

ANALIZY MAKROEKONOMICZNE
PRZEGLĄD MIESIĘCZNY

11 października 2017



BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

bosbank.analizy@bosbank.pl

ŁUKASZ TARNAWA
Główny Ekonomista

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

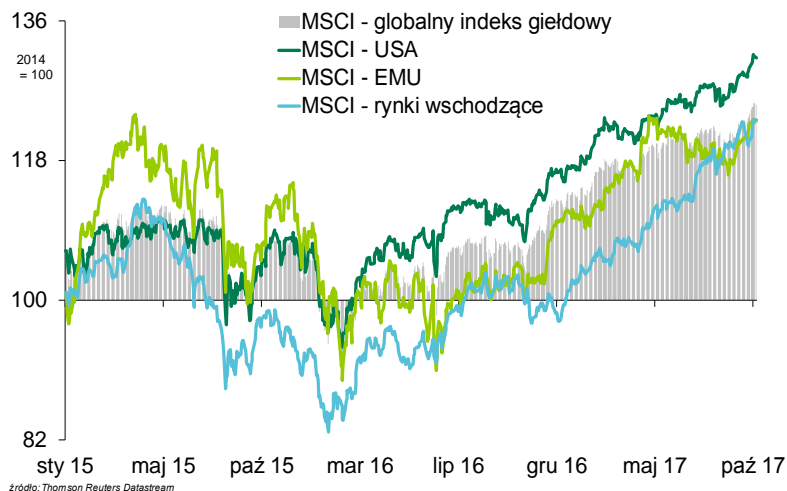
ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA
Ekonomista

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

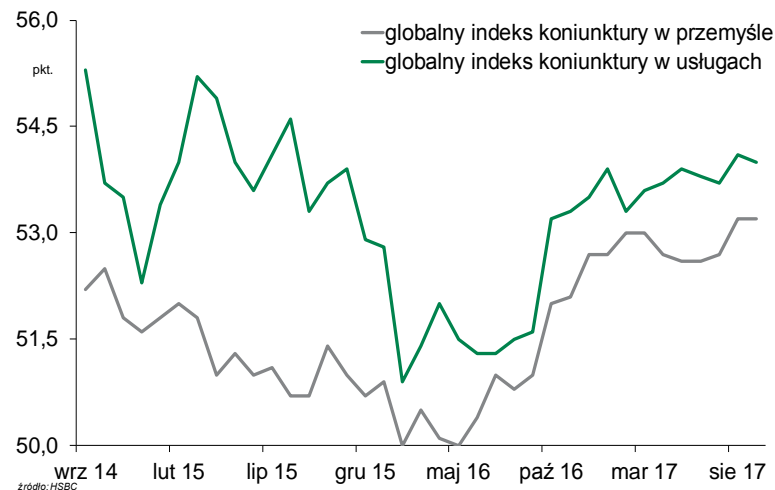
- W ostatnich tygodniach miała miejsce solidna poprawa nastrojów na globalnym rynku finansowym, w szczególności na rynkach rozwiniętych. Lepsze nastroje były efektem publikacji korzystnych danych ze sfery realnej, w tym mniejszego negatywnego wpływu huraganów na aktywność gospodarczą.
- Poprawie nastrojów rynkowych w niewielkim stopniu przeszkodził ponowny wzrost oczekiwań na zaostrzenie polityki pieniężnej Fed w nadchodzących miesiącach, jak i pogorszenie sytuacji politycznej w Europie.
- Oczekujemy, że w 2018 r. kontynuowany będzie proces stopniowego zaostrzenia polityki pieniężnej Fed oraz ograniczenia luzowania polityki pieniężnej EBC. Jednocześnie jednak uważamy, że w warunkach wyhamowania dotychczasowej poprawy wskaźników gospodarczych, a przede wszystkim ostrożnych założeń dot. średnioterminowych prognoz inflacyjnych, skala zmian w polityce pieniężnej głównych banków centralnych będzie bardzo stopniowa.
- W efekcie oczekujemy jedynie stopniowego wzrostu rentowności obligacji skarbowych, nie oczekujemy także gwałtownych dostosowań na rynkach wschodzących. Sytuacja polityczna (głównie w Europie) pozostanie natomiast czynnikiem potencjalnie wyższej zmienności rynkowej.
- W 2018 r. oczekujemy stabilizowania się notowań złotego wokół poziomu 4,25 PLN/EUR, zakładając brak gwałtownego wzrostu globalnej awersji do ryzyka, jednocześnie przy lekkim wygasaniu notowanego w II kw. br. optymizmu wokół rynków wschodzących.
- W III kw. br. oczekujemy wyraźnego wzrostu dynamiki PKB do 4,5% r/r. Szacujemy, że w IV kw. br. dynamika wzrostu ponownie wyhamuje, niemniej do końca 2018 r. będzie kształtować się blisko solidnego poziomu 4,0% r/r, przy malejącej kontrybucji spożycia gospodarstw domowych we wzrost, ale rosnącej kontrybucji inwestycji.
- Efekty cykliczne powinny skutkować solidnym wzrostem inflacji bazowej w perspektywie 2018 r., jednak prognoza wyraźnie niższej dynamiki cen żywności będzie hamować skalę wzrostu indeksu CPI. Oczekujemy spadku inflacji CPI od 1,5% r/r w I kw. oraz stopniowego wzrostu w kierunku 2,0% r/r pod koniec 2018 r.
- Bieżąca łagodna retoryka oraz prognoza spadku inflacji implikuje niskie prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych NBP w najbliższych miesiącach. Sądzymy natomiast, że zmiana otoczenia makroekonomicznego w trakcie 2018 r. wpłynie na zmianę oceny bilansu ryzyka potencjalnego błędu w polityce pieniężnej i tym samym na korekcyjną podwyżkę stóp procentowych pod koniec 2018 r.

- We wrześniu oraz na początku października miała miejsce solidna poprawa nastrojów na globalnym rynku finansowym, przy szczególnie silnych wzrostach notowań akcji na rynkach rozwiniętych i nieco słabszych na rynkach wschodzących. Wzrost indeksów giełdowych wspierany był kolejną serią publikacji bardzo korzystnych danych ze sfery realnej USA oraz strefy euro, w tym przede wszystkim ograniczenia obaw dot. skali wpływu huraganów w USA na aktywność gospodarczą.
- Pozytywny efekt lepszych danych tylko w minimalnym stopniu był ograniczany równoczesnym wzrostem oczekiwań rynkowych na zaostrzenie polityki pieniężnej USA w najbliższych miesiącach. Z kolei utrzymanie łagodnego przesłania EBC sprzyjało w większym stopniu rynkom strefy euro, choć w ostatnich dniach czynniki polityczne (sytuacja w Katalonii) już ciążyły europejskim aktywom.
- Nieco słabsze wyniki rynków wschodzących mogły wynikać z mniej spektakularnych wskaźników gospodarczych w tej grupie krajów (utrzymanie trendu stopniowego spowolnienia aktywności w chińskiej gospodarce), negatywnego efektu wzrostu oczekiwań rynkowych na dalsze zaostrzenie polityki pieniężnej Fed, wyhamowanie wzrostu cen ropy naftowej, lekki wzrost globalnej premii za ryzyko z tytułu ryzyka politycznego i geopolitycznego (konflikt Korea Północna – USA, Katalonia).

Solidne wzrosty indeksów giełdowych we wrześniu i na początku października, szczególnie na rynkach rozwiniętych



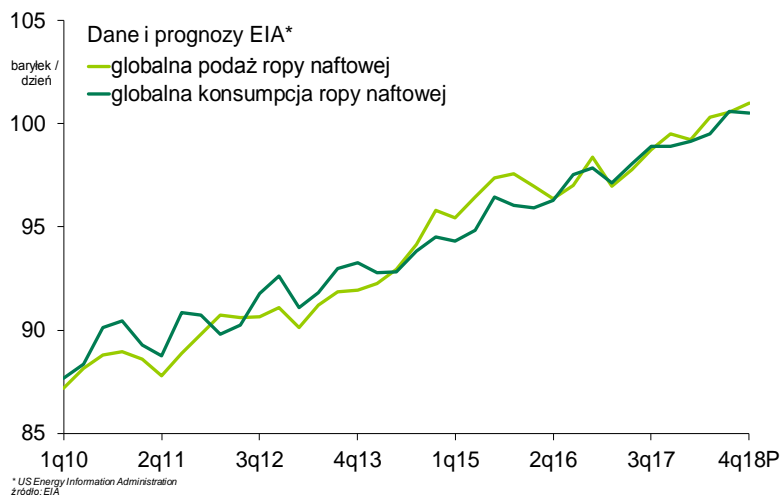
Optymizm rynkowy wspierany publikacjami korzystnych danych makroekonomicznych



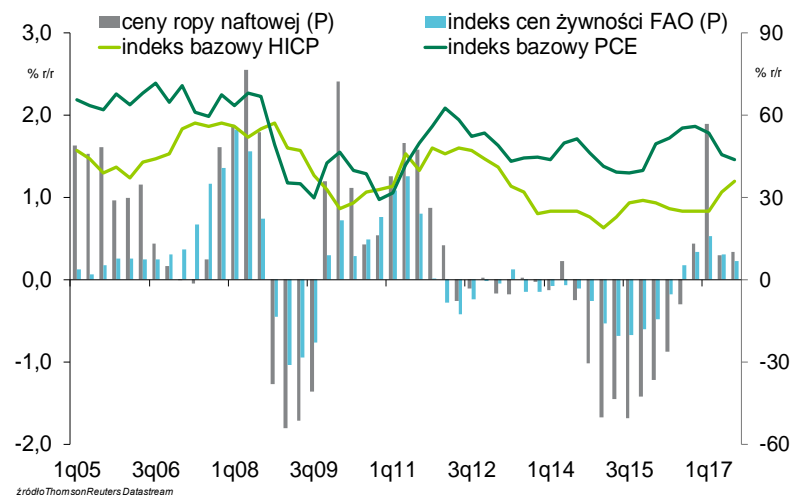
Pomimo korzystnych perspektyw gospodarczych utrzymująca się niepewność dot. perspektyw inflacyjnych w gospodarkach rozwiniętych

- Korekta oczekiwań dot. polityki pieniężnej Fed nastąpiła pomimo utrzymującego się niskiego poziomu inflacji, w tym inflacji bazowej i w większym stopniu wynikała z wygaśnięcia obaw inwestorów oraz członków FOMC co do negatywnego wpływu huraganów na dane makroekonomiczne w USA.
- W 2018 r. zakładamy wolniejsze niż w 2017 r. tempo wzrostu cen surowców na rynku globalnym. Biorąc pod uwagę prognozy EIA (*Energy Information Administration*) wyraźnego wzrostu podaży ropy naftowej w relacji do popytu na surowiec pod koniec 2017 r. oczekujemy już zdecydowanie wolniejszego wzrostu cen ropy w nadchodzących kwartałach, po ich solidnym dostosowaniu w okresie I – III kw. 2017 r. Zakładamy, że w trakcie 2018 r. cena ropy naftowej wzrośnie w kierunku 60 USD/baryłkę ropy Brent.
- Biorąc pod uwagę póki co wciąż relatywnie wolne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarkach rozwiniętych, pomimo solidnej poprawy sytuacji na rynku pracy, jak również niską presję na wzrost cen z tytułu kosztów surowców, podtrzymujemy także założenia utrzymania bardzo powolnego wolnego wzrostu inflacji bazowej.
- Zgadzaemy się z opiniami zewnętrznych ośrodków analitycznych, że o ile wpływ silnego spadku cen w telekomunikacji w USA może mieć charakter jedynie okresowy, to już solidny spadek cen usług medycznych oraz edukacji mogą wynikać z trwalszego trendu spadkowego, szczególnie biorąc pod uwagę długookresowe tendencje w tym zakresie).

EIA: pod koniec 2017 r. sytuacja na rynku ropy naftowej prawie zrównoważona, co powinno ograniczać skalę dalszego wzrostu cen

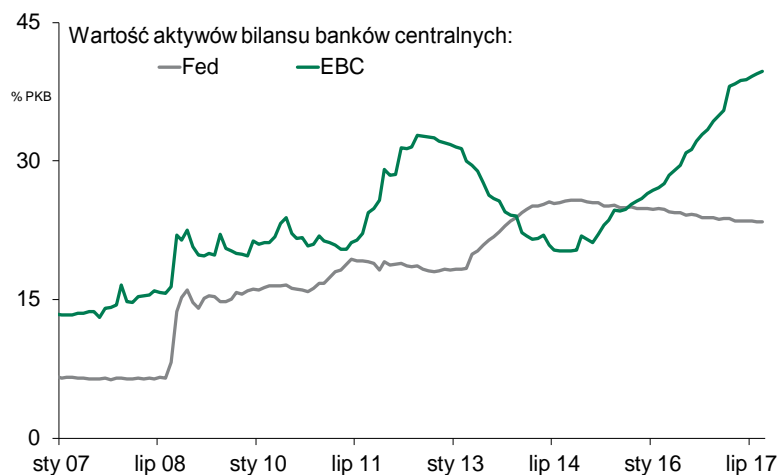


Perspektywy jedynie powolnego wzrostu inflacji w gospodarkach rozwiniętych



- Niski poziom inflacji w warunkach dynamicznej poprawy sytuacji na rynkach finansowych w kontekście solidnego ożywienia globalnej koniunktury i utrzymania łagodnych warunków monetarnych pozostanie wyzwaniem dla polityki pieniężnej głównych banków centralnych w 2018 r.
- Biorąc pod uwagę wciąż utrzymujące się luźne warunki finansowe i wyraźny wzrost znaczenia tego czynnika w warunkach solidnej poprawy koniunktury gospodarczej oczekujemy dalszego zaostrzenia / ograniczania polityki pieniężnej głównych banków centralnych (Fed i EBC). Jednocześnie jednak ostrożne założenia dot. perspektyw inflacyjnych przekładają się – szczególnie w kontekście USA na prognozę wolniejszego tempa tego zacieśnienia.
- Uważamy, że szczególnie w warunkach rozpoczętego procesu redukcji bilansu Fed, który może lepiej adresować ryzyka związane z sytuacją na rynkach finansowych, skłonność do podwyżek stóp procentowych w USA w warunkach utrzymującej się niskiej inflacji bazowej będzie obniżać się. Wobec dokonanej już normalizacji polityki pieniężnej coraz mocniej może ponownie zmieniać się bilans ryzyka dla decyzji Fed, tj. FOMC może coraz bardziej brać pod uwagę potencjalne negatywne dla gospodarki skutki zbyt silnego zacieśnienia polityki pieniężnej wobec ryzyka opóźnień w procesie zaostrzenia tej polityki.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia ostrożnej polityki Fed, dla której ważnym argumentem pozostanie sytuacja rynkowa podtrzymujemy nasze oczekiwania z jednej strony wyhamowania skali napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące, a z drugiej strony ograniczonego ryzyka kryzysowego dostosowania tych rynków do polityki Fed.

