

ANALIZY MAKROEKONOMICZNE
PRZEGLĄD MIESIĘCZNY

12 maja 2017



BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

bosbank.analizy@bosbank.pl

ŁUKASZ TARNAWA
Główny Ekonomista

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

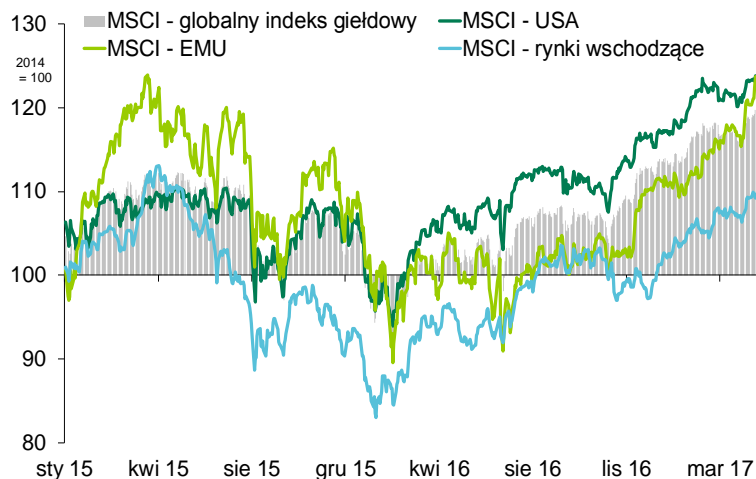
ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA
Ekonomista

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

- Zwycięstwo proeuropejskiego kandydata Emmanuela Macrona w wyborach prezydenckich we Francji zostało przez rynki finansowe zinterpretowane jako wyraźny spadek ryzyka dla stabilności struktur instytucjonalnych UE i strefy euro, co przełożyło się na solidny wzrost cen aktywów europejskich. Choć ryzyko z tytułu sytuacji politycznej w Europie utrzymuje się, to z pewnością wyraźnie obniżyło się ryzyko skrajnie niekorzystnych scenariuszy.
- Mniej spektakularne dane z chińskiej gospodarki osłabiły dotychczasowy trend silnej poprawy nastrojów wokół rynków wschodzących oraz dodatkowo wzmocniły korektę spadkową cen na rynku surowców.
- Lekkie wyhamowanie dotychczasowych wzrostów globalnej koniunktury, a przede wszystkim wyhamowanie cen surowców na rynku globalnym (ograniczające oczekiwania co do wzrostu globalnej inflacji) poskutkowało ograniczeniem dotychczasowych trendów na globalnym rynku finansowym (tzw. *reflation*). W przeciwnym kierunku oddziaływały z kolei „jastrzębia” retoryka FOMC oraz powrót władz USA do tematu reformy podatkowej.
- Pomimo korekty prognozy stóp procentowych Fed w br., podtrzymujemy oczekiwania mniejszej skali zacieśnienia polityki pieniężnej w średnim okresie oraz założenie braku silnego wsparcia gospodarki USA z tytułu polityki fiskalnej.
- Dotychczasowe poprawiające się nastroje na rynkach wschodzących, silna poprawa nastrojów wokół rynków europejskich oraz korzystne informacje z polskiej gospodarki wpłynęły na dotychczasowy silny wzrost cen krajowych aktywów finansowych. Skorygowaliśmy prognozę kursu złotego w kierunku mocniejszego poziomu. Należy jednak pamiętać o wciąż utrzymujących się czynnikach ryzyka dla krajowych aktywów finansowych.
- Bardzo dobre dane z krajowej sfery realnej za marzec poskutkowały korektą w górę, i tak już wysokiej, prognozy wzrostu PKB w I kw. br. do 4,1% r/r. W dużej części ożywienie gospodarki uznajemy za efekt trwały, dostrzegamy jednak także kilka czynników, które mogły okresowo podbijać wyniki aktywności z początkiem br. Pozostajemy zatem konserwatywni w dalszym podwyższaniu prognozy całorocznego wzrostu PKB.
- Oczekujemy w kolejnych miesiącach stabilizowania się inflacji wokół poziomu 2% r/r przy znoszących się efektach: niższej inflacji z tytułu efektów globalnych i wyższej inflacji z tytułu efektów cyklicznych i lokalnych.
- Przy wyhamowaniu wzrostu inflacji, oczekiwanym powolnym odbiciu inwestycji prywatnych podtrzymujemy prognozę stabilizacji stóp procentowych NBP w 2017 r. Sądzymy, że na majowym posiedzeniu RPP podtrzyma retorykę preferencji dla scenariusza stabilizacji stóp.

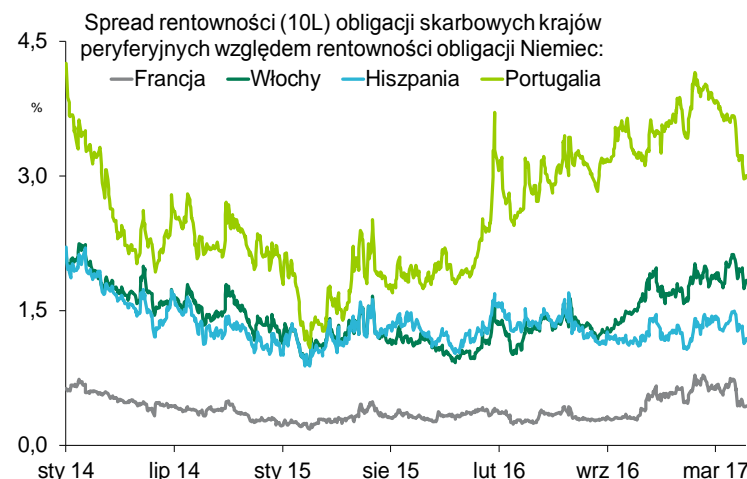
- W II połowie kwietnia i na początku maja wyraźnie poprawiły się nastroje na globalnym rynku finansowym, po tym jak w marcu i na początku kwietnia miała miejsce korekta spadkowa na rynkach giełdowych. Efekty polityki gospodarczej USA, danych makroekonomicznych, czy nawet polityki pieniężnej pozostały jednak w cieniu znaczących zmian notowań na europejskim rynku finansowym.
- Poprawiające się wyniki sondażowe oraz ostateczne zwycięstwo proeuropejskiego kandydata Emmanuela Macrona w wyborach prezydenckich we Francji poskutkowało dynamicznym wzrostem notowań akcji, aprecjacją euro oraz wyraźnym ograniczeniem premii za ryzyko aktywów finansowych na „peryferyjnych” rynkach strefy euro.
- Na początku maja odnotowano natomiast pewne wyhamowanie poprawy sytuacji na rynkach wschodzących. Po kilkunastu tygodniach solidnych wzrostów (opóźnionych względem sytuacji na rynkach rozwiniętych) na początku maja odnotowano lekki wzrost niepewności z powodu publikacji już zdecydowanie nie tak spektakularnych danych z chińskiej gospodarki oraz w reakcji na spadek cen ropy naftowej.
- Nadal trudno mówić o wyklarowaniu perspektyw polityki fiskalnej w USA. Pomimo kolejnych zapowiedzi znaczącej reformy podatkowej, ani Partia Republikańska, ani administracja prezydenta Trumpa nie przedstawiły bardziej konkretnych informacji dot tej kwestii. Sytuacja na amerykańskim rynku finansowym wydaje się być zdominowana przez oczekiwanie kontynuacji bieżącego solidnego odbicia aktywności, a przede wszystkim przez przekonanie Fed o solidnej kondycji gospodarki i potrzebie dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej.

W kwietniu i maju lekki wzrost notowań na większości rynków akcji, przy dynamicznym wzroście na rynkach EMU



źródło: Thomson Reuters Datastream

Silna poprawa na europejskich rynkach papierów skarbowych po wyborach prezydenckich we Francji



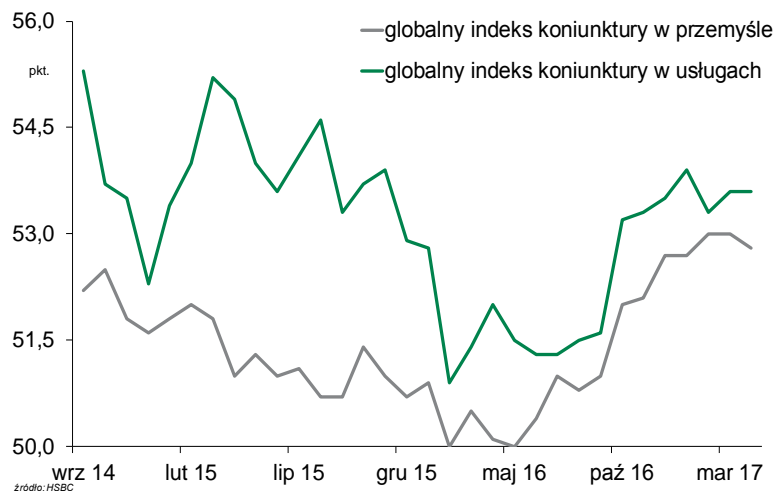
źródło: Thomson Reuters Datastream

Ograniczenie ryzyka skrajnych scenariuszy sytuacji politycznej w Europie po wyborach prezydenckich we Francji

