

ANALIZY MAKROEKONOMICZNE
PRZEGLĄD MIESIĘCZNY

13 czerwca 2017



BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

bosbank.analizy@bosbank.pl

ŁUKASZ TARNAWA
Główny Ekonomista

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

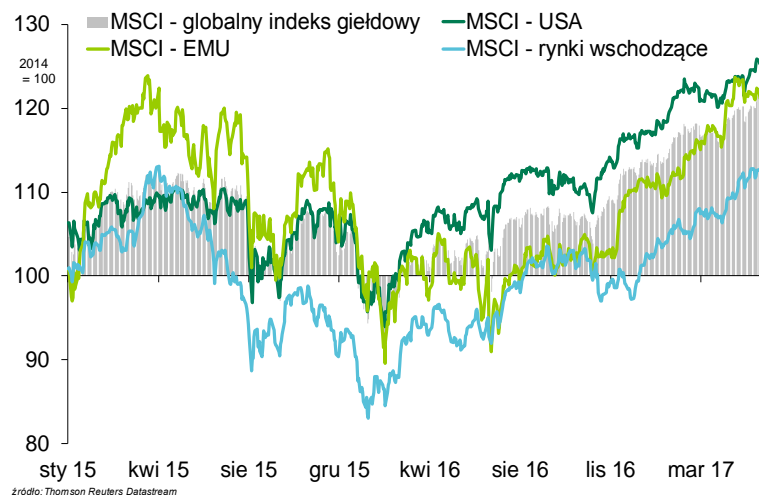
ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA
Ekonomista

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

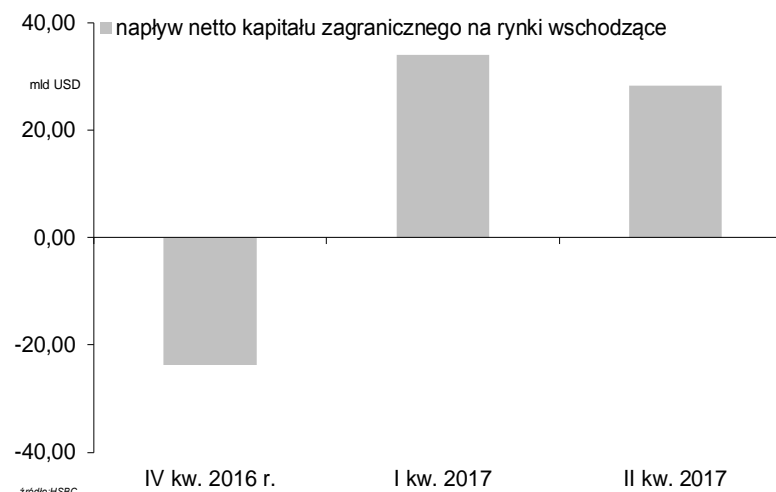
- W maju i na początku czerwca niższe poziomy inflacji, w tym inflacji bazowej w USA i strefie euro, utrzymująca się niska dynamika wynagrodzeń, a przede wszystkim korekta spadkowa cen ropy naftowej, poskutkowały korektą w dół średnioterminowych prognoz inflacji i tym samym większą ostrożnością dot. oczekiwań co do polityki pieniężnej Fed i EBC.
- Przy podtrzymaniu korzystnych danych ze sfery realnej zmiana oczekiwań dot. polityki pieniężnej na rynkach bazowych przełożyła się na utrzymanie podwyższonej skali napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące, pomimo lekkiego wzrostu ryzyka sytuacji politycznej w krajach rozwiniętych (USA, Włochy) i wschodzących oraz wyhamowania trendu wzrostowego cen surowców.
- W tych sprzyjających warunkach silnie zyskiwały także polskie aktywa finansowe, co przełożyło się na wyraźną aprecjację złotego poniżej 4,20 PLN/EUR i bardzo wyraźny spadek rentowności krajowych obligacji skarbowych.
- Bynajmniej nie oczekując silnego pogorszenia sytuacji wokół rynków wschodzących podtrzymujemy oczekiwania wyhamowania bieżącego trendu napływu kapitału na te rynki z uwagi na ostrożne założenia co do tempa wzrostu globalnej gospodarki w średnim okresie.
- Zgodnie z oczekiwaniami w I kw. dynamika wzrostu PKB wyraźnie przyspieszyła do 4,0% r/r wobec 2,5% r/r w IV kw. 2016 r. Silny wzrost dochodów wspierał wzrost konsumpcji prywatnej. Choć najsilniej w tym okresie wzrosła kontrybucja inwestycji we wzrost PKB, to dynamika inwestycji pozostała ujemna, kształtując się na poziomie niższym wobec oczekiwań. Przy sygnałach poprawy wyników w zakresie inwestycji publicznych może to oznaczać wciąż słabe wyniki inwestycji przedsiębiorstw. Słaby wynik inwestycji oraz wysoka kontrybucja zapasów we wzrost wpływają na utrzymanie naszych ostrożnych prognoz dot. wzrostu PKB w kolejnych kwartałach, poniżej 4,0% r/r.
- Korekta cen na rynku ropy naftowej i silna aprecjacja złotego przełożyły się także na lekkie obniżenie ścieżki krajowej inflacji CPI. Wskaźnik CPI już w maju obniżył się poniżej 2,0% i z wysokim prawdopodobieństwem nie wzrośnie powyżej tego poziomu w kolejnych miesiącach, przy spadku inflacji w kierunku 1,5% r/r w grudniu br.
- Niższy poziom inflacji i wciąż słabe wyniki inwestycji dają RPP komfort w podtrzymaniu dotychczasowego stanowiska stabilizacji stóp procentowych w 2017 r. Oczekując kontynuacji wzrostu inflacji bazowej oraz stopniowego odbicia inwestycji w kwartałach kolejnych podtrzymujemy oczekiwania lekkiego wzrostu stóp procentowych NBP w II poł. 2018 r.

- W maju i na początku czerwca kontynuowana była stopniowa poprawa sytuacji na globalnym rynku finansowym. Po silnych wzrostach w kwietniu i na początku maja, w ostatnich tygodniach miała miejsce lekka korekta spadkowa na europejskich giełdach, przy wzrostach na rynku amerykańskim oraz na rynkach wschodzących.
- Informacje dot. wzrostu ryzyka politycznego w USA miały póki co ograniczony wpływ na sytuację rynkową. Wzrost ryzyka sytuacji politycznej we Włoszech i utrzymująca się niepewność dot. sytuacji politycznej w Wielkiej Brytanii także nie miały istotnego wpływu na sytuację rynkową globalnie.
- Negatywne informacje dot. sytuacji politycznej w Brazylii, publikacje słabszych danych makroekonomicznych z Chin, jak i spadek cen ropy naftowej nie zaszkodziły też nastrojom na rynkach wschodzących. W ostatnich tygodniach utrzymywał się silny napływ kapitału zagranicznego na te rynki (pierwsze 5 miesięcy br. najlepsze pod tym względem od 2012 r.). Negatywne informacje z poszczególnych krajów miały jedynie zasięg lokalny, nie skutkując powszechniejszym wzrostem awersji do ryzyka i ograniczeniem napływu kapitału na rynki wschodzące.
- Po kilku miesiącach decydującego wpływu czynników politycznych, od wyborów prezydenckich we Francji rynki finansowe zdecydowanie więcej uwagi poświęcały publikacjom danych makroekonomicznych i związanym z tym oczekiwaniom dot. polityki pieniężnej głównych banków centralnych, w szczególności wobec korekty oczekiwań dot. szybkiego wzrostu inflacji.

Dominują lekkie wzrosty na światowych giełdach

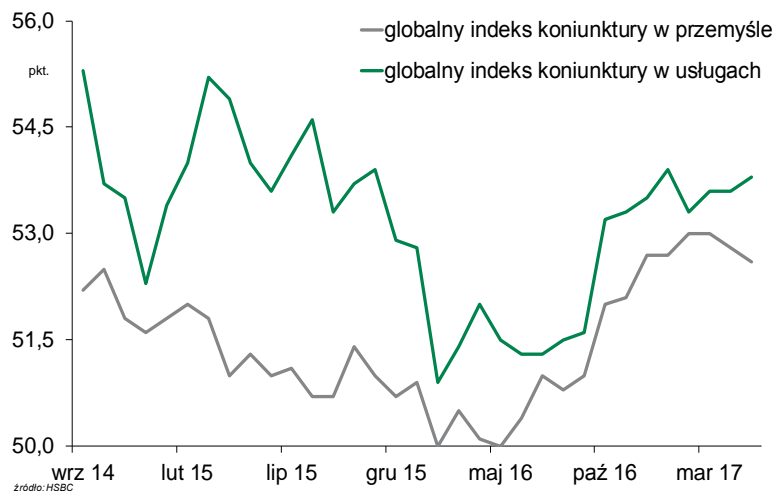


W maju dalszy silny napływ kapitału zagranicznego na rynki wschodzące

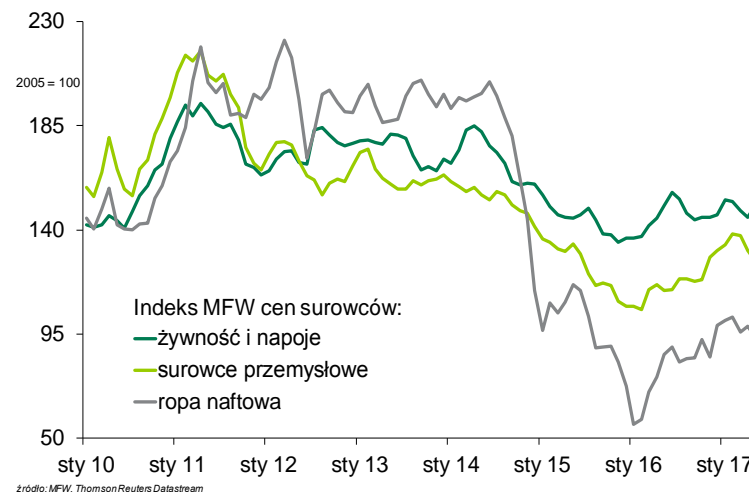


- Sygnały odwrócenia trendu wzrostowego inflacji (głównie z tytułu wyższych baz odniesienia) w połączeniu z wyraźnym wyhamowaniem dotychczasowego wzrostu cen surowców poskutkowało ograniczeniem oczekiwań co do dalszego odbicia inflacji z bardzo niskich poziomów utrzymujących się w większości krajów w I. 2015-2016.
- Dodatkowo, w przypadku gospodarek rozwiniętych, utrzymujące się sygnały niskiego wzrostu wynagrodzeń przełożyły się na ograniczenie oczekiwań co do średnioterminowego, trwałego wzrostu inflacji, co z kolei łącznie poskutkowało większą niepewnością co do kolejnych decyzji głównych banków centralnych (głównie Fed i EBC).
- Te czynniki oddziaływały głównie na rynki stopy procentowej. W minionych tygodniach publikacje danych ze sfery realnej wskazywały raczej na utrzymanie korzystnej (choć już nie poprawiającej się) sytuacji gospodarczej, co wpływało pozytywnie na rynki giełdowe. W II kw. „miękkie” indeksy koniunktury gospodarczej już nie rosły (po około półrocznym trendzie solidnego wzrostu), jednak cały czas utrzymywały się na podwyższonym poziomie.
- W tych warunkach szczególnie „korzystały” aktywa rynków wschodzących, dla których stabilny wzrost gospodarczy oraz ograniczona skala zacieśnienia polityki pieniężnej na rynkach bazowych to najbardziej sprzyjający scenariusz.
- Bynajmniej nie oczekujemy silnego pogorszenia sytuacji na rynków wschodzących, podtrzymujemy jednak nasze wątpliwości co do kontynuacji trendu napływu kapitału zagranicznego. W średnim okresie pozostajemy ostrożni co do skali odbicia gospodarki globalnej. W tym kontekście oraz w kontekście ostatnich tendencji cen surowców nie zakładamy by trend napływu kapitału na te rynki okazał się trwały, pomimo spadku wpływu czynników politycznych.

Wyhamowanie wzrostu indeksów globalnej koniunktury gospodarczej...



