

ANALIZY MAKROEKONOMICZNE
PRZEGLĄD MIESIĘCZNY

10 listopada 2017



DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA AKTYWAMI I PASYWAMI

bosbank.analizy@bosbank.pl

ŁUKASZ TARNAWA
Główny Ekonomista

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

ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA
Ekonomista

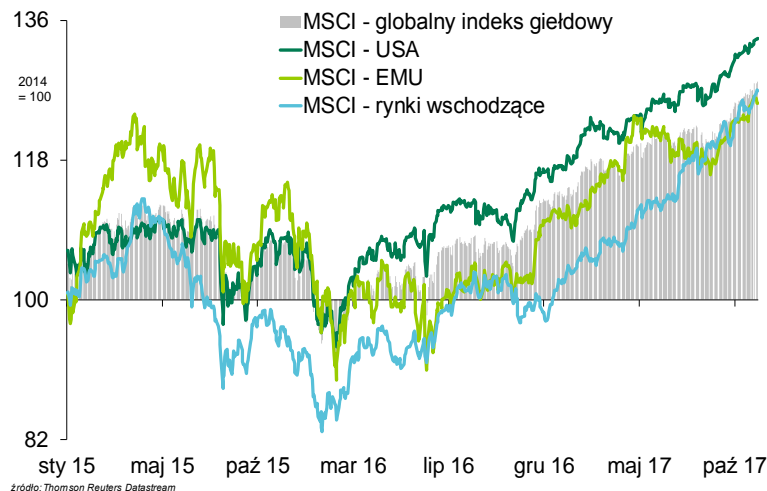
+48 515 111 698
janina.swiatkowska@bosbank.pl

- Na początku IV kw. miała miejsce powszechna poprawa nastrojów rynkowych, zarówno na rynkach rozwiniętych, jak i wschodzących. Poprawie nastrojów sprzyjały publikacje korzystnych danych dot. koniunktury gospodarczej oraz ograniczenie oczekiwań dot. silniejszego zaostrzenia polityki pieniężnej głównych banków centralnych.
- Retorykę rady EBC na posiedzeniu w październiku można ocenić jako zdecydowanie łagodną, a nominacja Jerome'a Powella na szefa Fed z początkiem 2018 r. sygnalizuje utrzymanie dotychczasowego kursu polityki pieniężnej, wobec wcześniejszych obaw rynkowych przed wyborem bardziej „jastrzębiego” kandydata. Podtrzymujemy oczekiwania bardzo ostrożnych zmian w polityce pieniężnej głównych banków centralnych w 2018 r., co powinno ograniczać ryzyko przeceny aktywów rynków wschodzących, w tym aktywów złotych.
- Aktywom europejskim sprzyjało dodatkowo ograniczenie ryzyka scenariusza kryzysowego w Katalonii. Choć krótkookresowo ryzyko wyraźnie osłabło, to wciąż w dłuższym okresie trudno zapomnieć o utrzymujących się zagrożeniach dla sytuacji politycznej w Hiszpanii, jak również we Włoszech.
- Biorąc pod uwagę założenia dot. rozwoju sytuacji na globalnym rynku finansowym oraz czynniki krajowe podtrzymujemy prognozę, że kurs złotego będzie w 2018 r. wahał się wokół poziomu 4,25 PLN/EUR.
- Silne przyspieszenie dynamiki produkcji budowlano-montażowej w III kw. powinno wspierać solidny wzrost dynamiki PKB w kierunku 4,5% r/r wobec 3,9% r/r w II kw. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach dynamika wzrostu PKB będzie wahać się cały czas wokół poziomu 4,0% r/r, przy stopniowo obniżającej się dynamice spożycia gospodarstw domowych i wzroście dynamiki nakładów brutto na środki trwałe.
- Pomimo solidnego wzrostu PKB i wyższej dynamiki wynagrodzeń RPP utrzymuje generalnie dość łagodną retorykę, co potwierdza niskie prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Przesłanką dla stabilizacji stóp jest zapewne bieżąca niska dynamika wzrostu inwestycji przedsiębiorstw oraz powszechne oczekiwania skokowego spadku inflacji w I kw. 2018 r.
- Podtrzymujemy natomiast prognozę, że zmiana otoczenia makroekonomicznego w trakcie 2018 r., tj. trwalszy wzrost inflacji, solidny wzrost inflacji bazowej oraz przyspieszenie dynamiki inwestycji firm, wpłynie na zmianę oceny przez RPP bilansu ryzyka potencjalnego błędu w polityce pieniężnej, skutkując korekcyjną podwyżką stóp procentowych NBP pod koniec 2018 r.

