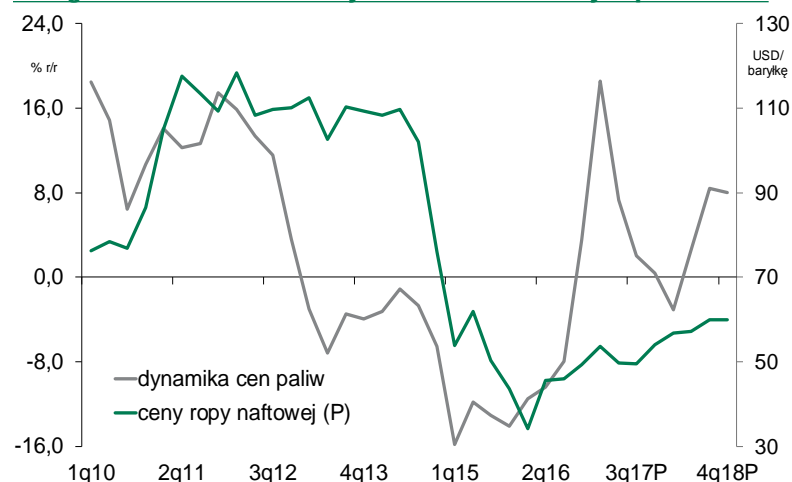
- Na koniec II kw. br. inflacja CPI obniżyła się do poziomu 1,5% r/r. Decydującym czynnikiem spadku inflacji czerwcowej wobec 2,2% r/r jeszcze w lutym br. był wyraźny spadek rocznej dynamiki cen paliw. Taka sytuacja była wynikiem: - wyhamowania wcześniejszego trendu wzrostowego cen ropy naftowej na rynkach globalnych, - silnej aprecjacji notowań złotego wobec dolara; - wygaśnięcia efektu bardzo niskiej bazy odniesienia (silne spadki cen ropy i paliw na przełomie 2015 i 2016 r. silnie zawiązały roczny wskaźnik cen paliw na przełomie 2016 i 2017 r.).
- Po silnym wzroście w pierwszych miesiącach 2017 r., pod koniec II kw. wskaźnik inflacji bazowej (po wykluczeniu żywności i energii) ustabilizował się, przy niższej zmienności w całej I poł. br. cen nośników energii i żywności.
- Choć paliwa pozostaną najbardziej zmienną kategorią inflacji CPI, to w kolejnych kwartałach zmienność tej dynamiki i tym samym kontrybucji do indeksu CPI powinna być już mniejsza (maksymalna zmiana kontrybucji 1,5 pkt. proc. od początku 2016 r. do połowy 2017 r., wobec oczekiwanej maksymalnej zmiany kontrybucji o 0,7 pkt. proc. od połowy 2017 r. do końca 2018 r.).
- Biorąc pod uwagę zakładany przez nas trend stopniowego wzrostu cen ropy naftowej (słabszy wobec oczekiwań sprzed kilku miesięcy), lekkie osłabienie notowań złotego wobec dolara, przy wysokiej zmienności efektów bazy oczekujemy jeszcze spadku (choć już niewielkiego) kontrybucji cen paliw do wzrostu wskaźnika CPI na przełomie 2017 i 2018 r. oraz stopniowego jej wzrostu w kolejnych kwartałach 2018 r.
- Informacja o rezygnacji z prac nad projektem ustawy o Funduszu Dróg Samorządowych (przewidującej wzrost opłaty paliwowej) wpływa na ograniczenie czynników ryzyka dla prognozowanej ścieżki cen paliw.

Ograniczenie zmienności dynamiki cen paliw szansą na ustabilizowanie się inflacji powyżej 1,5% r/r w III kw. br.



źródło: GUS, BOŚ Bank

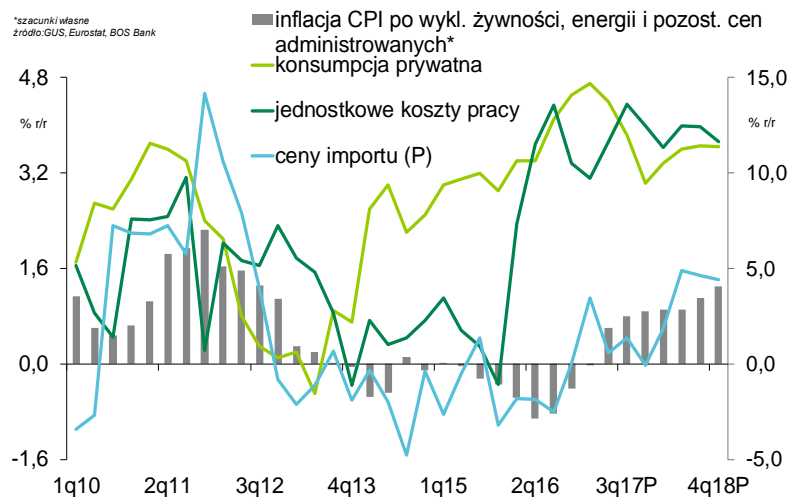
Przy założeniu stopniowego wzrostu cen ropy naftowej szanse na ograniczenie zmienności dynamiki cen detalicznych paliw