Oczekujemy podtrzymania ostrożnych zmian w polityce pieniężnej głównych banków centralnych



źródło: Federalreserve, EBC, ThomsonReuters Datastream

Oczekujemy utrzymania wolniejszego napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące

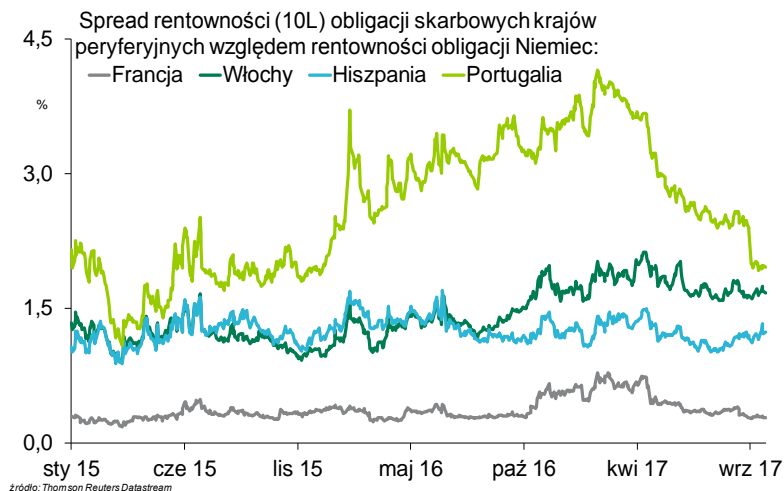


źródło: Barclays

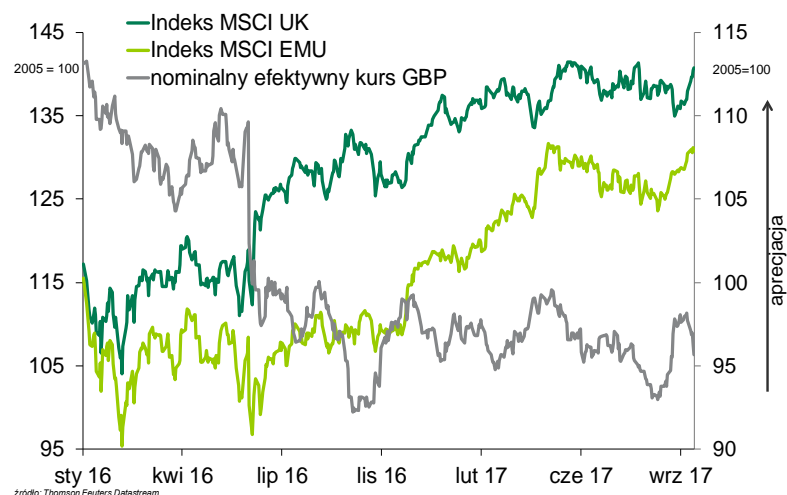
W 2018 r. sytuacja polityczna – głównie w Europie – pozostanie ważnym tematem dla rynków finansowych

- Wynik wyborów parlamentarnych w Niemczech, sytuacja w Katalonii oraz brak postępu negocjacji dot. Brexitu pomiędzy Komisją Europejską a rządem Wielkiej Brytanii przypomniły, że sytuacja polityczna w Europie, choć bezpieczniejsza, cały czas pozostaje daleka od stabilnej.
- W scenariuszu bazowym nie zakładamy eskalacji konfliktu w Katalonii (raczej ustępstwa rządu w Madrycie wobec regionalnych władz i poszerzenie autonomii) z uwagi na potencjalne bardzo wysokie koszty ekonomiczne dążenia regionu do niepodległości (np. wyjście ze strefy euro). W krótkim okresie ten czynnik pozostanie ważnym ryzykiem ryzyka dla europejskiego, a w scenariuszu pesymistycznym, dla globalnego rynku finansowego.
- Nawet przy założeniu ograniczenia ryzyka w Hiszpanii, dotychczasowe wydarzenia poskutkują zapewne trwałszym wzrostem niepewności dot. sytuacji politycznej we Włoszech, wobec niepewnego wyniku prac ustawodawczych nad prawem wyborczym i wysokiego ryzyka problemów z utworzeniem po wyborach w 2018 r. większościowego rządu.
- Już od ponad roku ryzyka związane z Brexitem wpływają wyłącznie na notowania brytyjskiego funta. W decydującym stopniu ryzyko ewentualnego nieuporządkowanego procesu wyjścia Wielkiej Brytanii z EU będą głównie ciężać gospodarce brytyjskiej. Trudno jednak zakładać, że w scenariuszu pesymistycznym nieuporządkowany proces Brexitu pozostałby bez wpływu na sytuację rynkową i gospodarczą w całej Unii Europejskiej. O ile nie zostanie wypracowany kompromis dot. np. wydłużenia procesu wyjścia, Wielka Brytania wystąpi z UE w marcu 2019 r. (dwa lata po uruchomieniu art. 50 Traktatu o UE).

Wyhamowanie dotychczasowego spadku ryzyka politycznego w Europie

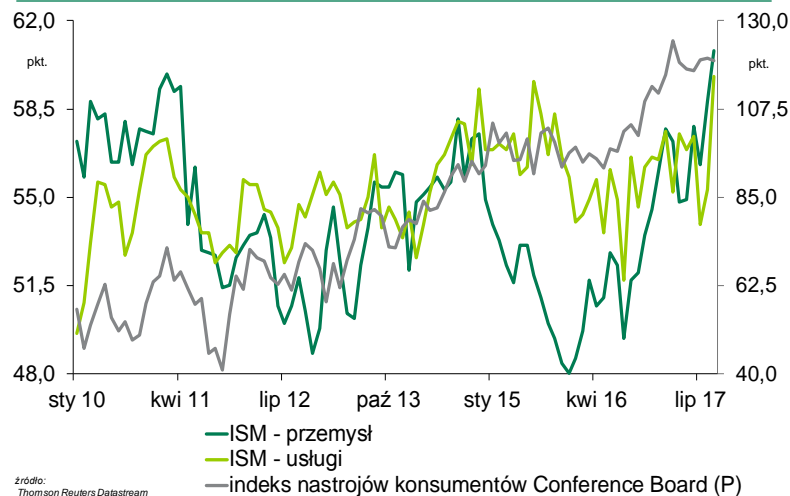


Dotychczas negatywny wpływ Brexitu istotny jedynie dla notowań funta brytyjskiego

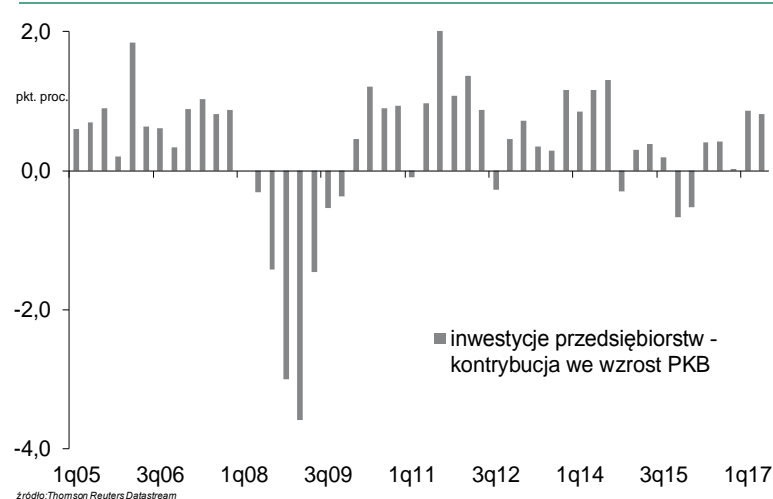


- Dane dot. wskaźników koniunktury gospodarczej oraz dane miesięczne ze sfery realnej wskazują na utrzymanie stabilnej sytuacji gospodarczej w III kw. przy prawdopodobnie ograniczonym negatywnym wpływie huraganów na aktywność amerykańskiej gospodarki. Efekty huraganów nie wpłynęły na pogorszenie indeksów koniunktury ISM, co może być związane z powszechnymi opiniami, że ewentualne perturbacje gospodarcze z tego tytułu będą jedynie okresowe.
- Najważniejszym czynnikiem poprawy sytuacji gospodarczej w USA jest obecnie odbicie inwestycji przedsiębiorstw, w I. 2015-2016 istotnego słabego punktu amerykańskiej gospodarki. Po części ta sytuacja jest pochodną ograniczenia spadku cen surowców i wzrostu aktywności inwestycyjnej firm z sektora wydobywczego, po części natomiast sygnałem trwalszej poprawy oczekiwań dot. perspektyw gospodarczych (poprawa aktywności inwestycyjnej w pozostałych sektorach gospodarki) .
- Silne pogorszenie danych dot. zatrudnienia w USA we wrześniu (spadek liczby etatów) był zapewne skutkiem ograniczenia aktywności w części regionów USA dotkniętym zniszczeniami. Z punktu widzenia średniookresowego ważniejsze są natomiast dane dot. dalszego spadku stopy bezrobocia oraz lekkiego przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń, które lepiej oddają utrzymujące się korzystne perspektywy rynku pracy w USA w średnim okresie.

Huragany w USA bez wpływu na nastroje podmiotów gospodarczych



Odbicie inwestycji przedsiębiorstw w I poł. 2017 r.

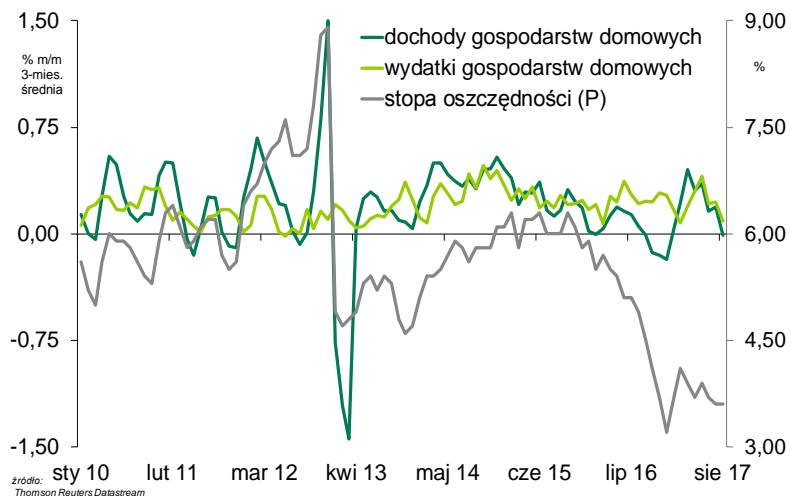


- Pod koniec września prezydent Donald Trump przedstawił założenia reformy amerykańskiego systemu podatkowego. Główne założenia projektu obejmują:
 - obniżkę najwyższej stawki PIT do 35% z 39,6% obecnie,
 - zmniejszenie liczby progów podatkowych dla podatników indywidualnych (do trzech: 12%-25%-35% z obecnych siedmiu),
 - blisko dwukrotne zwiększenie kwoty wolnej od podatku,
 - ograniczenie części obecnie występujących możliwości odliczeń podatkowych dla podatników indywidualnych,
 - obniżenie stawki podatku CIT z 35% do 20%,
 - możliwość obniżenia podstawy opodatkowania podatku CIT o wydatki kapitałowe na co najmniej kolejne 5 lat,
 - zmniejszenie liczby progów podatkowych,
 - jednorazowe opodatkowanie środków finansowych utrzymywanych obecnie poza granicami USA przez firmy w przypadku ich repatriacji.
- Przedstawiony przez prezydenta projekt nie zawierał żadnych informacji nt. skutków w kolejnych latach prezentowanych propozycji dla polityki fiskalnej. Zaproponowane ograniczenie odliczeń i ulg podatkowych stanowi bowiem jedynie niewielką część ubytków po stronie dochodów z tytułu ograniczenia stawek podatku. Prezydent powiedział, że liczy na wdrożenie przedstawionych założeń zmian podatkowych w ciągu kolejnych dwóch miesięcy.
- Biorąc pod uwagę powyższe, jak również dotychczasowe doświadczenia w zakresie wdrażania przez nową administrację istotnych reform, pozostajemy bardzo sceptyczni co do scenariusza wdrożenia zaproponowanych zmian w tak krótkim czasie. Obawy przed zwiększeniem deficytu budżetowego i długu publicznego w Partii Republikańskiej są istotne, co wskazuje na dłuższy horyzont czasowy prac i jednocześnie raczej na bardziej ograniczony zakres zmian podatkowych w zakresie ubytku dochodów (ewentualnie dodatkowe prace obniżające stronę wydatkową).
- W bazowym scenariuszu przyjmujemy założenie, że zmiany w systemie podatkowym zostaną wprowadzone w I poł. 2018 r. oraz w ograniczonej skali wobec zaprezentowanych obecnie. Ewentualne szersze zmiany (uwzględniające silniejsze dostosowania w innej części dochodów lub wydatków) implikowałyby zapewne jeszcze dłuższy okres wdrożenia.

Zakładamy utrzymanie dynamiki PKB w USA w 2018 r. na poziomie lekko powyżej 2,0% r/r

- Nasze założenia dot. zmian podatkowych implikują ograniczony wpływ poluzowania fiskalnego na sytuację gospodarczą w USA. Oceniamy, że impuls fiskalny z tytułu ograniczenia obciążeń podatkowych pozwoli raczej na utrzymanie wzrostu PKB na bieżącym poziomie, niż na dodatkowe silniejsze ożywienie wzrostu aktywności.
- Biorąc pod uwagę stopniowe ograniczenie odbudowy inwestycji w sektorze wydobywczym oczekujemy lekkiego wyhamowania dynamiki inwestycji przedsiębiorstw w kwartałach kolejnych. Dane dot. sytuacji na rynku nieruchomości potwierdzają oczekiwania spowolnienia aktywności w tym sektorze.
- Biorąc pod uwagę wolniejsze tempo wzrostu zatrudnienia oraz wciąż ograniczone tempo wzrostu wynagrodzeń, przy bieżącej niskiej stopie oszczędności gospodarstw domowych oczekujemy utrzymania niższego tempa wzrostu konsumpcji prywatnej w 2018 r.
- Założenia lekkiego wyhamowania dynamiki wzrostu w strefie euro oraz kontynuacja stopniowego spowolnienia gospodarki chińskiej będą także ograniczały szanse na silniejsze wsparcie gospodarki z tytułu popytu zewnętrznego.
- Biorąc pod uwagę powyższe, zakładamy, że w 2018 r. dynamika wzrostu PKB ukształtuje się na poziomie 2,3% r/r, podobnie jak w 2017 r.

Wolniejszy wzrost dochodów i wydatków gospodarstw domowych w trakcie 2017 r.



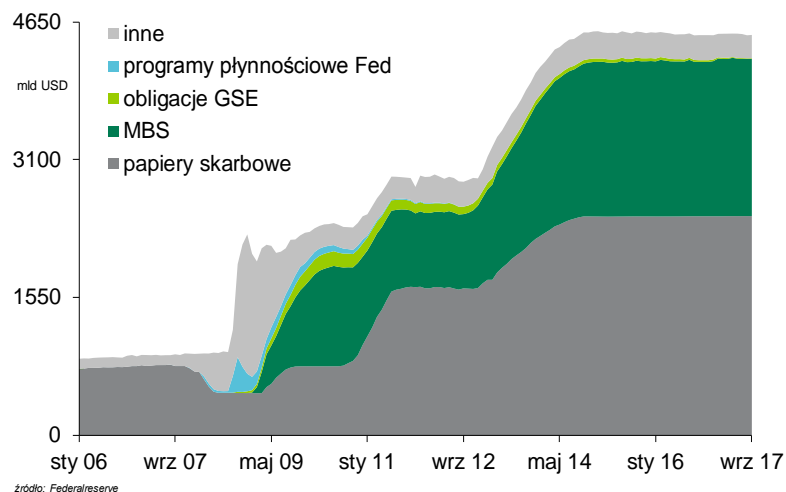
Wyraźne osłabienie aktywności na rynku nieruchomości mieszkaniowych w trakcie 2017 r.