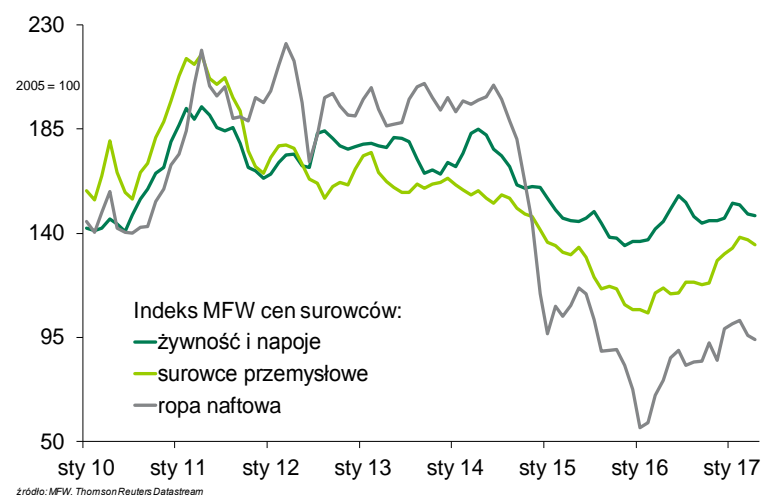
- Kalendarz wyborczy w Europie wskazuje wciąż na ważne wydarzenia: - wybory lokalne w Niemczech w kolejnych landach, wybory parlamentarne w Niemczech na jesieni br., - czerwcowe wybory parlamentarne we Francji, - ryzyko przedterminowych wyborów parlamentarnych we Włoszech, - a przede wszystkim cały czas sporą niepewność co do procesu Brexitu.
- Wyniki marcowych wyborów parlamentarnych w Holandii, ograniczenie wzrostu poparcia dla skrajnego ugrupowania AfD w Niemczech, a przede wszystkim brak materializacji ryzyka zwycięstwa we Francji Marin Le Pen zapowiadającej wyjście Francji ze strefy euro, wskazują jednak - porównując do sytuacji sprzed kilku miesięcy – na znaczące ograniczenie ryzyka najbardziej niekorzystnych scenariuszy destabilizacji sytuacji strefy euro oraz Unii Europejskiej.
- Efektu silnego wsparcia europejskich aktywów finansowych z tytułu spadku ryzyka politycznego w Europie oczekiwaliśmy dopiero w dalszej części roku, przy wciąż bardzo ważnym wyniku wyborów parlamentarnych w Niemczech. Wydaje się jednak, że uspokajające sondaże (ograniczenie poparcia dla AfD) oraz dotychczasowe niezłe wyniki wyborcze rządzącej CDU-CSU w wyborach lokalnych ograniczają nieco znaczenie wyborów w Niemczech z punktu widzenia rynków finansowych.
- Oczywiście, preferowanym scenariuszem z punktu widzenia rynków finansowych byłaby wygrana partii obecnej kanclerz Angeli Merkel (co bynajmniej nie jest scenariuszem pewnym). Jednocześnie jednak w przypadku scenariusza alternatywnego (zwycięstwa SPD) kanclerzem zostanie szef SPD Martin Schultz i z punktu widzenia rynków finansowych ryzyko dla europejskich rynków w przypadku realizacji takiego scenariusza w Niemczech w porównaniu z wyborem Marin Le Pen na prezydenta Francji jest nieporównywalnie niższe.
- Cały czas jako niedoszacowane uważamy obecnie potencjalne wyzwania dla europejskich gospodarek oraz rynku finansowego z tytułu wystąpienia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Należy jednak przyznać, że ten czynnik może silniej ważyć dopiero w dłuższym okresie (po 2017 r.) i o ile może nieco silniej ciążyć europejskim aktywom, to raczej nie będzie miał potencjału do tak silnego, skokowego wpływu na rynki finansowe (proces silnie rozłożony w czasie), jak wyniki wyborów powszechnych (szczególnie w przypadku zaskakującego rezultatu wyborów). Scenariusze kryzysowe z tytułu Brexitu musiałyby bowiem zakładać wystąpienie istotnego i trwałego błędu po stronie decydentów politycznych w przygotowaniu ostatecznej post-Brexitowej architektury instytucjonalno-ekonomicznej, co faktycznie jest obciążone niższym ryzykiem.
- Biorąc pod uwagę powyższe, uważamy, że choć cały czas ryzyka dla europejskich aktywów finansowych utrzymują się, to obecnie są one już zdecydowanie niższe niż jeszcze kilka miesięcy temu.

- Publikowane na przełomie I i II kw. dane dot. wskaźników globalnej koniunktury wskazują na pewne wyhamowanie silnego wzrostu notowanego na przełomie 2016 i 2017 r. Wzrost wskaźników jest kontynuowany w strefie euro, przy większej zmienności indeksów dla USA i Chin.
- O ile wyraźna poprawa aktywności gospodarki globalnej wobec III kw. 2016 r. jest oczywista, nadal mamy wątpliwości co do skali tego ożywienia. Póki co istotnym źródłem poprawy jest: - cykl odbudowy zapasów, - wysoki popyt sektora publicznego (szczególnie Chin), - ożywienie aktywności w przemyśle, związane z korektą wzrostową cen na rynku surowców (USA, część rynków wschodzących). Pojawiające się w ostatnim czasie sygnały hamowania aktywności w przemyśle, w warunkach stopniowego wygasania cyklu odbudowy zapasów oraz ograniczonej skali dalszego wzrostu popytu publicznego (gł. Chin) wspierają tę ostrożność.
- Kontynuacja lekkiego spadku cen surowców na rynkach globalnych w kwietniu jest dodatkowym sygnałem pewnego hamowania popytu (gł. surowce przemysłowe oraz energetyczne) i jednocześnie potwierdzeniem ostrożnych oczekiwań dot. skali ożywienia globalnej inflacji. Zgadza się z ocenami dot. ograniczonego ryzyka silnego i trwałego spadku cen surowców w kolejnych miesiącach, przy wciąż (średnioterminowo) korzystnej relacji popytu wobec podaży. Z drugiej strony notowane obecnie spadki cen potwierdzają założenia, że silny wzrost cen surowców na przełomie 2016 i 2017 r. był jedynie korektą z historycznie niskich poziomów, a nie początkiem dynamicznego i trwałego trendu wzrostowego. Przy niskim tempie wzrostu wynagrodzeń w gospodarkach rozwiniętych, niższy wzrost cen surowców sugeruje powszechny, dalszy spadek wskaźnika inflacji w II połowie roku, po jego skokowym wzroście na przełomie 2016/2017.

Lekkie wyhamowanie wzrostu wskaźników koniunktury....



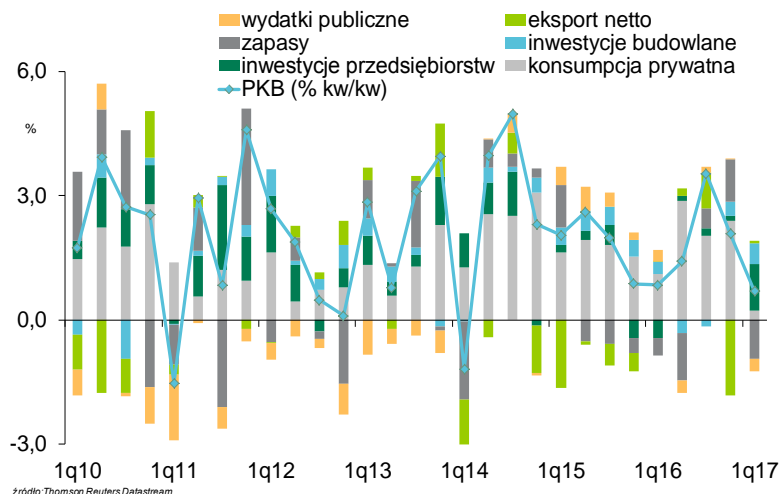
...i wzrostu cen surowców na rynku globalnym



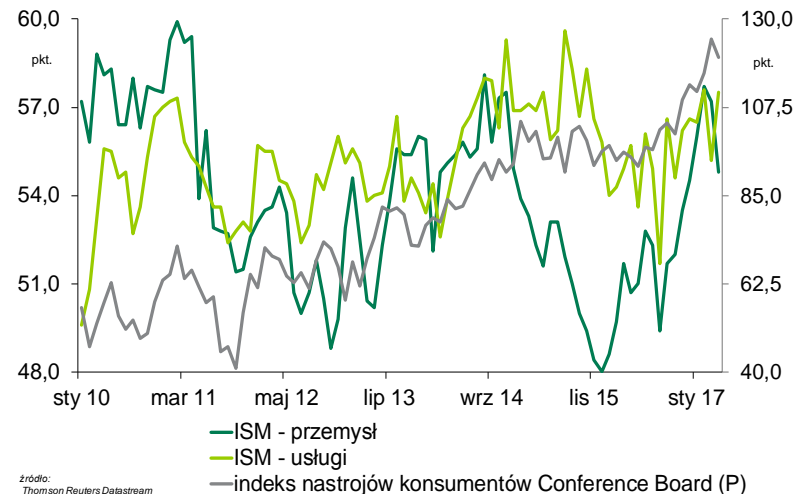
Bardzo dobre nastroje w gospodarce USA pomimo niskiej dynamiki wzrostu PKB w I kw. br.

- Ostatnie publikacje danych nt. gospodarki USA nie dają dużo więcej pewności co do skali przyspieszenia wzrostu gospodarczego na przełomie roku. Podtrzymujemy ocenę, że solidna poprawa aktywności jest faktem, więcej niepewności z kolei mamy co do skali tego ożywienia w dłuższym horyzoncie i jego wpływu na inflację w porównaniu do bardzo pozytywnych oczekiwań rynkowych.
- Dane dot. wzrostu PKB w I kw. były słabe, w szczególności w porównaniu z bardzo wysokimi odczytami indeksów koniunktury ISM. Odnotowana w I kw. skala osłabienia wydatków konsumpcyjnych jest bardzo zaskakująca, z pewnością częściowo wynikała z okresowych efektów sezonowych, jednak dopiero dane za kolejne miesiące dostarczą informacji, jak silny był wpływ tych czynników. Bardzo dobrą informacją jest z kolei ożywienie inwestycji firm.
- Generalnie za świetnymi danymi dot. „miękkich” wskaźników koniunktury nie podążały dane ze sfery realnej. Jednocześnie na przełomie I i II kw. wzrosła zmienność wskaźników koniunktury, co nie pomaga w stawianiu ostatecznych hipotez.
- Podejmowany w ostatnich tygodniach przez prezydenta Trumpa oraz Republikanów wątek reformy podatkowej oraz impulsu fiskalnego nie przyniósł nowych informacji. Brak jest bardziej wiążących informacji oraz symulacji w porównaniu z retoryką wyborczą. W naszej ocenie silny impuls fiskalny pozostaje odległą perspektywą.
- Podtrzymujemy oczekiwania, że wzrost PKB w br. może tylko nieznacznie przekroczyć poziom 2% r/r.

W I kw. słabe dane nt. wzrostu PKB, przy niezłych inwestycjach i bardzo słabej konsumpcji