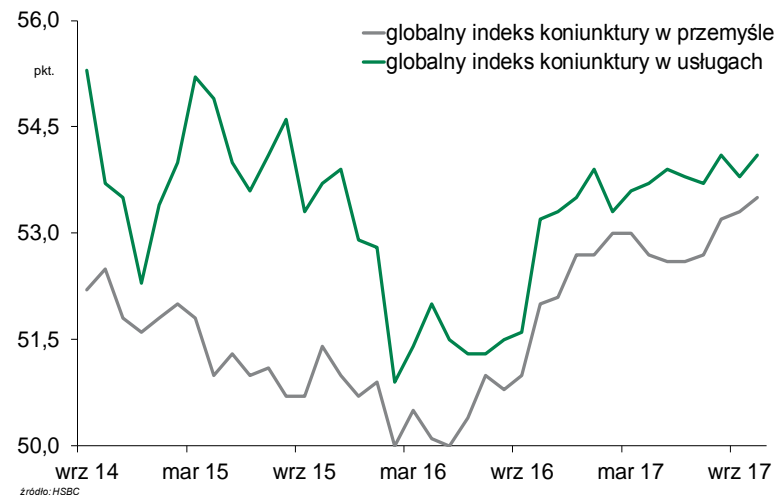
W IV kw. br. kontynuowana solidna poprawa nastrojów na globalnym rynku finansowym

- W październiku i na początku listopada odnotowano dalszą poprawę sytuacji na globalnym rynku finansowym, przy kontynuacji solidnych wzrostów wskaźników giełdowych zarówno na rynkach rozwiniętych, jak i na rynkach wschodzących.
- Pozytywne nastroje rynkowe były cały czas wspierane przez:
 - publikacje korzystnych danych dot. koniunktury gospodarki globalnej
 - relatywnie łagodną politykę pieniężną głównych banków centralnych (październikowe posiedzenie rady EBC, nominacja J. Powella na prezesa Fed)
 - brak eskalacji ryzyka sytuacji politycznej w Hiszpanii, szczególnie korzystny dla aktywów europejskich (większa niepewność dot. rozwoju sytuacji z początkiem października stopniowo wygasająca w trakcie miesiąca),
 - dalszy wzrost cen ropy naftowej (korzystny dla rynków wschodzących krajów eksporterów).

Powszechny wzrost indeksów giełdowych w październiku i na początku listopada



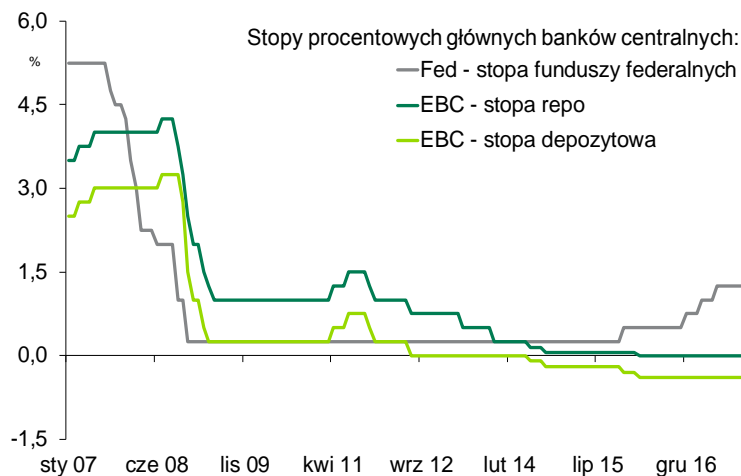
Optymizm rynkowy wspierany utrzymującą się korzystną koniunkturą gospodarczą