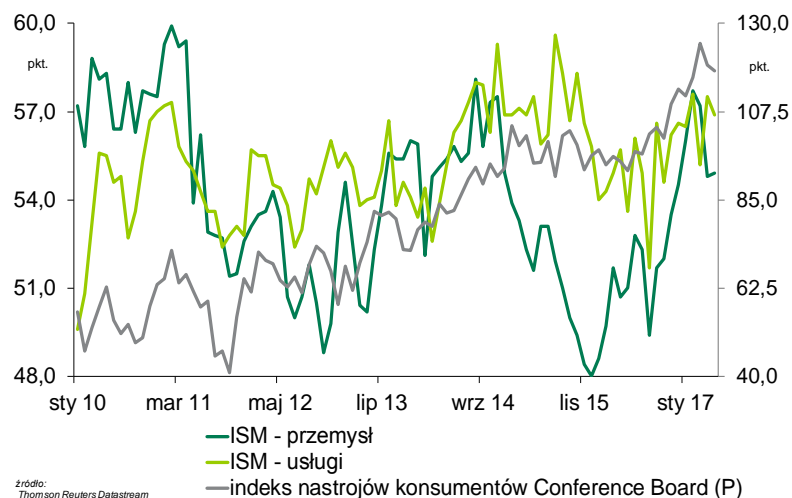
...i wzrostu cen surowców na rynku globalnym



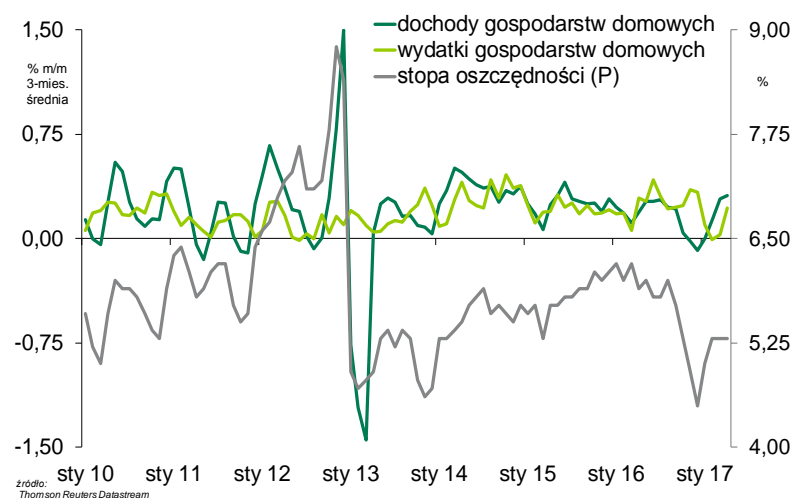
- Informacje nt. dochodzenia dotyczącego ewentualnego wpływu Rosji na przebieg wyborów prezydenckich w USA w 2016 r., kontaktów sztabu wyborczego prezydenta Donalda Trumpa ze stroną rosyjską oraz ewentualnego nakłaniania przez prezydenta Trumpa szefa FBI Jamesa Comeya by zakończył śledztwo prowadzone w tej sprawie przez FBI miały ograniczony wpływ na globalny rynek finansowy - głównie w postaci okresowego spadku rentowności obligacji skarbowych w USA oraz okresowego wyhamowania wzrostu notowań akcji. Czynnikiem ograniczającym – w ocenie rynków finansowych – ryzyko eskalacji ryzyka politycznego były zaznania J. Comeya przed senacką komisją 8.06.
- Na bieżącym etapie niepewność co do ostatecznych skutków politycznych, jak i przebiegu tej sprawy w czasie są trudne do określenia, stąd pozostają czynnikiem ryzyka dla sytuacji rynkowej. Obecnie bardzo prawdopodobnym skutkiem bieżących wydarzeń politycznych w USA jest dalszy spadek szans na wdrożenia w najbliższych miesiącach istotnych reform podatkowych czy też działań o charakterze silnego impulsu fiskalnego.
- Utrata bezwzględnej większości w parlamencie brytyjskim przez Torysów i premier T. May w przedterminowych wyborach parlamentarnych z 8. czerwca skutkuje natomiast silnym wzrostem niepewności co do przebiegu procesu Brexitu. Póki co te kwestia ta wpływa silnie, ale wyłącznie na rynek brytyjski (bardzo wysoka zmienność kursu funta brytyjskiego). Uruchomienie procesu negocjacji 19. czerwca jest obecnie mało prawdopodobne, ponadto nie wiadomo jakie nowy rząd zajmie stanowisko co do celów Wielkiej Brytanii oraz samej umowy (dotychczas premier T. May stanowczo opowiadała się za tzw. „twardym” wyjściem Wielkiej Brytanii z UE z silnym ograniczeniem zasad wspólnego handlu oraz przepływów pracowników).
- W minionych tygodniach doszło okresowo do silnego wzrostu, po czym ponownego spadku ryzyka przedterminowych wyborów parlamentarnych we Włoszech. Choć póki co sytuacja we Włoszech miała stonowany wpływ na notowania aktywów europejskich, to w naszej ocenie ten czynnik ryzyka nie należy uznawać za zażegnany. Bieżąca niestabilna sytuacja parlamentarna wpływa w naszej ocenie na wciąż utrzymujące się ryzyko przedterminowych wyborów jeszcze w 2017 r.
- Po pozytywnym – z punktu widzenia rynków finansowych – wyniku wyborów prezydenckich we Francji, wyniki I tury wyborów parlamentarnych dodatkowo zwiększyły pozytywne oceny dot. stabilności politycznej w Europie. Wyniki po I turze świadczą, że ugrupowanie, którego liderem jest prezydent Emmanuel Macron zdobędzie po drugiej turze wyborów (18.06) zdecydowaną większość w Zgromadzeniu Narodowym, co jest postrzegane jako silne wsparcie dla scenariusza wdrożenia we Francji reform zapowiadanych w kampanii prezydenckiej przez Macrona. Ponadto relatywnie słaby wynik Frontu Narodowego postrzegany jest jako ograniczenie ryzyka wzrostu poparcia w Europie dla partii podważających integrację europejską.

- Dane opublikowane w ostatnich tygodniach wskazują na lekkie pogorszenie (po silnym wzroście we wcześniejszych miesiącach) wskaźników koniunktury gospodarczej. Korekty danych za I kw. oraz dane kwietniowe wskazują na mniejszą skalę spowolnienia wydatków gospodarstw domowych. Przy utrzymującej się korzystnej sytuacji na rynku pracy oraz spadku cen paliw można oczekiwać stabilizowania się dynamiki konsumpcji prywatnej na nieco niższych poziomach wobec wyników z kwartałów wcześniejszych.
- Dane z rynku mieszkaniowego wskazują na sygnały pewnego pogorszenia aktywności, co może być skutkiem notowanego jeszcze pod koniec 2016 r. wyraźnego wzrostu kosztu finansowania długoterminowego.
- Ważnym czynnikiem wzrostu PKB jest z kolei poprawa inwestycji przedsiębiorstw, choć skala tej poprawy pozostaje niewielka. Istotne dla trwałości ożywienia jest utrzymanie lepszych wyników inwestycji prywatnych w dłuższym okresie, szczególnie, że obecnie tej kategorii silnie sprzyja wygasanie wcześniejszego efektu ograniczania inwestycji w sektorze wydobywczym w reakcji na ograniczenie spadku cen ropy naftowej.
- Na obecnym etapie trudno formułować założenia dot. rozwoju sytuacji politycznej w USA i ostatecznego rozwiązania problemów prezydenta Trumpa. Wzrost niepewności politycznej natomiast zdecydowanie wspiera założenia scenariusza braku dynamicznego impulsu fiskalnego z tytułu reformy podatkowej czy wydatków infrastrukturalnych. Uwzględniając te czynniki łącznie oczekujemy utrzymania korzystniejszych wyników amerykańskiej gospodarki (po spowolnieniu w II poł. 2016 r.), jednak bez dynamicznego przyspieszenia aktywności w kolejnych kwartałach.

W II kw. wyhamowanie dotychczasowego silnego wzrostu wskaźników koniunktury

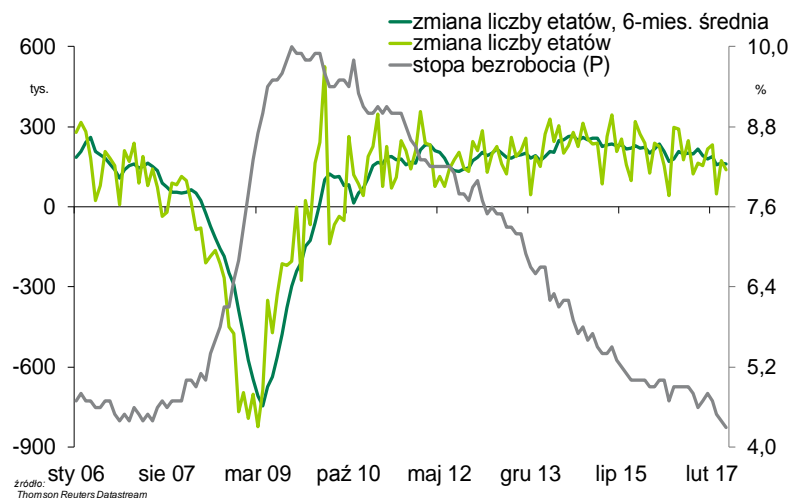


W II kw. odreagowanie spadku dynamiki wydatków gospodarstw domowych

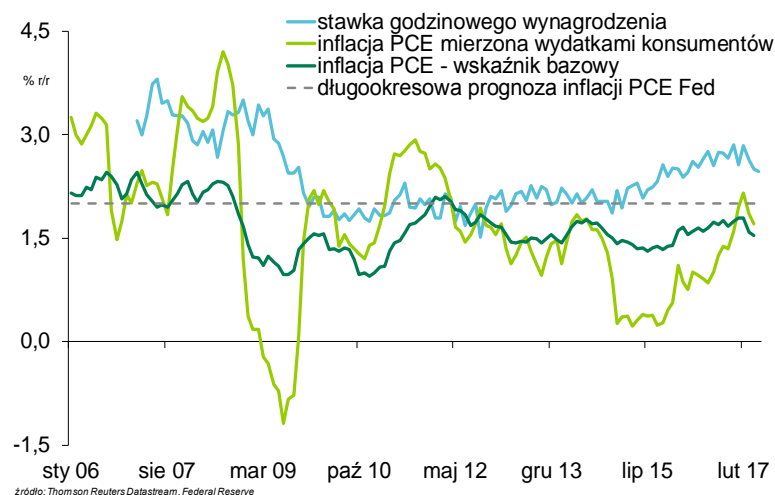


- Oczekujemy, że na posiedzeniu 14. czerwca Komitet Otwartego Rynku Rezerwy Federalnej (FOMC) podwyższy stopę funduszy federalnych o 25 pkt. baz. do poziomu 1,00% - 1,25%. Pomimo publikacji słabszych danych dot. zatrudnienia w II kw. br. oraz niższych dynamik wynagrodzeń oraz inflacji bazowej sądzimy, że w warunkach przekonania FOMC o stabilnej koniunkturze w gospodarce i bardzo silnym spadku stopy bezrobocia ostatecznie komitet zdecyduje się na kolejny etap zacieśnienia polityki pieniężnej.
- Biorąc pod uwagę, że czerwcową podwyżką stóp jest już od kilku tygodni powszechnie oczekiwana, dużo ważniejsze znaczenie dla rynków mogą mieć wszelkie informacje (komunikat, wypowiedzi prezes Fed Janet Yellen podczas konferencji prasowej) dot. perspektyw polityki pieniężnej w dłuższym okresie.
- W ostatnich tygodniach miał miejsce szereg informacji i publikacji danych, które mogą mieć wpływ na ocenę członków FOMC dot. perspektyw gospodarki i polityki pieniężnej: - utrzymanie niższego wskaźnika inflacji bazowej, - utrzymanie niższej dynamiki wynagrodzeń, - korekta w dół prognoz inflacji z uwagi na spadki cen ropy naftowej, - dalszy spadek prawdopodobieństwa luzowania polityki fiskalnej przy wyższej niepewności dot. sytuacji politycznej w USA, - lekkie wyhamowanie wzrostu zatrudnienia, - bardzo silny spadek stopy bezrobocia poniżej prognoz średnioterminowych Fed, - korzystne dane dot. nastrojów przedsiębiorców i konsumentów, - stabilna sytuacja na rynkach finansowych.

W II kw. lekkie wyhamowanie wzrostu zatrudnienia, wciąż silne spadki stopy bezrobocia



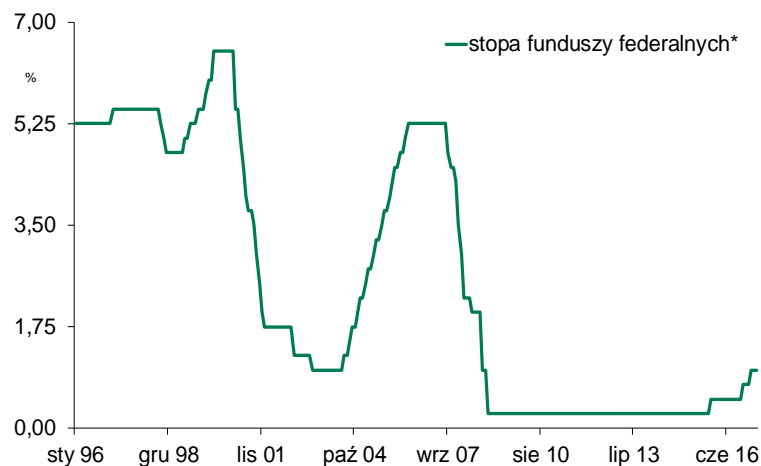
Wyhamowanie wzrostu dynamiki wynagrodzeń będzie dodatkowym hamulcem dla wzrostu inflacji bazowej



Na posiedzeniu czerwcowym oczekiwane informacje FOMC dot. średnioterminowych perspektyw polityki pieniężnej

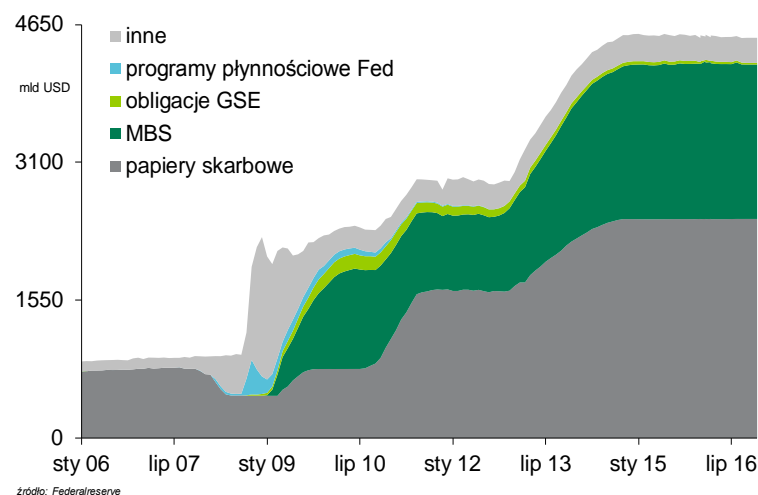
- Kluczowe dla oceny perspektyw polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach będzie miało zestawienie wymienionych kwestii, w tym w szczególności zestawienie z jednej strony pogorszenia perspektyw trwałego wzrostu inflacji, a z drugiej strony - bardzo silnego spadku stopy bezrobocia. Cały czas także trudno ocenić, jak silnie na dotychczasową retorykę członków FOMC wpływały oczekiwania dot. silniejszego poluzowania polityki fiskalnej przez nową administrację prezydencką i silniejszego przyspieszenia aktywności gospodarczej w USA.
- Poza lekką zmianą obrazu sytuacji makroekonomicznej, bardzo istotne będą także wszelkie informacje dot. procesu wygaszania programu skupu aktywów (tj. ograniczenie reinwestycji zapadających instrumentów bilansu Fed). Treść stenogramów z majowego posiedzenia FOMC wskazała na zaawansowane dyskusje co do zmian w programie QE, przy pojawiających się wypowiedziach wskazujących na możliwość rozpoczęcia ograniczania bilansu Fed jeszcze w 2017 r. Kluczowe dla oceny restrykcyjności polityki pieniężnej będą bardziej precyzyjne informacje dot. terminów, skali zmian oraz ich zestawienie z oczekiwaną przez członków FOMC ścieżką stóp procentowych.
- Podtrzymujemy póki co nasz dotychczasowy scenariusz, że FOMC po czerwcowej podwyżce stóp dokona jeszcze jednej (w skali 25 pkt. baz.) podwyżki najprawdopodobniej we wrześniu. Na posiedzeniu w grudniu możliwa jest zapowiedź ograniczania reinwestycji papierów będących w posiadaniu Fed z początkiem 2018 r. Tym samym zakładamy stosunkowo ostrożny proces zaostrzania polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Biorąc jednak pod uwagę serię nowych informacji i danych informacje po czerwcowym posiedzeniu FOMC będą dla weryfikacji tego scenariusza bardzo istotne.