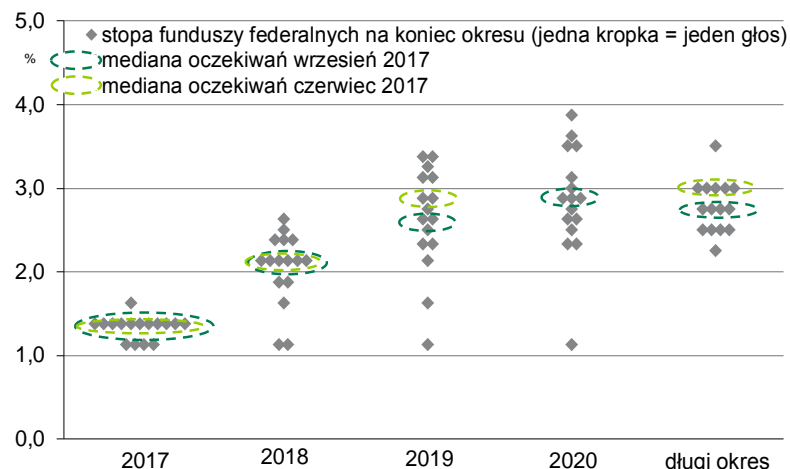
We wrześniu FOMC podtrzymał plany redukcji bilansu Fed, nieznacznie skorygował oczekiwaną ścieżkę stóp procentowych w dłuższym okresie

- Na posiedzeniu we wrześniu Komitet Otwartego Rynku Fed (FOMC) utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie - przedziałowy cel dla stopy funduszy federalnych wynosi 1,00% - 1,25%. FOMC zdecydował o rozpoczęciu od października procesu redukcji bilansu Fed. Decyzja FOMC dot. skali zmian w programie QE była zgodna z zapowiedziami po czerwcowym posiedzeniu. Miesięczny limit sumy zapadających obligacji skarbowych, które nie będą reinwestowane ustalono na 6 mld USD, ma on być zwiększany co trzy miesiące o 6 mld w przeciągu kolejnych 12 miesięcy, do 30 mld USD miesięcznie. Dla instrumentów MBS limit ustalono na 4 mld USD, co ma być zwiększane co kwartał o 4 mld do 20 mld USD.
- W zakresie projekcji ścieżki stóp procentowych można wskazać z jednej strony na jedynie niewielkie korekty (w dół) prognoz stóp w najbliższych kwartałach, a z drugiej strony na korektę w dół prognozy co do poziomu stopy procentowej w długim okresie. Większość członków FOMC nadal oczekuje jeszcze jednej podwyżki stóp w 2017 r. i trzech w 2018 r.
- Zgodnie z wydźwiękiem komunikatu, prezes Fed podczas konferencji prasowej wskazała, że Komitet oczekuje, że w kolejnych kwartałach adekwatną reakcją polityki pieniężnej będzie dalszy stopniowy proces zacieśniania polityki pieniężnej. FOMC oczekuje stopniowego wzrostu inflacji w warunkach solidnego wzrostu gospodarczego pomimo dotychczasowego dużo wolniejszego wzrostu wskaźnika. Jednocześnie prezes Fed powiedziała, że ścieżka inflacji pozostaje dla FOMC nie do końca jasna i obciążona jest wyższym ryzykiem prognozy.

Od IV kw. br. rozpocznie się bardzo stopniowy proces redukcji wartości aktywów w bilansie Fed

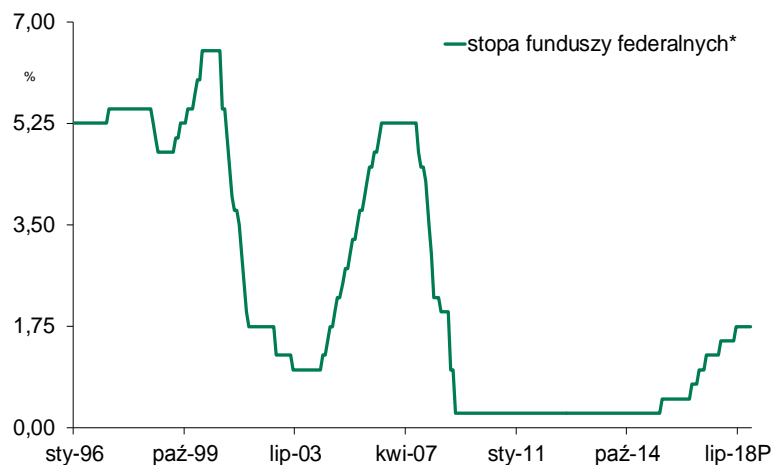


Po podwyżce oczekiwań co do poziomu stóp w marcu br., we wrześniu FOMC powraca do obniżek prognoz, póki co w dłuższym horyzoncie



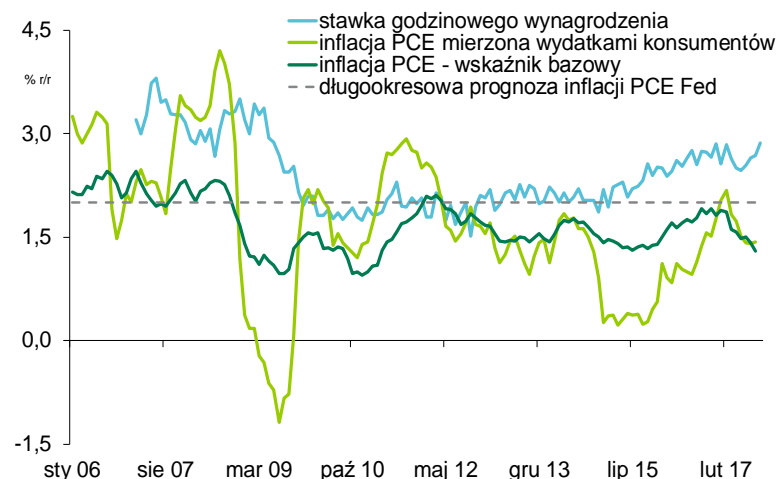
- Biorąc pod uwagę z jednej strony utrzymujące się silne tempo wzrostu cen aktywów finansowych, stabilny wzrost aktywności gospodarki oraz solidny spadek stopy bezrobocia, a z drugiej strony wciąż niski wskaźnik inflacji bazowej, oczekujemy kontynuacji ostrożnego procesu zacieśnienia polityki pieniężnej Fed.
- O ile brak dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej faktycznie mógłby przekładać się na większe ryzyko w kontekście wskaźników makro-ostrożnościowych (sytuacja rynkowa), o tyle w obecnej fazie cyklu gospodarczego FOMC będzie brał także pod uwagę ryzyka związane ze zbyt silnym zacieśnieniem polityki pieniężnej.
- Zakładamy, że w 2018 r. w większym stopniu polityka pieniężna będzie koncentrowała się na programach ilościowych. Stopniowe ograniczenie poziomu bilansu Fed będzie skutkowało ograniczeniem poziomu rezerw sektora bankowego i tym samym zaostrzeniem warunków rynku pieniężnego. W warunkach utrzymujących się wyzwań po stronie inflacji będzie to w naszej ocenie skutkowało mniejszą skalą podwyżek stóp procentowych w 2018 r., wobec bieżących założeń FOMC. Ważnym czynnikiem determinującym politykę pieniężną Fed w kwartałach kolejnych będzie zmiana składu komitetu FOMC, w tym w pierwszych miesiącach 2018 r. kończąca się kadencja prezes Fed Janet Yellen. W naszej ocenie nowi członkowie zarządu Fed i komitetu FOMC będą przynajmniej nie mniej „gołąbi” wobec ustępujących członków.
- Oczekujemy, że w 2018 r. skala redukcji bilansu będzie przebiegała zgodnie z przedstawionym przez FOMC harmonogramem, a stopy procentowe wzrosną do końca 2018 r. o 50 pkt. baz. (podwyżka o 25 pkt. baz. w grudniu 2017 r. oraz o 25 pkt. baz. w I poł. 2018 r.).

Oczekujemy utrzymania powolnego tempa podwyżek stóp procentowych Fed



* od grudnia 2008 górną granicą przedziału dla stopy funduszy federalnych
źródło: Thomson Reuters Datastream

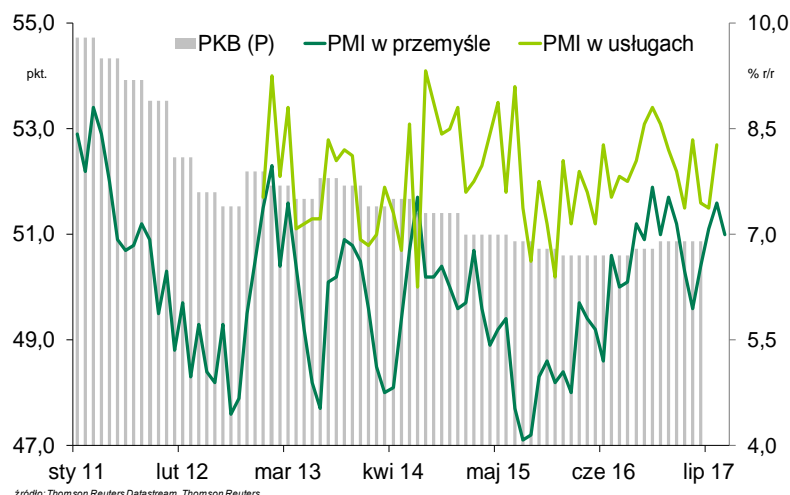
Spadek inflacji bazowej w 2017 r. przy silnej poprawie zatrudnienia i wolnym wzroście dynamiki wynagrodzeń



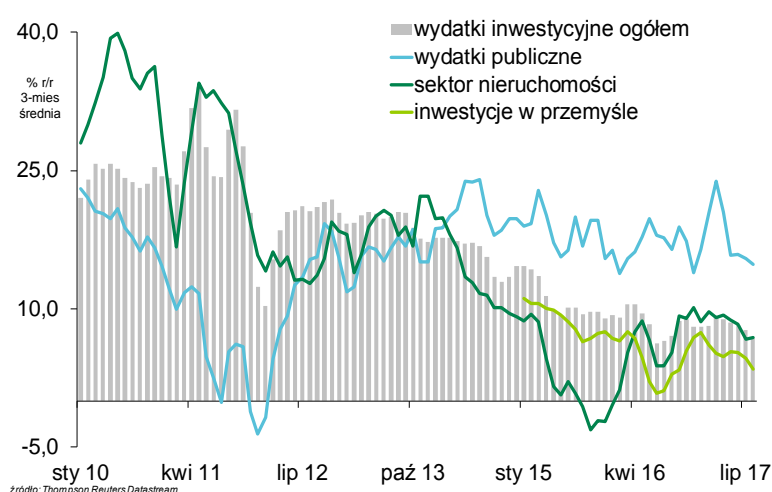
źródło: Thomson Reuters Datastream, Federal Reserve

- Opublikowane dane dot. wskaźników koniunktury potwierdzają dotychczasową sytuację ograniczonego ryzyka silniejszego spowolnienia aktywności w chińskiej gospodarce. Podtrzymujemy ocenę, że negatywnie na wyniki gospodarki w Chinach będzie wpływało ograniczenie inwestycji na rynku mieszkaniowym, ograniczenie inwestycji publicznych oraz wdrażanie reform gospodarczych ograniczających skalę zadłużenia przedsiębiorstw publicznych, ograniczenia finansowania nie-bankowego oraz ograniczenia ryzyka przegrzania rynku nieruchomości.
- Cały czas uważamy, że przy ograniczeniu kontrybucji inwestycji, w szczególności publicznych, pozytywnie na wyniki gospodarki wpływać będzie stabilna sytuacja sektora prywatnego, w tym przede wszystkim utrzymujące się solidne tempo wzrostu konsumpcji prywatnej. Choć oczekujemy lekkiego spowolnienia wzrostu gospodarczego w strefie euro w 2018 r., to wciąż w porównaniu do sytuacji z I. 2015-2016 popyt zagraniczny pozostanie ważnym wsparciem dla chińskiej gospodarki.
- Zakładamy, że dynamika wzrostu PKB lekko wyhamuje do 6,8% r/r w 2017 r. oraz do 6,5% r/r w 2018 r.
- Biorąc pod uwagę wciąż relatywnie luźne warunki finansowe można oczekiwać utrzymania bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej chińskiego banku centralnego (tj. utrzymania wyższego poziomu krótkoterminowych stóp procentowych). Ryzyko ewentualnego silniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej będzie w naszej ocenie ograniczane z powodu lekkiego spowolnienia wzrostu gospodarczego oraz niskiego ryzyka wzrostu inflacji.

W III kw. stabilne poziomy indeksów koniunktury gospodarczej

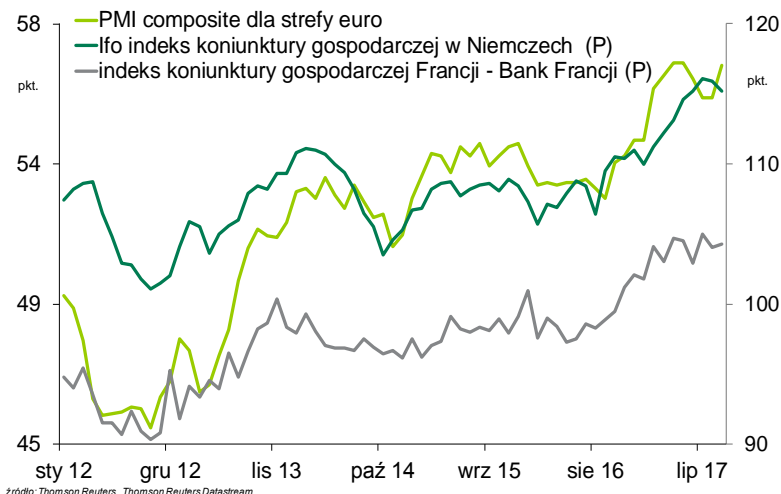


Oczekiwane dalsze hamowanie wzrostu inwestycji, głównie infrastrukturalnych i przedsiębiorstw publicznych

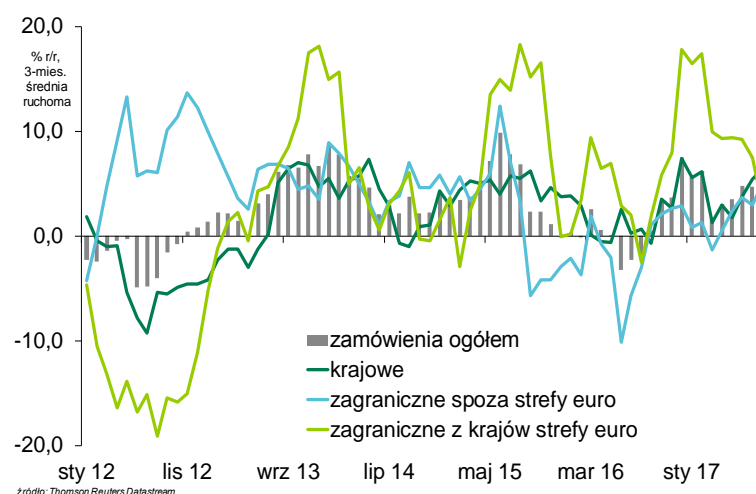


- Dane ze strefy euro w ostatnich tygodniach zaskakiwały zdecydowanie *in plus*. Wcześniejsze sygnały stabilizowania się aktywności nie potwierdziły się, ponownie silniej wzrosły indeksy koniunktury we wrześniu oraz zamówienia i produkcja przemysłowa w Niemczech w sierpniu (solidny wzrost zamówień krajowych oraz zagranicznych spoza strefy euro).
- Aktywność gospodarki wspiera zarówno stabilny popyt zagraniczny oraz konsumpcyjny i coraz wyraźniej poprawiające się statystyki dot. inwestycji. Pomimo solidnego wzrostu popytu krajowego oraz silnej aprecjacji euro póki co ograniczona pozostaje skala wzrostu importu.
- Lepsza bieżąca koniunktura przekłada się na poprawę prognoz na II poł. 2017 r. W całym br. dynamika wzrostu PKB w strefie euro powinna wynieść ok. 2,3% r/r. Zakładamy cały czas lekki spadek dynamiki wzrostu PKB w przyszłym roku poniżej 2,0% r/r z uwagi na oczekiwane stopniowe wyhamowanie wzrostu gospodarczego w Chinach (w tym gł. zagranicznego popytu inwestycyjnego) oraz negatywny wpływ znaczącej skali wzmocnienia notowań euro na wyniki eksportu netto.
- Pomimo solidnego ożywienia na rynku pracy strefy euro w dalszym ciągu brak oznak silniejszego przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń (i to nawet w Niemczech), będzie hamować silniejsze przyspieszenie konsumpcji prywatnej jak również pozostanie ważnym hamulcem dla silniejszego i trwałego wzrostu inflacji.