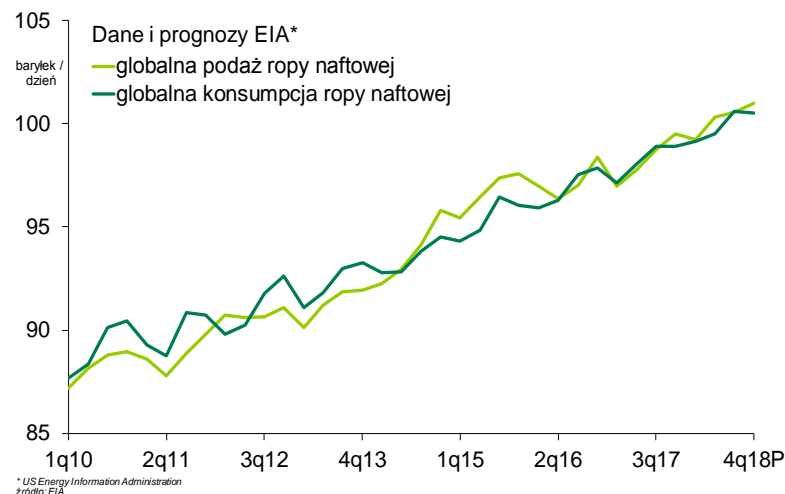
Utrzymujące się wyzwania dla głównych banków centralnych w 2018 r. w warunkach wolniejszego wzrostu inflacji

- Przy publikacji korzystnych danych ze sfery realnej w gospodarkach rozwiniętych, ponownie w ostatnich tygodniach więcej uwagi przypisywano utrzymującej się bardzo niskiej inflacji. Taka sytuacja skutkowałą ponownym wzrostem oczekiwań na ostrożniejsze zmiany w polityce pieniężnej głównych banków centralnych.
- Zakładamy, że niski wskaźnik inflacji bazowej będzie utrzymywał się także w 2018 r., co przekłada się na podtrzymanie prognoz bardzo powolnego wzrostu długoterminowych stóp procentowych. Równoczesne korzystne dane ze sfery realnej oraz bardzo korzystne warunki finansowe będą skutkowały większymi wyzwaniami dla polityki banków centralnych i politycznie utrzymującej się większej zmienności oczekiwań.
- Nie oczekujemy, aby notowany w ostatnim czasie silniejszy wzrost cen ropy naftowej (powyżej 60 USD/baryłkę) miał charakter trwały i zapowiadał dalsze nasilenie wzrostów surowca i tym samym kosztowego wzrostu inflacji.
- Informacje dot. niskiego poziomu zapasów surowca w Chinach, jak również problemy podażowe (Irak, wpływ huraganów w USA) mogą w krótkim okresie podbijać ceny surowca. Bieżące problemy podażowe mają jednak charakter jedynie okresowy, szczególnie przy wciąż (wg zewnętrznych ośrodków analitycznych) sporym potencjale dla wzrostu produkcji krajów zrzeszonych w OPEC. W dalszym ciągu uważamy, że prognozowana przez EIA wyraźna zmiana relacji popytu i podaży surowca (silniejszy wzrost podaży) na przełomie w roku będzie hamować trwałe nasilenie wzrostów cen surowca w kolejnych kwartałach.

Oczekujemy podtrzymania ostrożnych zmian w polityce pieniężnej głównych banków centralnych



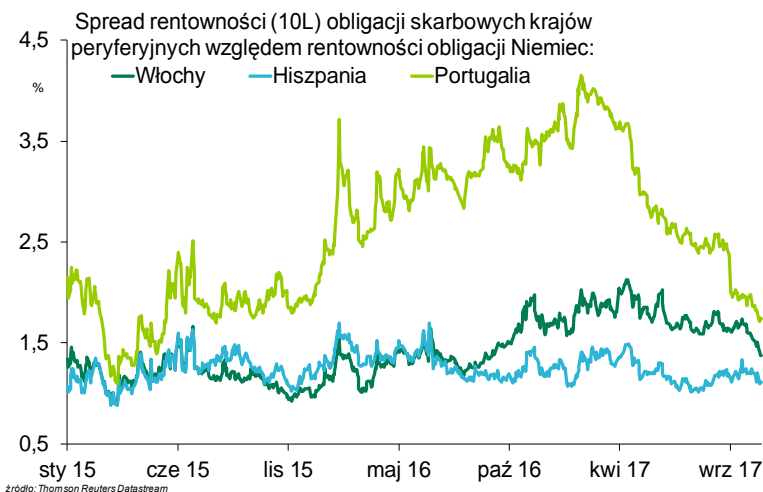
EIA: na przełomie roku zrównoważona sytuacja na rynku ropy naftowej, co powinno ograniczyć skalę dalszego wzrostu cen