W 2017 r. oczekujemy jeszcze dwóch podwyżek stóp procentowych i już wolniejszego tempa podwyżek w 2018 r.



* od grudnia 2008 górna granica przedziału dla stopy funduszy federalnych
źródło: Thomson Reuters Datastream

W 2018 r. oczekujemy stopniowego ograniczania skali reinwestycji zapadających aktywów w posiadaniu Fed

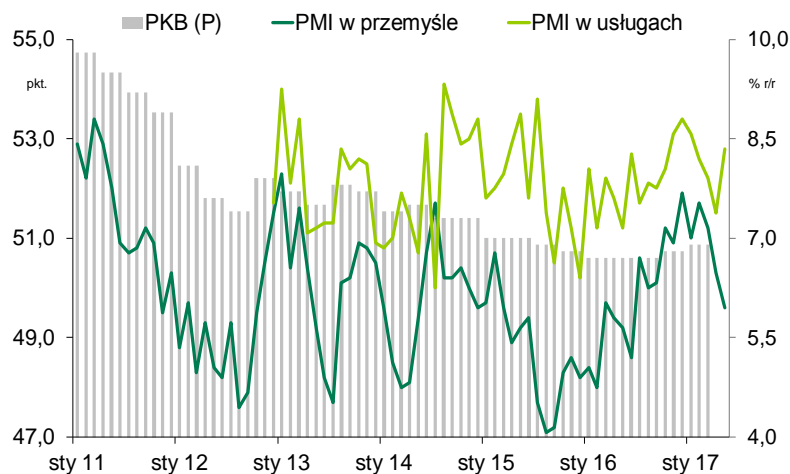


źródło: Federalreserve

W II kw. utrwalający się scenariusz wyhamowania poprawy aktywności chińskiej gospodarki

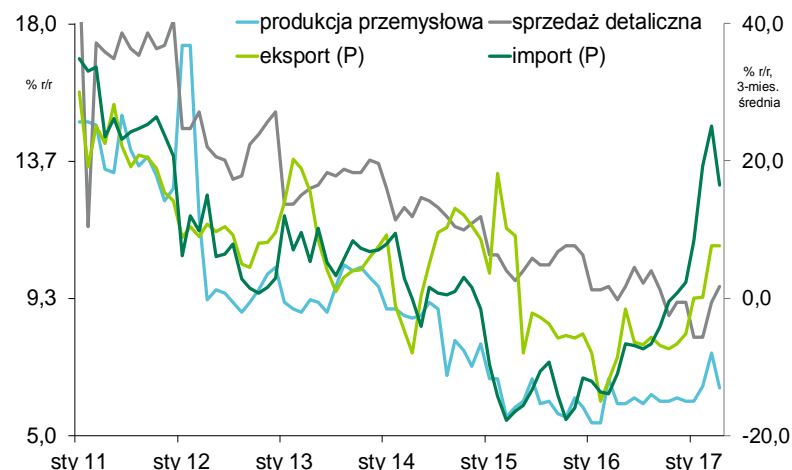
- Publikowane w ostatnich tygodniach dane makroekonomiczne nt. chińskiej gospodarki potwierdzają wyhamowanie aktywności w przemyśle, przy jednocześnie stabilnych tendencjach w konsumpcji prywatnej (stabilny wzrost sprzedaży detalicznej oraz koniunktury w sektorze usług).
- Te czynniki przekładają się na utrwalenie skromniejszych oczekiwań co do siły popytu wewnętrznego w Chinach i jego wpływu na gospodarkę globalną (głównie strefę euro) oraz notowania surowców na rynku globalnym. Póki co publikowane dane wspierają ostrożność dot. oczekiwanego ożywienia aktywności chińskiej gospodarki stymulującego ożywienie w globalnym przemyśle, jednocześnie jednak korzystne majowe dane nt. handlu zagranicznego wskazują na niskie prawdopodobieństwo ponownego silniejszego osłabienia aktywności gospodarki. Zakładamy, że dynamika wzrostu PKB w Chinach w 2017 r. wyniesie ok. 6,7% - 6,8%, w pobliżu wyników z ub.r. (6,7%).
- Stabilizacja sytuacji gospodarczej w Chinach w 2016 r. w decydującym stopniu była efektem polityki gospodarczej i utrzymania solidnego wsparcia fiskalnego. O ile jednoznaczna deklaracja co do utrzymania wsparcia dla gospodarki jak najbardziej pozwala na założenie stabilnych wyników gospodarki (tempa wzrostu PKB powyżej 6,5% r/r), to nie sądzimy, aby celem chińskich władz było stymulowanie dynamicznego wzrostu gospodarki, biorąc pod uwagę konieczność wdrażania reform strukturalnych, wyzwania dotyczące szybkiego tempa wzrostu zadłużenia sektora publicznego oraz przegrzania rynku nieruchomości.

Utrwalający się efekt wyhamowania wzrostu indeksów koniunktury gospodarczej, w szczególności w przemyśle



źródło: Thomson Reuters Datastream, Thomson Reuters

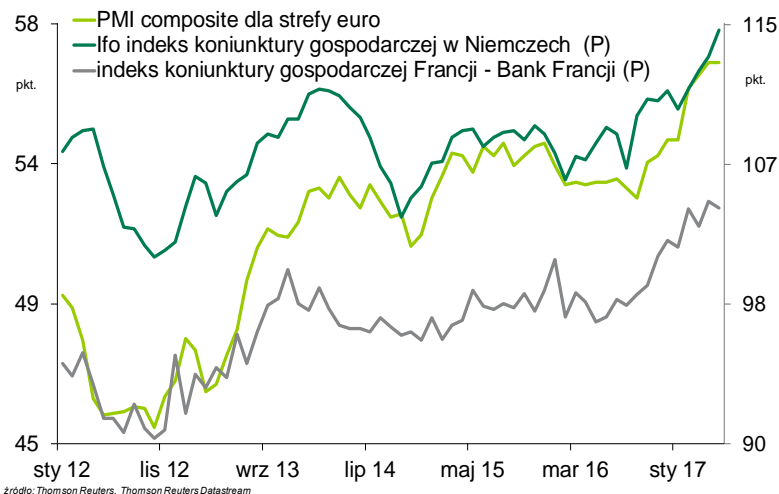
Wyhamowanie poprawy także w zakresie tzw. „twardych” danych gospodarczych



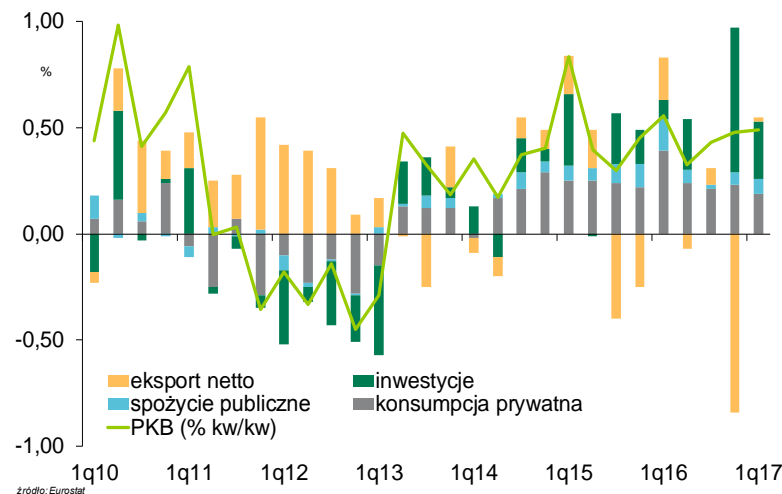
źródło: Thomson Reuters Datastream

- Dane dot. wzrostu PKB w I kw. w strefie euro wskazują na utrzymanie stabilnego i solidnego wzrostu aktywności gospodarczej, przy wygaśnięciu jednorazowych efektów z IV kw. 2016 r. silnego wzrostu inwestycji oraz silnie ujemnej kontrybucji eksportu netto we wzrost PKB.
- Jednocześnie jednak, należy pamiętać o utrzymującym się praktycznie od III kw. ub.r. tempie wzrostu PKB na poziomie 0,5% kw/kw, co wskazuje na niższe tempo wzrostu aktywności, wobec potencjalnych prognoz wzrostu gospodarczego na podstawie dynamicznie rosnących w tym okresie wskaźników koniunktury gospodarczej.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia stabilnych wyników gospodarki USA oraz Chin (bez efektów dynamicznego przyspieszenia, ale także z niskim ryzykiem silnego spowolnienia aktywności) oraz dotychczasową poprawę popytu krajowego w strefie euro oczekujemy utrzymania bieżącego tempa wzrostu gospodarki w nadchodzących kwartałach. Oczekujemy, że w całym 2017 r. dynamika wzrostu PKB utrzyma się na poziomie ok. 1,7% r/r.
- Sądzymy, że w kolejnych kwartałach kontrybucja konsumpcji we wzrost PKB będzie nieco niższa niż w I. 2014-2016, niemniej utrzyma się na solidnym poziomie. Zakładamy stopniowy efekt wzrostu inwestycji, przy całym znaczeniu wydatków publicznych. Zakładając brak dalszego przyspieszenia wzrostu popytu na europejski eksport z Chin oraz dotychczasową aprecjację kursu euro nie oczekujemy poprawy kontrybucji eksportu netto we wzrost PKB.

Utrzymujące się solidne wzrosty wskaźników koniunktury, przy mniejszej skali poprawy tzw. „twardych” danych

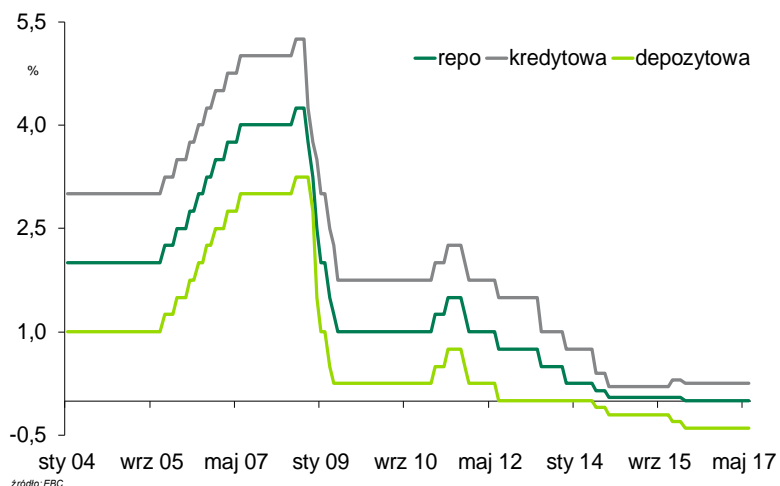


Stabilne tempo oraz struktura wzrostu PKB w strefie euro

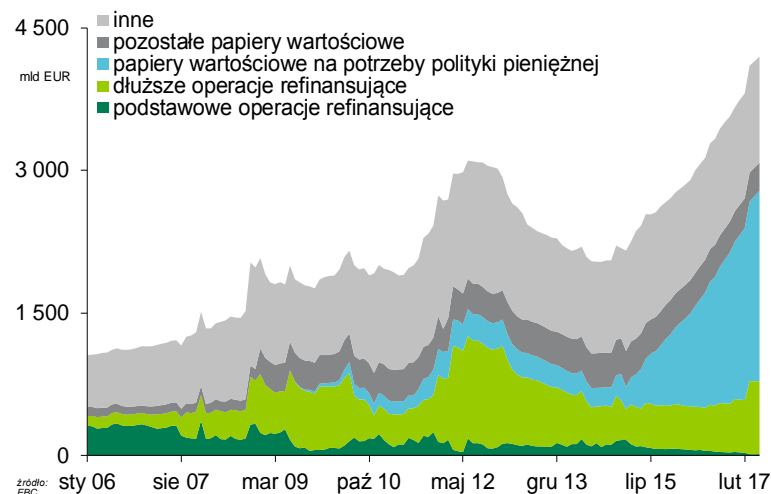


- Rada EBC na czerwcowym posiedzeniu nie zmieniła parametrów polityki pieniężnej utrzymując stopy procentowe na poziomie 0,0% dla stopy repo i 0,4% dla stopy depozytywnej i parametry programu skupu aktywów.
- Rada zmieniła natomiast treść komunikatu w części dot. perspektyw polityki pieniężnej (*forward guidance*) zmieniając bilans ryzyka dot. perspektyw stóp procentowych. W komunikacie rada wskazała na utrzymanie bieżącego, niskiego poziomu stóp procentowych w długim okresie (w dłuższym okresie także po zakończeniu programu QE), podczas gdy wcześniej wskazywała na utrzymanie w długim okresie bieżących, bądź niższych stóp procentowych. Zgodnie z informacjami z konferencji prasowej ta zmiana odzwierciedla ograniczenie ryzyka deflacji w porównaniu z sytuacją gospodarczą sprzed kilku miesięcy. Rada zmieniła także ocenę bilansu ryzyka dla wzrostu gospodarczego (obecnie zrównoważone ryzyko, wcześniej przeważający negatywny bilans ryzyka).
- W najnowszej projekcji makroekonomicznej EBC dokonano lekkiego podwyższenia ścieżki prognozowanego wzrostu PKB w l. 2017-2019 oraz istotnego obniżenia prognozowanej ścieżki inflacji (o 0,2-0,3 pkt. proc. w l. 2017-2018).
- Podczas konferencji prasowej w odpowiedzi na pytanie czy zmiany w zapisach *forward guidance* można odczytać jako zapowiedź stopniowego odchodzenia EBC od bieżącego luzowania polityki pieniężnej, prezes Mario Draghi zaprzeczył, stwierdzając że kwestie ograniczania luzowania polityki pieniężnej nie były dyskutowane podczas czerwcowego posiedzenia. Prezes Draghi ponownie jednoznacznie wskazał na potrzebę utrzymania bardzo luźnej polityki pieniężnej w nadchodzących kwartałach, w tym ponownie wskazał na konieczność cierpliwości rady oraz potrzebę większego przekonania co do trwałości odbicia inflacji.