Po wakacyjnej stabilizacji, we wrześniu ponowna poprawa nastrojów podmiotów gospodarczych w strefie euro

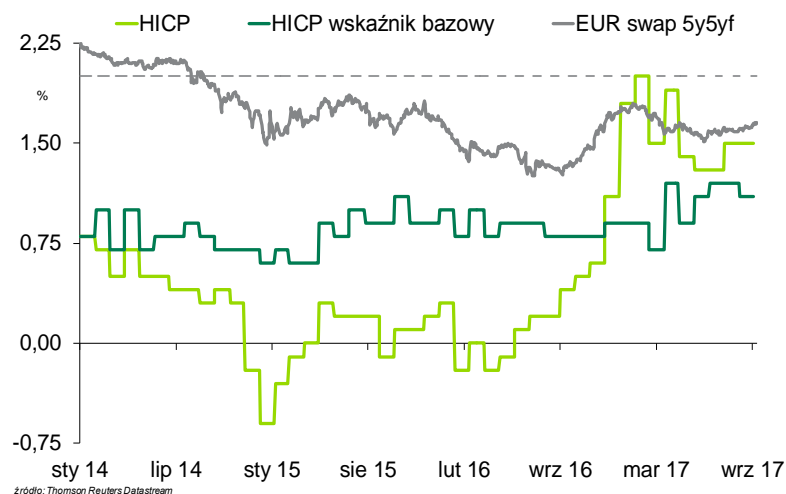


Po okresowym spowolnieniu, w sierpniu bardzo silny wzrost zamówień w niemieckim przemyśle

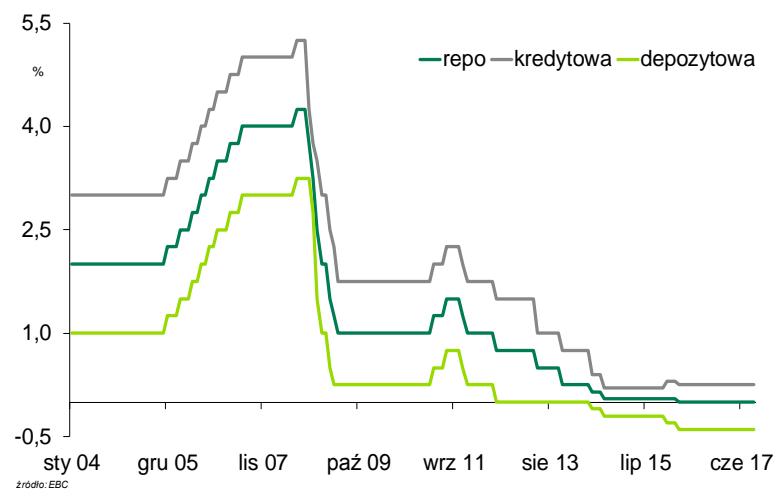


- Zapis dyskusji z wrześniowego posiedzenia rady EBC potwierdził generalnie dość łagodny ton komunikatu po posiedzeniu. Zgodnie z dotychczasowymi informacjami rada widzi konieczność utrzymania łagodnych warunków monetarnych, a notowane silne wzmocnienie notowań euro jest ważnym czynnikiem dla decyzji dot. polityki pieniężnej.
- W naszej ocenie, pomimo solidnych wyników gospodarczych w strefie euro, dłuższy proces poprawy perspektyw inflacyjnych, utrzymujący się bardzo niski poziom oczekiwań inflacyjnych, niskie tempo wzrostu wynagrodzeń w strefie euro będą dla rady EBC argumentem za wydłużeniem programu QE na 2018 r.
- Oczekujemy, że na posiedzeniu w październiku rada ogłosi wydłużenie programu QE do połowy 2018 r., jednocześnie redukując wartość miesięcznego skupu aktywów do ok. 40 mld EUR. W naszej ocenie rada będzie kontynuowała program w II poł. 2018 r., nie sądzimy natomiast, aby taka deklaracja została podjęta już w październiku br.
- Wzrost znaczenia ryzyka kursowego wspiera oczekiwania utrzymania bieżących zapisów *forward guidance*, w tym dla ścieżki stóp procentowych w kontekście programu QE (brak rozpoczęcia podwyżek stóp do momentu zakończenia programu QE). Oczekujemy zatem stabilizacji stóp procentowych (w tym stopy depozytowej) do końca 2018 r.

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



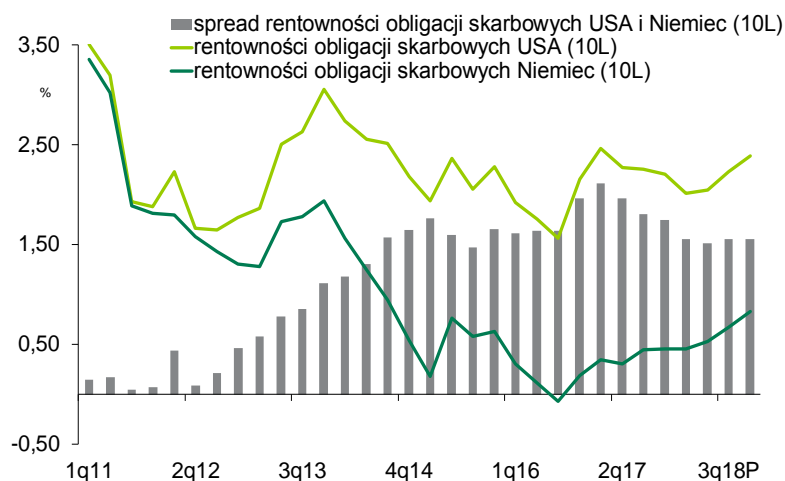
... skutkuje koniecznością utrzymania luźnej polityki pieniężnej EBC



Oczekujemy powolnego wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych w 2018 r.

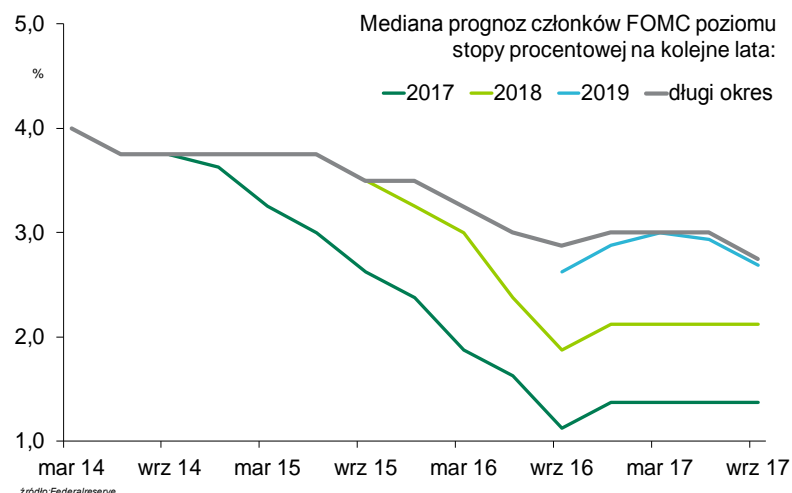
- Ponowny wzrost oczekiwań rynkowych dot. zaostrzenia polityki pieniężnej Fed poskutkowało wzrostem rentowności obligacji skarbowych USA przy dużo stabilniejszej sytuacji na rynku niemieckim z uwagi na utrzymanie łagodniejszej retoryki EBC oraz wzrost ryzyka politycznego w Europie.
- W krótszej perspektywie (przełom roku) dostrzegamy potencjał dla lekkiego spadku rentowności na rynku USA biorąc pod uwagę założenia co do wolniejszego wzrostu inflacji i mniejszej skali podwyżek stóp procentowych Fed.
- W dłuższym horyzoncie kilku kwartałów oczekujemy bardzo powolnego wzrostu rentowności papierów skarbowych na rynkach bazowych, zakładając utrzymanie generalnie stabilnej sytuacji gospodarczej, stopniowy wzrost wskaźnika inflacji, przekładający się na utrzymanie stopniowego zacieśnienia polityki Fed i ograniczenie luzowania polityki EBC.
- Podtrzymujemy dotychczasową ocenę, że brak materializacji scenariusza „reflacji”, utrzymujący się bardzo wysoki popyt na obligacje skarbowe na rynkach bazowych w warunkach wciąż znaczącej skali ilościowego luzowania polityki pieniężnej na świecie oraz strukturalne czynniki (demografia, wydajność pracy) wpływające na utrzymanie niskiej premii terminowej będą ważnymi czynnikami hamującymi skalę wzrostu rentowności obligacji skarbowych. Wrześniowa korekta prognoz FOMC dot. długookresowego poziomu stóp procentowych oddaje trend kilkuletnich dostosowań w zakresie poziomu stóp procentowych.
- W scenariuszu bazowym (tj. brak materializacji scenariuszy kryzysowych) uważamy, że wpływ zmian polityki pieniężnej zdecydowanie silniej może wpływać na rynki o wyższym profilu ryzyka wobec rynku stopy procentowej.

Prognoza powolnego wzrostu rentowności SPW na rynkach bazowych w perspektywie kilku kwartałów



źródło: Thomson Reuters Datastream, BOS Bank

Redukcja oczekiwań FOMC dot. długookresowego poziomu stopy procentowej w USA



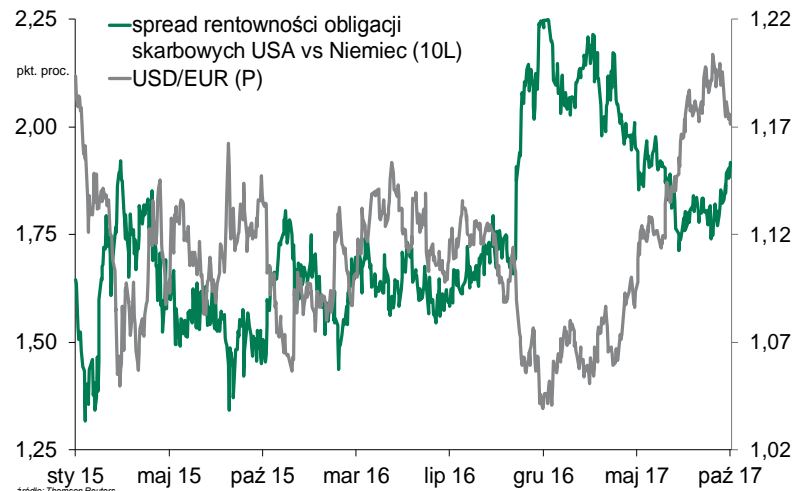
źródło: Federalreserve

- W poprzedniej publikacji *Przeglądu Makroekonomicznego* wskazywaliśmy na oddalenie się perspektywy korekty na rynku walutowym, jednak minione tygodnie przyniosły odwrócenie dotychczasowych trendów tj. lekkie wzmocnienie dolara oraz osłabienie euro, co przełożyło się na spadek kursu w kierunku 1,17 USD/EUR, wobec 1,20 USD/EUR przed miesiącem.
- Uważamy, że w 2018 r., tak jak w 2017 r., czynnikami determinującymi kształtowanie się kursu USD/EUR pozostaną dywergencja polityki pieniężnej Fed i EBC oraz sytuacja polityczna w Europie. Oczekujemy jednocześnie dalszego wygasania wpływu sytuacji politycznej oraz polityki gospodarczej w USA na rynki finansowe.
- Biorąc pod uwagę nasze średnioterminowe założenia co do utrzymującego się ryzyka politycznego w Europie (wybory we Włoszech, Brexit, dodatkowo Hiszpania), utrzymanie dywergencji polityki pieniężnej Fed i EBC, jak również wyhamowanie dotychczasowego trendu wzmocnienia walut rynków wschodzących kosztem notowań dolara, uważamy, że kurs euro do dolara będzie w trakcie 2018 r. kształtował się w przedziale 1,15-1,18 USD/EUR.
- Jednocześnie jednak biorąc pod uwagę bieżący wzrost oczekiwań co do większej skali zaostrzenia polityki pieniężnej Fed (wobec naszych prognoz), a przede wszystkim utrzymujące się wyzwania dla dolara z tytułu polityki fiskalnej uważamy, że w krótszej perspektywie (na przełomie roku) dolar może jeszcze okresowo stracić na wartości wobec euro, pod warunkiem braku eskalacji konfliktu w Hiszpanii.

We wrześniu odwrócenie kilkumiesięcznego trendu wzmocnienia euro i osłabienia dolara

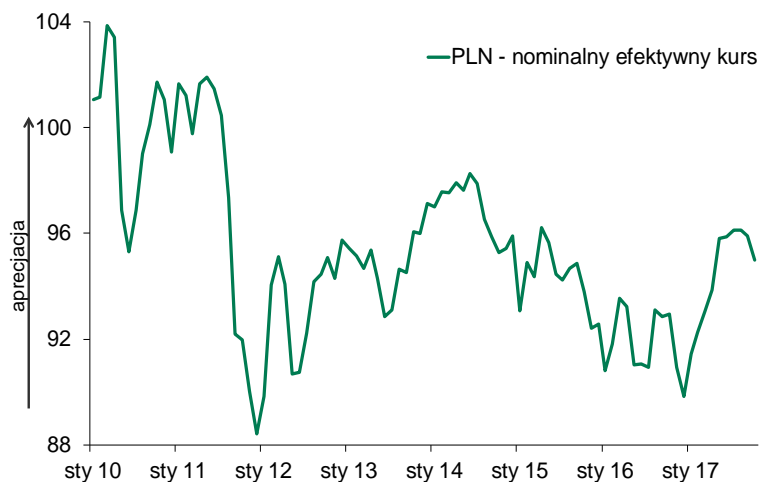


W 2018 r. cały czas dywergencja polityki Fed i EBC oraz sytuacja polityczna w Europie kluczowe dla kursu USD/EUR



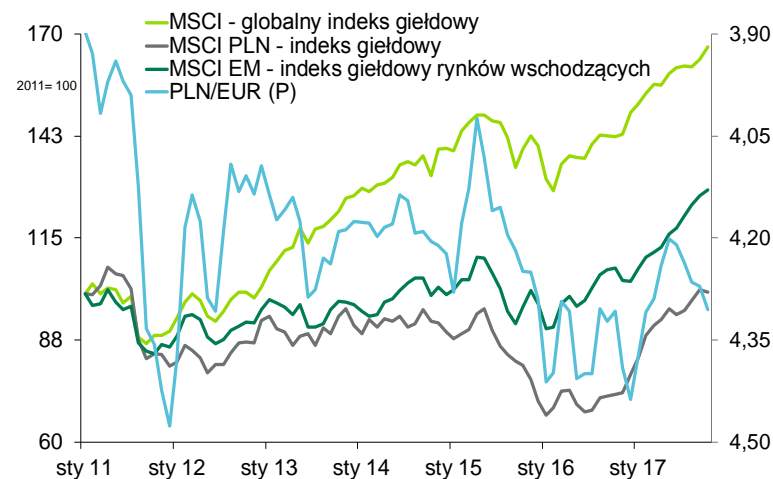
- Ograniczenie aprecjacji notowań kursów na rynkach wschodzących było w III kw. powszechnym zjawiskiem, co jest spójne z lekkim ograniczeniem skali napływu kapitału zagranicznego na te rynki w porównaniu z świetnymi wynikami z I poł. br. i może wynikać z materializującego się efektu zacieśnienia polityki pieniężnej w USA oraz ograniczenia globalnej premii za ryzyko, wraz z ponownym lekkim wzrostem ryzyka sytuacji politycznej.
- Na tym tle zwracają jednak uwagę w tygodniach minionych relatywnie słabsze notowania polskich aktywów finansowych, w tym kursu złotego, na tle pozostałych walut rynków wschodzących, co może z kolei być kombinacją pogorszenia sytuacji politycznej w Europie, ale także wyhamowania wcześniejszego optymizmu co do wzrostu popytu na aktywa finansowe z tytułu reformy OFE. W ostatnich tygodniach wzrosła bowiem niepewność co do kształtu reformy (przejęcie środków przez ZUS vs rozwój prywatnego sektora oszczędności emerytalnych).
- Biorąc pod uwagę z jednej strony korzystną sytuację fundamentalną (solidny wzrost PKB, równowagę zewnętrzną i stabilne wskaźniki fiskalne) oraz nasze założenia jedynie ostrożnej skali zmian w polityce pieniężnej głównych banków centralnych oczekujemy utrzymania silniejszych notowań kursu złotego. Z drugiej strony utrzymujące się ryzyka geopolityczne i polityczne (w szczególności w Europie) oraz oczekiwane ograniczenie dotychczasowego optymizmu co do skali globalnego wzrostu gospodarczego będą w naszej ocenie utrzymywały nieco wyższą niż w II kw. br. globalną premię za ryzyko. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach kurs złotego będzie wahał się wokół poziomu 4,25 PLN/EUR.