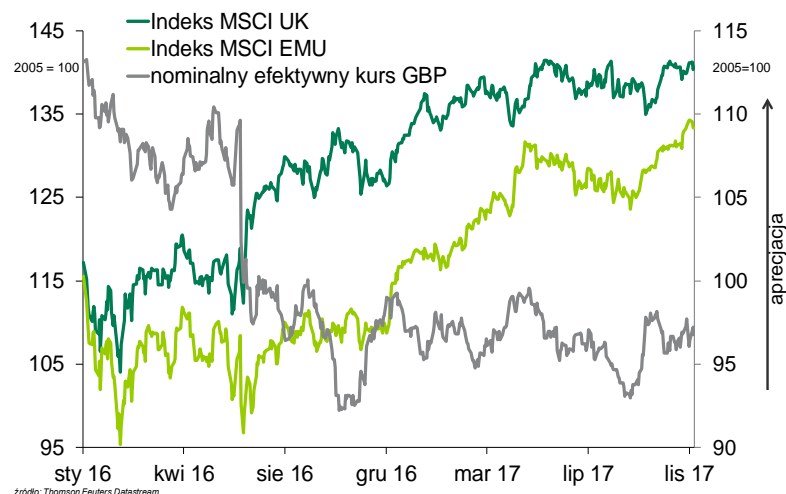
W 2018 r. sytuacja polityczna – głównie w Europie – pozostanie ważnym tematem dla rynków finansowych

- Brak eskalacji kryzysu politycznego w Katalonii i łagodna retoryka EBC sprzyjały wzrostowi cen aktywów europejskich i spadkowi spreadów rentowności obligacji skarbowych krajów peryferyjnych wobec papierów niemieckich.
- Rząd w Hiszpanii zdecydował o przejęciu władzy nad regionem Katalonii poprzez uruchomienie artykułu 155 hiszpańskiej konstytucji, rozwiązaniu parlamentu Katalonii i ogłoszeniu przedterminowych wyborów na 21. grudnia. Choć rozwój sytuacji politycznej w Hiszpanii skutkuje ograniczeniem presji na wzrost ryzyka politycznego w krótkim okresie, to uważamy, że nie należy całkowicie zapominać o ryzykach z tego tytułu. W dalszym ciągu czynnikiem ryzyka pozostaje w dłuższym horyzoncie wynik wyborów do parlamentu Katalonii. Potencjalne wysokie poparcie dla partii zapowiadających dążenia niepodległościowe w skrajnym przypadku mogą doprowadzić do przedterminowych wyborów do parlamentu krajowego.
- W minionych tygodniach włoski parlament przegłosował ustawy dot. ordynacji wyborczej ograniczające ryzyko pata politycznego po wyborach parlamentarnych, które odbędą się w 2018 r. O ile przegłosowanie reform systemu wyborczego we Włoszech ogranicza ryzyko pata politycznego po wyborach parlamentarnych w 2018 r., to dobre wyniki anty-systemowej partii Ruchu 5 Gwiazd w wyborach regionalnych na Sycylii przekładają się na podtrzymanie ryzyka dla utworzenia stabilnego większościowego rządu.
- Ponadto biorąc pod uwagę mijający w marcu 2019 r. dwuletni okres przygotowania wyjścia Wielkiej Brytanii z UE, II poł. 2018 r. nie można wykluczyć wzrostu znaczenia Brexitu dla aktywów europejskich (nie tylko brytyjskich).

Ponowny spadek ryzyka politycznego w Europie



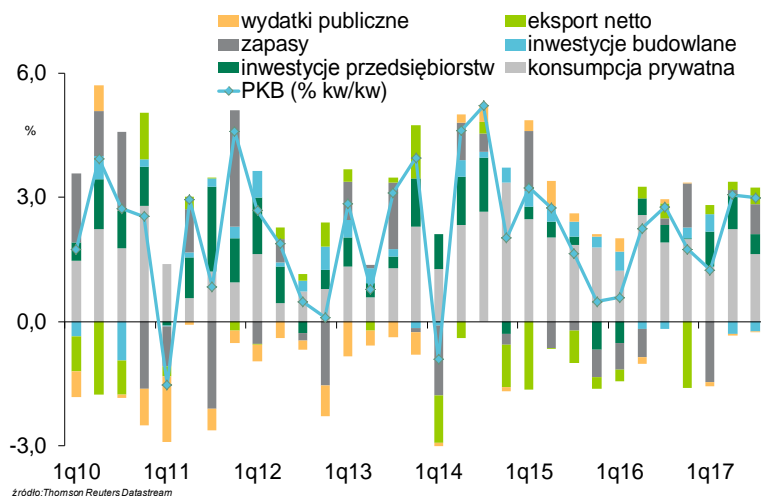
Dotychczas negatywny wpływ Brexitu istotny głównie dla notowań funta brytyjskiego