Rada EBC odchodzi od asymetrycznego bilansu ryzyka dla perspektyw stóp procentowych....



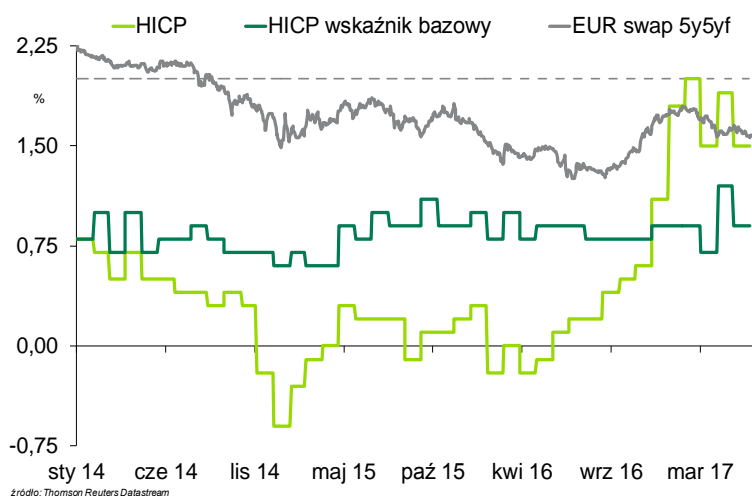
... przy utrzymaniu asymetrycznego bilansu ryzyka dla programu skupu aktywów finansowych



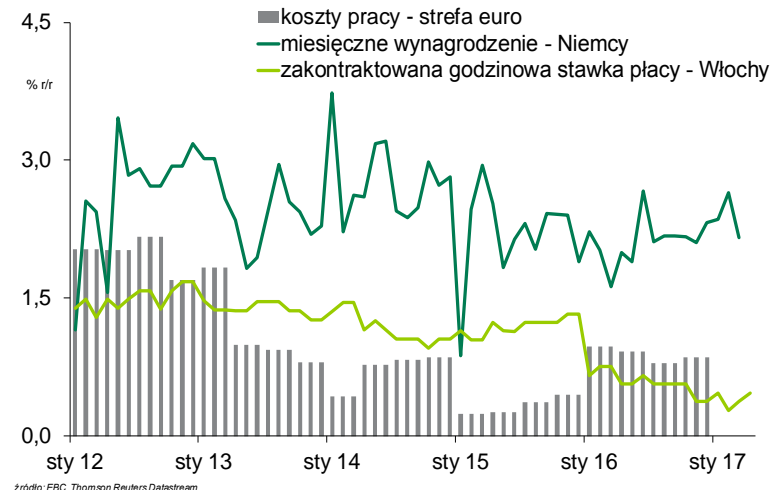
Zmiany w retoryce EBC bez wpływu na średnioterminowe prognozy dot. parametrów polityki pieniężnej

- Choć rada EBC wprowadziła zmiany w zakresie *forward guidance*, to całościowy wydzźwięk komunikatu i wypowiedzi prezesa EBC po czerwcowym posiedzeniu trudno uznać za bardziej „jastrzębie” / mniej „gołębie”. Dokonane zmiany oraz retoryka rady w naszej ocenie nie przybliżają perspektywy podwyżki stóp procentowych EBC. Świadczą o tym wprowadzone już wcześniej zapisy dot. utrzymania bieżącego poziomu stóp procentowych w dłuższym okresie (także po zakończeniu programu skupu aktywów), bardzo jednoznaczne sygnały dot. utrzymania bardzo luźnej polityki pieniężnej w nadchodzących kwartałach, podtrzymanie opcji zwiększenia luzowania polityki pieniężnej w ramach programu QE oraz solidna korekta w dół prognozowanej przez EBC ścieżki inflacji HICP.
- Rada EBC utrzymuje ostrożne stanowisko co do perspektyw inflacji w strefie euro przy braku pewności co do trwałości wzrostu inflacji. Pomimo wzrostu głównego wskaźnika HICP do poziomów najwyższych od kilku lat, w dalszym ciągu wskaźnik inflacji bazowej utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Jednocześnie przy wyhamowaniu wzrostu cen surowców dla podtrzymania wyższych indeksów inflacji niezbędny jest silniejszy wzrost wynagrodzeń, który skutkowałby trwalszym wzrostem inflacji. Dodatkowym czynnikiem, który istotnie ogranicza pole rady dla zaostżenia retoryki jest notowana aprecjacja euro.
- Sądzymy, że program skupu aktywów będzie kontynuowany także w 2018 r., przy prawdopodobnym ponownym ograniczeniu jego skali po 2017 r. pod warunkiem utrzymania korzystnej sytuacji makroekonomicznej. Według naszych prognoz rada EBC powstrzyma się z podwyżkami stóp procentowych (w tym stopy depozytowej) do 2019 r.

Spadek inflacji bazowej oraz korekta cen surowców ograniczają oczekiwania inflacyjne w strefie euro....



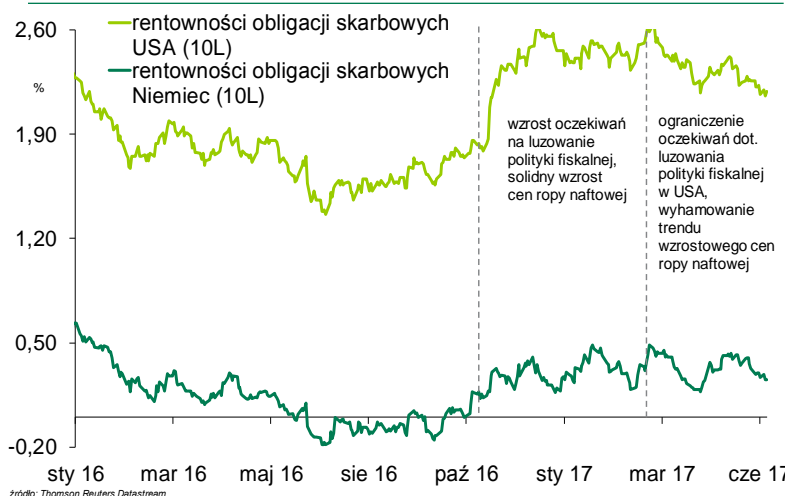
... szczególnie przy nadal niskiej skali wzrostu wynagrodzeń



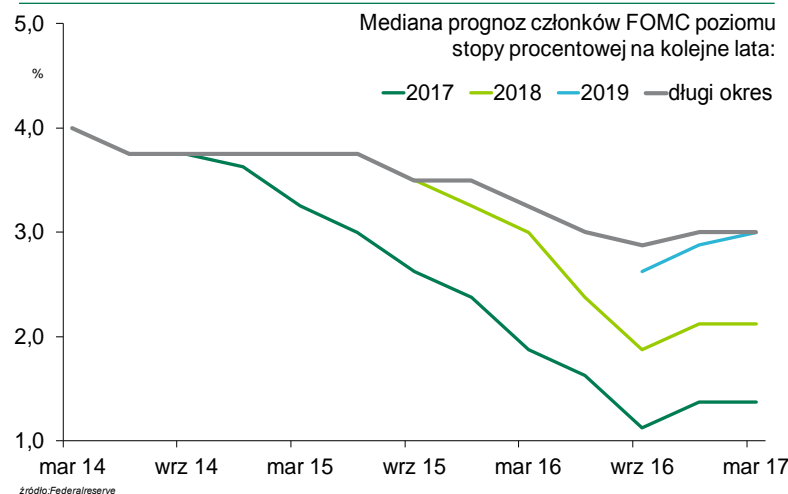
Większa ostrożność rynkowa dot. perspektyw polityki pieniężnej Fed i EBC pozytywna dla cen obligacji skarbowych na rynkach bazowych

- W ostatnich tygodniach na rynki bazowe powrócił trend spadkowy rentowności obligacji skarbowych.
- Głównym czynnikiem spadku rentowności była większa ostrożność co do oczekiwań dot. zaostrzenia polityki pieniężnej / ograniczenia jej łagodzenia przez główne banki centralne, co z kolei było wynikiem: niższych bieżących wskaźników inflacji w USA i strefie euro (w tym inflacji bazowej), ponownego spadku cen ropy naftowej oraz (w przypadku USA) słabszych danych z amerykańskiego rynku pracy i (w przypadku rynków europejskich) aprecjacji euro.
- Dodatkowym czynnikiem istotnie wzmacniającym trend spadkowy rentowności (głównie w USA) był dalszy spadek prawdopodobieństwa wdrożenia programu luzowania polityki fiskalnej / reformy podatkowej z uwagi na wzrost niepewności politycznej w USA.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia dot. perspektyw gospodarki globalnej i tym samym założenia średnioterminowe dot. polityki pieniężnej Fed i EBC oraz polityki fiskalnej w USA podtrzymujemy nasze dotychczasowe założenia lekkiego potencjału dla dalszego spadku rentowności obligacji w USA (choć już w mniejszej skali biorąc pod uwagę ich dotychczasowy spadek).
- W krótkim okresie bardzo istotna dla poziomu rentowności będzie retoryka FOMC po czerwcowym posiedzeniu (sama oczekiwana podwyżka stóp powinna pozostać bez wpływu na rynki). Przy założeniu, że FOMC nie wzmocni ponownie oczekiwań rynkowych na bardziej „jastrzębi” kurs polityki pieniężnej w średniej perspektywie coraz większy wpływ na rentowności mogą mieć ponownie wątki związane z sytuacją polityczną oraz globalną premią za ryzyko.

Dalszy spadek rentowności obligacji skarbowych w USA...



...uzależniony od retoryki FOMC po posiedzeniu w czerwcu



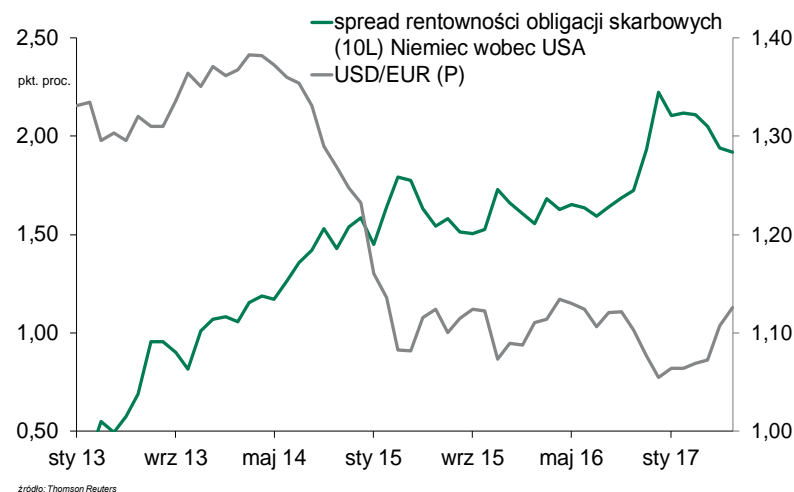
Notowania kursu USD/EUR pod większym wpływem sytuacji politycznej niż polityki pieniężnej głównych banków centralnych

- W minionych tygodniach odnotowano silniejsze wzmocnienie euro wobec dolara w kierunku 1,12 USD/EUR, przy równoczesnych efektach aprecjacji euro oraz deprecjacji dolara (wg nominalnych efektywnych kursów walut).
- Sądzymy, że dostosowania na rynku walutowym w mniejszym stopniu wynikały z efektów zmiany oczekiwań dot. polityki pieniężnej, przy równoczesnych i zbieżnych zmianach oczekiwań rynkowych dot. polityki pieniężnej Fed i EBC (z uwagi na wspólny dla obu rynków efekt korekty prognoz inflacji). Choć spadek rentowności obligacji skarbowych w USA w minionych tygodniach był silniejszy niż w Niemczech, to ta różnica mogła wynikać z dodatkowego w przypadku USA efektu większej niepewności co do perspektyw polityki fiskalnej.
- Bardzo ważnym czynnikiem wpływającym na rynek walutowy były wątki polityczne, które w minionych tygodniach sprzyjały wspólnej walucie (niezależnie od utrzymujących się czynników ryzyka, bardzo silne ograniczenie ryzyka politycznego po wyborach prezydenckich we Francji) oraz ciążyły dolarowi (dochodzenie w sprawie ewentualnych nacisków prezydenta Donalda Trumpa na szefa FBI).
- Choć niepewność co do rozwoju sytuacji w USA jest wysoka, a ryzyka polityczne w strefie euro utrzymują się (Brexit, Grecja, Włochy) sądzymy, że wyraźny spadek ryzyka skrajnych scenariuszy (wybory we Francji), materializujący się scenariusz braku silnego impulsu fiskalnego w USA przekładają się na trwalsze przesunięcie kursu euro wobec dolara w okolice 1,10 USD/EUR. W kolejnych miesiącach czynnikiem wspierającym notowania dolara może być z kolei oczekiwane przez nas wyhamowanie napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące.