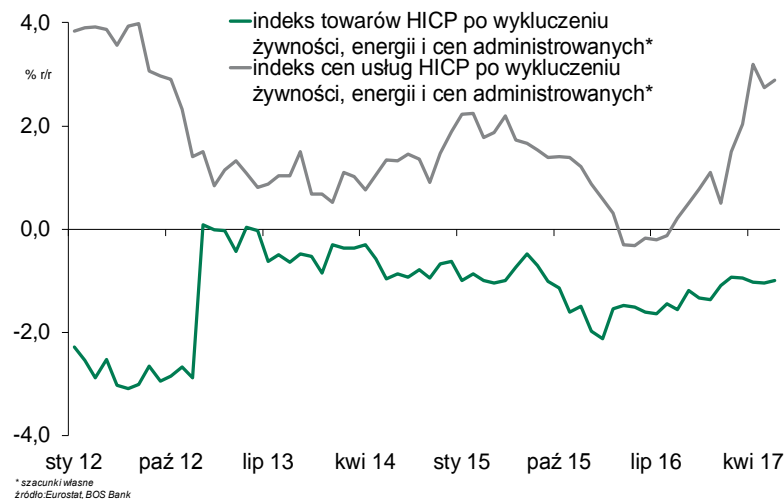
źródło: GUS, Thomson Reuters Datastream, BOŚ Bank

- W I poł. br. odnotowano bardzo silne przyspieszenie wskaźnika CPI po wykluczeniu cen żywności, energii oraz cen administrowanych, w warunkach wyraźnej poprawy popytu konsumpcyjnego oraz wyraźnego dostosowania po stronie kosztowej (koszty pracy, ceny importu).
- Pomimo oczekiwań utrzymania korzystnej sytuacji gospodarczej szacujemy, że w II poł. br. oraz w 2018 r. skala wzrostu tego indeksu cen będzie już mniejsza, choć trend wzrostowy powinien utrzymać się, szczególnie przy założeniu przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń w kolejnych kwartałach.
- Silne odbicie indeksu cen w grupie usług wskazuje na trwały charakter wzrostu cen, niemniej w sporym stopniu dynamiczny wzrost tego indeksu w I poł. br. był skutkiem bardzo niskich baz odniesienia (np. promocje cenowe w usługach związanych z rekreacją i kulturą). Brak dodatkowych efektów bazy będzie już ograniczał skalę przyspieszenia rocznego indeksu cen.
- Ponadto niższe ceny surowców oraz silna aprecjacja złotego w I poł. br. ograniczają potencjał wzrostowy dla cen towarów. Oczekujemy, że dynamika ceny towarów i usług (po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych) może lekko przyspieszyć dopiero w II poł. 2018 r. przy założeniu stabilizacji notowań złotego oraz bardzo stopniowego wzrostu cen za granicą.

Wygaśnięcie efektu niskiej bazy odniesienia powinno przełożyć się na wolniejszy wzrost inflacji z tytułu efektów cyklicznych od połowy 2017 r. ...



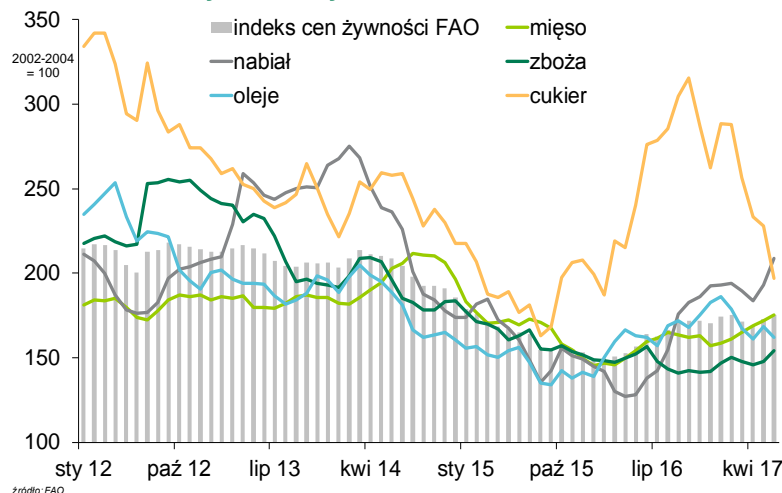
... skutkując wyhamowaniem dotychczas silnie rosnącej dynamiki cen usług, wzrost cen towarów cały czas ograniczać będzie aprecjacja złotego i niższe ceny za granicą