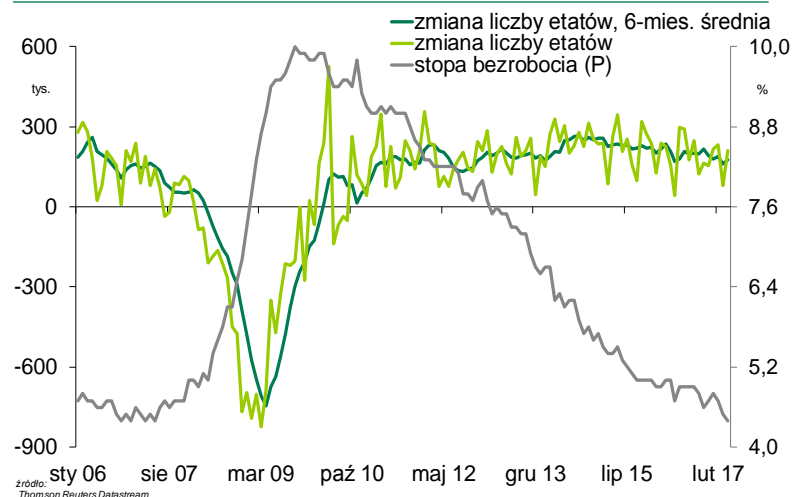


Dane ze sfery realnej póki co nie podążają za wysokimi wskaźnikami koniunktury



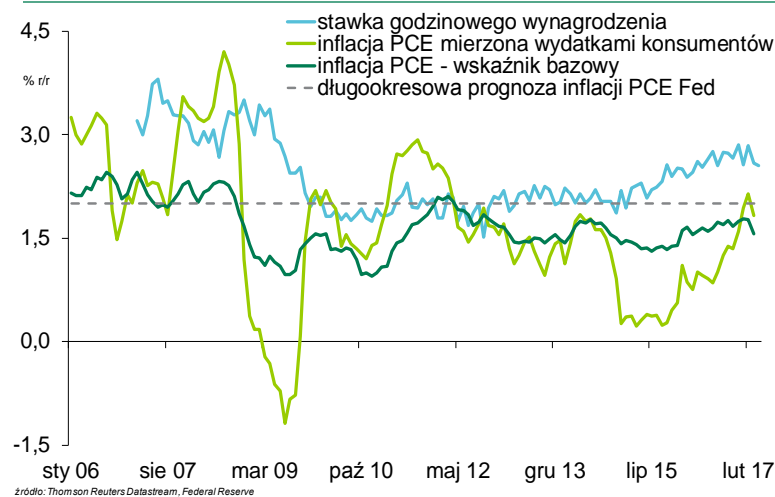
- Dane z amerykańskiego rynku pracy wskazują na: - solidne, choć wolniejsze niż w I. 2014-2016 tempo wzrostu miejsc pracy, - nasilenie spadku stopy bezrobocia, przy wyhamowaniu współczynnika aktywnych zawodowo, - niewielką skalę wzrostu dynamiki wynagrodzeń (w porównaniu do danych nt. zatrudnienia i bezrobocia).
- Biorąc pod uwagę wyhamowanie wzrostu dynamiki wynagrodzeń i schłodzenie oczekiwań rynkowych co do wzrostu cen surowców podtrzymujemy ocenę ograniczonego potencjału dla wzrostu inflacji, w tym inflacji bazowej.
- Pomimo powyższych efektów i cały czas oddalającej się perspektywy impulsu fiskalnego, komitet FOMC utrzymał „jastrzębią” retorykę. Biorąc pod uwagę tak silny spadek stopy bezrobocia w kwietniu (poniżej średnioterminowych prognoz Fed) zmieniliśmy prognozę stóp procentowych w USA. Oczekujemy, że do kolejnej podwyżki stóp Fed dojdzie na posiedzeniu w czerwcu, po czym w II poł. roku FOMC podwyższy jeszcze raz stopy (najprawdopodobniej we wrześniu). Oczekujemy, że na koniec 2017 r. stopa funduszy federalnych wyniesie 1,25% - 1,50%.
- Sądzymy, że FOMC traktuje bieżący proces zacieśnienia polityki pieniężnej jako „nadrabianie” braku podwyżek stóp w I. 2015-2016, kiedy pojawiające się obawy przed spowolnieniem gospodarki i deflacją skutecznie zniechęciły FOMC do podwyżek stóp procentowych.
- Z tego względu zmieniliśmy prognozę ścieżki stóp procentowych pomimo podtrzymania ostrożnych prognoz dla gospodarki USA. Pozostajemy jednak sceptyczni co do rozpoczęcia zmian w programie QE jeszcze w bieżącym roku oraz oczekujemy dużo wolniejszego tempa zacieśnienia polityki pieniężnej w 2018 r.

Stabilny wzrost zatrudnienia, dynamiczny spadek bezrobocia



źródło: Thomson Reuters Datastream

Dynamika płac bardzo niska w porównaniu do popytu na pracę

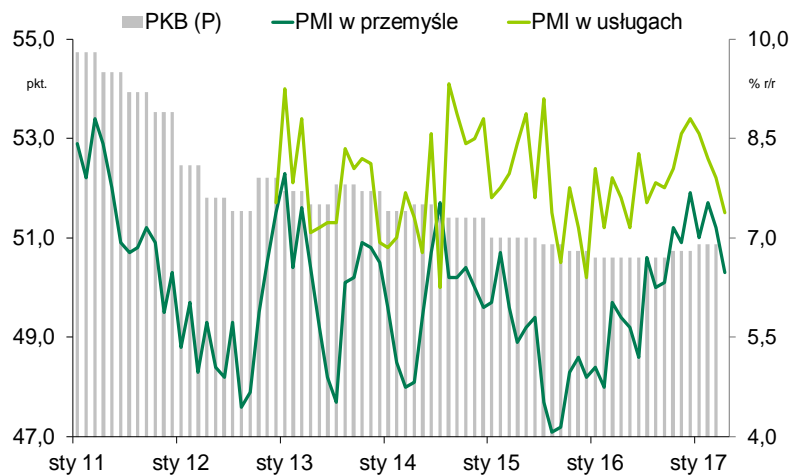


źródło: Thomson Reuters Datastream, Federal Reserve

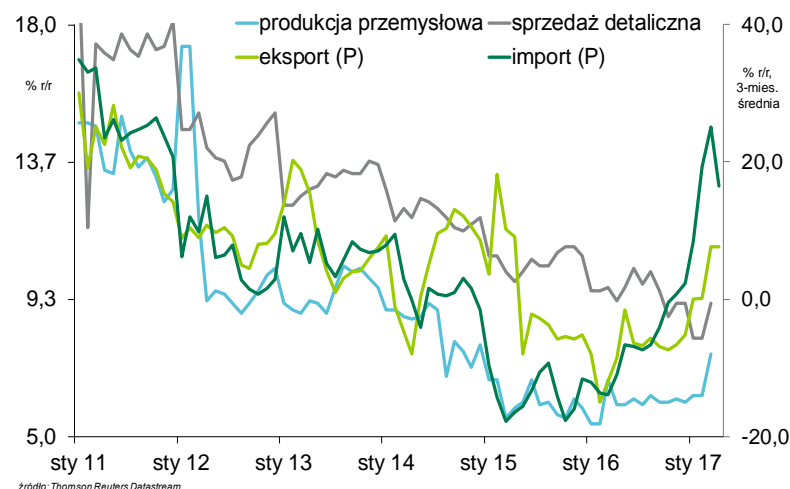
W Chinach dobre dane, choć też pierwsze negatywne niespodzianki

- Po systematycznej poprawie danych z chińskiej gospodarki, na przełomie I i II kw. wskaźniki PMI koniunktury gospodarczej wyraźnie osłabiły się. Po kilku miesiącach bardzo pozytywnych niespodzianek w zakresie danych dot. handlu zagranicznego, kwietniowe dane dot. chińskiego importu zaskoczyły zdecydowanie *in minus*.
- Te czynniki przełożyły się na wzrost wątpliwości co do siły popytu krajowego w Chinach i tym samym jej wpływu na gospodarkę globalną (głównie strefy euro) oraz ceny surowców na rynku globalnym.
- Oczywiście, trudno wyciągać ostateczne wnioski na podstawie relatywnie krótkiego okresu, niemniej w poprzednich raportach wskazywaliśmy na ostrożność co do zbyt optymistycznych założeń nt. ożywienia aktywności chińskiej gospodarki stymulującej ożywienie w globalnym przemyśle.
- Podtrzymujemy nasze założenia jedynie stopniowego przyspieszenia wzrostu chińskiej gospodarki. Istotne dla weryfikacji tej tezy będą dane dot. struktury inwestycji (inwestycje publiczne oraz prywatne).
- 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 była kontrybucja do dynamicznego wzrostu gospodarki, biorąc pod uwagę obawy przed przegrzaniem rynku nieruchomości, czy też konieczność wdrażania reform strukturalnych.

Na przełomie I i II kw. dość wyraźne osłabienie wskaźników koniunktury gospodarczej w Chinach



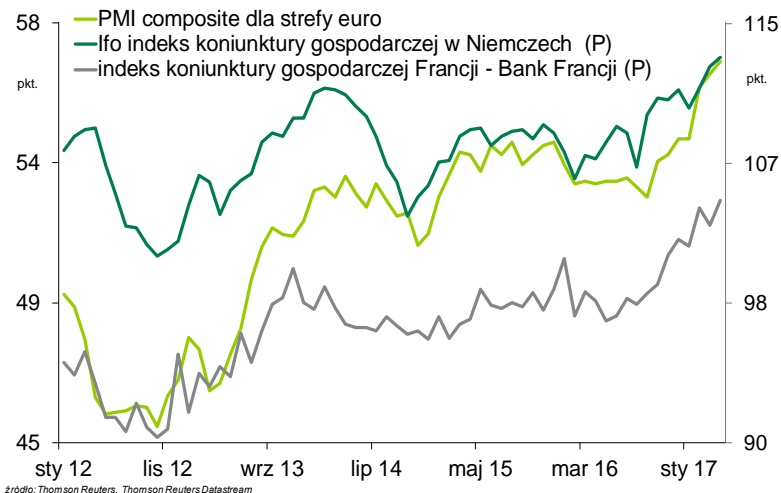
W kwietniu wyraźne spowolnienie dotychczas dynamicznie rosnącego importu



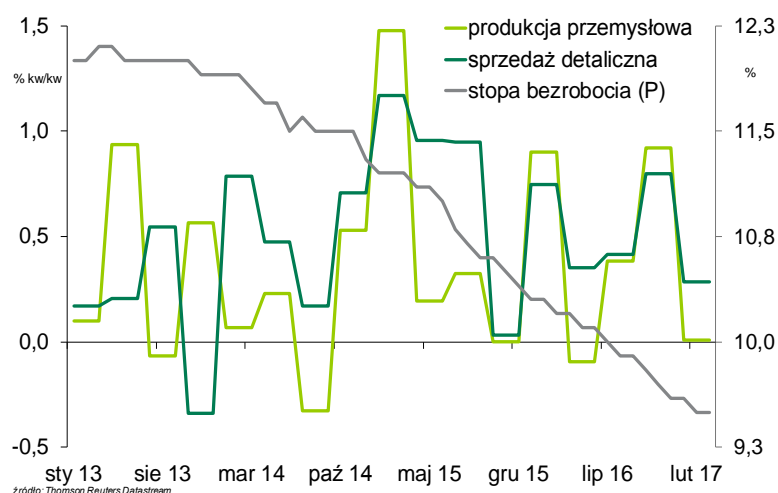
Dane ze strefy euro stabilne, wciąż nie tak spektakularne jak wzrost wskaźników koniunktury

- W strefie euro – inaczej niż w przypadku wielu innych gospodarek – przełom I i II kw. przyniósł kontynuację wzrostu wskaźników koniunktury gospodarczej. W przypadku strefy euro najbardziej widoczne jest jednak wyraźne opóźnienie wpływu poprawy wskaźników koniunktury na dane ze sfery realnej. Według wstępnych danych dynamika wzrostu PKB w strefie euro wyniosła 0,5% kw/kw, utrzymując się blisko poziomów z II poł. 2016 r.
- Relatywnie lepsze dane notowała gospodarka niemiecka, wspierana zapewne dotychczasową poprawą sytuacji w chińskiej gospodarce. Jednocześnie nieco słabsze dane z Chin i osłabienie dynamiki zamówień w niemieckim przemyśle w I kw. stawia pod znakiem zapytania tempo wzrostu w niemieckim przemyśle w II kw. br.
- Choć stopa bezrobocia w strefie euro obniżyła się znacząco na przestrzeni ostatnich kilku lat, to w ostatnich miesiącach zwraca uwagę lekkie wyhamowanie tej poprawy. Dodatkowo, wciąż bardzo wolny wzrost płac, a jednocześnie dotychczasowy wyraźny wzrost inflacji HICP będą ograniczać siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych i kontrybucję dotychczas bardzo istotnej składowej PKB tj. konsumpcji prywatnej.
- Biorąc pod uwagę powyższe informacje oraz nasze ostrożne założenia dot. skali ożywienia gospodarczego w USA oraz Chinach, sądzimy, że w nadchodzących kwartałach tempo wzrostu PKB w strefie euro będzie raczej stabilizować się niż przyspieszać. Zakładamy, że w całym 2017 r. dynamika PKB w strefie euro wyniesie 1,5% - 1,6% r/r, minimalnie poniżej wyniku z 2016 r.