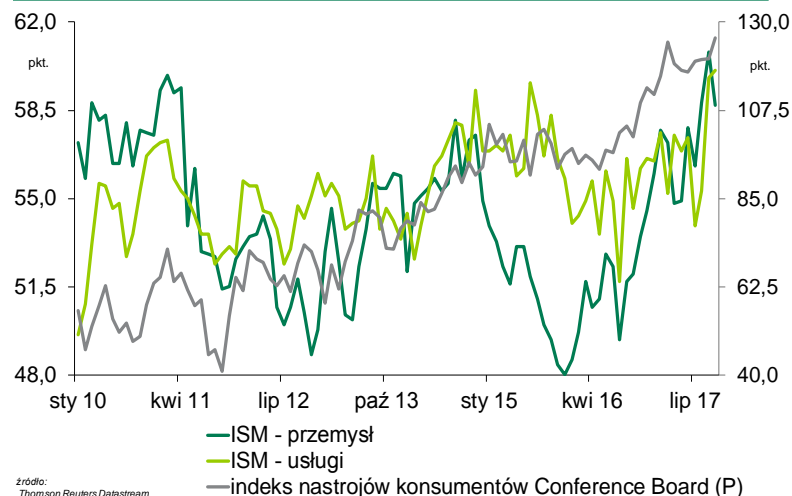
Zakładamy utrzymanie dynamiki PKB w USA w 2018 r. powyżej 2,0% r/r

- Solidne dane dot. wzrostu PKB w III kw. potwierdziły jedynie ograniczony wpływ huraganów na aktywność gospodarki USA. Indeksy koniunktury wskazują na utrzymanie solidnego tempa wzrostu także w najbliższych miesiącach. Utrzymuje się wzrost zatrudnienia (przy lekkim wyhamowaniu tempa wzrostu) i spadek stopy bezrobocia.
- Napływające w minionych tygodniach informacje dot. reformy podatkowej nie zmieniają naszej oceny, że każda bardzo istotna skala zmian w systemie podatkowym będzie wymagała dłuższego okresu prac przy istotnym dla Partii Republikańskiej ograniczeniu ryzyka silniejszego wzrostu deficytu budżetu w wyniku proponowanych reform. Podtrzymujemy dotychczasowe założenia ograniczonego wpływu poluzowania fiskalnego na sytuację gospodarczą w USA w 2018 r. Oceniamy, że impuls fiskalny z tytułu ograniczenia obciążeń podatkowych pozwoli raczej na utrzymanie wzrostu PKB na bieżącym poziomie, niż na dodatkowe silniejsze ożywienie aktywności.
- Czynniki, które mogą w kolejnych kwartałach obniżyć dynamikę PKB będą bowiem: - stopniowe ograniczenie odbudowy inwestycji w sektorze wydobywczym, - spowolnienie aktywności rynku nieruchomości, - niższe tempo wzrostu konsumpcji prywatnej z uwagi na wolniejsze tempo wzrostu zatrudnienia oraz wciąż ograniczone tempo wzrostu wynagrodzeń, przy bieżącej niskiej stopie oszczędności gospodarstw domowych, - ograniczone szanse na silniejsze ożywienie popytu zewnętrznego (założenie lekkiego spowolnienia aktywności w strefie euro i Chinach).
- 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.

Pomimo huraganów, solidne tempo wzrostu PKB w III kw....

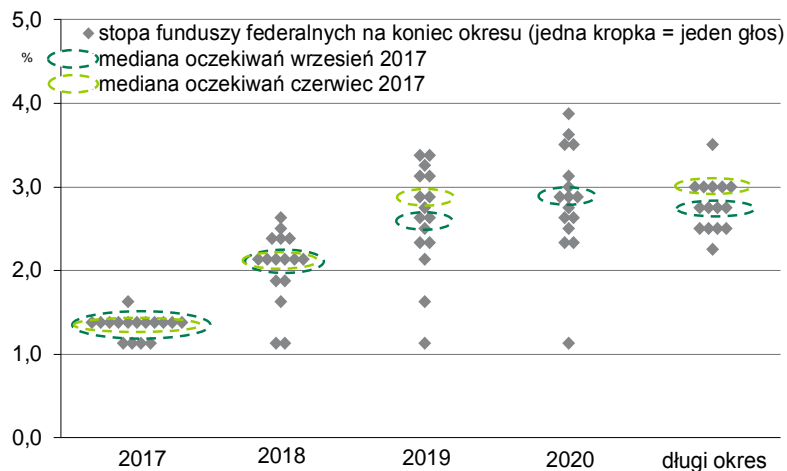


...indeksy koniunktury wskazują na korzystne perspektywy wzrostu gospodarki także w IV kw. br.