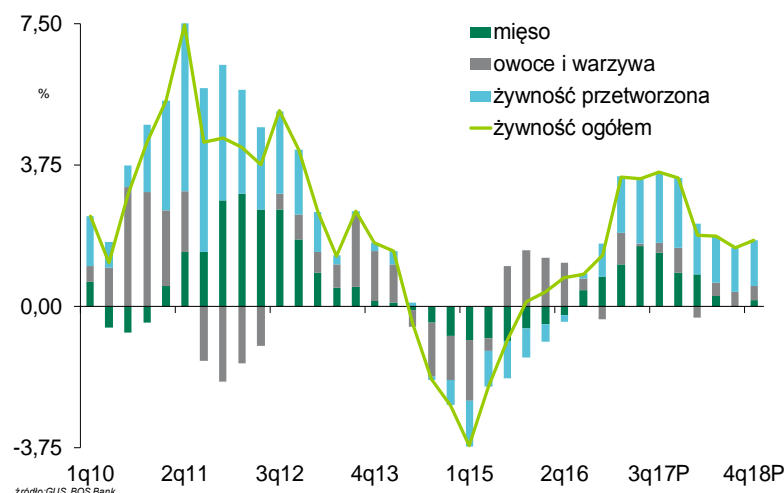
Utrzymanie wyższej dynamiki cen żywności w 2017 r. i jej spadek w 2018 r.

- Po silnym wzroście indeksu cen żywności w I kw. 2017 r., dane za II kw. wskazują na jego stabilizację przy nieco innej strukturze wzrostu cen żywności, tj. obniżeniu kontrybucji owoców i warzyw i wzroście kontrybucji mięsa. W II kw. już nieznacznie wzrosła kontrybucja żywności przetworzonej (po dynamicznym wzroście na przełomie roku).
- W II poł. br. oczekujemy stabilizacji dynamiki cen żywności w okolicach poziomu 3,5% r/r, przy dalszym, choć już minimalnym wzroście dynamiki cen żywności przetworzonej, stopniowym wyhamowaniu dynamiki wzrostu cen mięsa oraz ponownie (pod koniec roku) wyższej kontrybucji cen owoców i warzyw wobec bardzo niskiej bazy odniesienia sprzed roku dla rozpoczynających sezon późną jesienią warzyw bulwiastych.
- Notowane w ostatnich miesiącach solidne wzrosty cen żywności przetworzonej oraz mięsa są pochodną wcześniejszego wzrostu cen surowców żywnościowych na rynku globalnym. Stabilizacja w II kw. wskaźników cen surowców, przy rosnących bazach odniesienia skutkuje najpierw ograniczeniem dalszego wzrostu dynamiki cen surowców w II poł. 2017 r., a następnie istotnym jej spadkiem w 2018 r.
- Przy założeniu standardowych warunków atmosferycznych, wysokie statystyczne bazy odniesienia dla cen warzyw i owoców z 2017 r. dają przesłanki do oczekiwań obniżenia ich dynamiki cen w 2018 r., co łącznie powinno przełożyć się na spadek dynamiki cen żywności w 2018 r.

W połowie 2017 r. sygnały wyhamowania trendu wzrostowego cen surowców żywnościowych ...



... które powinny sprzyjać niższej dynamice cen żywności w 2018 r.