Nieprzerwany wzrost wskaźników koniunktury gospodarczej w strefie euro

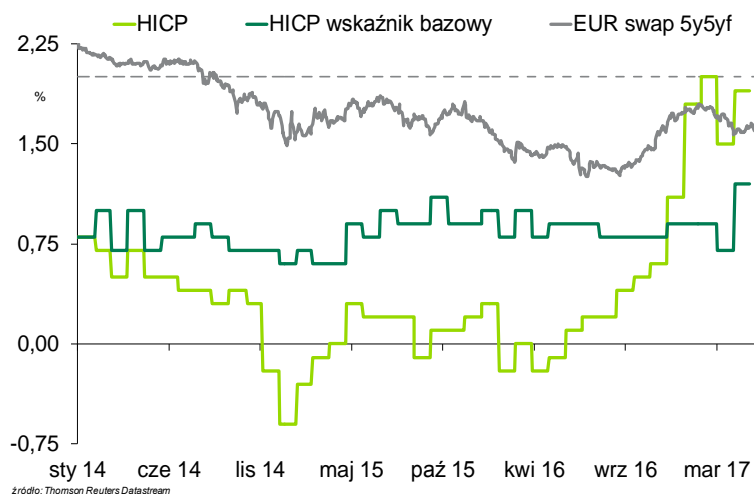


Mniej spektakularne tzw. twarde dane ze sfery realnej

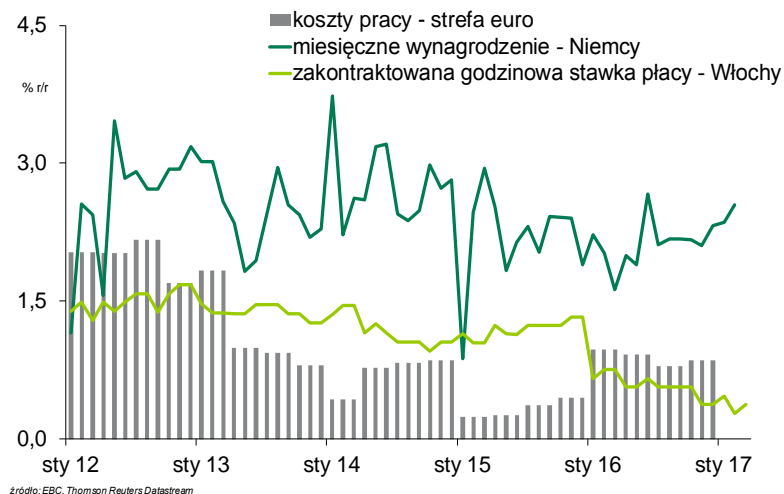


- Rada EBC na kwietniowym posiedzeniu nie zmieniła parametrów polityki pieniężnej utrzymując stopy procentowe na poziomie 0,0% dla stopy repo i 0,4% dla stopy depozytowej i parametry programu skupu aktywów. Treść komunikatu po kwietniowym posiedzeniu, wypowiedzi prezesa EBC M. Draghi podczas konferencji prasowej wskazują ponownie na jedynie niewielkie zmiany w retoryce EBC, które można określić jako dalsze odchodzenie od dotychczas wskazywanych wątków ryzyka najbardziej negatywnych scenariuszy, przy wyraźnie niższym prawdopodobieństwie ich wystąpienia.
- O ile stabilizowanie się sytuacji gospodarczej i poprawa oczekiwań inflacyjnych są argumentem za brakiem dalszego luzowania polityki pieniężnej, to rada EBC podtrzymuje stanowisko potrzeby utrzymania bardzo łagodnej polityki.
- Sądzymy, że kwietniowy (wg danych wstępnych) silny wzrost inflacji bazowej nie jest trwały - w dużej części wynikał z efektów okresowych (tak jak i marcowy spadek inflacji bazowej). Bieżący spadek cen surowców, wzmocnienie kursu euro będą skutkować spadkiem indeksu HICP w II poł. br. Póki co na niskim poziomie utrzymuje się także dynamika wynagrodzeń, nawet w Niemczech, gdzie popyt na pracę pozostaje silny.
- Sądzymy, że program skupu aktywów finansowych przez EBC będzie kontynuowany także w 2018 r., przy prawdopodobnym ponownym ograniczeniu jego skali po 2017 r. pod warunkiem utrzymania korzystnej sytuacji makroekonomicznej. Przy założeniu utrzymania korzystnej sytuacji makroekonomicznej w nadchodzących miesiącach można oczekiwać dalszych, jednak nadal stopniowych zmian komunikatu rady EBC w kierunku dalszego równoważenia bilansu ryzyka - w pierwszym rzędzie w kontekście stóp procentowych (możliwe wycofanie przekazu o możliwości dalszego obniżenia stóp procentowych), w drugiej kolejności tych dotyczących programu QE.

Wyhamowanie trendu wzrostu oczekiwań inflacyjnych



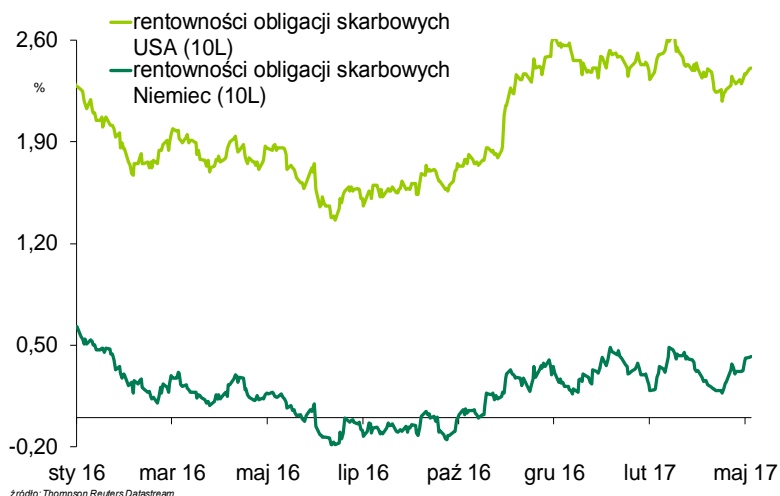
Utrzymujące się niskie tempo wzrostu płac w strefie euro



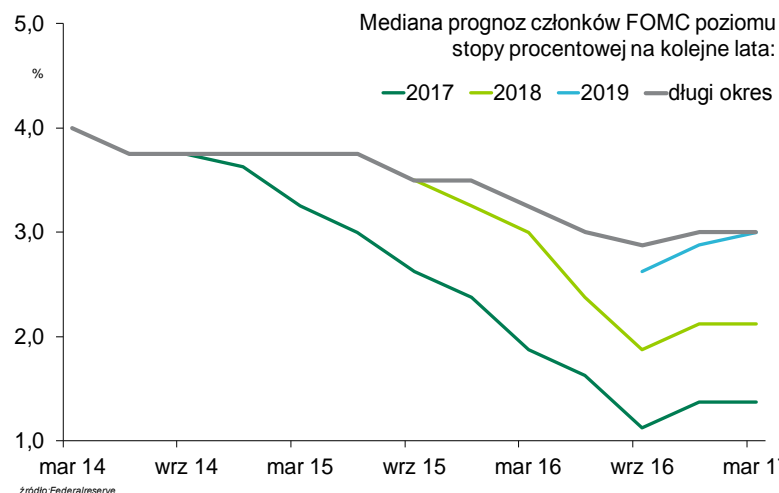
Utrzymujący się potencjał dla spadku rentowności obligacji skarbowych w USA w dłuższym horyzoncie

- Korzystna sytuacja gospodarcza, niższa premia za ryzyko i „jastrzębia” retoryka FOMC przełożyły się na wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych w II poł. kwietnia oraz na początku maja. Jednocześnie jednak – szczególnie w przypadku USA – skala tego wzrostu była niższa wobec lokalnych maksimum notowanych na przełomie 2016/2017 (wtedy dodatkowy silniejszy wpływ oczekiwań co do luzowania fiskalnego w USA).
- Pomimo korekty prognozy stóp procentowych Fed w 2017 r. nie zmieniliśmy średnioterminowej prognozy rentowności w USA na dłuższym końcu krzywej dochodowości biorąc pod uwagę: - ostrożne założenia dot. ożywienia globalnego wzrostu gospodarczego, a przede wszystkim tempa wzrostu globalnej inflacji, - podtrzymanie ostrożnych założeń dot. polityki pieniężnej w dłuższym horyzoncie (zgadzamy się z opiniami, że projekcje stóp procentowych Fed w dłuższym horyzoncie mogą okazać zbyt optymistyczne), - założenia bardzo ostrożnych i powolnych zmian bilansu Fed, - założenia wciąż niskiej premii terminowej na globalnym rynku finansowym w warunkach globalnie bardzo wysokiej płynności (jedynie bardzo stopniowe zmiany bilansów głównych banków centralnych).
- Bieżąca „jastrzębia” retoryka FOMC i utrzymujące się rynkowe oczekiwania co do średnioterminowych perspektyw wzrostu stóp procentowych mogą jednak w najbliższym czasie podtrzymywać bieżące wyższe poziomy rentowności.
- Nieco wyższa zmienność notowań rentowności niemieckich w ostatnich miesiącach była efektem sporej zmienności oczekiwań dot. polityki pieniężnej EBC oraz premii za ryzyko z tytułu sytuacji politycznej w Europie. W naszej ocenie w kolejnych miesiącach rentowności niemieckich papierów w tenorze 10-letnim będą wahać się wokół bieżących poziomów 0,3% - 0,4%.