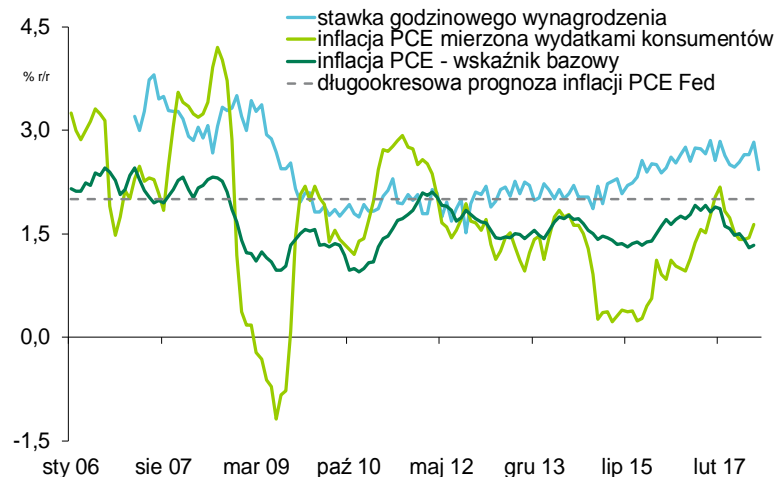
- Zgodnie z oczekiwaniami, na posiedzeniu 31.10-01.11 komitet FOMC utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie 1,00% - 1,25% dla głównej stopy funduszy federalnych, jednocześnie podtrzymując opcję zacieśnienia polityki pieniężnej na posiedzeniach kolejnych.
- Podtrzymujemy oczekiwanie podwyżki stóp o 25 pkt. baz. na posiedzeniu w grudniu, biorąc pod uwagę solidne dane dot. wzrostu PKB, zatrudnienia i stopy bezrobocia, w kontekście dominujących oczekiwań członków FOMC z września br. co do zasadności jeszcze jednej podwyżki stóp procentowych w 2017 r.
- Prezydent Trump zdecydował o nominacji J. Powella na prezesa Fed po zakończeniu w lutym 2018 r. kadencji obecnej prezes J. Yellen. Powszechnie oczekuje się, niewielkiej różnicy w kontekście poglądów na politykę pieniężną pomiędzy J. Yellen a J. Powellem, przy większych różnicach zdań dot. regulacji rynku finansowego. Wypowiedzi Powella wskazują na poparcie dla dalszego, stopniowego i ostrożnego procesu zacieśniania polityki pieniężnej w USA.
- Oczekujemy, 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. Przy założeniu utrzymującej się niskiej inflacji bazowej będzie to w naszej ocenie skutkowało mniejszą skalą podwyżek stóp procentowych w 2018 r., wobec bieżących założeń FOMC. Oczekujemy, że w 2018 r. skala redukcji bilansu będzie przebiegała zgodnie z harmonogramem FOMC, a stopy procentowe wzrosną. w I poł. 2018 r. o 25 pkt. baz. do 1,50% - 1,75% na koniec 2018 r.

We wrześniu zdecydowana większość FOMC za podwyżką stóp o 25 pkt. baz. przed końcem 2017 r.



źródło: Federal Reserve

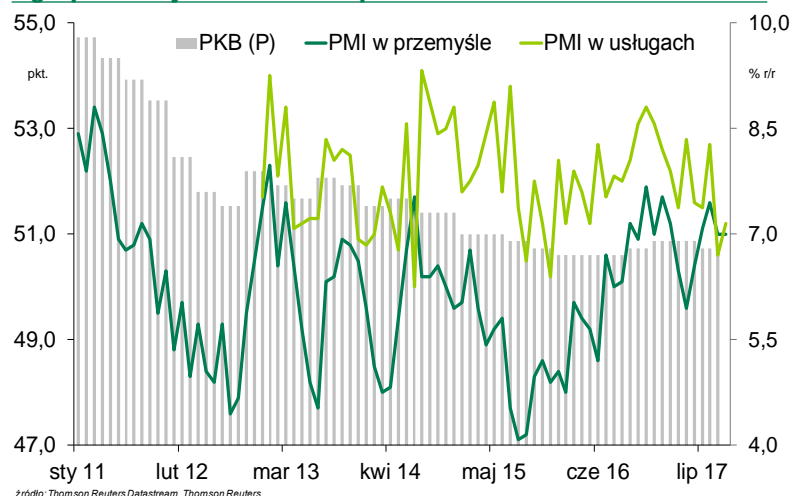
Utrzymująca się niska dynamika wynagrodzeń ogranicza szanse na silniejszy wzrost inflacji bazowej w średnim okresie