Po okresowym spadku inflacji z początkiem 2018 r., w trakcie roku powrót indeksu CPI do 2,0% r/r

- W II poł. 2017 r. oczekujemy stabilizowania się inflacji CPI na poziomie lekko powyżej 1,5% r/r, przy stabilizacji dynamiki cen żywności oraz dalszym spadku dynamiki cen paliw rekompensowanym wyższym wzrostem cen energii oraz jeszcze lekkim wzrostem wskaźnika inflacji bazowej.
- Na koniec br. oczekujemy spadku wskaźnika CPI do 1,5% r/r oraz okresowego spadku indeksu inflacji poniżej tego poziomu w I kw. 2018 r. z uwagi na silniejsze spadki rocznej dynamiki cen paliw oraz żywności. Te efekty powinny okazać się silniejsze wobec dalszego wzrostu cen administrowanych z początkiem roku.
- Od II kw. 2018 r. oczekujemy już stopniowego wzrostu inflacji CPI w kierunku 2,0% r/r, przy utrzymującym się stopniowym wzroście inflacji bazowej, nośników energii i ponownie wzrostowym trendzie cen paliw.
- Biorąc pod uwagę bieżącą sytuację na rynku cen surowców (rozczarowująca nawet wobec naszych ostrożnych prognoz skala wzrostu cen ropy naftowej) oraz wysokie bazy odniesienia dla cen owoców, mięsa i żywności przetworzonej uważamy, że bilans ryzyka wskazuje na wyższe ryzyko niższego wskaźnika inflacji wobec prognozy bazowej.

Inflacja CPI i składowe

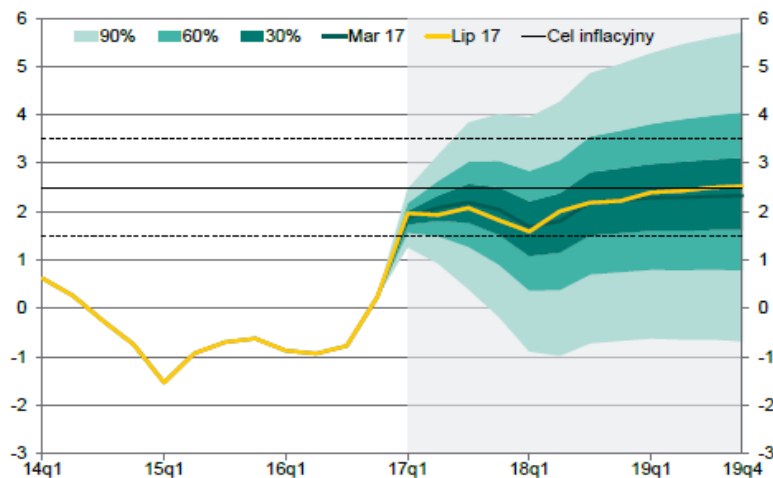
% r/r średnio w okresie	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17P	4q17P	1q18P	2q18P	2015	2016	2017P
CPI	-0,8	0,2	2,0	1,8	1,7	1,6	1,2	1,6	-0,9	-0,6	1,8
żywność i napoje bezalkoholowe	0,9	1,4	3,4	3,4	3,6	3,4	1,9	1,9	-1,6	0,8	3,5
alkohol i wyroby tytoniowe	0,6	0,9	1,1	0,8	1,2	1,2	1,3	1,9	1,2	0,7	1,1
paliwa	-7,9	3,5	18,6	7,3	2,0	0,4	-3,1	2,6	-13,4	-6,6	7,1
nośniki energii	-2,8	-1,9	0,7	1,3	2,0	1,7	2,2	2,6	0,1	-2,7	1,4
ceny administrowane (poza nośnikami energii, alkoholem i wyrobami tytoniowymi)*	0,4	0,1	1,3	1,2	1,2	1,2	1,5	1,5	1,8	0,9	1,2
inflacja CPI po wykl. cen żywności, energii, alkoholu i wyrobów tytoniowych, cen administrowanych*	-0,8	-0,4	0,0	0,6	0,8	0,9	0,9	0,9	-0,2	-0,7	0,6
inflacja bazowa po wykl. żywności i energii	-0,4	-0,1	0,3	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	0,3	-0,2	0,7