W III kw. lekkie osłabienie notowań kursu złotego, po silnej aprecjacji w II kw.



źródło: Thomson Reuters Datastream

Krajowe aktywa w III kw. lekko słabsze na tle poprawy na rynku globalnym i na rynkach wschodzących

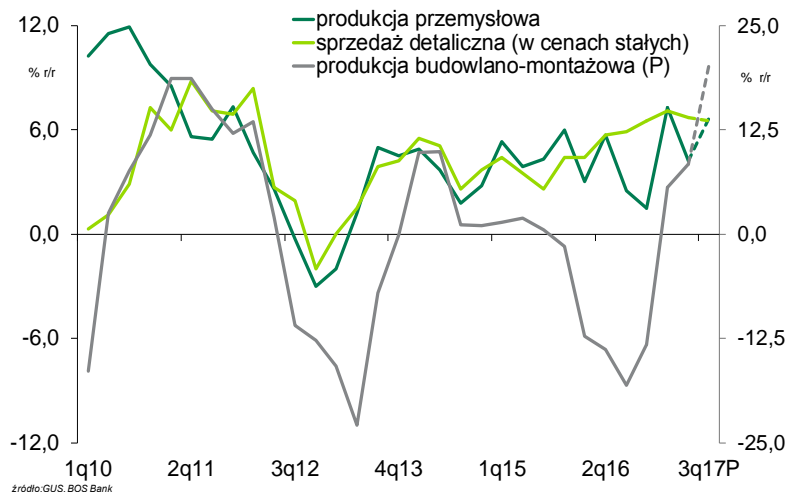


źródło: Thomson Reuters Datastream

W III kw. oczekujemy silnego wzrostu dynamiki PKB do 4,5% r/r

- Prognozujemy, że w III kw. br. dynamika PKB wzrosła do 4,5% r/r z 3,9% r/r w II kw. Dane miesięczne wskazują na bardzo silny dalszy wzrost dynamiki produkcji budowlano-montażowej, wyraźne odbicie dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i lekki spadek dynamiki sprzedaży detalicznej.
- Struktura danych dot. produkcji budowlanej, dane dot. wydatków inwestycyjnych JST oraz struktury wydatków z budżetu środków europejskich wskazują na kolejny kwartał silnego wzrostu wydatków infrastrukturalnych sektora finansów publicznych. Cały czas także utrzymywała się solidna kontrybucja budowlanych inwestycji mieszkaniowych.
- Zakładamy, że w III kw. br. dynamika spożycia gospodarstw domowych wyhamowała tylko nieznacznie, przy utrzymującej się korzystnej sytuacji na krajowym rynku pracy i bardzo korzystnych nastrojach konsumentów.
- Nie oczekujemy, aby tak wysoka dynamika wzrostu PKB utrzymała się także w IV kw.br. Analizując bardzo dobre wskaźniki produkcji przemysłowej oraz budowlanej zwraca uwagę, że na roczne dynamiki wzrostu w III kw. bardzo silnie pozytywnie wpływała bardzo niska baza odniesienia. W ujęciu zmian kwartalnych, o ile dane dot. produkcji budowlanej wskazują na utrzymujące się ożywienie aktywności, to już dane dot. przemysłu wskazują cały czas na wyraźnie niższe tempo wzrostu aktywności w porównaniu z przełomem roku.
- W tym przypadku sporym czynnikiem niepewności jest trudny do wyjaśnienia efekt dynamicznego wzrostu sierpniowej produkcji w energetyce, która silnie podbijała wyniki produkcji ogółem. Niepewność, czy słuszna jest teza o jedynie okresowym charakterze tego wzrostu wpływa na nieco wyższe ryzyka dla prognoz PKB pod koniec 2017 r.

W III kw. solidne wzrosty miesięcznych danych ze sfery realnej, w szczególności produkcji budowlanej



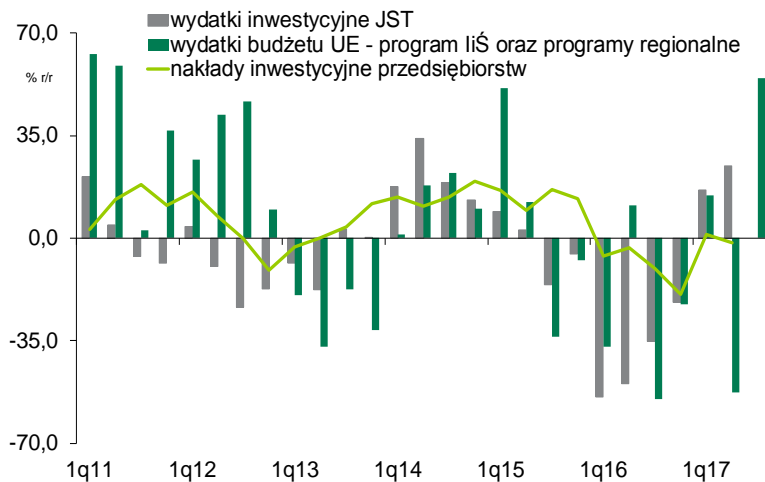
Roczne dynamiki wzrostu podbijane efektami bazy, dodatkowo rzadko spotykany efekt silnego wzrostu produkcji w energetyce



Wyższa dynamika inwestycji w br. stymulowana wydatkami SFP, w 2018 r. oczekujemy silniejszego wzrostu inwestycji przedsiębiorstw

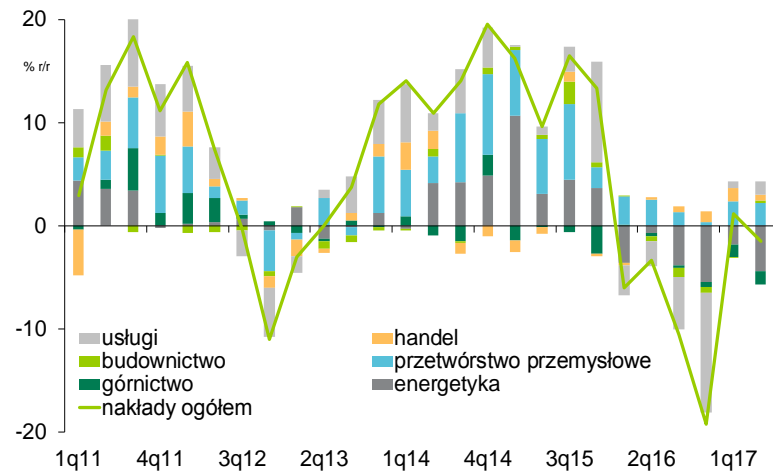
- Oczekujemy, że w II poł. br. dynamika nakładów brutto na środki trwałe wzrośnie w kierunku 5,0% r/r, wobec ok. 0% r/r w I poł. br. Głównym czynnikiem wzrostu inwestycji w 2017 r. jest wyraźne przyspieszenie inwestycji SFP (po gwałtownym spadku w 2016 r.) w warunkach coraz silniejszego wpływu wydatków w ramach programów unijnych z nowej perspektywy budżetu UE.
- Silniejszego wzrostu inwestycji ogółem (na poziomie ok. 8% r/r) oczekujemy dopiero w 2018 r. Choć przy wyższych bazach odniesienia skala dalszego wzrostu inwestycji sektora SFP będzie już nieznaczna, to oczekujemy większej kontrybucji inwestycji firm. W pierwszym rządzie oczekujemy dalszej poprawy wyników inwestycji firm publicznych (np. energetyka), po silnej skali spadków inwestycji w 2016 r., jako kolejnego etapu wydatkowania środków unijnych. Oczekujemy także silniejszej poprawy inwestycji firm prywatnych (które – co ważne – w 2016 r. nie ograniczyły tak silnie inwestycji jak sektor publiczny) w warunkach utrzymującej się korzystnej koniunktury oraz wysokiej skali wykorzystania mocy wytwórczych i jednocześnie stopniowo wygasającego efektu podwyższonej niepewności otoczenia regulacyjnego i podatkowego firm (wzrost tej niepewności w l. 2015-2016).
- Moment cyklu rynku nieruchomości mieszkaniowych przekłada się na wzrost kontrybucji we wzrost inwestycji ogółem tego segmentu w 2017 r. Biorąc pod uwagę zwiększenie skali programów publicznych w obszarze rynku mieszkaniowego oczekujemy utrzymania tej wyższej kontrybucji także w 2018 r.

W 2017 r. wyraźne odbicie wydatków inwestycyjnych SFP, jedynie ograniczenie skali spadków nakładów inwestycyjnych firm



źródło: GUS, MF

Stabilny, niski wzrost nakładów inwestycyjnych w firmach prywatnych, ograniczenie spadku nakładów w sektorach o dominującym udziale sektora publicznego

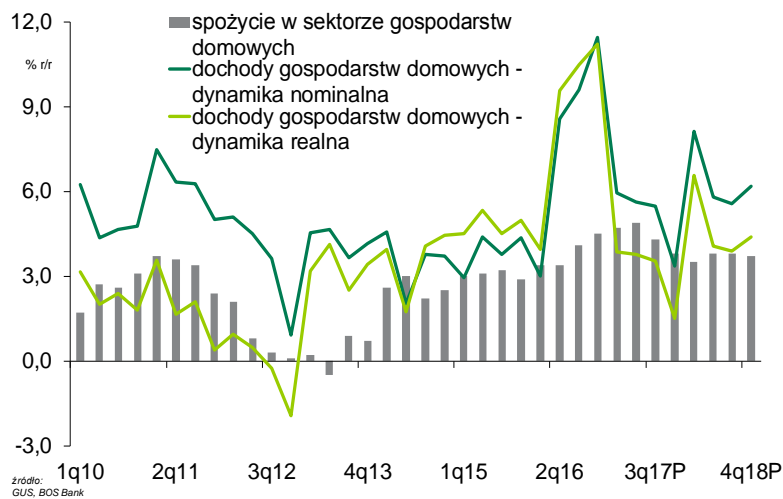


źródło: GUS, BOŚ Bank

Wyższa dynamika konsumpcji prywatnej w 2017 r., podtrzymanie prognozy jej wyhamowania w 2018 r.

- Biorąc pod uwagę utrzymujące się na bardzo wysokich poziomach wskaźniki nastrojów konsumentów, wciąż silny wzrost sprzedaży detalicznej oraz korzystne nastroje w sektorze usług oczekujemy w III kw. jedynie minimalnego spadku dynamiki spożycia gospodarstw domowych pomimo notowanego już w I poł. br. spadku dynamiki dochodów gospodarstw domowych.
- Na silny spadek dynamiki dochodów w decydującym stopniu wpływa solidny wzrost bazy odniesienia (uruchomienie w II kw. 2016 r. programu „Rodzina 500+”, najwyższa skala wypłat w III kw. 2016 r.). Przy większym opóźnieniu pozytywnego wpływu wzrostu dochodów na wydatki konsumentów, zapewne spowolnienie dynamiki wzrostu wydatków także nastąpi nieco później. Ponadto skalę tego spowolnienia może dodatkowo hamować bardzo korzystna sytuacja na rynku pracy, która podtrzymuje korzystne nastroje gospodarstw domowych.
- Dotychczas publikowane dane wskazują raczej na materializujący się scenariusz ryzyka wyższego wzrostu spożycia gospodarstw domowych w 2017 r. na co wpływa opisany powyżej efekt większych opóźnień relacji dochody vs wydatki oraz większa od naszych założeń z początku br. skala wzrostu wynagrodzeń.
- Choć podwyższyliśmy ścieżkę konsumpcji prywatnej w I. 2017 – 2018, w dalszym ciągu oczekujemy spadku tej dynamiki w 2018 r., z uwagi na wolniejsze tempo wzrostu dochodów gospodarstw domowych, pomimo oczekiwanego utrzymania solidnego wzrostu wynagrodzeń. Dane NBP nt. obniżającej się stopy oszczędzania na początku br. wskazują na ograniczone możliwości finansowania konsumpcji z oszczędności w kwartałach kolejnych.