źródło: Thomson Reuters Datastream, Federal Reserve

- Opublikowane dane dot. wzrostu PKB w III kw. oraz dane dot. wskaźników koniunktury za październik potwierdzają dotychczasową ocenę bardzo stopniowego 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.
- Podtrzymujemy także ocenę, że przy ograniczeniu kontrybucji inwestycji, pozytywnie na wyniki gospodarki wpływać będzie stabilna sytuacja sektora prywatnego, w tym przede wszystkim utrzymujące się solidne tempo wzrostu konsumpcji prywatnej. Popyt zagraniczny będzie ograniczać ryzyko silniejszego spowolnienia.
- Zakładamy, że dynamika wzrostu PKB w Chinach wyniesie 6,8% r/r w 2017 r. i 6,5% r/r w 2018 r.
- Podczas zjazdu Komunistycznej Partii Chin w październiku, władze podtrzymały dotychczasowe cele polityki gospodarczej, w tym kontynuację reform strukturalnych oraz większego znaczenia „jakości” rozwoju gospodarki względem miar ilościowych wzrostu gospodarczego oraz wzrostu wydajności pracy. Retoryka władz wspiera zarówno prognozę łagodnego spowolnienia dynamiki PKB, jednocześnie też pozwala oczekiwać, że polityka gospodarcza będzie też nakierowana na potencjalne wsparcie aktywności gdyby skala spowolnienia nieoczekiwanie przyspieszyła (długookresowe cele ilościowe).

Bardzo stopniowe ograniczenie wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach w II poł. br.



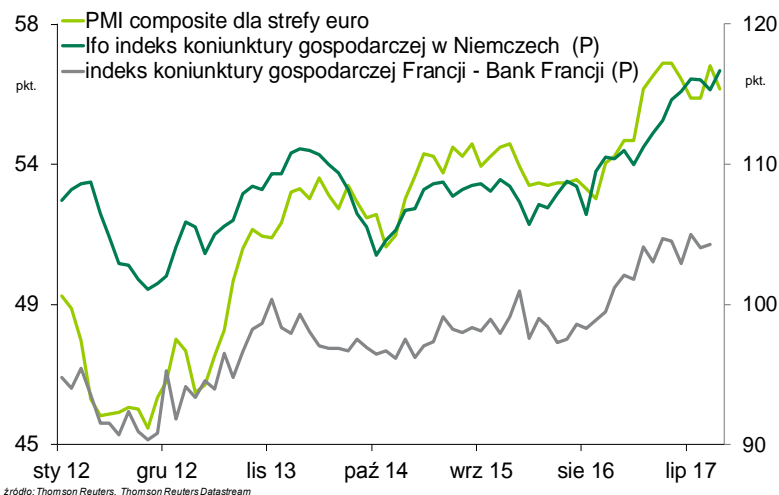
Przy niższym wzroście inwestycji, konsumpcja prywatna i produkcja eksportowa stabilizujące aktywność gospodarczą



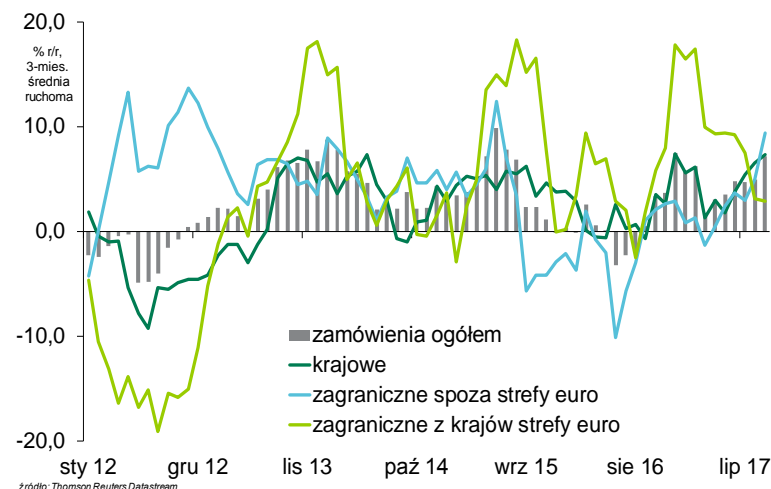
Utrzymujący się silny wzrost gospodarczy w strefie euro w II poł. 2017 r.