*szacunki własne

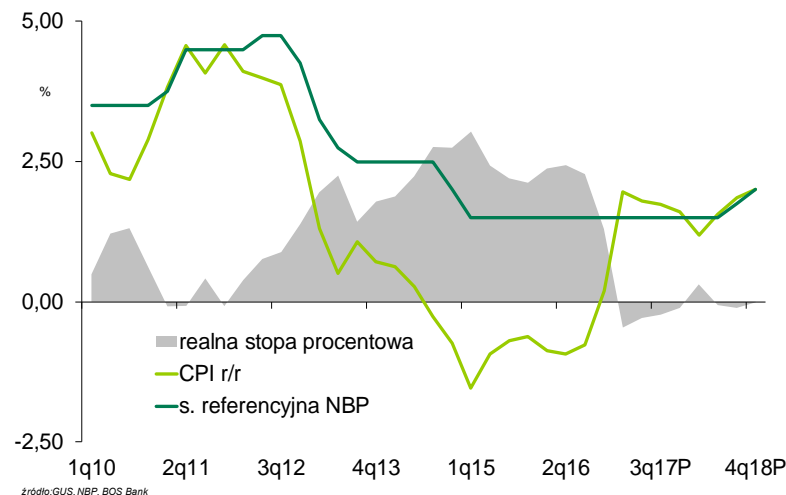
źródło: GUS, BOŚ Bank

- Na posiedzeniu w lipcu RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,5%. Rada podtrzymała łagodną retorykę dot. perspektyw polityki pieniężnej, prezes NBP Adam Glapiński podczas konferencji prasowej powiedział, że w Radzie dominuje pogląd stabilizacji stóp procentowych w 2017 r., jednocześnie wskazał, iż „w jego ocenie” stopy procentowe mogą pozostać na niezmiennym poziomie także w 2018 r. W ocenie prezesa NBP taki pogląd wspiera najnowsza projekcja inflacyjna NBP, wg której inflacja wzrośnie do poziomu celu RPP 2,5% r/r dopiero w 2019 r.
- Jednocześnie podczas konferencji prasowej po posiedzeniu oraz w późniejszych wypowiedziach prasowych po raz pierwszy pojawiły się (póki co pojedyncze) bardziej głośne głosy członków Rady, wskazujące na potencjalne ryzyka związane z długim okresem utrzymywania ujemnych realnych stóp procentowych i silniejszym wzrostem inflacji bazowej.
- Jeżeli spełni się nasza prognoza wyraźnego spadku inflacji z początkiem 2018 r., ta retoryka zapewne osłabnie. Z drugiej strony trwalszy wzrost inflacji w kolejnych kwartałach 2018 r., w tym inflacji bazowej, wzrost dynamiki wynagrodzeń, a przede wszystkim trwałe i silniejsze odbicie wzrostu gospodarczego – w tym inwestycji przedsiębiorstw – powinno skłonić Radę do korekcyjnego zaostrzenia polityki pieniężnej (w skali do 50 pkt. baz.) w II poł. roku, szczególnie w warunkach stopniowego zaostrzania polityki pieniężnej Fed i stopniowego ograniczania łagodzenia polityki pieniężnej EBC.

Prognozowana przez NBP inflacja CPI w opinii części członków RPP pozwala na stabilizację stóp procentowych do końca 2018 r.



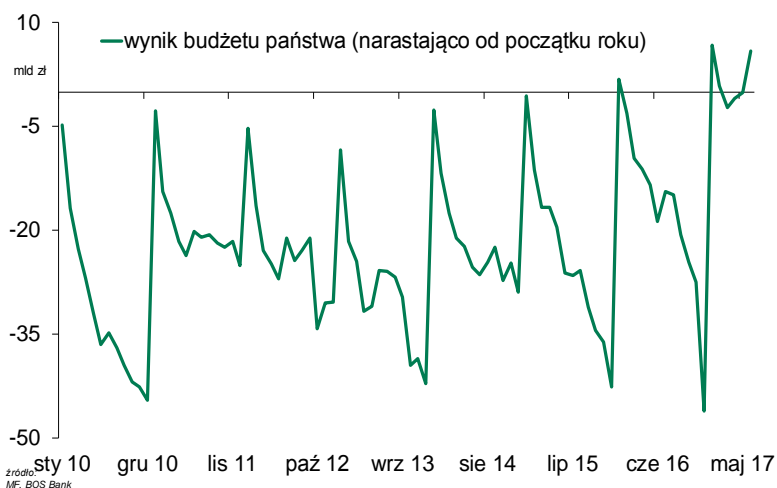
Ujemne realne stopy procentowe przestaną być problemem na początku 2018 r., ale w trakcie roku mogłyby silnie obniżyć się w sytuacji braku podwyżek stóp procentowych