Lekki wzrost rentowności obligacji na rynkach bazowych

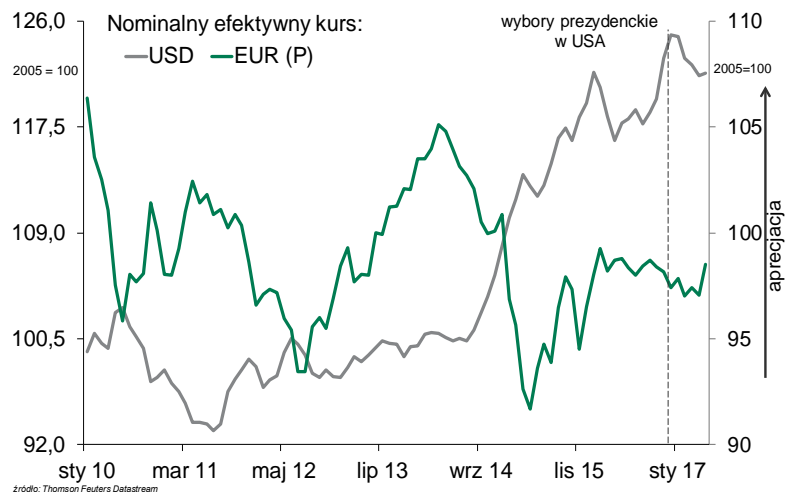


Pomimo sporej skali podwyżek stóp procentowych w 2017 r., oczekujemy wolniejszego ich wzrostu w dłuższym horyzoncie

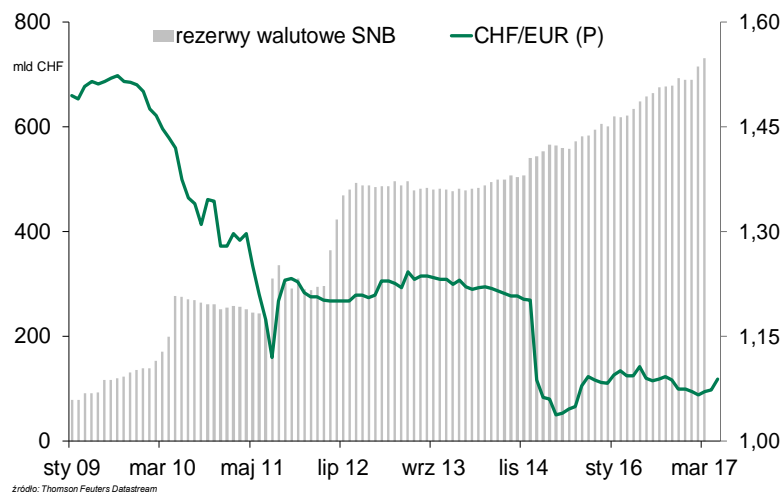


- Przy stabilizacji notowań dolara (w ujęciu efektywnego kursu nominalnego) i jednocześnie solidnej aprecjacji euro w reakcji na wynik wyborów prezydenckich we Francji, notowania kursu euro wobec dolara wzrosły w minionych tygodniach do 1,09 USD/EUR (a okresowo nawet w okolice 1,10 USD/EUR). Notowana już od początku 2017 r. wyraźna poprawa sytuacji gospodarczej w strefie euro, stopniowo słabnące ryzyka dot. sytuacji politycznej oraz systematyczne osłabienie notowań dolara przełożyły się na wyraźną aprecjację euro wobec dolara, po silnym dostosowaniu kursu w II poł. 2016 r. (wynik referendum w Wielkiej Brytanii oraz wyborów prezydenckich w USA).
- Biorąc pod uwagę spadek ryzyka politycznego w Europie oraz nasze założenia dot. sytuacji gospodarczej w USA widzimy potencjał dla mocniejszego kursu euro w okolicach 1,10 USD/EUR. Póki co pozostajemy jednak ostrożni co do takiego scenariusza biorąc pod uwagę krótkoterminowe (pozytywne dla dolara) perspektywy polityki pieniężnej w USA. Nasze oczekiwania bardzo powolnych zmian w komunikacji EBC, wobec korekty prognoz dot. stóp procentowych Fed wskazują na ograniczenia co do skali wzmocnienia euro wobec dolara w najbliższym czasie, nawet pomimo wyraźnego spadku premii za ryzyko aktywów europejskich.
- Niższe ryzyko polityczne w Europie skutkuje także wzmocnieniem euro wobec franka szwajcarskiego. Nasza ostrożność co do zmian prognoz tej pary walutowej wynika z kolei z faktu dotychczasowej wysokiej aktywności szwajcarskiego banku centralnego (SNB) w stabilizowaniu kursu franka. W sytuacji osłabienia franka w kierunku 1,10 CHF/EUR SNB najprawdopodobniej ograniczy skalę interwencji, co będzie hamowało skalę wzrostu kursu franka.

W kwietniu i na początku maja wyraźna aprecjacja notowań euro

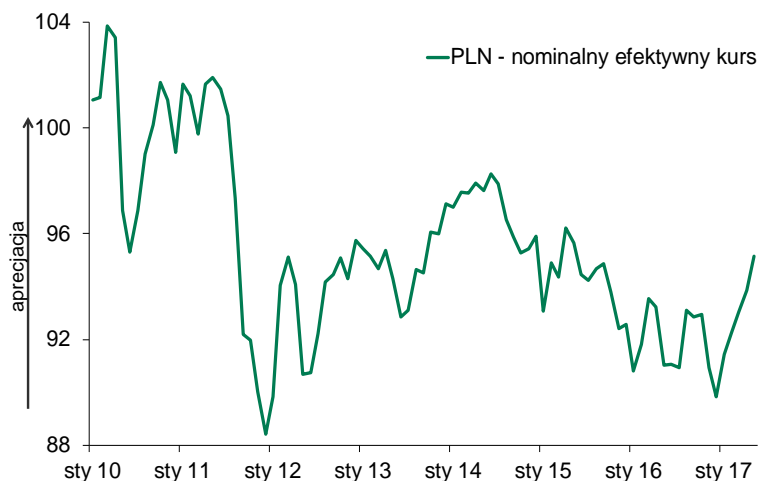


Znacząca skala interwencji SNB zapewne hamowała dotychczas aprecjację franka wobec euro



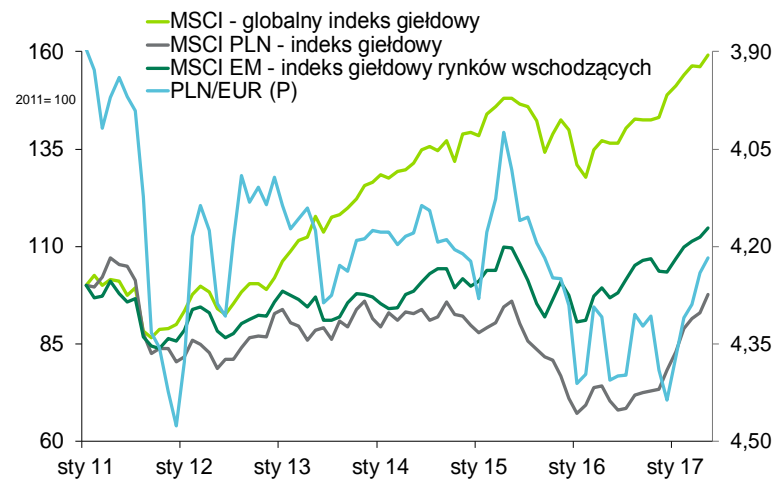
- Kontynuacja poprawy nastrojów globalnych, utrzymujący się od początku roku silny napływ kapitału na rynki wschodzące, poprawa sytuacji w gospodarce polskiej (pozytywne perspektywy dla wzrostu gospodarczego, dobre wyniki fiskalne za 2016 r., ograniczenie ryzyka politycznego oraz negatywnych ocen agencji ratingowej) oraz poprawa sytuacji na rodzimym rynku finansowym (utrzymujące się od początku roku świetne wyniki krajowej giełdy) oraz wyraźny wzrost cen aktywów finansowych na rynku europejskim po wyborach prezydenckich we Francji poskutkowały wzmocnieniem notowań złotego w kierunku 4,20 PLN/EUR.
- Uwzględniając powyższe czynniki lekko skorygowaliśmy prognozę kursu złotego do 4,25 PLN/EUR na koniec 2017 r.
- Pomimo bieżącego wyraźnego trendu aprecjacyjnego złotego silniejszą korektę prognozy ograniczają: - ryzyko wyhamowania napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące (sytuacja w Chinach), - średniookresowe wyzwania dla krajowych finansów publicznych, - mniejsze niż przed kilkoma tygodniami, niemniej wciąż utrzymujące się ryzyka sytuacji politycznej w Europie, - brak ostatecznych informacji o reformie OFE. Choć ewentualna korekta oczekiwań dot. polityki pieniężnej Fed w średnim okresie może być pozytywna dla aktywów rynków wschodzących, w tym złotego, to jeżeli będzie ona następstwem korekty oczekiwań dot. perspektyw wzrostu gospodarczego efekt netto dla przepływów kapitałowych może już nie być dla kursu złotego jednoznacznie pozytywny.

W II kw. br. dalsza aprecjacja kursu złotego



źródło: Thomson Reuters Datastream

Czynniki globalne i lokalne wsparciem dla wyraźnej aprecjacji złotego na początku 2017 r.

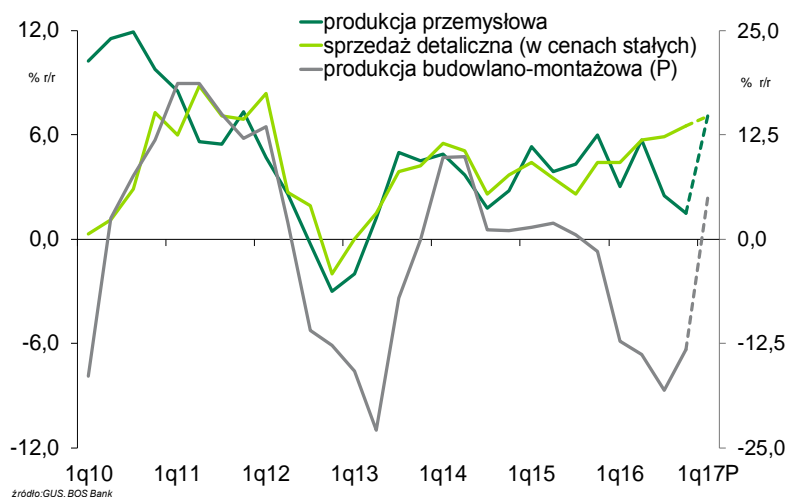


źródło: Thomson Reuters Datastream

Prognozujemy, że dynamika wzrostu PKB w I kw. przyspieszyła do 4% r/r

- W I kw. br. odnotowano bardzo silną poprawę danych miesięcznych ze sfery realnej (stopniową sprzedaż detaliczną, silną produkcję sprzedanej przemysłu i spektakularną produkcję budowlano-montażową). Lepsze marcowe dane ze sfery realnej (głównie dotyczące produkcji budowlano-montażowej) wpłynęły na korektę w górę i tak już wysokiej prognozy wzrostu PKB za I kw. (sygnalizowaliśmy ryzyko takiej korekty).
- Szacujemy, że dynamika wzrostu PKB w I kw. wyniosła 4,1% r/r, wobec 2,5% r/r w IV kw. 2016 r.
- Biorąc pod uwagę bardzo korzystną sytuację dochodową, oczekujemy, że nadal najwyższą kontrybucję we wzrost PKB miało spożycie gospodarstw domowych. Z kolei najsilniejszego wzrostu kontrybucji wobec danych za IV kw. ub.r. oczekujemy w zakresie nakładów brutto na środki trwałe.
- Tak silne odbicie dynamiki produkcji budowlano-montażowej daje przesłanki dla oczekiwania skokowego odbicia inwestycji budowlanych (w I kw. ok 50% nakładów brutto na środki trwałe ogółem) i tym samym dużo lepszych danych dot. inwestycji ogółem, nawet przy wyższej niepewności co do inwestycji w maszyny, urządzenia czy środki transportu.
- Wyniki badania NBP dot. koniunktury przedsiębiorstw wskazują na bardzo ostrożne plany zwiększenia inwestycji przez przedsiębiorstwa prywatne oraz zdecydowaną poprawę tych planów w przypadku przedsiębiorstw publicznych. Ponadto biorąc pod uwagę notowaną już w IV kw. lekką poprawę dynamiki wydatków inwestycyjnych jednostek samorządu terytorialnego pod koniec ub.r., przyspieszenie wydatkowania środków UE z programów regionalnych, zakładamy, że z początkiem br. mniej negatywnie na aktywność gospodarki wpływały właśnie inwestycje publiczne.