Solidne wzmocnienie euro i osłabienie dolara i wzrost kursu USD/EUR

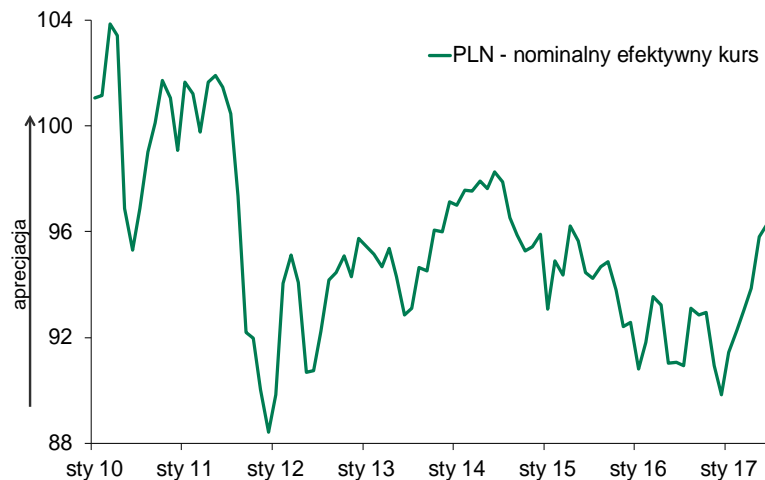


Silniejszy niż polityki pieniężnej wpływ sytuacji politycznej i perspektyw polityki fiskalnej w USA na kurs USD/EUR

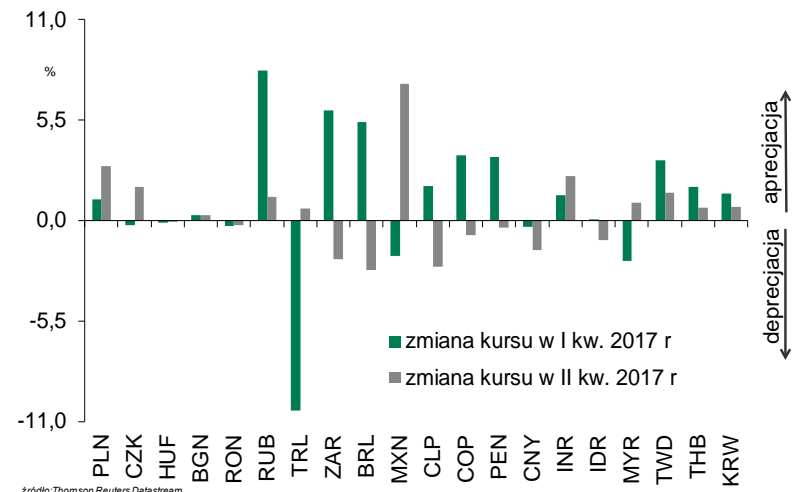


- W maju i na początku czerwca kurs złotego jeszcze zyskiwał na wartości, choć w mniejszej skali niż w poprzednich miesiącach i – w przypadku nominalnego efektywnego kursu – już głównie poprzez efekt silnego wzmocnienia złotego wobec dolara oraz funta. Z kolei kurs złotego wobec euro umocnił się jeszcze o kilka groszy poniżej 4,20 PLN/EUR.
- Silniejszym notowaniem złotego sprzyjało utrzymanie pozytywnych nastrojów na rynku globalnym przekładające się na dalszy solidny napływ kapitału zagranicznego na rynki wschodzące. Wzrost ryzyka poszczególnych krajów z grupy rynków wschodzących nie skutkowało wzrostem globalnej premii za ryzyko, a raczej nasilał efekt różnicowania rynków w minimalizowaniu tego ryzyka i poszukiwaniu wyższej stopy zwrotu z inwestycji.
- Pomimo bieżącego silnego trendu aprecjacyjnego, nie oczekujemy dalszego wzmocnienia złotego w średniej perspektywie. Pozostajemy ostrożni co do utrzymania bieżących bardzo pozytywnych trendów napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące. Większa ostrożność w polityce pieniężnej głównych banków centralnych póki co jest dla rynków wschodzących pozytywna, gdyż w głównej mierze wynika z efektu utrzymującej się niskiej inflacji (i korekty cen surowców) w mniejszej z korekty prognoz dot. sfery realnej. Pozostajemy natomiast ostrożni co do skali ożywienia gospodarki globalnej pomimo korzystnych publikacji „miękkich” wskaźników koniunktury gospodarczej. Ponadto, choć najistotniejsze ryzyka polityczne w Europie wygasły, trudno w obecnej sytuacji ignorować pozostałe / nowe ryzyka polityczne (sytuacja polityczna w USA, proces Brexitu, czy w średnim okresie wybory parlamentarne we Włoszech).

W I poł. br. bardzo silna aprecjacja złotego



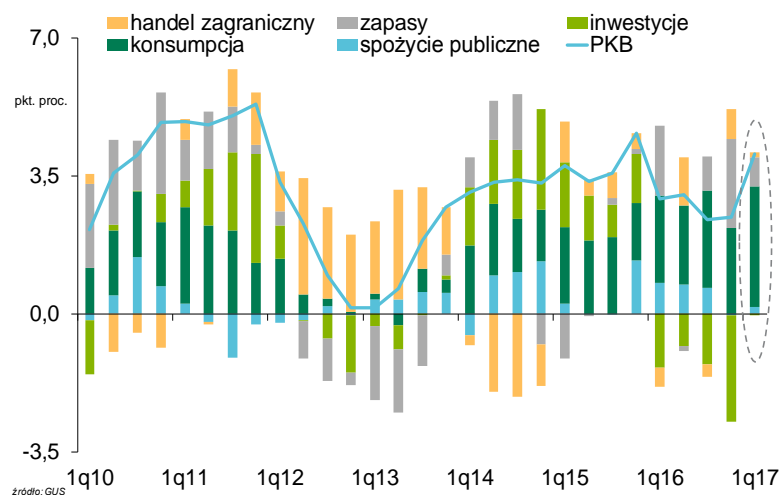
Zdecydowanie korzystne tendencje w przypadku większości rynków wschodzących, przy silnym napływie kapitału zagranicznego w I poł. br.



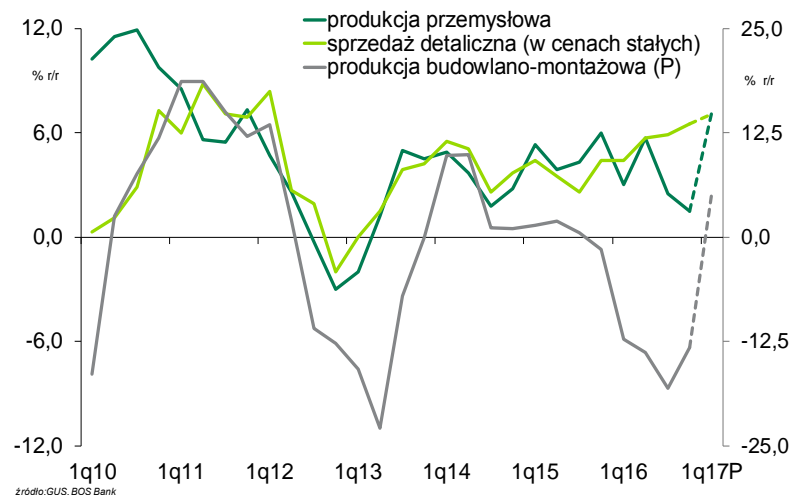
W I kw. br. wysoka dynamika wzrostu PKB, nieco mniej optymistyczna struktura wzrostu

- Zgodnie z oczekiwaniami, w I kw. br. dynamika wzrostu PKB bardzo silnie przyspieszyła do 4,0% r/r z 2,5% r/r w IV kw. 2016 r. (tylko minimalnie poniżej naszej prognozy 4,1% r/r). Zgodnie z założeniami najwyższą kontrybucję we wzrost utrzymała konsumpcja prywatna, przy dalszym lekkim przyspieszeniu dynamiki spożycia gospodarstw domowych na początku 2017 r.
- Największą zmianę kontrybucji odnotowano natomiast w przypadku inwestycji. Póki co w I kw. odnotowano dopiero ograniczenie dotychczas silnie ujemnej kontrybucji inwestycji we wzrost. Jednocześnie skala odbicia dynamiki inwestycji (ograniczenie ich spadku) była mniejsza wobec naszych oczekiwań, pomimo solidnego odbicia produkcji budowlano-montażowej oraz sygnałów odbicia wydatków majątkowych JST.
- Wyższą kontrybucję odnotowano natomiast w kategorii zapasów, co oznacza już trzeci kwartał z rzędu podwyższonej ich kumulacji. Jeżeli mamy do czynienia z wydłużonym okresem budowy zapasów trudno mówić o „przygotowywaniu się” przedsiębiorstw na nadchodzący wyższy popyt (jak można było jeszcze analizować po niezwykle silnym wzroście zapasów w IV kw.). Obecnie bardziej prawdopodobny wydaje się scenariusz „standardowego” cyklu odbudowy zapasów, co oznacza ograniczenie kontrybucji tej kategorii we wzrost PKB w kwartałach kolejnych, któremu nie musi towarzyszyć dynamiczne przyspieszenie po stronie popytu. Oczywiście sama odbudowa zapasów jest oznaką stabilizowania się perspektyw gospodarki, stąd ograniczenie tego czynnika wzrostu nie powinno wpłynąć na silne spowolnienie aktywności, niemniej nie musi także oznaczać dalszego przyspieszenia tej dynamiki w kwartałach kolejnych.

Silne przyspieszenie dynamiki wzrostu PKB w I kw. przy wzroście konsumpcji i ograniczeniu spadku inwestycji



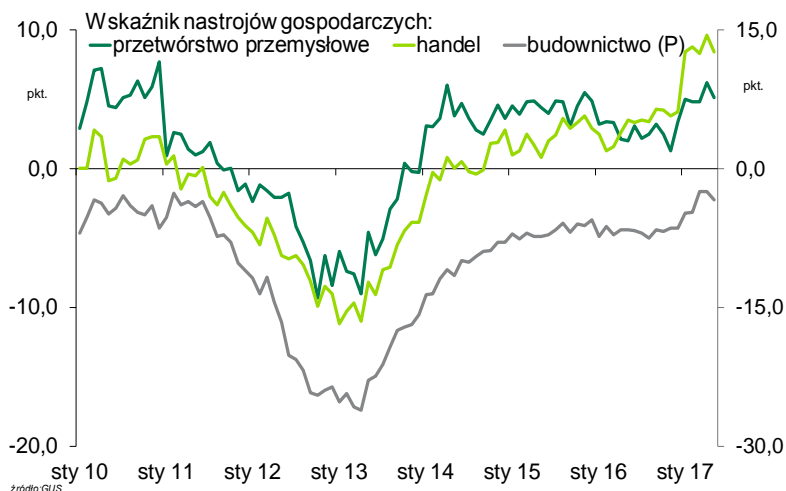
Skala poprawy wyników inwestycji lekkim rozczarowaniem w kontekście świetnych danych dot. produkcji w budownictwie



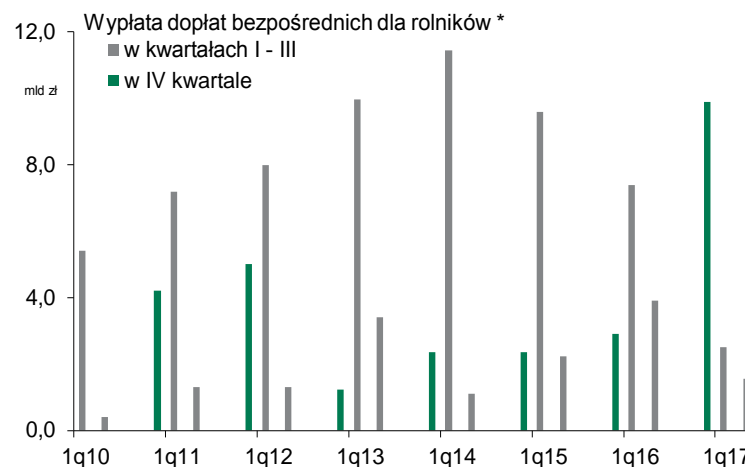
Wzrost PKB w II kw. ponownie poniżej 4% r/r

- Solidny wzrost w I kw. produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z wahań sezonowych od IV kw. 2016 r., wyraźnie lepsze nastroje gospodarcze w wielu sektorach gospodarki wskazują na trwałość bieżącego odbicia aktywności po słabych wynikach z II połowy 2016 r. Taki scenariusz jest także spójny z notowaną poprawą sytuacji w gospodarce globalnej, dobrymi danymi dot. dochodów gospodarstw domowych oraz perspektywą solidnego odbicia inwestycji publicznych.
- Dostrzegamy jednak czynniki o charakterze okresowym, które mogły podbić wyniki wzrostu PKB w I kw.:
 - sprzyjający efekt liczby dni roboczych (porównując do poprzednich lat dla I kw.),
 - sprzyjający układ Świąt Wielkanocnych (od kilku lat coraz bardziej widoczny w danych dot. produkcji efekt kumulacji urlopów w okresach świątecznych, wydłużonych weekendów),
 - przesunięcie wypłat dopłat bezpośrednich dla rolników: w IV kw. 2016 skala wypłat dopłat bezpośrednich dla rolników była równa sumie zazwyczaj wypłacanej w pierwszych 4-5 miesiącach kolejnego roku, stąd możliwe że na początku 2017 r. nastąpiła kumulacja wydatkowania tych środków, które zazwyczaj rozkładały się bardziej równomiernie na okres II i III kw.
- Biorąc pod uwagę powyższe oczekujemy obniżenia dynamiki PKB w II kw. br. w kierunku 3,6% r/r. Dodatkowo, fakt znaczącej kontrybucji zapasów w odbicie aktywności na przełomie 2016 i 2017 r. oraz bardzo powolne ożywienie w zakresie inwestycji wspierają te ostrożne założenia.