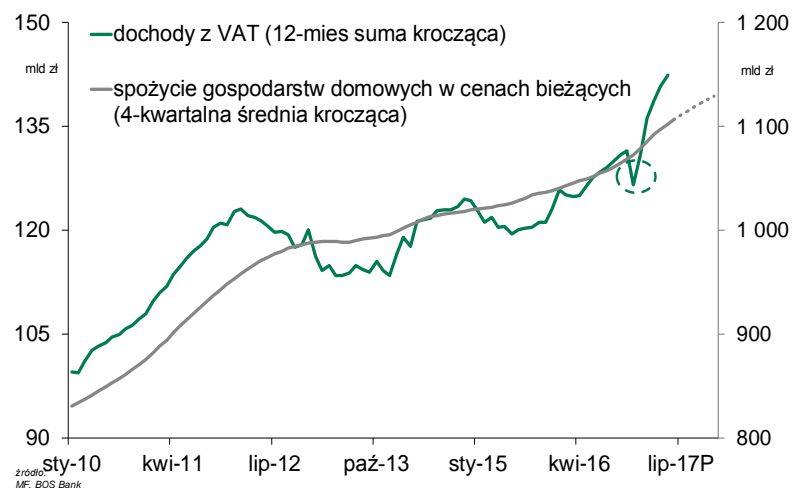
Bardzo korzystna sytuacja budżetu po I poł. br, deficyt SFP bezpiecznie poniżej 3,0% PKB w 2017 r.

- Po I poł. roku odnotowano nadwyżkę budżetu państwa, co pozwala prognozować niski poziom deficytu budżetu w całym 2017 r.
- Jak już wielokrotnie wskazywaliśmy, głównym czynnikiem wyraźnej poprawy wyników budżetu są efekty cykliczne, tj. silny wzrost wydatków gospodarstw domowych w I poł. br. przy bardzo wyraźnym odbiciu inflacji, jak również bardzo korzystna sytuacja na rynku pracy. Dodatkowo dochody z tytułu podatków pośrednich wspiera poprawa ściągальności podatków, głównie w obszarze podatku VAT. Czynnikiem okresowym jest z kolei zmiana harmonogramu zwrotów z podatku VAT skutkując niższymi wpływami z VAT pod koniec 2016 r. i wyższymi - z początkiem 2017 r.
- Zakładamy, że także pod koniec 2017 r. Ministerstwo Finansów zdecyduje o kumulacji zwrotów z podatku VAT, a tempo wzrostu spożycia gospodarstw domowych lekko wyhamuje w II poł. roku. Ponadto oczekujemy - analogicznie jak przed rokiem - bardzo wysokiej kumulacji wydatków majątkowych w ostatnich miesiącach roku. Biorąc pod uwagę powyższe założenia oczekujemy, że w całym 2017 r. deficyt budżetu państwa wyniesie ok. 30 – 35 mld zł (korekta w dół dotychczasowej prognozy), co będzie wynikiem niższym o ponad 20 mld zł wobec założeń ustawy budżetowej. Choć ta suma wydaje się bardzo wysoka jak na wynik budżetu po I poł. roku, warto pamiętać, że tylko w samym grudniu 2016 r. miesięczna wartość deficytu budżetowego wyniosła 18,6 mld zł.
- Oczekując lekkiego pogorszenia wyniku sektora samorządowego oraz ubezpieczeń społecznych, oczekujemy lekkiego wzrostu deficytu SFP w 2017 r. do ponad 2,5% PKB.

Bardzo dobre wyniki wykonania budżetu państwa w połowie 2017 r.



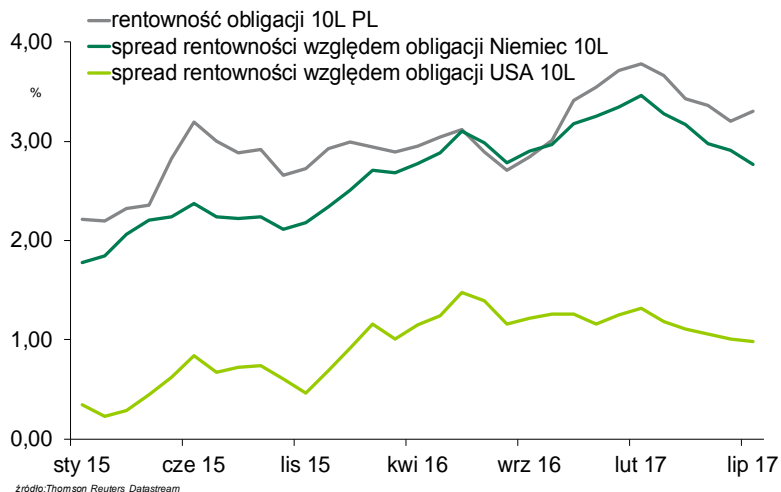
Poza poprawą ściągальności VAT silnie pozytywne efekty cykliczne oraz przesunięcie części dochodów między 2016 i 2017 r.