Bardzo wyraźna poprawa miesięcznych danych ze sfery realnej w I kw. br.



Oczekujemy solidnego odbicia dynamiki PKB na początku br.

	2q16	3q16	4q16P	1q17P
PKB	3,0	2,4	2,5	4,1
popyt krajowy	1,9	2,7	1,7	3,8
konsumpcja prywatna	3,4	4,1	4,5	4,6
spożycie publiczne	4,2	3,8	-0,2	2,5
inwestycje	-4,5	-6,7	-9,8	3,0
konsumpcja prywatna	2,0	2,5	2,2	2,9
spożycie publiczne	0,7	0,7	0,0	0,4
inwestycje	-0,8	-1,3	-2,7	0,4
zapasy	-0,1	0,9	2,2	-0,1
eksport netto	1,2	-0,3	0,8	0,4
wartość dodana	2,8	2,2	2,5	4,3
przemysł	5,0	3,6	2,7	4,9
budownictwo	-9,6	-16,7	-9,6	3,9
usługi ogółem*	3,5	4,5	4,1	4,2

* szacunek własny; źródło: GUS, BOŚ Bank

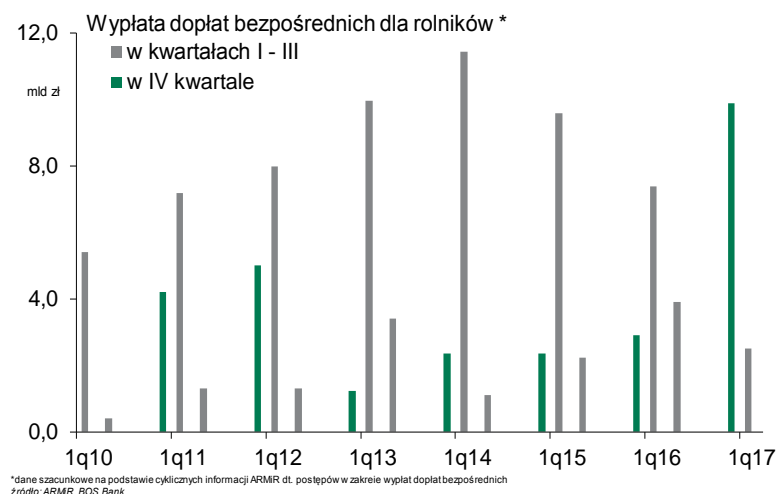
Wzrost PKB w II kw. ponownie poniżej 4% r/r

- Solidny wzrost 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.
- Jednocześnie jednak dostrzegamy kilka czynników o charakterze okresowym, które mogły podbijać 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, jesteśmy ostrożni co do prognoz dynamiki wzrostu PKB w kolejnych kwartałach i oczekujemy obniżenia dynamiki PKB w II kw. br. w kierunku 3,5% r/r.

Powszechna poprawa nastrojów gospodarczych wskazuje na trwały efekt poprawy koniunktury gospodarczej



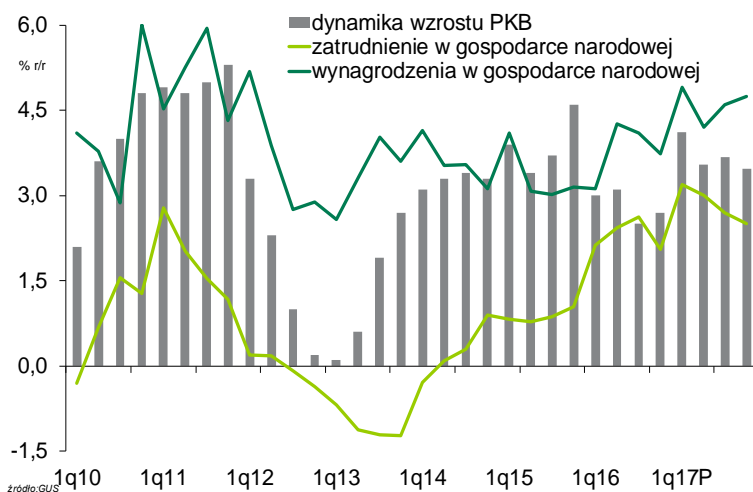
Wcześniejszy termin dopłat bezpośrednich dla rolników mógł na początku roku silnie podbijać aktywność gospodarki



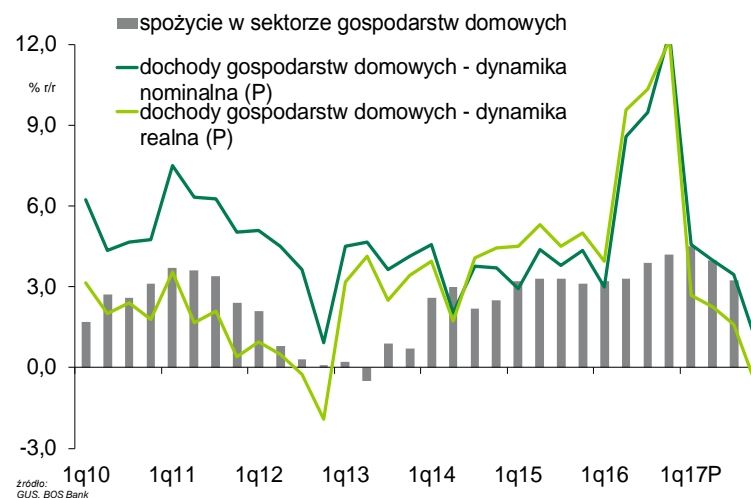
W 2017 r. oczekujemy obniżenia dynamiki konsumpcji prywatnej, choć pozytywna sytuacja na rynku pracy będzie ograniczać skalę tego spadku

- Struktura danych dot. wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w marcu oraz wyniki badania NBP nt. koniunktury w sektorze przedsiębiorstw wskazują na przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń w kolejnych kwartałach, jednak przy niskim prawdopodobieństwie silnego jej przyspieszenia. Dane marcowe wskazują faktycznie na solidny wpływ wysokiej dynamiki wynagrodzeń w górnictwie (przesunięcia wypłat premii i nagród) oraz przetwórstwie przemysłowym (efekty sezonowe), przy niewielkim przyspieszeniu dynamiki wzrostu płac w usługach.
- Zapowiedzi przedsiębiorców wskazują na utrzymanie wysokiego popytu na pracę w przyszłych miesiącach. Cały czas uważamy natomiast, że dynamika przeciętnego zatrudnienia będzie stopniowo obniżać się ze względu na wygasający efekt wzrostu zatrudnienia (wg statystyk GUS) wynikającego ze zmiany formy prawnej zatrudnienia.
- Biorąc pod uwagę powyższe założenia oczekujemy utrzymania solidnego wsparcia ze strony rynku pracy dla konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach.
- Jednocześnie jednak podtrzymujemy nasze oczekiwania stopniowego obniżenia dynamiki spożycia gospodarstw domowych w II poł. 2017 r. ze względu na wygasanie silnego pozytywnego wpływu na dynamikę dochodów wypłaty świadczeń w ramach programu „Rodzina 500+”. Oczywiście cały czas wypłata świadczeń będzie utrzymywać wyższy poziom dochodów oraz wydatków gospodarstw domowych, niemniej przy wyższej statystycznej bazie odniesienia w II poł. br. należy liczyć się z niższą dynamiką tego wzrostu. Dodatkowo, inaczej niż w I. 2015-2016, wzrost wskaźnika inflacji CPI skutkuje ograniczeniem siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych i tym samym niższą dynamiką realną dochodów i wydatków gospodarstw domowych.

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

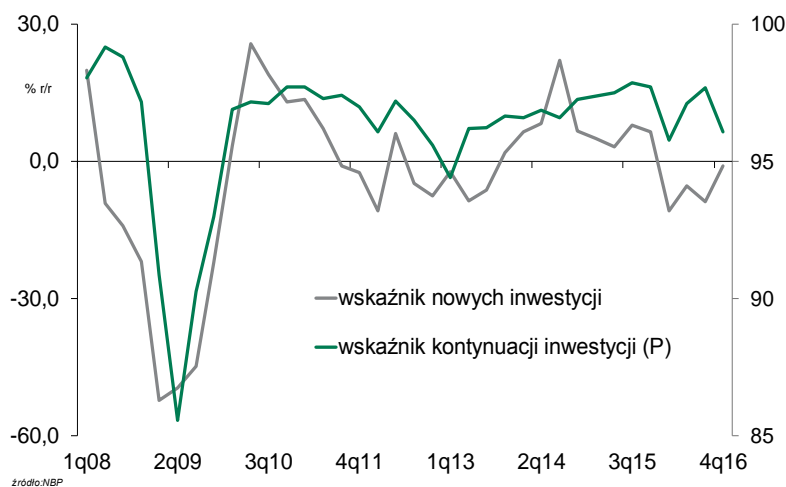


Dochody z tytułu transferów socjalnych głównym czynnikiem zmienności dochodów gospodarstw domowych w br.

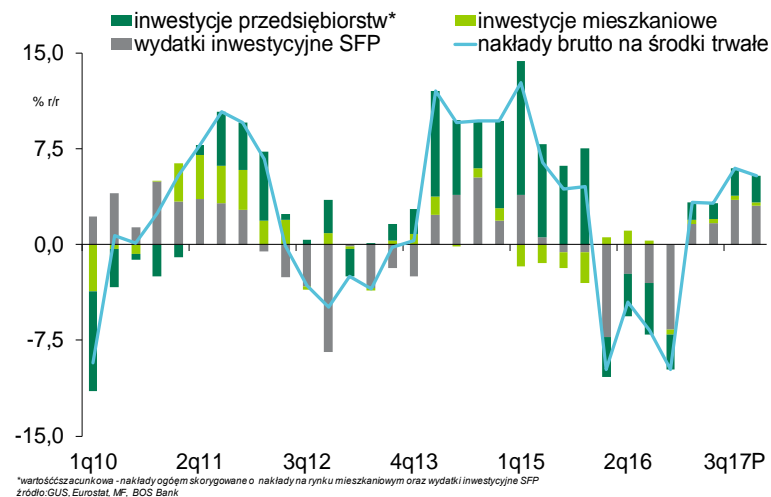


- Badanie NBP dot. koniunktury w sektorze przedsiębiorstw wskazuje na jedynie stopniową poprawę w zakresie planów inwestycyjnych firm. Podtrzymujemy zatem naszą prognozę lekkiej poprawy kontrybucji inwestycji prywatnych we wzrost PKB.
- Jednocześnie oczekujemy silniejszej kontrybucji we wzrost nakładów brutto na środki trwałe wydatków publicznych. Według (skorygowanych) danych wydatki sektora finansów publicznych (SFP) silnie obniżyły się jeszcze w IV kw. 2016 r. Cały czas uważamy jednak, że odwrócenie trendu spadkowego dynamiki inwestycji JST pod koniec ub.r., zwiększenie skali wykorzystania środków UE z programów regionalnych, bardzo niska baza odniesienia dla wydatków majątkowych budżetu państwa dają szansę na wyraźne odbicie inwestycji publicznych w 2017 r.
- Powyższe założenia wspiera także bardzo silne odbicie dynamiki produkcji budowlanej na przełomie 2016 / 2017, która daje szansę w szczególności na lepsze wyniki inwestycji budowlanych.
- Biorąc pod uwagę założenia dot. przyspieszenia dynamiki inwestycji podtrzymujemy ocenę, że w całym 2017 r. dynamika wzrostu PKB powinna ukształtować się na poziomie ponad 3,5% r/r. Cały czas dostrzegamy potencjał dla wyższej dynamiki wzrostu PKB (bliżej poziomu 4,0% r/r), niemniej pozostajemy ostrożni co do rewizji tej prognozy biorąc pod uwagę opisane wcześniej efekty okresowego podbijania wzrostu PKB w I kw., niepewność dot. skali ożywienia prywatnych inwestycji przedsiębiorstw w br. oraz bardzo silny wzrost kontrybucji zapasów pod koniec ub.r. (bardzo prawdopodobne wyraźne ograniczenie tej kontrybucji w 2017 r.).