Póki co ograniczony wpływ niższej dynamiki dochodów w I poł. 2017 r. na wydatki gospodarstw domowych



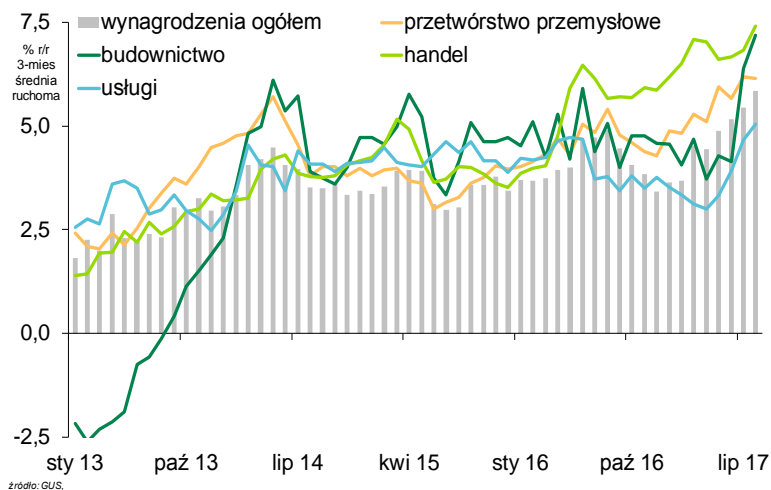
Utrzymujące się w minionych miesiącach bardzo pozytywne nastroje konsumentów



Sytuacja na rynku pracy poprawia się, zmiany regulacyjne utrudniają dokładną ocenę skali tej poprawy

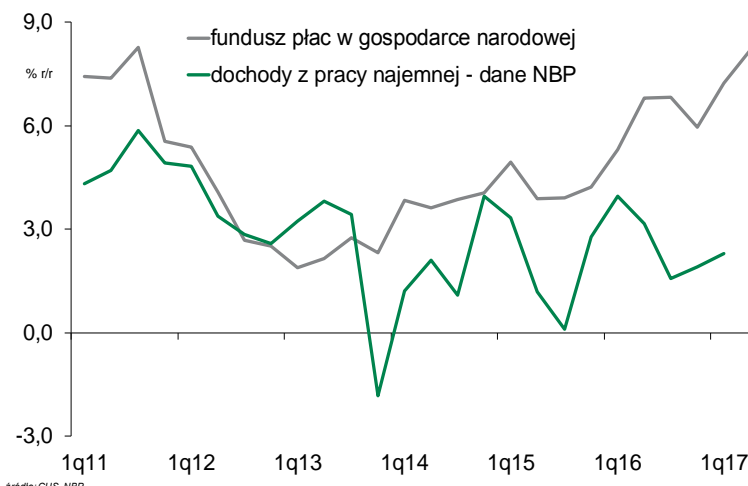
- W warunkach wysokiego popytu na pracę w połowie 2017 r. dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyła w kierunku 6,0% r/r. Pomimo oczekiwanego lekkiego spowolnienia dynamiki zatrudnienia w 2018 r. oczekujemy utrzymania podwyższonej dynamiki płac (6,0% - 7,0% r/r) w warunkach wciąż korzystniejszej niż w latach minionych relacji popytu do podaży na pracę. Wzrost płac w gospodarce będą dodatkowo wspierany zapowiadany podwyżkami płac w sektorze publicznym (m.in. nauczyciele). W przeciwnym kierunku będzie w 2018 r. oddziaływać wolniejszy wzrost płacy minimalnej oraz cały czas łagodzący wzrost płac efekt migracji.
- W bazowym scenariuszu nie oczekujemy dalszego przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń w gospodarce. Choć cykl koniunkturalny zdecydowanie sprzyja sytuacji na krajowym rynku pracy, to wciąż porównując obecne warunki z sytuacją z l. 2006-2008 trzeba mieć na uwadze dużo silniejszą kontrybucję we wzrost okresowych efektów wydatków publicznych i stymulacji fiskalnej (wydatki inwestycyjne SFP, program „Rodzina 500+”), przy wolniejszym tempie wzrostu np. popytu eksportowego czy też inwestycji firm oraz ograniczeniu skali emigracji.
- Oczywiście czynniki demograficzne, migracyjne przekładają się na wyższą niepewność prognoz. Dodatkowo cały czas bardzo ważnym problemem prognoz sytuacji na rynku pracy pozostaje trudność w precyzyjnym zdiagnozowaniu sytuacji bieżącej z uwagi na potencjalny spory wpływ zmian regulacyjnych (zmiany formy prawnej zatrudnienia od 2016 r.) na statystyki zatrudnienia w gospodarce narodowej. Od 2016 r. utrzymuje się rosnąca rozbieżność statystyk GUS dot. zatrudnienia i wynagrodzeń w gospodarce narodowej oraz statystyk NBP dot. pracujących w gospodarce.

W połowie br. już wyraźne przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń, przy szerszym zasięgu poprawy



źródło: GUS

Dane GUS z sektora przedsiębiorstw i gospodarki narodowej dużo korzystniejsze wobec danych NBP dot. dochodów z pracy najemnej



źródło: GUS, NBP

W kolejnych kwartałach dynamika wzrostu PKB bliska 4,0% r/r

- Szybsze przyspieszenie dynamiki inwestycji publicznych oraz wyższe tempo wzrostu konsumpcji prywatnej skutkują korektą prognoz dot. wzrostu PKB w 2017 r. do 4,1% r/r. Biorąc pod uwagę istotny wpływ niskiej bazy odniesienia na dane za III kw. br. oczekujemy ponownego spowolnienia dynamiki PKB w IV kw. 2017 r.
- Prognozujemy, że w 2018 r. dynamika PKB będzie utrzymywać się w okolicach 4% r/r, choć ukształtuje się poniżej wyników z 2017 r. zakładając: - brak efektu silnych kumulacji wydatków SFP (jak miało to miejsce w 2011 r.), co przy wyższych bazach odniesienia będzie hamować silniejszy wzrost dynamiki tych inwestycji w 2018 r. jak również ograniczenie skali inwestycji JST w II poł. 2018 r. po wyborach samorządowych; - brak efektu gwałtownego wybicia dynamiki wynagrodzeń, co przy mniejszej skali wpływu dochodów z tytułu świadczeń społecznych powinno lekko hamować dynamikę wzrostu konsumpcji prywatnej, - stabilizację / lekki spadek dynamiki wzrostu PKB za granicą wobec silnej poprawy w 2017 r. co będzie hamować wzrost dynamiki krajowego eksportu.
- W 2018 r. oczekujemy z kolei wyższej kontrybucji inwestycji firm, choć wyraźna poprawa tych wyników wymaga także wzrostu nakładów inwestycyjnych w zakresie dużych projektów inwestycyjnych w spółkach SP (gł. energetyka). Sądzymy natomiast, że przy korzystnej sytuacji fiskalnej, ewentualne opóźnienia wydatkowania tych środków mogłyby być rekompensowane większą skalą wydatkowania środków w ramach sektora finansów publicznych (np. inwestycje KFD).

Wzrost PKB w okolicach 4% r/r, przy rosnącej kontrybucji inwestycji i obniżającej się kontrybucji konsumpcji

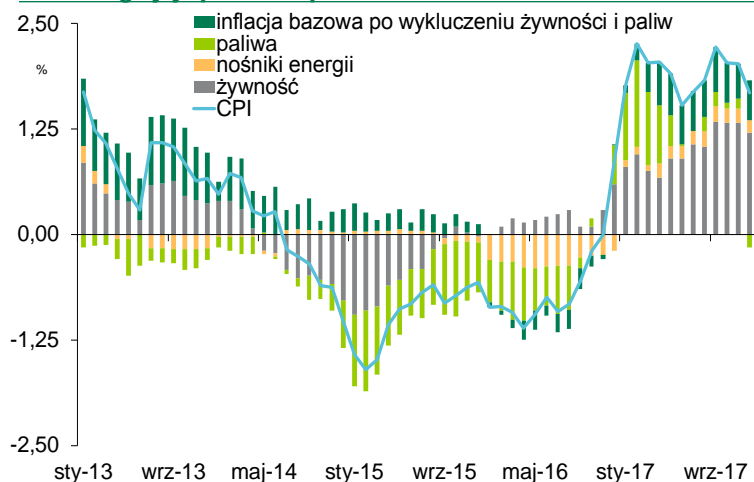
	1q17	2q17	3q17P	4q17P	1q18P	2q18P	3q18P	4q18P	2016	2017P	2018P
PKB	4,0	3,9	4,5	4,0	3,6	4,1	3,9	4,0	2,7	4,1	3,9
popyt krajowy	4,1	5,6	4,6	3,8	3,9	4,4	4,5	4,7	2,4	4,5	4,4
spożycie gospodarstw domowych	4,7	4,9	4,3	3,8	3,5	3,8	3,8	3,7	3,8	4,5	3,7
spożycie publiczne	% r/r	1,0	2,4	3,5	3,5	3,5	3,7	3,5	2,8	2,7	3,5
inwestycje	-0,4	0,8	5,0	6,0	7,2	8,2	8,1	8,1	-7,9	3,6	8,0
eksport	8,3	2,8	6,0	6,6	7,1	7,1	6,1	6,3	9,0	5,9	6,6
import	8,7	6,1	6,3	6,3	7,8	7,8	7,2	7,9	8,9	6,8	7,7
<i>kontrybucja składowych we wzrost PKB</i>											
spożycie gospodarstw domowych	3,1	2,9	2,6	1,9	2,3	2,3	2,3	1,8	2,2	2,6	2,1
spożycie publiczne	0,2	0,4	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	0,5	0,6
inwestycje	0,0	0,2	0,9	1,5	0,8	1,3	1,4	2,0	-1,6	0,6	1,4
przedsiębiorstw*	pkt.	0,0	0,1	0,3	0,5	0,9	0,9	1,3	-0,7	0,2	0,9
mieszkańciami*	proc.	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
publiczne*		-0,1	0,0	0,3	0,9	0,2	0,3	0,4	-1,0	0,3	0,4
zapasy	0,7	1,9	0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,6	0,0
eksport netto	0,1	-1,5	0,0	0,4	-0,1	-0,1	-0,4	-0,5	0,3	-0,2	-0,3

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

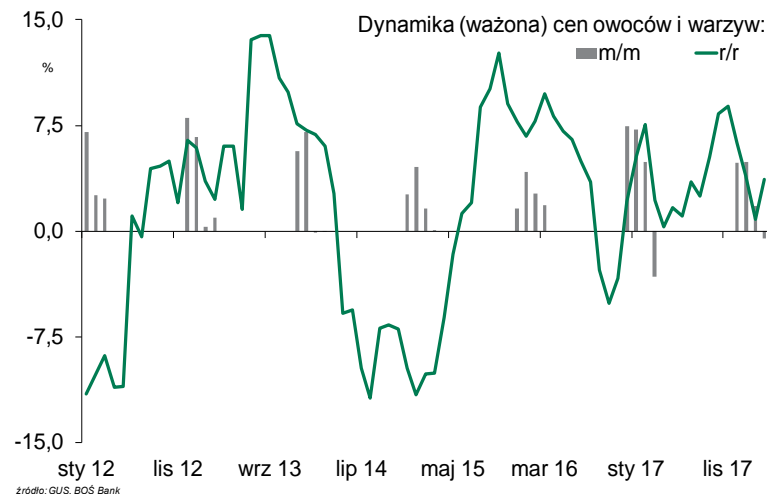
Oczekujemy spadku inflacji w kierunku 1,5% r/r na przełomie 2017 i 2018 r.

- Zakładamy, że silniejszy wzrost inflacji CPI we wrześniu (do 2,2% r/r) wynikał w decydującym stopniu z wyższego od prognoz wzrostu cen żywności. Szacujemy, że w październiku i listopadzie wskaźnik CPI będzie kształtował się w okolicach poziomu 2,0% r/r, po czym w grudniu i w I kw. 2018 r. skokowo obniży się w okolice 1,5% r/r.
- Na kształtowanie się inflacji na przełomie 2017 i 2018 r. dominujący wpływ będą miały wysokie bazy odniesienia sprzed roku, przede wszystkim gwałtowny wzrost na przełomie 2016 i 2017 cen owoców i warzyw. Przed rokiem bardzo niekorzystne warunki pogodowe w Europie skutkowały skokowym wzrostem cen importowanych owoców i warzyw silnie podbijając dynamikę cen żywności. Zakładając obecnie brak kolejnych anomalii pogodowych oczekujemy skokowego spadku indeksu cen w tej grupie w grudniu i w pierwszych miesiącach 2018 r.
- W podobnym kierunku, choć w zdecydowanie mniejszej skali, będą jeszcze na przełomie roku oddziaływać efekty bazy dla cen paliw, z kolei w kierunku wzrostu inflacji będą oddziaływać nieznacznie wyższe indeksy cen nośników energii.

Pomimo solidnego wzrostu inflacji CPI we wrześniu, oczekujemy skokowego jej spadku na przełomie 2017 i 2018 r.



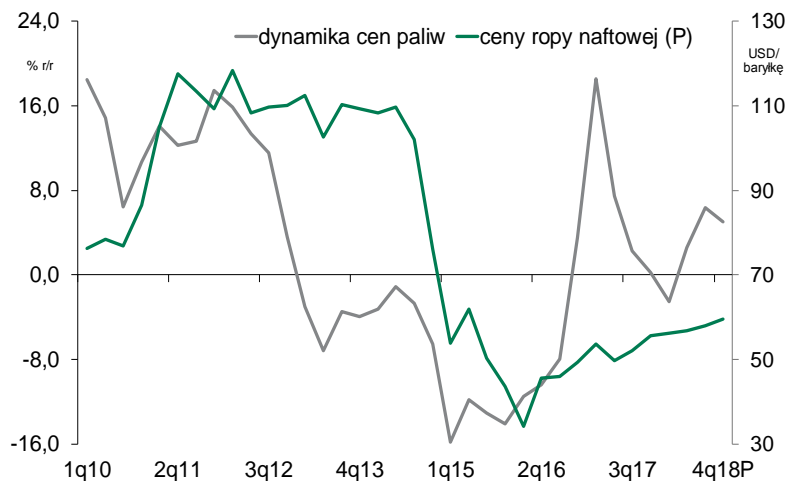
Głównym powodem spadku wskaźnika CPI bardzo wysoka baza odniesienia dla cen owoców i warzyw



W trakcie 2018 r. oczekujemy stabilizowania się dynamiki cen paliw i solidnego spadku dynamiki cen żywności

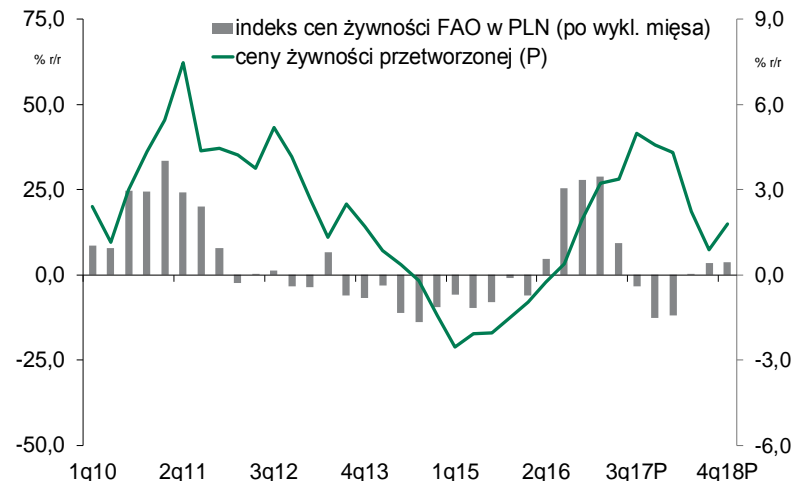
- Po silnym wzroście kontrybucji żywności we wzrost PKB w 2017 r. (do ok. 1 pkt. proc.), w 2018 r. oczekujemy wyraźnego spadku kontrybucji tej kategorii do ok. 0,5 pkt. proc. Na silny wzrost dynamiki cen żywności w 2017 r. istotnie wpłynął wzrost cen żywności przetworzonej, co pozostaje spójne z notowanym w II poł. 2016 r. solidnym wzrostem globalnego indeksu cen żywności przetworzonej. Od połowy br. indeks ten zmienia się już nieznacznie, co w połączeniu z roczną aprecjacją złotego wobec dolara, przekłada się na solidne spadki rocznych dynamik wzrostu i tym samym na przełomie roku (efekty opóźnień) będzie skutkowało solidnym spadkiem dynamiki rocznej cen żywności przetworzonej. Podobnych tendencji oczekujemy w przypadku cen mięsa.
- Utrzymanie bieżącego tempa wzrostu cen żywności (ok. 4% r/r) wymagałoby kolejnej fali solidnego wzrostu cen surowców lub kolejnej fali bardzo niekorzystnych warunków atmosferycznych silnie negatywnie wpływających na ceny owoców i warzyw.
- Biorąc pod uwagę wyraźnie niższą zmienność cen ropy naftowej (oraz paliw) od II kw. 2017 r. (ważne dla efektów bazy) oraz nasze założenia kształtowania się cen surowca w trakcie 2018 r. można oczekiwać od II kw. już dużo stabilniejszej dynamiki cen paliw w porównaniu do kwartałów minionych. W całym 2018 r. oczekujemy nieco niższej kontrybucji tej składowej we wzrost indeksu CPI (0,15 pkt. proc., wobec 0,35 pkt. proc. w 2017 r. oraz wobec wyraźnie ujemnej kontrybucji w I. 2014-2016).