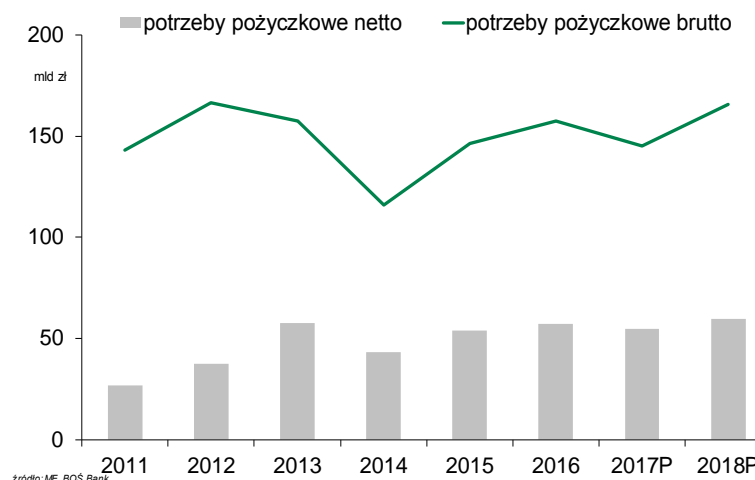
W średnim okresie trend wzrostowy rentowności krajowych obligacji skarbowych

- W minionych tygodniach rentowności krajowych SPW na dłuższym końcu krzywej lekko wzrosły, w warunkach wzrostu rentowności papierów na rynkach bazowych. Jednocześnie spready rentowności ponownie obniżyły się, czemu sprzyjały w dalszym ciągu niższe podaże papierów, przy bardzo korzystnej bieżącej sytuacji fiskalnej.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia dot. tendencji na rynkach bazowych, możliwe jest w krótszym horyzoncie utrzymanie niskich rentowności także na rynku krajowym.
- Jednocześnie jednak uważamy, że z punktu widzenia perspektyw długookresowych potencjał do spadku rentowności krajowych obligacji wyczerpuje się. Podtrzymujemy nasze ostrożniejsze założenia co do perspektyw wzrostu gospodarki globalnej, które mogą przełożyć się na ograniczenie dotychczasowego silnego napływu kapitału na rynki wschodzące i silnego spadku globalnej premii za ryzyko. Ponadto, oczekując wzrostu potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa w 2018 r. sądzimy, że efekt oczekiwań niskich podaży SPW będzie stopniowo wygasał. W dłuższym okresie wzrostom rentowności będzie sprzyjać też stopniowy wzrost rentowności na rynkach bazowych.
- Pomimo pojawiających się głosów części członków RPP dot. rozważenia korekcyjnej podwyżki stóp procentowych, sądzimy, że perspektywa silniejszego spadku inflacji CPI w I kw. 2018 r. ograniczy tę dyskusję i tym samym potencjał dla silniejszego wzrostu rentowności na krótkim końcu krzywej. Przy założeniu naszego scenariusza inflacyjnego oraz stóp procentowych rentowności papierów na krótkim końcu krzywej silniej wzrosną od II kw. 2018 r.

Lekki wzrost rentowności w ślad za rynkami bazowymi, dalszy spadek spreadów, szczególnie wobec papierów niemieckich



W 2018 r. oczekiwany ponowny wzrost potrzeb pożyczkowych



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	3,8	2,7	3,7
Popyt krajowy	% r/r	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,4	3,9
Spożycie indywidualne	% r/r	2,5	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,1
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	4,2
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,5	0,8	2,1	2,0	-1,4	0,5	0,3	-0,1
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1 445	1 567	1 629	1 657	1 720	1 799	1 851	1 954
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,2	-1,1
	mld EUR	-19,5	-19,7	-14,5	-5,0	-8,5	-2,7	-0,9	-5,0
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	11,2	14,3	15,1	15,7	16,5	13,0	10,0	11,0
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r, real.	1,6	0,9	0,0	2,5	3,6	4,3	4,4	3,1
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,7	1,9	0,0	-1,1	0,2	0,9	2,3	2,8
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,3	7,1
Inflacja CPI	% r/r, śr.	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,8
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7
Depozyty ogółem	mld PLN	704,9	782,2	828,5	875,3	956,4	1 027,2	1 122,9	1 188,9
	% r/r	9,0	11,0	5,9	5,7	9,3	7,4	9,3	5,9
Kredyty ogółem	mld PLN	771,1	885,3	900,6	933,1	996,5	1 065,5	1 118,3	1 169,5
	% r/r	9,8	14,8	1,7	3,6	6,8	6,9	5,0	4,6
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,5	-2,6	-2,4	-2,6
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	53,3	54,4	54,0	56,0	50,2	51,1	54,4	52,8
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	2,00	3,00	2,75	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%, k.o.	3,95	4,99	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,73
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	4,73	4,91	3,07	2,99	1,78	1,56	2,01	2,00
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	5,52	5,32	3,17	3,77	2,13	2,21	2,87	2,80
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	6,06	5,88	3,72	4,32	2,51	2,94	3,62	3,40
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,17	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,42	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	2,96	3,42	3,10	3,01	3,51	3,90	4,18	3,78
PLN/CHF	PLN, k.o.	2,80	3,63	3,39	3,38	3,54	3,94	4,12	3,92