Powszechna poprawa nastrojów gospodarczych wskazuje na trwałe efekt poprawy koniunktury gospodarczej



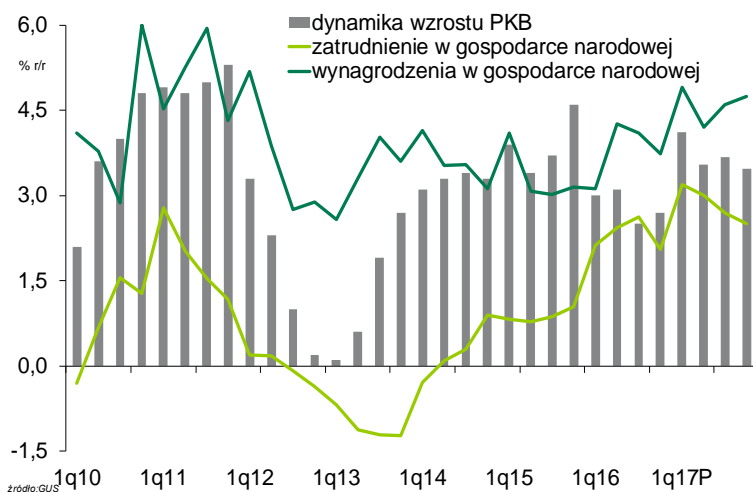
Wcześniejszy termin dopłat bezpośrednich dla rolników mógł na początku roku silnie podbić aktywność gospodarki



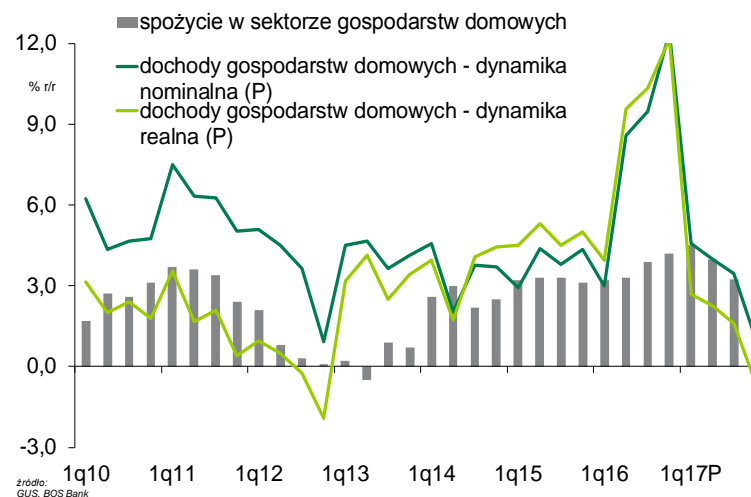
W 2017 r. oczekujemy obniżenia dynamiki konsumpcji prywatnej, choć pozytywna sytuacja na rynku pracy będzie ograniczać skalę tego spadku

- Dane dot. dynamiki wynagrodzeń w I kw., wyniki badania NBP dot. koniunktury w sektorze przedsiębiorstw póki co potwierdzają utrzymujący się wysoki popyt na pracę, przy jednocześnie stosunkowo niskiej (jak na skalę wzrostu zatrudnienia) skali przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń. Pomimo stabilnego wzrostu dynamiki dochodów z pracy w ujęciu danych nominalnych, wyraźnie wyższa inflacja CPI w porównaniu z okresem I. 2014-2016 będzie obniżać siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych.
- Biorąc dodatkowo pod uwagę wysokie efekty bazy dla dochodów z tytułu wypłaty świadczeń rodzinnych od III kw. oraz przesunięcia wypłat dopłat bezpośrednich dla rolników (z okresu I poł. roku na IV kw. roku wcześniejszego) oczekujemy od II kw. solidnego spadku dynamiki wzrostu dochodów gospodarstw domowych.
- Biorąc pod uwagę założenia dot. ścieżki dochodów oczekujemy wyraźnie niższej dynamiki spożycia gospodarstw domowych w II poł. br., po jej wyraźnym przyspieszeniu z początkiem 2017 r. Utrzymująca się korzystna sytuacja na rynku pracy oraz pozytywne nastroje konsumentów w zakresie planowanych wydatków będą ograniczać skalę tego spowolnienia, dynamika spożycia gospodarstw domowych powinna utrzymać się na poziomie ponad 3% r/r.
- Kluczowa dla skali spadku dynamiki konsumpcji prywatnej będzie weryfikacja, co silniej wpłynęło na przyspieszenie dynamiki konsumpcji prywatnej na początku br.: opóźnione efekty wzrostu dochodów z tytułu uruchomienia programu „Rodzina 500+”, czy też odmienny układ kalendarzowy wypłat dopłat bezpośrednich, silnie stymulujący wzrost dochodów pod koniec 2016 r.

Korzystna sytuacja gospodarcza sprzyja popytowi na pracę, dynamika wynagrodzeń rośnie jednak dość wolno



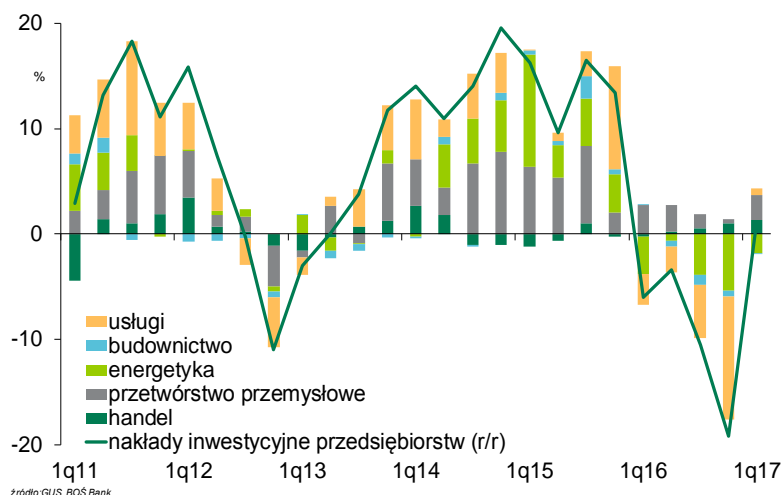
Dochody z tytułu transferów socjalnych głównym czynnikiem zmienności dochodów gospodarstw domowych w br.



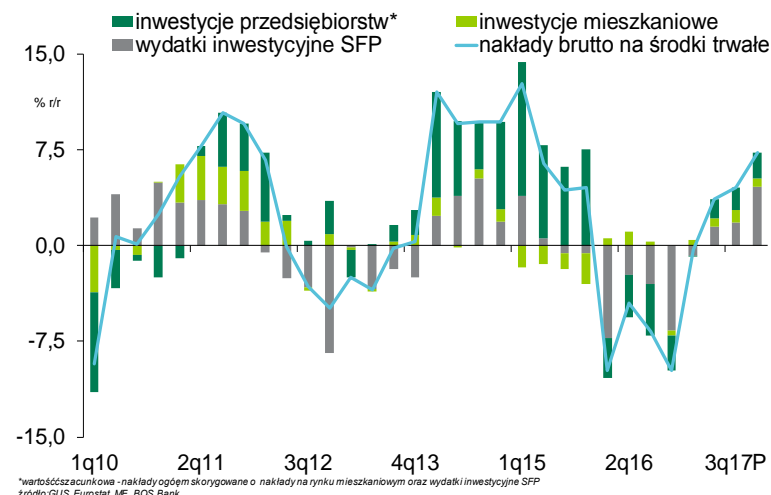
Wzrost dynamiki inwestycji najważniejszym czynnikiem wzrostu PKB w kolejnych kwartałach

- Biorąc pod uwagę perspektywę ograniczenia kontrybucji zapasów we wzrost PKB oraz nasze założenia spadku dynamiki spożycia gospodarstw domowych w II pol. br. niezbędne dla utrzymania dynamiki wzrostu PKB na poziomie ponad 3,5% r/r jest silniejsze ożywienie inwestycji.
- Nadal widzimy przestrzeń dla dalszego, silniejszego odbicia inwestycji publicznych, przy już wyraźnych sygnałach odwrócenia dotychczasowego trendu w przypadku wydatków majątkowych JST oraz założeń większej skali wydatków kolejowych i drogowych współfinansowanych ze środków UE.
- Dane dot. nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw wskazują na razie na wygasanie trendu spadkowego inwestycji niż wyraźny ich wzrost. Takie wyniki są także spójne z wynikami badania NBP nt. koniunktury w sektorze przedsiębiorstw, które sugerują jedynie powolny proces odbudowy inwestycji po silnym okresie spadkowym w ub.r. Przy wygasaniu dostosowań w zakresie budownictwa komercyjnego oraz sprzyjających warunkach dla dalszego wzrostu budownictwa mieszkaniowego oczekujemy także lekkiego wzrostu inwestycji budowlanych niepublicznych.
- Przy powyższych założeniach oczekujemy wzrostu dynamiki inwestycji pod koniec br. w tempie ponad 5% r/r. Tę prognozę uważamy, wraz z założeniami dot. wyraźnego spowolnienia dynamiki spożycia gospodarstw domowych, za konserwatywną. Z tego względu uważamy, że bilans ryzyka dla naszej prognozy bazowej wzrostu PKB o 3,6% r/r w 2017 r. wskazuje na wyższe prawdopodobieństwo solidniejszego wzrostu, niemniej przy sporej niepewności dot. wpływu czynników okresowych na wzrost PKB w I kw. wstrzymujemy się z korektą prognozy.

Na początku br. „jedynie” ograniczenie silnego spadku nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw



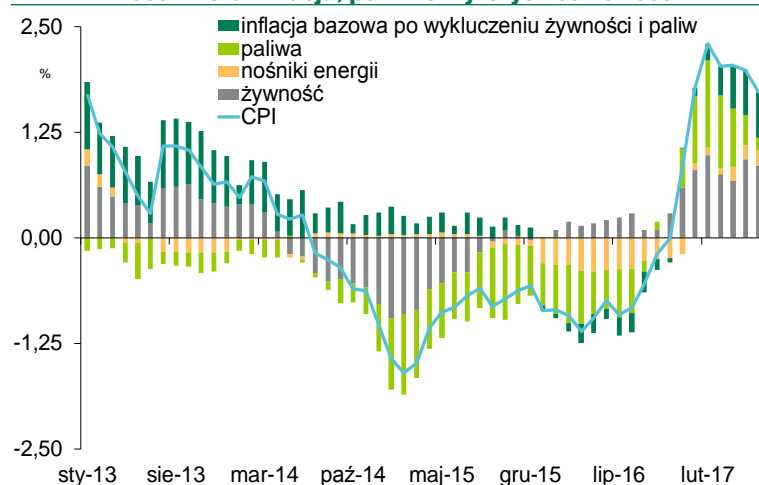
Oczekujemy solidnego odbicia inwestycji publicznych i powolnego wzrostu inwestycji firm w trakcie 2017 r.



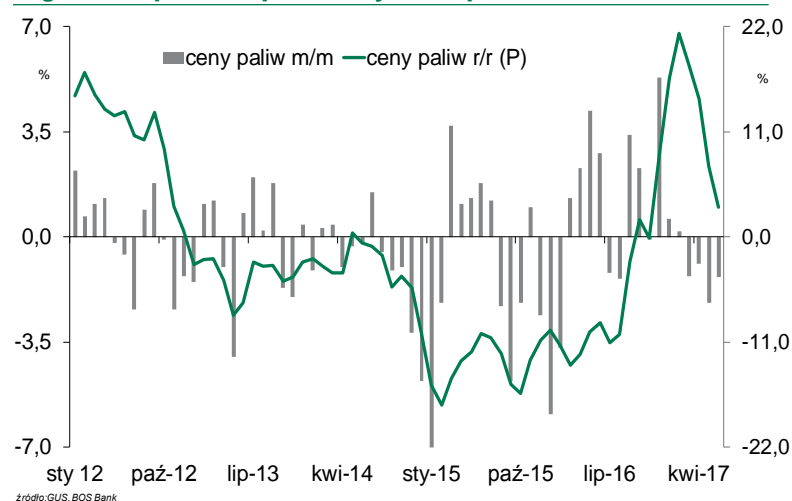
W II kw. inflacja poniżej 2,0% r/r, spadek prawdopodobieństwa wzrostu CPI powyżej tego poziomu w III kw.