Założenia stabilizowania się cen ropy naftowej przekładają się na prognozę wolniejszego wzrostu cen paliw



źródło: GUS, Thomson Reuters Datastream, BOS Bank

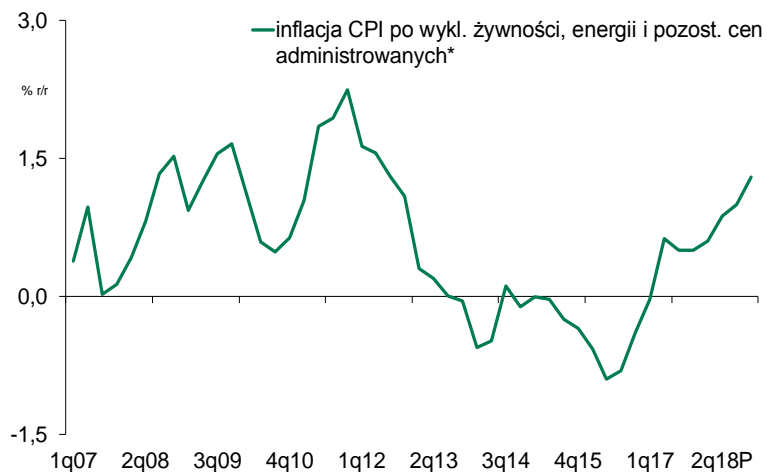
Wyhamowanie wzrostu globalnych indeksów cen surowców żywnościowych powodem solidnego spadku dynamiki cen żywności w 2018 r.



źródło: GUS, Eurostat, FAO, BOS Bank

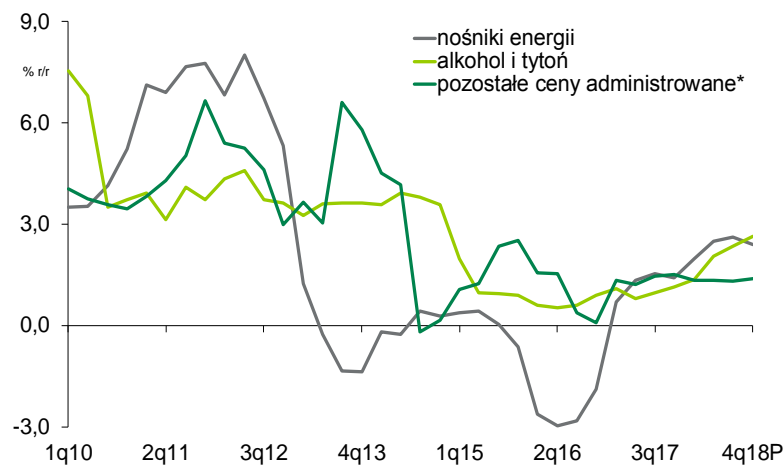
- Biorąc pod uwagę wyższe tempo wzrostu wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy, jak również solidny wzrost popytu konsumpcyjnego oczekujemy wzrostu inflacji CPI z tytułu efektów cyklicznych. Prognozujemy, że indeks CPI po wykluczeniu żywności, energii oraz pozostałych cen administrowanych wzrośnie jeszcze w trakcie 2018 r. po solidnym już odbiciu (choć z silnej deflacji) w 2017 r.
- Pomimo proinflacyjnych warunków koniunktury nie oczekujemy, aby indeks przekroczył wysokie poziomy z 2011 r. ze względu na brak występujących wtedy efektów silnej presji kosztowej (dynamiczny wzrost cen surowców energetycznych) oraz bardzo silnej deprecjacji złotego. Porównując z kolei bieżący okres wzrostu indeksu do epizodu 2008 r., choć w kolejnych kwartałach nie wystąpi dynamiczna aprecjacja notowań złotego (która wtedy silnie zaniżała indeks cen), to także nie zakładamy dynamicznego efektu wzrostu cen surowców i silnej presji kosztowej na wzrost cen, jednocześnie przy prognozowanej niższej skali wzrostu jednostkowych kosztów pracy w porównaniu z okresem sprzed kryzysu.
- Biorąc pod uwagę brak istotnych zmian w zakresie stawek akcyzy na alkohol oraz papierosy, nie oczekujemy istotnej zmiany indeksu w tej grupie towarów. W roku wyborów samorządowych w 2018 r. oraz przy braku silnej presji kosztowej (ceny surowców) oczekujemy także utrzymania (w ujęciu historycznym) relatywnie niskiego wzrostu cen pozostałych towarów i usług administrowanych. Przy oczekiwanej nieco tylko wyższej ścieżce cen gazu, oczekujemy minimalnie wyższej kontrybucji nośników energii do wzrostu indeksu CPI w 2018 r. w porównaniu do wyników z 2017 r.

Efekte cykliczne stymulujące dalszy wzrost inflacji bazowej w trakcie 2018 r.



*szacunki własne
źródło: GUS, Eurostat, BOS Bank

Tylko nieznacznie wyższe wzrosty cen w grupie towarów i usług o istotnym znaczeniu decyzji administracyjnych



*szacunki własne
źródło: GUS, Eurostat, BOS Bank

- Oczekujemy, że od II kw. 2018 r. inflacja CPI wzrośnie trwale powyżej 1,5% r/r w połowie 2018 r. oraz w kierunku 2,0% r/r pod koniec 2018 r., przy: - wyższym wzroście inflacji z tytułu efektów cyklicznych (wskaźnik inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych), - jednocześnie w stosunku do 2017 r. solidnym spadku dynamiki cen żywności, - niewielkich zmianach kontrybucji do wskaźnika CPI w pozostałych kategoriach.
- Pomimo generalnych warunków makroekonomicznych sprzyjających wyższej inflacji CPI, wskaźnik inflacji powinien w 2018 r. utrzymać się poniżej celu inflacyjnego RPP oraz kolejny rok zdecydowanie poniżej średnich poziomów sprzed kilku lat. Taka sytuacja, pomimo naprawdę solidnego wzrostu inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych jest efektem opisywanych oczekiwań dot. niższego wzrostu cen paliw i żywności, co z kolei jest związane z założeniami dot. sytuacji na globalnym rynku surowców.
- Jednocześnie poza tymi efektami, analizując dane dot. wskaźnika inflacji w porównaniu do poziomów z lat minionych, należy zwrócić uwagę na utrzymujące się od kilku lat wyraźnie niższe wskaźniki cen nośników energii, alkoholu i tytoniu oraz pozostałych cen administrowanych (jak np. leki, transport publiczny, opłaty związane z użytkowaniem mieszkania, za przedszkola, które zaliczane są do inflacji bazowej po wykluczeniu tylko żywności i energii). W l. 2007 – 2012 średnia kontrybucja tych kategorii do wskaźnika CPI wynosiła 1,5 pkt. proc., wobec jedynie 0,3 pkt. proc. w l. 2013 – 2017.

Solidny wzrost inflacji bazowej, niższe ceny żywności i paliw oraz kolejny rok ograniczonego wzrostu cen nośników energii i pozostałych towarów i usług o istotnym wpływie decyzji administracyjnych

% r/r średnio w okresie	1q17	2q17	3q17P	4q17P	1q18P	2q18P	3q18P	4q18P	2016	2017P	2018P
CPI	2,0	1,8	1,9	1,8	1,5	1,7	1,6	1,9	-0,6	1,9	1,6
żywność i napoje bezalkoholowe	3,4	3,4	4,7	5,0	3,7	2,6	1,1	1,2	0,8	4,1	2,1
alkohol i wyroby tytoniowe	1,1	0,8	1,0	1,1	1,4	2,0	2,4	2,6	0,7	1,0	2,1
paliwa	18,6	7,5	2,3	0,2	-2,5	2,6	6,4	6,8	-6,6	7,1	3,3
nośniki energii	0,7	1,3	1,5	1,4	2,0	2,5	2,6	2,4	-2,7	1,2	2,4
ceny administrowane (poza nośnikami energii, alkoholem i wyrobami tytoniowymi)*	1,3	1,2	1,4	1,5	1,3	1,3	1,3	1,4	0,9	1,4	1,3
inflacja CPI po wykl. cen żywności, energii, alkoholu i wyrobów tytoniowych, cen administrowanych*	0,0	0,6	0,5	0,5	0,6	0,9	1,0	1,5	-0,7	0,4	1,0
inflacja bazowa po wykl. żywności i energii	0,3	0,8	0,8	0,7	0,8	1,1	1,2	1,5	-0,2	0,6	1,2

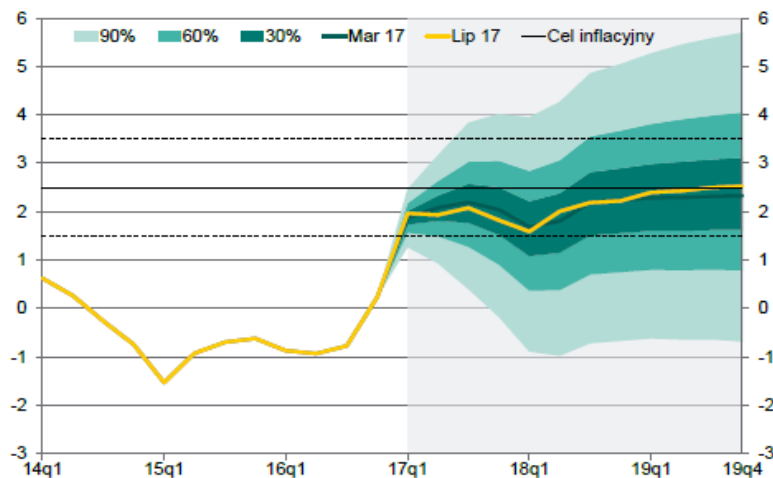
*szacunki własne

źródło: GUS, BOŚ Bank

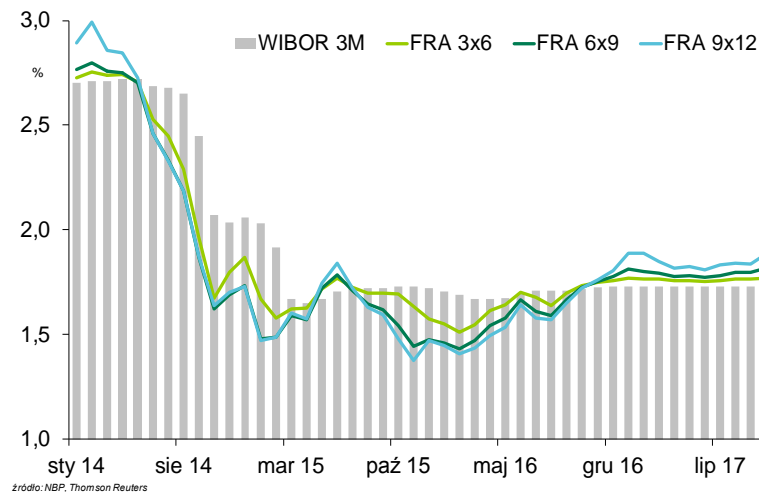
Łagodna retoryka RPP i oczekiwany spadek inflacji CPI implikują niskie prawdopodobieństwo podwyżki stóp w nadchodzących miesiącach

- Na posiedzeniu we wrześniu RPP utrzymała stopy procentowe na niezmienionym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,5% r/r. Treść komunikatu RPP nie została zmieniona wobec komunikatów z poprzednich miesięcy - zarówno w zakresie oceny sytuacji makroekonomicznej, jak i perspektyw polityki monetarnej.
- Również retoryka członków RPP nie uległa zasadniczej zmianie w stosunku do ostatnich miesięcy, pomimo wzrostu wrześniowej inflacji CPI, publikacji zdecydowanie korzystniejszych danych ze sfery realnej oraz wzrostu dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. W trakcie konferencji prasowej prezes NBP podtrzymał swoją dotychczasową ocenę, iż stabilizacja stóp procentowych do końca 2018 r. jest obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem. Obecna na konferencji prasowej prof. G. Ancyparowicz powiedziała, że kontynuacja bieżącej polityki monetarnej przez najbliższe kilka kwartałów jest wysoce prawdopodobna, niemniej pod koniec przyszłego roku może rozpocząć się w RPP dyskusja czy nie zaostrzyć polityki monetarnej.
- Biorąc pod uwagę dotychczasową retorykę Rady oraz prognozę spadku inflacji CPI w grudniu i w I kw. 2017 r. do 1,5% r/r nie sądzimy, aby w Radzie znalazła się większość skłonna do rozważenia zacieśnienia polityki pieniężnej w nadchodzących miesiącach. W naszej ocenie spadek inflacji na przełomie roku będzie silnym argumentem przeciw podnoszonym przez „jastrzębie” skrzydło Rady argumentom o ryzykach związanych z wydłużającym się okresem ujemnych realnych stóp procentowych.

Bieżąca niska inflacja oraz odległa perspektywa wzrostu inflacji CPI do 2,5% wg prognoz NBP powodem łagodnej retoryki RPP

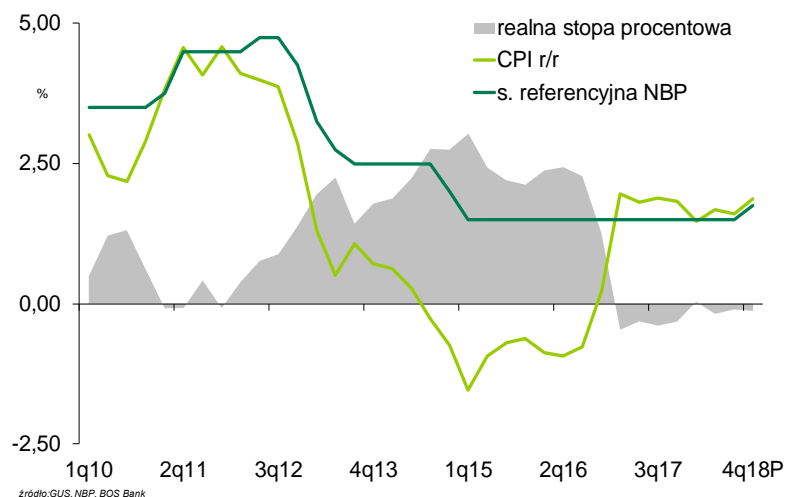


Zdecydowanie łagodna retoryka RPP silnie wpływa na oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



- Pomimo bieżącej bardzo łagodnej retoryki RPP podtrzymujemy prognozę korekcyjnej podwyżki stóp procentowych NBP o 25 pkt. baz. w IV kw. 2018 r. do poziomu 1,75% dla stopy referencyjnej. Sądzymy, że Rada zdecyduje się na lekkie zaostrenie polityki pieniężnej biorąc pod uwagę prognozy:
 - trwalszego wzrostu inflacji CPI w kierunku 2,0% r/r, w szczególności solidnego wzrostu inflacji bazowej,
 - utrzymania solidnego wzrostu wynagrodzeń,
 - utrzymania wysokiej dynamiki PKB, a przede wszystkim silniejszego wzrostu inwestycji przedsiębiorstw.
- Uważamy, że pomimo utrzymania inflacji CPI poniżej celu inflacyjnego RPP (2,5% r/r), Rada w takich warunkach makroekonomicznych zdecyduje się na lekkie zaostrenie polityki pieniężnej z uwagi na szersze spectrum argumentów natury makro-ostrożnościowej, ponownie wyraźniej ujemne realne stopy procentowe, czy też postępujące ożywienie aktywności na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Ponadto zmieniające się otoczenie co do polityki pieniężnej głównych banków centralnych na świecie będzie argumentem za stopniową normalizacją także krajowej polityki pieniężnej (odchodzenie od bieżącego, historycznie niskiego poziomu stóp procentowych).
- Uważamy, że wraz z trwalszym wzrostem inflacji CPI oraz wzrostem dynamiki inwestycji firm, zmieni się bilans ryzyka dla ewentualnego błędu w polityce pieniężnej (niewielkie ryzyko negatywnych konsekwencji dla gospodarki z tytułu zaostrenia polityki pieniężnej vs ryzyko reputacji RPP w sytuacji silniejszego wzrostu inflacji w przyszłości).