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	2,2
PKB - strefa euro	% r/r	2,0	1,6	-0,9	-0,2	1,3	1,9	1,7	2,0
Inflacja (CPI) - USA	% r/r, śr.	1,6	3,2	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,0
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, śr.	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4	0,0	0,2	1,5
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	1,50
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	1,60
Obligacje USA 10L	%, k.o.	3,32	1,88	1,77	3,05	2,18	2,28	2,46	2,00
Stopa repo EBC	%, k.o.	1,00	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,33
Obligacje GER 10L	%, k.o.	2,96	1,82	1,30	1,94	0,54	0,63	0,20	0,45
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,40	1,30	1,32	1,37	1,22	1,09	1,05	1,13
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	79,6	111,4	111,7	108,7	98,9	52,4	43,8	51,8

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

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

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

Źródła danych historycznych: NBP, GUS, Thomson Reuters

Wskaźniki krajowe		3q16	4q16	1q17	2q17P	3q17P	4q17P	1q18P	2q18P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	2,4	2,5	4,0	3,7	3,8	3,7	3,8	3,9
Popyt krajowy	% r/r	2,7	1,7	4,1	3,7	3,6	4,1	3,9	4,0
Spożycie indywidualne	% r/r	4,1	4,5	4,7	4,5	3,8	3,2	3,5	3,6
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-6,7	-9,8	-0,4	2,7	4,3	6,9	7,7	6,9
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,3	0,8	-0,1	-0,1	0,2	-0,4	-0,1	-0,1
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,4	-0,2	0,1	-0,4	-0,8	-1,1	-1,5	-1,0
	mld EUR	-2,1	0,0	1,2	-0,8	-3,9	-1,5	-0,6	1,1
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r, real.	4,9	3,5	2,1	2,9	3,6	3,7	4,5	4,0
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,6	2,1	3,0	2,9	2,7	2,5	1,9	1,9
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	8,3	8,3	8,1	7,1	6,9	7,1	7,3	6,5
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	-0,5	0,8	2,0	1,5	1,8	1,5	1,4	1,8
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	-0,4	0,0	0,6	0,8	1,0	1,0	0,9	1,2
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.	1,71	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,75	1,75
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,73	2,01	2,03	1,90	1,90	2,00	2,10	2,25
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,34	2,87	2,89	2,72	2,75	2,80	2,75	2,85
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	2,90	3,62	3,48	3,36	3,35	3,40	3,40	3,45
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,31	4,42	4,22	4,23	4,25	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	3,86	4,18	3,95	3,71	3,73	3,78	3,78	3,78
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,98	4,12	3,95	3,87	3,91	3,92	3,92	3,90

Założenia zewnętrzne		3q16	4q16	1q17	2q17P	3q17P	4q17P	1q18P	2q18P
PKB - USA	% r/r	1,7	2,0	2,1	2,2	2,1	2,2	2,5	2,5
PKB - strefa euro	% r/r	1,8	1,8	1,9	2,0	2,0	1,9	1,8	1,8
Stopa funduszy federalnych Fed*	%, k.o.	0,50	0,75	1,00	1,25	1,25	1,50	1,50	1,75
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	1,35	1,60	1,60	1,85
Obligacje USA 10L	%, k.o.	1,60	2,46	2,40	2,32	2,15	2,00	2,00	2,10
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.	-	-	-	-	-0,33	-0,33	-0,30	-0,30
Obligacje GER 10L	%, k.o.	-0,12	0,20	0,33	0,47	0,45	0,45	0,50	0,60
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,12	1,05	1,07	1,14	1,14	1,13	1,13	1,13
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	45,9	49,4	53,7	49,8	49,5	54,0	55,2	55,8

% 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.