Analizy NBP wskazują póki co na ostrożne plany zwiększania inwestycji przez przedsiębiorstwa



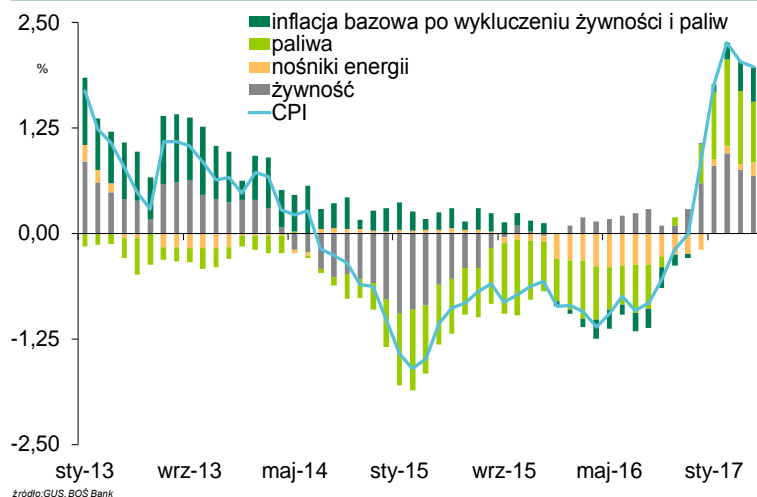
Oczekujemy znaczącej poprawy kontrybucji inwestycji SFP w trakcie 2017 r.



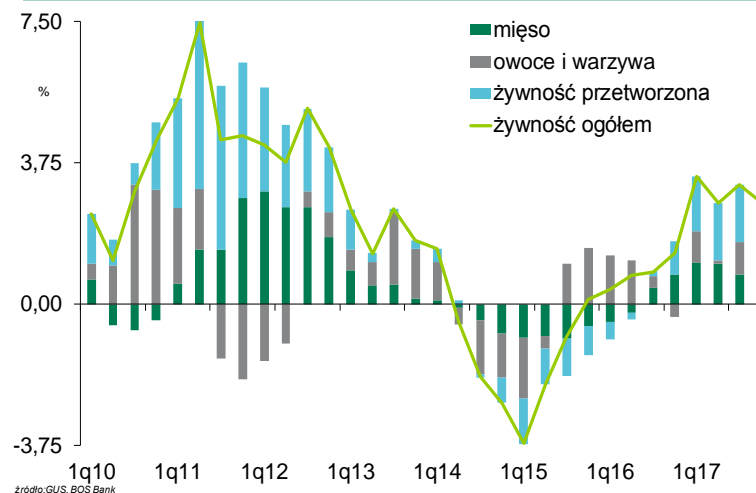
Stabilizowanie się inflacji CPI wokół poziomu 2,0% r/r

- Zgodnie z wstępnymi danymi GUS inflacja CPI w kwietniu ustabilizowała się na marcowym poziomie 2,0% r/r. Według naszych szacunków w kwietniu w kierunku obniżenia wskaźnika CPI oddziaływało (podobnie jak w marcu) obniżenie dynamiki rocznej cen żywności (dalsze wygasanie efektu wzrostu cen warzyw przełomu 2016/2017) oraz paliw (efekt bazy). W przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost cen gazu, w efekcie wejścia w życie nowej taryfy dla odbiorców detalicznych oraz dalszy wzrost inflacji bazowej, głównie za sprawą dalszego wzrostu dynamiki cen rekreacji i kultury (podobnie jak w marcu efekt niskiej bazy sprzed roku).
- W II kw. oczekujemy stabilizowania się inflacji CPI blisko poziomu 2,0% r/r, przy dalszym nasileniu obserwowanych dotychczas tendencji tj. spadku rocznej dynamiki cen paliw oraz wzrostu dynamiki inflacji bazowej.
- W II poł. roku oczekujemy nieco większej zmienności inflacji, przy wzroście CPI powyżej 2,0% r/r w III kw. oraz silniejszym spadku poniżej tego poziomu w IV kw. 2017 r., na co w głównej mierze wpłynąć będą efekty statystycznych baz odniesienia (kształtowania się inflacji w II poł. 2016 r.).
- Wyraźne ograniczenie trendu wzrostowego cen surowców na rynku globalnym oraz silniejsze wzmocnienie notowań złotego na przełomie I i II kw. ogranicza ryzyko wyższej inflacji z tego tytułu. Jednocześnie jednak wzrosło ryzyko wyższego wzrostu cen żywności owoców i warzyw z uwagi na niekorzystne efekty pogodowe (niskie temperatury w kwietniu i na początku maja), co wskazuje na wciąż nieco wyższe ryzyko wyższego wskaźnika inflacji wobec prognozy bazowej w najbliższych miesiącach.

W II kw. oczekujemy stabilizowania się inflacji CPI wokół 2% r/r



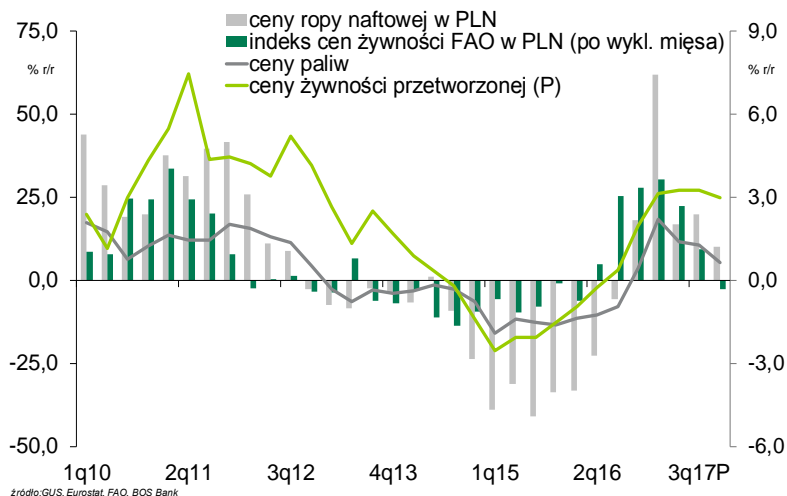
Ryzyko dla prognozy cen owoców z powodu niekorzystnych warunków atmosferycznych w kwietniu i na początku maja



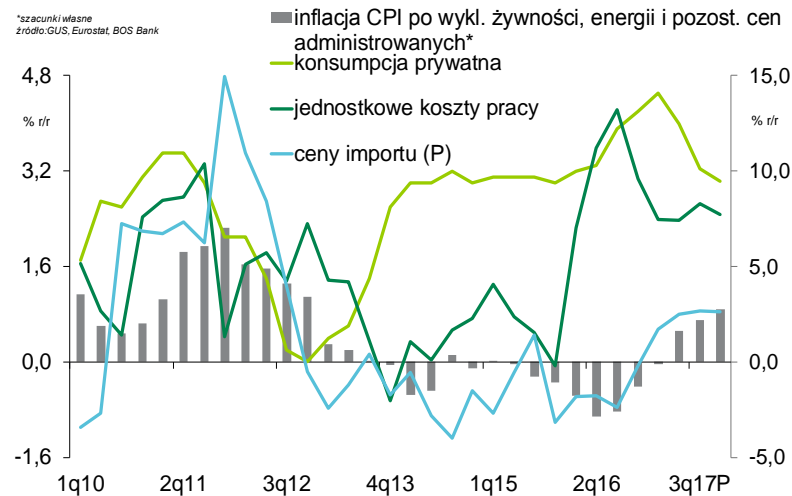
Znoszące się efekty wolniejszego wzrostu cen surowców i poprawy sytuacji cyklicznej w krajowej gospodarce

- Podtrzymujemy nasze założenia malejącej kontrybucji składowych silniej zależnych od cen surowców na rynku globalnym na wskaźnik inflacji CPI w miesiącach kolejnych. Przy założeniu, że tak silny wzrost cen surowców jaki miał miejsce na przełomie 2016 i 2017 r. nie jest zjawiskiem trwałym, przy rosnących bazach odniesienia oczekujemy wyraźnego spadku rocznej dynamiki cen paliw oraz ograniczenia wzrostu dynamiki cen żywności przetworzonej (większy efekt opóźnień wobec cen surowców) do III kw. 2017 r.
- Jednocześnie oczekujemy wyraźnego wzrostu kontrybuccji tych składowych inflacji, które silniej zależą od warunków cyklicznych i krajowych. W rezultacie w warunkach globalnego efektu ograniczenia deflacji, solidnego popytu konsumpcyjnego oraz rosnących kosztów pracy oczekujemy wzrostu inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii i pozostałych cen administrowanych.
- Pomimo solidnego wzrostu kosztów pracy oraz popytu uważamy, że skala wzrostu inflacji w tych kategoriach pozostanie ograniczona. Przy naszych założeniach zewnętrznych oraz tych dotyczących cen surowców i przy wyraźnie niższych ryzykach dla notowań złotego podtrzymujemy założenia relatywnie niskiego wzrostu cen importu, które będą silnie hamować wzrosty cen towarów.
- Biorąc pod uwagę nieco wyższą skalę podwyżek cen administrowanych w styczniu br. (w porównaniu z okresem 2014-2016), kwietniową podwyżkę cen gazu oraz zakładaną lekką podwyżkę cen energii elektrycznej w III kw. br. oczekujemy utrzymania w br. wyższego wzrostu cen towarów i usług administrowanych.