- Wskaźnik CPI ukształtował się w maju na poziomie 1,9% r/r, powracając poniżej poziomu 2,0% r/r. W maju pomimo solidnego wzrostu cen żywności, głównie w efekcie wzrostu cen owoców (z tytułu negatywnych efektów pogodowych) silniejszy spadek indeksu cen paliw poskutkował spadkiem rocznego indeksu CPI.
- Według naszych wstępnych szacunków efekty po stronie cen paliw będą także obniżać inflację czerwcową i pomimo założeń co do wyższej dynamiki cen owoców sezonowych mogą przełożyć się na kontynuację spadku wskaźnika inflacji CPI w czerwcu do 1,7-1,8%.
- Choć od dłuższego czasu wskazywaliśmy na stopniowy spadek rocznej dynamiki cen paliw z tytułu rosnącej bazy odniesienia, to bieżące spadki cen ropy naftowej oraz silna aprecjacja złotego wobec dolara poskutkowały silnym miesięcznym spadkiem cen paliw i tym samym silniejszym spadkiem rocznej dynamiki cen.
- Podtrzymujemy założenia stopniowego wzrostu cen ropy naftowej na rynku globalnym, niemniej dotychczasowa korekta cen, a przede wszystkim – w sporym stopniu trwały – efekt aprecjacji złotego poskutkował także obniżeniem ścieżki cen paliw w II poł. br. i tym samym spadkiem ryzyka silniejszego wzrostu inflacji powyżej 2% r/r w III kw. Wzrost inflacji CPI w III kw. powyżej 2,0% r/r mógłby mieć miejsce ewentualnie w przypadku silniejszego od wzrostu cen jabłek (w tym aspekcie wciąż mało informacji dot. skutków pogodowych dla tej grupy owoców sadowniczych).
- W przypadku materializacji niższej ścieżki CPI w III kw., na koniec 2017 r. inflacja może obniżyć się w okolice 1,5% r/r.

W II kw. nieco niższa inflacja, pomimo wyższych cen owoców...



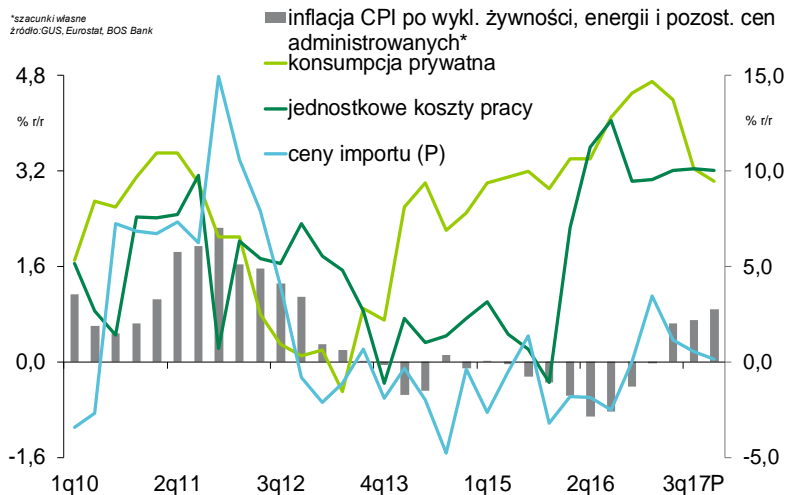
...głównie z powodu sporo niższych cen paliw



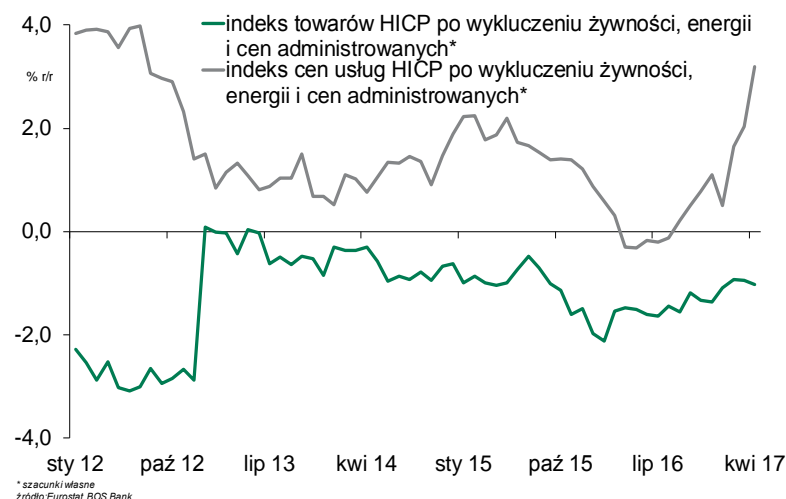
Szybsza materializacja znoszących się efektów wolniejszego wzrostu cen surowców i poprawy sytuacji cyklicznej w krajowej gospodarce

- Niższe ceny ropy naftowej poskutkowały szybszym spadkiem kontrybucji cen paliw we wzrost inflacji CPI. O ile ceny żywności utrzymują się na podwyższonym poziomie, to inaczej niż na przełomie roku już przy stabilnym wpływie cen żywności przetworzonej (silniej zależnych od sytuacji na globalnym rynku surowców, przy oddziałujących efektach wyższej bazy sprzed roku), a w większym stopniu z tytułu efektów pogodowych i urodzaju (ceny owoców i warzyw).
- 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. roku skala wzrostu tego indeksu cen będzie już nieco mniejsza.
- Silne odbicie indeksu cen w grupie usług wskazuje na trwały charakter wzrostu indeksu cen, niemniej w sporym stopniu dynamiczny wzrost tego indeksu w I poł. br. były skutkiem bardzo niskich baz odniesienia (np. promocje cenowe w usługach związanych z rekreacją i kulturą). W kolejnych miesiącach siła tych efektów będzie już dużo mniejsza, co będzie ograniczało wzrost cen w tej w grupie towarów, dodatkowo przy wyraźnie mniejszej presji po stronie kosztowej (ceny surowców, silna aprecjacja złotego w I poł. br.).
- W II poł. br. oczekujemy już bardziej zrównoważonych zmian indeksów cen w poszczególnych grupach cen towarów i usług, zakładając brak anomalii pogodowych (ceny żywności) oraz skokowych zmian cen ropy naftowej. W trakcie 2018 r. oczekujemy wzrostu inflacji CPI w kierunku 2,0% r/r, przy niepewności dla prognozy z tytułu cen administrowanych.

Po wyraźnym dostosowaniu w I poł. br. w II poł. roku wolniejszy wzrost wskaźnika inflacji z tytułu efektów cyklicznych

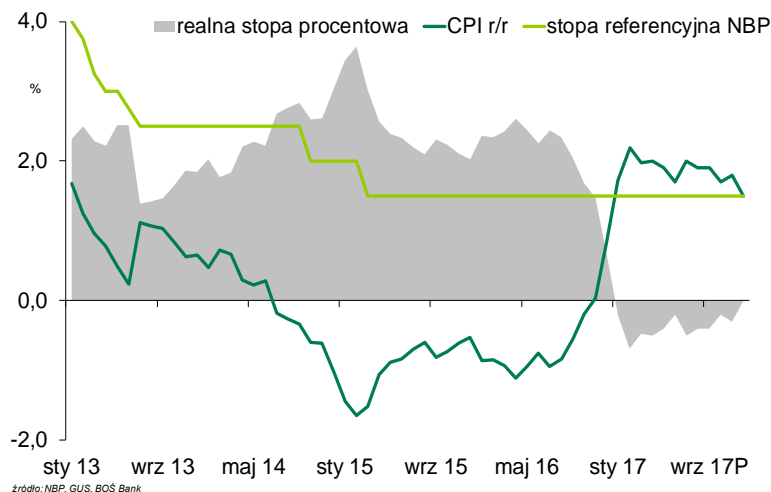


Dalszy wzrost cen usług hamowany efektami bazy, towarów aprecjacją złotego i wyhamowaniem wzrostów cen energii

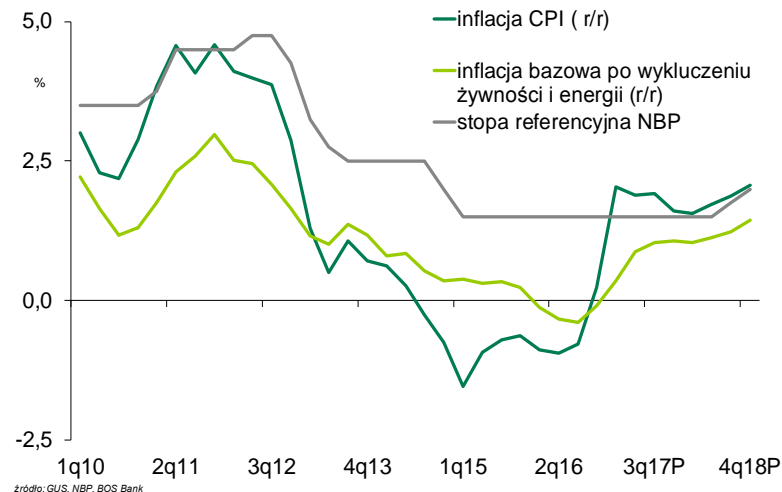


- Na posiedzeniu w maju i czerwcu RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,5%. Rada podtrzymała zdecydowanie łagodną retorykę dotyczącą perspektyw polityki pieniężnej, prezes NBP A. Głapiński podczas konferencji prasowej powiedział, że w Radzie dominuje pogląd stabilizacji stóp procentowych przez cały 2017 r., jednocześnie wskazał, iż „byłby zdziwiony” gdyby stopy wzrosły w 2018 r.
- Biorąc pod uwagę jednoznaczną obserwację większej skłonności do akceptowania ujemnych realnych stóp procentowych przy jednoczesnym lekkim obniżeniu prognozowanej przez nas ścieżki inflacji w 2017 r. oraz niższych wyników po stronie inwestycji w I kw. scenariusz stabilizacji stóp procentowych w br. uważamy za niemal „pewny”.
- Podtrzymujemy oczekiwania korekcyjnego dostosowania stóp procentowych w II poł. 2018 r. z uwagi na nasze założenia dalszego stopniowego wzrostu inflacji bazowej oraz oczekiwanego silniejszego wzrostu inwestycji w II poł. br. oraz w 2018 r. Korekty wskaźnika inflacji w 2017 r. wynikają wyłącznie ze zmian prognozy cen bardziej zmiennych składowych silniej zależnych od cen surowców czy efektów pogodowych. Nie zmienia się natomiast prognoza stopniowego wzrostu inflacji bazowej wraz z poprawą koniunktury gospodarczej oraz dostosowań cen surowców po silnej korekcie z I. 2014-2015.
- Bilans ryzyka dla prognozy bazowej wskazuje na wyższe ryzyko odsunięcia w czasie podwyżki stóp procentowych biorąc pod uwagę silny spadek inflacji CPI na przełomie 2017 i 2018 r. oraz wyraźną skłonność Rady do akceptacji ujemnych realnych stóp procentowych..

Nieco niższa ścieżka inflacji CPI zwiększa komfort Rady w stabilizowaniu stóp procentowych w najbliższych miesiącach

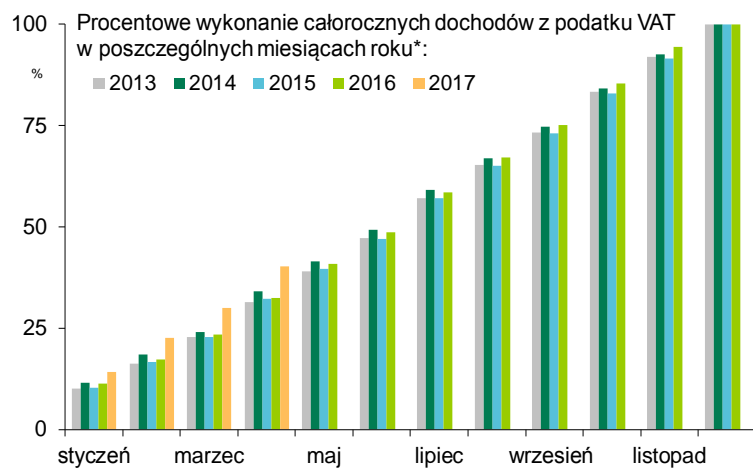


Silniejszy wpływ efektów cyklicznych powinien skłonić Radę do korekcyjnej podwyżki stóp procentowych w średnim okresie



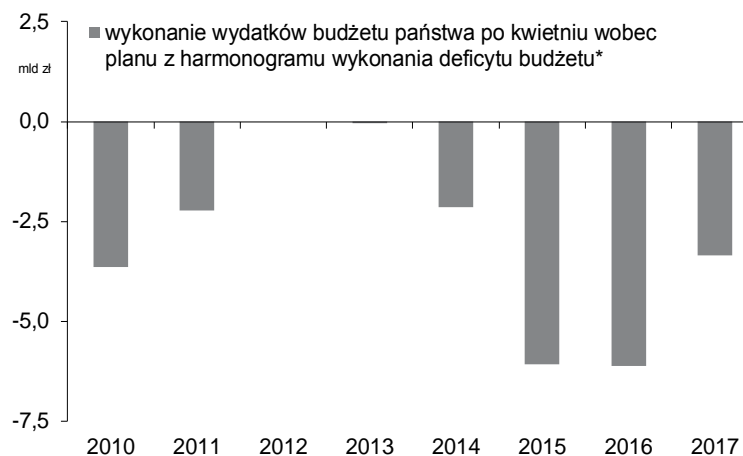
- Deficyt budżetu państwa po kwietniu wyniósł niespełna 1 mld zł., co jest najniższą wartością od kwietnia 2008 r. Według harmonogramu wykonania deficytu po kwietniu jego wartość powinna wynieść ponad 10 mld zł. Niższy poziom wykonania deficytu to efekt niższej skali wydatków (w tym przypadku dość standardowa skala niższego wykonania wydatków) oraz bardzo dobrych danych po stronie dochodów podatkowych, w szczególności VAT.
- Bardzo dobre wpływy z podatku VAT w br. to efekt: - dynamicznego wzrostu bazy podatkowej (silny wzrost wolumenu konsumpcji oraz dynamiki cen), - wyższej skali ściągальności podatku VAT (np. wzrost sprzedaży detalicznej paliw od połowy 2016 r.), - zmiany harmonogramu wpływów z podatku VAT. Z uwagi na przyspieszenie zwrotu podatku VAT w grudniu 2016 r., co nie było planowane w ustawie budżetowej na 2016 czy 2017 r., obecnie dochody w tej kategorii są wyższe (w porównaniu do lat ubiegłych) dzięki niższym zwrotom z początkiem br. Przy założeniu powtórzenia tego scenariusza pod koniec 2017 r. (świetny wynik budżetu w 2017 r. zachętą do „odciążenia” budżetu na 2018 r.) skala całorocznego wykonania dochodów budżetu nie musi być tak rewelacyjna jak wydaje się to po danych z pierwszych czterech miesięcy. Jednak nawet przy założeniu zmiany harmonogramu miesięcznych wpływów z VAT, deficyt budżetowy w br. będzie sporo niższy wobec planu (ok. 20 mld zł, wobec wcześniejszych założeń 15 mld zł).
- Bardzo korzystna sytuacja gospodarcza, wysoki zysk z NBP będą istotnie obniżyły potrzeby pożyczkowe w 2017 r. Wyższe wydatki w 2018 r. (efekt obniżenia wieku emerytalnego) oraz fakt, że w dużej części lepsze wykonanie dochodów wynika z czynników makroekonomicznych, nie dają przesłanek do oczekiwania aż tak korzystnej sytuacji w kolejnych kwartałach.