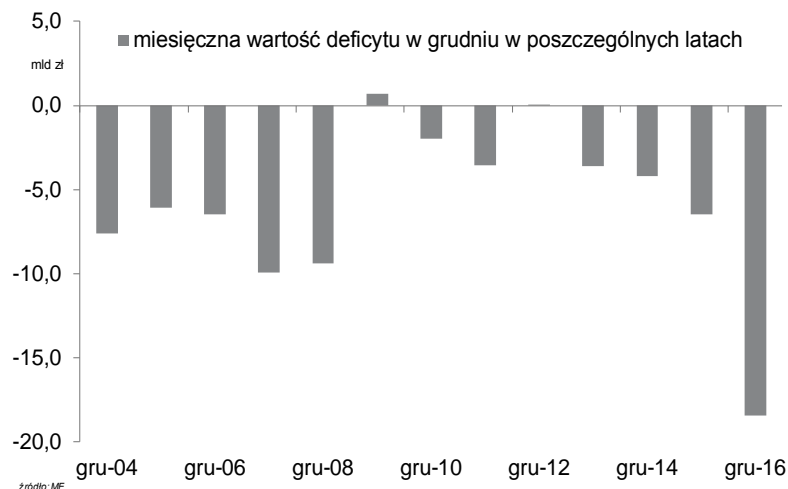
Wydłużający się okres ujemnych stóp procentowych argumentem za podwyżką stóp procentowych pod koniec 2018 r.



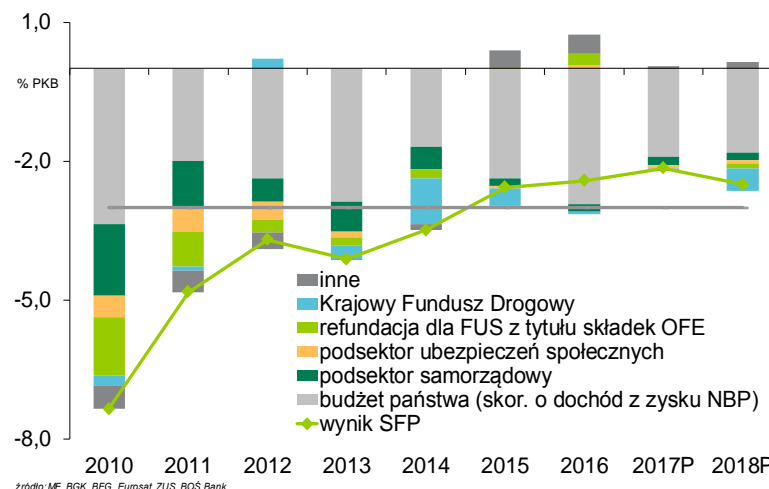
Deficyt SFP bezpiecznie poniżej 3,0% PKB w I. 2017-2018

- Oczekujemy, że deficyt budżetowy w 2017 r. wyniesie blisko 30 mld zł., przy lekkiej korekcie w dół prognozy deficytu z uwagi na korektę w górę prognozy spożycia gospodarstw domowych w II poł. br. Cały czas uważamy, że pomimo notowanej na koniec sierpnia nadwyżki budżetu, prawdopodobne jest skokowe pogorszenie wyniku zakładając – podobnie jak w 2016 r. a inaczej niż w latach wcześniejszych – silniejszą kumulację wydatków pod koniec roku kalendarzowego i przyspieszenie zwrotów z podatku VAT i skokowy wzrost deficytu w grudniu.
- Nasze założenia makroekonomiczne, przede wszystkim prognozowany niższy wskaźnik inflacji, implikują nieco niższą prognozę wpływów z podatku VAT. Jednocześnie uważamy, że deficyt budżetu państwa może ukształtować się poniżej zakładanego przez resort poziomu (ok. 35 mld zł. wobec projektu ustawy 41,5 mld zł.) biorąc pod uwagę ponownie (podobnie jak w ustawie budżetowej na 2017 r.) plany solidnego wzrostu wydatków. Choć projektu budżetu nie oceniamy jako bardzo ostrożny, to biorąc pod uwagę założenia wydatkowe oraz spory potencjał do ewentualnego przesunięcia zwrotów z podatku VAT na początek 2019 r. (np. w sytuacji dużo gorszego scenariusza makroekonomicznego) nie widzimy ryzyka dla wykonania deficytu na zaplanowanym poziomie.
- Biorąc pod uwagę wyraźnie niższy poziom deficytu budżetu państwa oraz wyraźne odbicie nominalnego wzrostu PKB w I. 2017 – 2018 zakładamy, że deficyt SFP będzie kształtował się bezpiecznie poniżej 3% PKB. W tym okresie oczekujemy lekkiego pogorszenie wyników JST oraz KFD (zwiększenie skali wydatków publicznych) oraz wyników podsektora ubezpieczeń społecznych (coraz silniejszy wzrost transferów na rzecz ludności).

Oczekujemy skokowego wzrostu deficytu budżetu w IV kw. br. zakładając – tak jak w 2016 r. wysoki poziom deficytu w grudniu



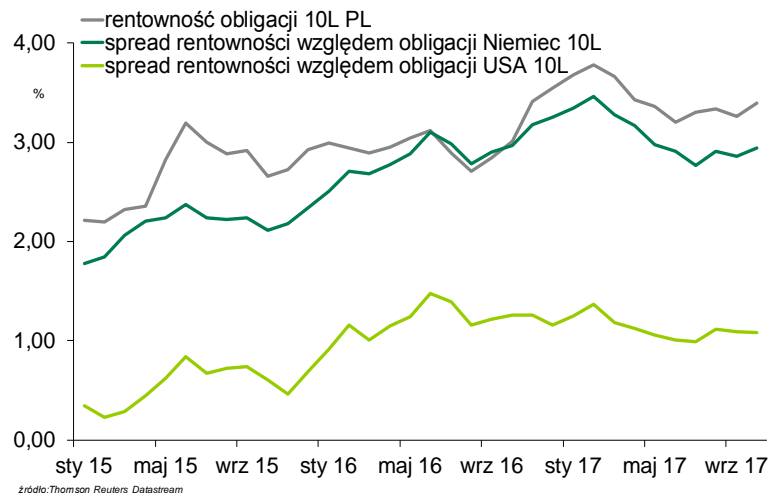
Wyraźne obniżenie deficytu budżetu państwa stabilizujące dla wyniku SFP



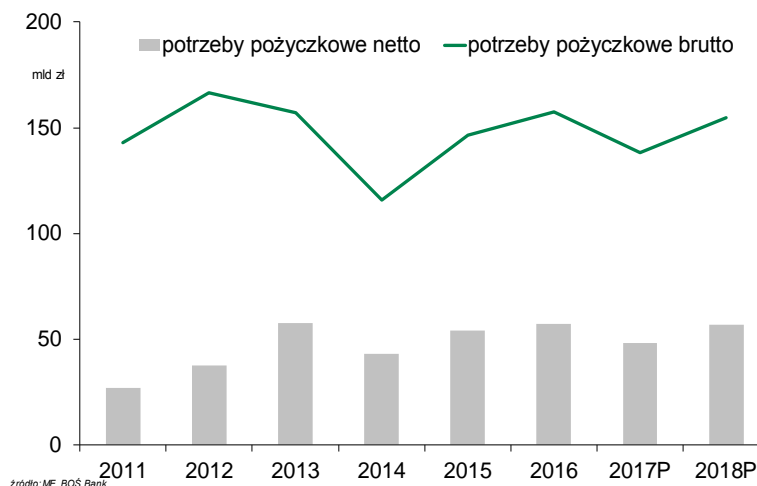
W dłuższym okresie oczekujemy stopniowego wzrostu rentowności SPW w ślad za rynkami bazowymi

- Notowany we wrześniu wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych (gł. w USA), przy utrzymaniu w III kw. wyraźnie wyższych spreadów papierów rentowności krajowych wobec rynków bazowych, poskutkowało na przełomie września i października solidnym wzrostem rentowności krajowych obligacji na dłuższym końcu krzywej.
- Niejednokrotnie wskazywaliśmy na prognozy ograniczenia efektów z II kw. bardzo niskiej globalnej premii za ryzyko, stąd jako trwałe uważamy wzrost spreadów rentowności na rynku krajowym wobec rynków bazowych. Oczekując stopniowego wzrostu w dłuższym okresie rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych oczekujemy także stopniowego wzrostu rentowności krajowych papierów. Potencjał dla korekty na rynku USA przekłada się także na potencjał okresowego spadku rentowności na rynku krajowym pod koniec 2017 r.
- Podtrzymujemy także założenia, że w kolejnych kwartałach będzie wygasał dotychczasowy efekt ograniczenia podaży obligacji skarbowych (spadek potrzeb pożyczkowych SP w 2017 r.) co także będzie argumentem za wyższym poziomem rentowności. W tym kontekście wyższa niepewność wiąże się z brakiem precyzyjnych informacji nt. reformy OFE i tym samym niepewności dot. popytu na krajowe obligacje (dodatkowy czynnik, który w II kw. mógł obciążać rentowności krajowych SPW).
- W 2018 r. oczekujemy wyflaszczenia krzywej dochodowości, biorąc pod uwagę oczekiwania dot. zaostrzenia polityki pieniężnej NBP pod koniec br. W krótszym okresie na krótkim końcu krzywej można liczyć się z podwyższoną zmiennością biorąc pod uwagę z jednej strony publikacje korzystnych danych ze sfery realnej oraz rynku pracy, a z drugiej okresowy spadek inflacji oraz utrzymanie w nadchodzących miesiącach łagodnej retoryki RPP.

Rentowności na rynkach bazowych kluczowe dla krajowych SPW



W 2018 r. oczekiwany ponowny wzrost potrzeb pożyczkowych



Wskaźniki krajowe		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	2,7	4,1	3,9
Popyt krajowy	% r/r	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,4	4,5	4,4
Spożycie indywidualne	% r/r	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,5	3,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	3,6	8,0
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0,8	2,1	2,0	-1,4	0,5	0,3	-0,4	-0,4
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1 567	1 629	1 657	1 720	1 799	1 851	1 966	2 087
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,6	-0,5
	mld EUR	-19,7	-14,5	-5,0	-8,5	-2,4	-1,3	-2,9	-3,9
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	14,3	15,1	15,7	16,5	13,0	10,0	11,0	13,0
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r, real.	0,9	0,0	2,5	3,6	4,3	4,4	3,3	4,3
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	1,9	0,0	-1,1	0,2	0,9	2,3	2,9	1,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,3	7,1	6,6
Inflacja CPI	% r/r, śr.	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,9	1,7
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,6	1,2
Depozyty ogółem	mld PLN	782,2	828,5	875,3	956,4	1 027,2	1 122,9	1 188,9	1 265,1
	% r/r	11,0	5,9	5,7	9,3	7,4	9,3	5,9	6,4
Kredyty ogółem	mld PLN	885,3	900,6	933,1	996,5	1 065,5	1 118,3	1 169,5	1 243,1
	% r/r	14,8	1,7	3,6	6,8	6,9	5,0	4,6	6,3
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-4,8	-3,7	-4,1	-3,5	-2,6	-2,4	-2,2	-2,5
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	54,4	54,0	56,0	50,2	51,1	54,4	51,7	51,8
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,75
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,75
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	3,00	2,75	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50	0,75
WIBOR 3M	%, k.o.	4,99	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,73	1,95
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	4,91	3,07	2,99	1,78	1,56	2,01	1,85	2,50
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	5,32	3,17	3,77	2,13	2,21	2,87	2,80	3,25
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	5,88	3,72	4,32	2,51	2,94	3,62	3,40	3,75
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,42	4,25	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	3,42	3,10	3,01	3,51	3,90	4,18	3,62	3,66
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,63	3,39	3,38	3,54	3,94	4,12	3,79	3,79

Założenia zewnętrzne		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
PKB - USA	% r/r	1,6	2,2	1,7	2,6	2,9	1,5	2,2	2,3
PKB - strefa euro	% r/r	1,6	-0,8	-0,2	1,4	1,9	1,8	2,2	1,9
Inflacja (CPI) - USA	% r/r, śr.	3,2	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,0	1,8
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, śr.	2,7	2,5	1,4	0,4	0,0	0,2	1,5	1,3
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	1,50	1,75
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	1,60	1,90
Obligacje USA 10L	%, k.o.	1,88	1,77	3,05	2,18	2,28	2,46	2,05	2,50
Stopa repo EBC	%, k.o.	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0,33	-0,30
Obligacje GER 10L	%, k.o.	1,82	1,30	1,94	0,54	0,63	0,20	0,45	0,95
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0,75	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,30	1,32	1,37	1,22	1,09	1,05	1,18	1,16
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	111,4	111,7	108,7	98,9	52,4	43,8	52,8	57,6

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

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

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

Źródła danych historycznych: NBP, GUS, Thomson Reuters

Wskaźniki krajowe		1q17	2q17	3q17P	4q17P	1q18P	2q18P	3q18P	4q18P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	4,0	3,9	4,5	4,0	3,6	4,1	3,9	4,0
Popyt krajowy	% r/r	4,1	5,6	4,6	3,8	3,9	4,4	4,5	4,7
Spożycie indywidualne	% r/r	4,7	4,9	4,3	3,8	3,5	3,8	3,8	3,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,4	0,8	5,0	6,0	7,2	8,2	8,1	8,1
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,1	-1,7	-0,1	0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,7
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	0,1	-0,5	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,4	-0,5
	mld EUR	1,7	-1,0	-3,6	0,0	0,6	-0,4	-2,4	-0,2
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r, real.	2,1	3,1	3,7	4,3	4,6	4,3	4,5	3,9
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	3,2	3,0	2,9	2,5	1,4	1,6	1,5	2,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	8,1	7,1	6,9	7,1	7,2	6,5	6,5	6,8
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	2,0	1,5	2,2	1,5	1,5	1,8	1,7	1,9
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	0,6	0,8	0,9	0,8	0,9	1,1	1,3	1,6
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
WIBOR 3M	%, k.o.	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,75	1,75	1,95
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	2,03	1,90	1,72	1,85	1,95	2,05	2,30	2,50
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,89	2,72	2,68	2,80	2,85	2,95	3,10	3,25
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	3,48	3,36	3,35	3,40	3,45	3,55	3,70	3,75
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,22	4,23	4,31	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	3,95	3,71	3,65	3,62	3,63	3,65	3,66	3,66
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,95	3,87	3,76	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79

Założenia zewnętrzne		1q17	2q17	3q17P	4q17P	1q18P	2q18P	3q18P	4q18P
PKB - USA	% r/r	2,0	2,2	2,1	2,3	2,3	2,2	2,5	2,1
PKB - strefa euro	% r/r	2,0	2,3	2,4	2,2	2,1	1,9	1,8	1,8
Stopa funduszy federalnych Fed*	%, k.o.	1,00	1,25	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75	1,75
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	1,60	1,65	1,90	1,90	1,90
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,40	2,32	2,35	2,05	2,00	2,15	2,30	2,50
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-0,33	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,33	0,47	0,46	0,45	0,50	0,60	0,75	0,95
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,07	1,14	1,18	1,18	1,17	1,17	1,16	1,16
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	53,7	49,7	52,1	55,7	56,2	56,8	58,0	59,5

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

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

Źródła danych historycznych: NBP, GUS, Thomson Reuters

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

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

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