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

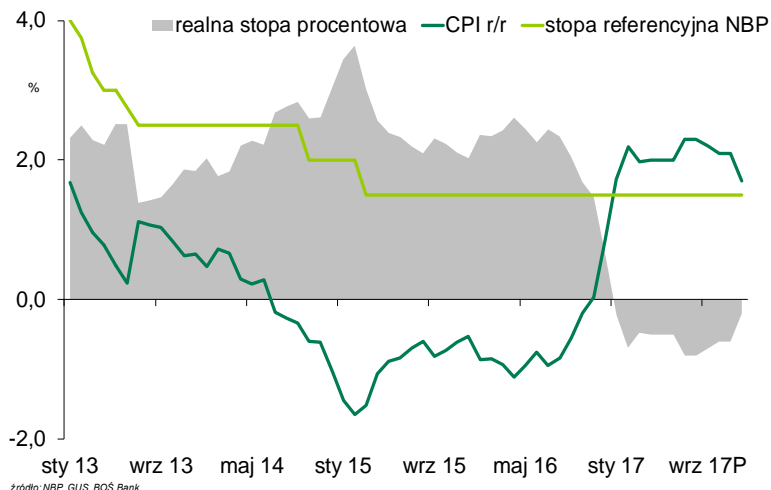


W trakcie 2017 r. oczekujemy dalszego wzrostu inflacji CPI w kategoriach najbardziej zależnych od sytuacji cyklicznej

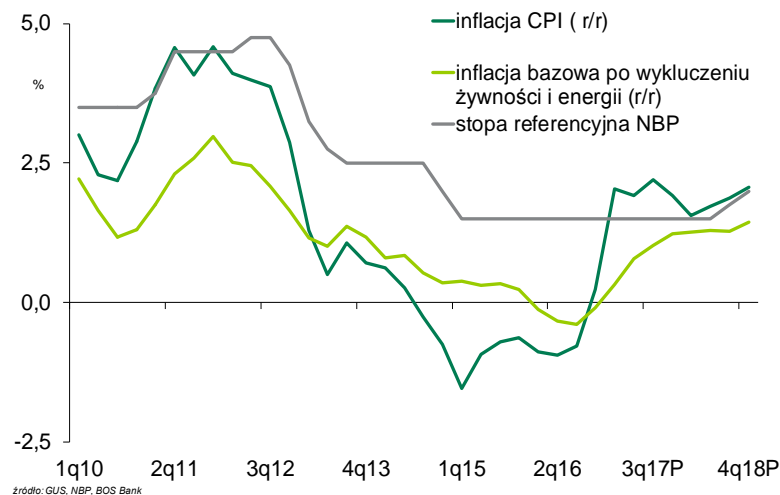


- Zgodnie z harmonogramem posiedzeń RPP, w majowe posiedzenie odbędzie się dopiero w połowie miesiąca.
- Biorąc pod uwagę dotychczasową retorykę RPP oraz nasze prognozy makroekonomiczne nie oczekujemy, aby najbliższe miesiące przyniosły istotne informacje, które mogłyby zmienić bilans ryzyka dla prognoz stóp procentowych w miesiącach kolejnych.
- Przy spadku inflacji do poziomu 2,0% r/r oraz dotychczasowych jasnych sygnałach Rady co do preferencji dla stabilizacji stóp procentowych, nie oczekujemy wzrostu niepewności dot. prognozy stóp procentowych w krótkim okresie.
- Pomimo prognozy silnego wzrostu dynamiki PKB w I kw. nie oczekujemy także, aby znacząco w krótkim okresie wzrosło ryzyko podwyżki z tytułu danych ze sfery realnej. Nasza prognoza zakłada ponowny lekki spadek dynamiki wzrostu PKB w II kw. oraz wciąż stosunkowo niską (na tle danych historycznych) dynamikę inwestycji przedsiębiorstw, istotniejszego wskaźnika z punktu widzenia trwałości ożywienia wzrostu gospodarczego. Ważnym argumentem przeciwko szybkim podwyżkom stóp procentowych pozostanie także stosunkowo powolny wzrost dynamiki wynagrodzeń (hamujący silniejszy wzrost inflacji bazowej).
- Z tego względu sądzimy, że w nadchodzących miesiącach RPP utrzyma jednoznaczną retorykę nt. stabilizacji stóp procentowych w 2017 r.

Większa od wcześniejszych oczekiwań tolerancja RPP dla ujemnych stóp procentowych

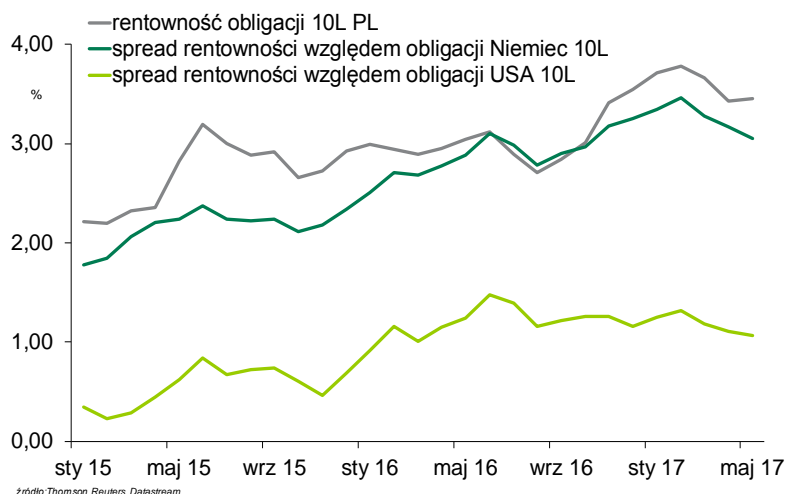


Do podwyżek stóp procentowych dojdzie dopiero w warunkach utrwalenia wysokiej dynamiki PKB oraz inflacji bazowej

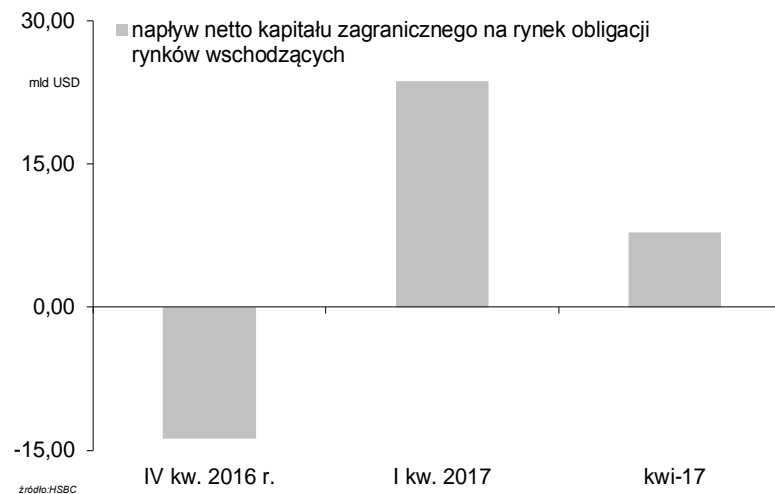


- W kwietniu i na początku maja utrzymywały się niskie poziomy rentowności na dłuższym końcu krzywej dochodowości (ok 3,40% dla obligacji 10-letnich). Przy notowanym w tym okresie lekkim wzroście rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, stabilizacja rentowności papierów krajowych wynikała z dalszego spadku spreadu pomiędzy tymi obligacjami.
- Wcześniej wskazywaliśmy na ryzyko wzrostu rentowności w warunkach pogorszenia nastrojów rynkowych i wzrostu spreadu. Biorąc pod uwagę wyraźną poprawę sytuacji rynkowej, w szczególności aktywów europejskich uważamy, że ten czynnik ryzyka utrzymuje się, choć wyraźnie osłabł. Wciąż jednak ryzykiem dla scenariusza niskich rentowności w krótkiej perspektywie jest bardziej „jastrzębia” retoryka FOMC i bieżący wzrost rentowności na rynkach bazowych.
- Biorąc pod uwagę założenia dot. rentowności papierów w USA w dłuższym horyzoncie oczekujemy także presji na spadek rentowności papierów krajowych. Jednocześnie efekty, które mogą wyzwolić korektę rentowności na rynkach bazowych mogą także skutkować pewnym wzrostem awersji do ryzyka i ograniczeniem napływu kapitału na rynki wschodzące i przekładać się na wzrost spreadu papierów krajowych wobec rentowności obligacji w USA i Niemczech.
- Powyższe założenia nie wpływają istotnie na samą prognozę rentowności krajowych obligacji skarbowych, w większym stopniu na bilans ryzyka tej prognozy i ryzyko nieco wyższej zmienności notowań w miesiącach kolejnych.
- Przy bieżącym silnym spadku rentowności na dłuższym końcu krzywej dostrzegamy już niewielką przestrzeń - rzędu 10-20 pkt. baz. - dla wypłaszczenia krzywej dochodowości.

Utrzymanie niższych poziomów rentowności krajowych SPW



Na początku II kw. wciąż solidny napływ kapitału zagranicznego na rynki wschodzące



Wskaźniki krajowe		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	3,7	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	2,7	3,6
Popyt krajowy	% r/r	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,4	3,3
Spożycie indywidualne	% r/r	2,5	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	3,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	4,7
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,5	0,8	2,1	2,0	-1,4	0,5	0,3	0,3
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	-0,5
	mld EUR	-19,5	-19,7	-14,5	-5,0	-8,5	-2,7	-1,3	-2,4
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.	1,3	0,9	0,4	2,7	3,4	4,2	4,4	2,3
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	2,0
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	1 209,0
	% r/r	9,0	11,0	5,9	5,7	9,3	7,4	9,3	7,7
Kredyty ogółem	mld PLN	771,1	885,3	900,6	933,1	996,5	1 065,5	1 118,3	1 170,2
	% 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	-7,5	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3	-2,6	-2,4	-2,7
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	53,3	54,4	54,0	56,0	50,2	51,1	54,4	54,5
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	2,75
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	2,3
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, śr.	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4	0,0	0,2	1,6
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	1,90
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	0,30
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	53,5

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcje o zmiany cen

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

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

Źródła danych historycznych: NBP, GUS, Thomson Reuters

Wskaźniki krajowe		1q16	2q16	3q16	4q16	1q17P	2q17P	3q17P	4q17P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	2,9	3,0	2,4	2,5	4,1	3,5	3,7	3,5
Popyt krajowy	% r/r	3,5	1,9	2,7	1,7	3,8	3,0	3,0	3,2
Spożycie indywidualne	% r/r	3,4	3,4	4,1	4,5	4,6	4,0	3,2	3,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-9,8	-4,5	-6,7	-9,8	3,0	3,2	6,0	5,4
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,6	1,1	-0,3	0,8	0,3	0,5	0,7	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	0,6 3,8	0,0 -1,4	-0,3 -3,4	-0,5 -1,4
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	3,2	3,0	2,7	2,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	9,9	8,7	8,3	8,3	8,1	7,0	6,8	7,1
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	-0,9	-0,8	-0,5	0,8	2,0	2,0	2,1	1,7
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	-0,2	-0,2	-0,4	0,0	0,6	0,8	1,2	1,3
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%, k.o.	1,67	1,71	1,71	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,43	1,63	1,73	2,01	2,03	2,05	2,05	2,15
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,17	2,13	2,34	2,87	2,89	2,90	2,80	2,75
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	2,82	2,93	2,90	3,62	3,48	3,50	3,45	3,40
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,27	4,43	4,31	4,42	4,22	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	3,76	3,98	3,86	4,18	3,95	3,92	3,90	3,83
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,90	4,07	3,98	4,12	3,95	3,95	3,94	3,92

Założenia zewnętrzne		1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17P	3q17P	4q17P
PKB - USA	% r/r	1,6	1,3	1,7	2,0	1,9	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	2,25	1,95	1,90
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-0,30	-0,30	-0,30
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,15	-0,13	-0,12	0,20	0,33	0,30	0,30	0,30
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,14	1,11	1,12	1,05	1,07	1,09	1,09	1,11
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	34,2	45,7	45,9	49,4	53,7	51,3	53,0	56,0

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

* górna granica przedziału (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.