Zmiana harmonogramu dochodów z podatku VAT z uwagi na znaczące zwroty podatku pod koniec 2016 r.



* dla 2017 założenie wyniku z Ustawy Budżetowej
źródło: MF, BOS Bank

Skala niższego wykonania wydatków w br. spójna z tendencjami z lat minionych

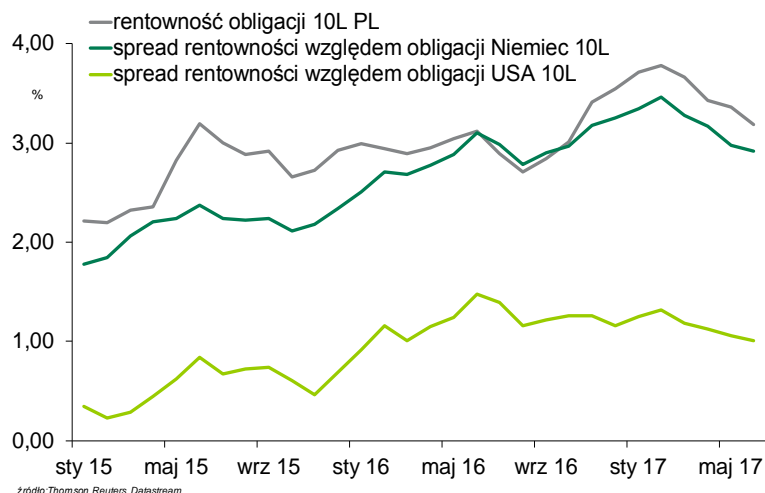


* wartość ujemna oznacza niższy poziom wydatków wobec planu
źródło: MF, BOS Bank

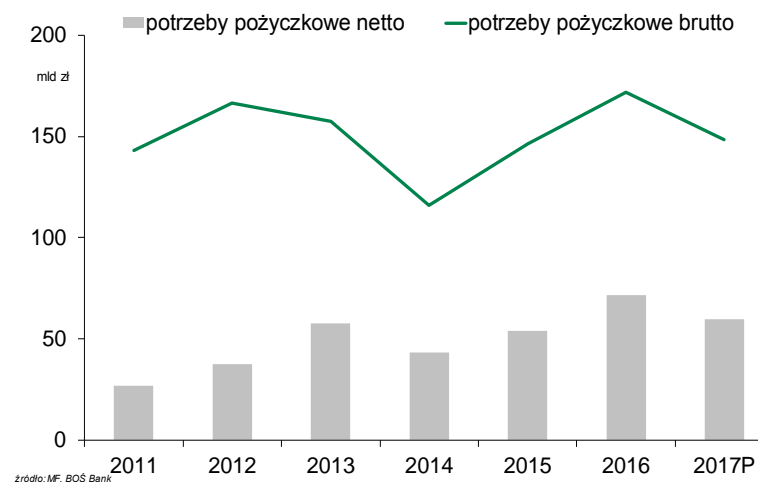
Kontynuacja napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące oraz korzystniejsza sytuacja fiskalna pozytywnie dla krajowych obligacji

- W maju i na początku czerwca na polskim rynku miało miejsce nasilenie spadku rentowności obligacji skarbowych, w szczególności na dłuższym końcu krzywej dochodowości. Większa niepewność rynkowa dot. polityki pieniężnej Fed i EBC w warunkach ograniczenia oczekiwań co do trwałości wzrostu inflacji (sprzyjająca niższym rentownościom na rynkach bazowych) oraz niska premia za ryzyko i silny napływ kapitału na rynki wschodzące sprzyjały wyraźnemu wzrostowi cen polskich obligacji.
- Czynnikiem krajowym sprzyjającym wzrostowi cen obligacji był także wyraźny wzrost oczekiwań rynkowych na ograniczenie podaży SPW z uwagi na bardzo korzystną sytuację fiskalną w 2017 r. Publikacja danych dot. wykonania budżetu państwa po kwietniu wyzwoliła wzrost oczekiwań co do silnego ograniczenia potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa w nadchodzących miesiącach.
- Zgodnie z naszym ostrożnym scenariuszem zewnętrznym nie oczekujemy utrzymania bieżących tendencji silnego napływu kapitału na rynki wschodzące i utrzymania tak niskich jak obecnie poziomów rentowności SPW. Jednocześnie, biorąc pod uwagę nasze założenia dot. rynków bazowych nie oczekujemy silnej korekty wzrostowej rentowności.
- Biorąc pod uwagę powyższe, podtrzymujemy nasze średniookresowe prognozy dla rentowności krajowych papierów skarbowych. Bilans ryzyka dla prognozy wskazuje na wyższe ryzyko niższych rentowności na długim końcu z uwagi na założenia co do rynku amerykańskiego w kontekście bieżących bardzo korzystnych nastrojów wokół rynków wschodzących, na krótkim końcu z uwagi na bilans ryzyka dla prognoz krajowej polityki pieniężnej w 2018 r.

Solidny spadek rentowności krajowych SPW, przy sprzyjającej sytuacji globalnej ...



...oraz niższym potrzebom pożyczkowym Skarbu Państwa



| 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 | 3,6 |
| Popyt krajowy | % r/r | 4,2 | 4,2 | -0,5 | -0,6 | 4,7 | 3,3 | 2,4 | 3,8 |
| Spożycie indywidualne | % r/r | 2,5 | 3,3 | 0,8 | 0,3 | 2,6 | 3,0 | 3,8 | 3,9 |
| Nakłady brutto na środki trwałe | % r/r | -0,4 | 8,8 | -1,8 | -1,1 | 10,0 | 6,1 | -7,9 | 3,9 |
| Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB | % PKB | -0,5 | 0,8 | 2,1 | 2,0 | -1,4 | 0,5 | 0,3 | -0,2 |
| Produkt Krajowy Brutto | mld PLN | 1 445 | 1 567 | 1 629 | 1 657 | 1 720 | 1 799 | 1 851 | 1 936 |
| Saldo rachunku obrotów bieżących | % PKB | -5,4 | -5,2 | -3,7 | -1,3 | -2,1 | -0,6 | -0,3 | -1,0 |
| | mld EUR | -19,5 | -19,7 | -14,5 | -5,0 | -8,5 | -2,7 | -1,3 | -4,8 |
| 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 | 2,5 |
| 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 | 7,0 |
| Inflacja CPI | % r/r, śr. | 2,6 | 4,3 | 3,7 | 0,9 | 0,0 | -0,9 | -0,6 | 1,9 |
| 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 | 0,8 |
| Depozyty ogółem | mld PLN | 704,9 | 782,2 | 828,5 | 875,3 | 956,4 | 1 027,2 | 1 122,9 | 1 206,1 |
| | % r/r | 9,0 | 11,0 | 5,9 | 5,7 | 9,3 | 7,4 | 9,3 | 7,4 |
| Kredyty ogółem | mld PLN | 771,1 | 885,3 | 900,6 | 933,1 | 996,5 | 1 065,5 | 1 118,3 | 1 163,9 |
| | % r/r | 9,8 | 14,8 | 1,7 | 3,6 | 6,8 | 6,9 | 5,0 | 4,1 |
| Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010) | % PKB | -7,5 | -4,9 | -3,7 | -4,0 | -3,3 | -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 | 54,0 |
| 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 | 2,15 |
| 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 | 3,83 |
| 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 | 2,1 |
| PKB - strefa euro | % r/r | 2,0 | 1,6 | -0,9 | -0,2 | 1,2 | 1,9 | 1,7 | 1,6 |
| Inflacja (CPI) - USA | % r/r, śr. | 1,6 | 3,2 | 2,1 | 1,5 | 1,6 | 0,1 | 1,3 | 2,1 |
| Inflacja (HICP) - strefa euro | % r/r, śr. | 1,6 | 2,7 | 2,5 | 1,3 | 0,4 | 0,0 | 0,2 | 1,4 |
| 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. | - | - | - | - | - | - | - | 1,65 |
| 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. | - | - | - | - | - | - | - | -0,30 |
| Obligacje GER 10L | %, k.o. | 2,96 | 1,82 | 1,30 | 1,94 | 0,54 | 0,63 | 0,20 | 0,40 |
| 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 | 1,11 |
| Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę | USD, śr. | 79,6 | 111,4 | 111,7 | 108,7 | 98,9 | 52,4 | 43,8 | 53,3 |

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

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

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

Źródła danych historycznych: NBP, GUS, Thomson Reuters

| Wskaźniki krajowe | | 1q16 | 2q16 | 3q16 | 4q16 | 1q17 | 2q17P | 3q17P | 4q17P |
|--|------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Produkt Krajowy Brutto | % r/r | 2,9 | 3,0 | 2,4 | 2,5 | 4,0 | 3,6 | 3,5 | 3,7 |
| Popyt krajowy | % r/r | 3,5 | 1,9 | 2,7 | 1,7 | 4,1 | 3,6 | 3,4 | 4,0 |
| Spożycie indywidualne | % r/r | 3,4 | 3,4 | 4,1 | 4,5 | 4,7 | 4,4 | 3,2 | 3,0 |
| Nakłady brutto na środki trwałe | % r/r | -9,8 | -4,5 | -6,7 | -9,8 | -0,4 | 2,0 | 4,5 | 6,3 |
| Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB | % PKB | -0,6 | 1,1 | -0,3 | 0,8 | -0,1 | 0,0 | 0,2 | -0,3 |
| Saldo rachunku obrotów bieżących | % PKB mld EUR | -0,8 -0,2 | -0,5 1,4 | -0,4 -2,1 | -0,3 -0,4 | 0,2 1,8 | -0,4 -1,0 | -0,7 -3,4 | -1,0 -2,2 |
| Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej | % r/r, real. | 4,0 | 5,2 | 4,9 | 3,5 | 2,1 | 2,2 | 2,3 | 2,8 |
| Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej | % r/r | 2,1 | 2,4 | 2,6 | 2,1 | 3,0 | 3,0 | 2,7 | 2,5 |
| Stopa bezrobocia rejestrowanego | %, śr. | 9,9 | 8,7 | 8,3 | 8,3 | 8,1 | 7,1 | 6,8 | 6,9 |
| Inflacja CPI | % r/r, k.o. | -0,9 | -0,8 | -0,5 | 0,8 | 2,0 | 1,7 | 1,9 | 1,5 |
| Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii | % r/r, k.o. | -0,2 | -0,2 | -0,4 | 0,0 | 0,6 | 0,9 | 1,1 | 1,1 |
| 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 | 1,90 | 2,00 | 2,15 |
| Obligacje skarbowe 5L | %, k.o. | 2,17 | 2,13 | 2,34 | 2,87 | 2,89 | 2,60 | 2,75 | 2,80 |
| Obligacje skarbowe 10L | %, k.o. | 2,82 | 2,93 | 2,90 | 3,62 | 3,48 | 3,15 | 3,40 | 3,40 |
| PLN/EUR | PLN, k.o. | 4,27 | 4,43 | 4,31 | 4,42 | 4,22 | 4,18 | 4,25 | 4,25 |
| PLN/USD | PLN, k.o. | 3,76 | 3,98 | 3,86 | 4,18 | 3,95 | 3,75 | 3,86 | 3,83 |
| PLN/CHF | PLN, k.o. | 3,90 | 4,07 | 3,98 | 4,12 | 3,95 | 3,86 | 3,92 | 3,92 |

| Założenia zewnętrzne | | 1q16 | 2q16 | 3q16 | 4q16 | 1q17 | 2q17P | 3q17P | 4q17P |
|--|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| PKB - USA | % r/r | 1,6 | 1,3 | 1,7 | 2,0 | 2,0 | 2,2 | 2,1 | 2,2 |
| PKB - strefa euro | % r/r | 1,7 | 1,6 | 1,8 | 1,8 | 1,7 | 1,7 | 1,5 | 1,4 |
| Stopa funduszy federalnych Fed* | %, k.o. | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,75 | 1,00 | 1,25 | 1,50 | 1,50 |
| LIBOR USD 3M | %, k.o. | - | - | - | - | - | 1,40 | 1,65 | 1,65 |
| Obligacje USA 10L | %, k.o. | 1,78 | 1,48 | 1,60 | 2,46 | 2,40 | 2,15 | 2,10 | 2,00 |
| 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 | 0,35 | 0,40 |
| 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 | 1,12 | 1,10 | 1,11 |
| Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę | USD, śr. | 34,2 | 45,7 | 45,9 | 49,4 | 53,7 | 51,0 | 53,0 | 55,3 |

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

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

Źródła danych historycznych: NBP, GUS, Thomson Reuters

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

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

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 628 732 450 zł wpłacony w całości.