- Publikowane w ostatnich tygodniach dane ze strefy euro wskazują na utrzymującą się w II poł. br. bardzo korzystną koniunkturę gospodarczą, w tym dalsze utrwalenie wzrostów aktywności w niemieckim przemyśle. Wstępne dane dot. wzrostu PKB w III kw. zaskoczyły *in plus*, dane dot. wskaźników koniunktury wskazują na stabilizację dobrych wyników gospodarczych w IV kw.
- Aktywność gospodarki wspiera zarówno stabilny popyt zagraniczny i konsumpcyjny jak również coraz wyraźniej poprawiające się statystyki dot. inwestycji. W całym br. dynamika wzrostu PKB w strefie euro powinna wynieść ok. 2,3% r/r.
- Zakładamy jednocześnie że w przyszłym roku dynamika PKB lekko obniży się do 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.

W II poł. br. niewielka zmienność wskaźników koniunktury w strefie euro

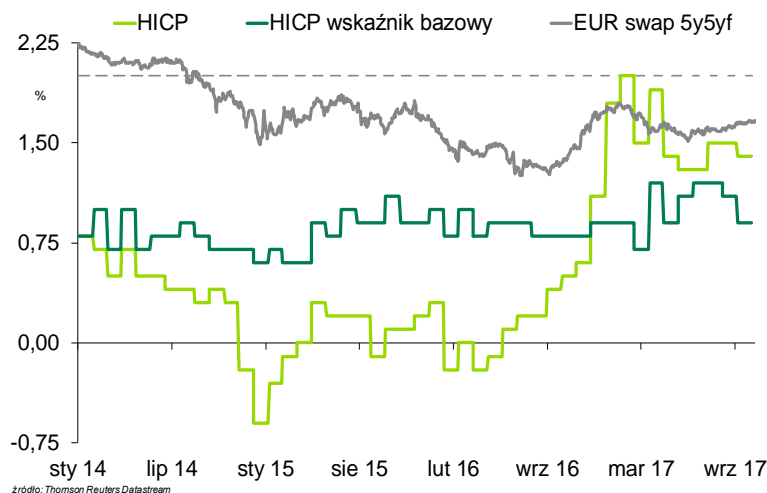


Utrzymujący się przez cały 2017 r. solidny wzrost popytu w niemieckim przemyśle

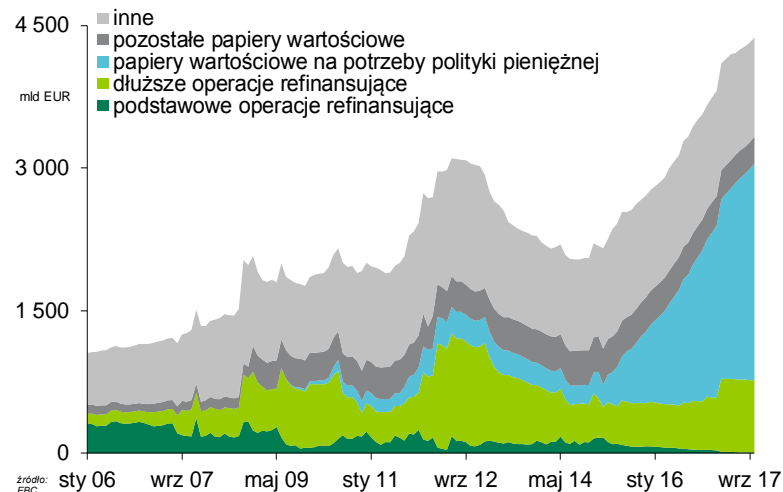


- Podczas posiedzenia w październiku rada EBC utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada zdecydowała o wydłużeniu programu skupu aktywów do września 2018 r. (lub dłużej, tak długo, aż rada jako trwałe oceni dostosowanie ścieżki inflacji), jednocześnie redukując od stycznia 2018 r. miesięczną wartość skupu aktywów do 30 mld EUR z obecnych 60 mld EUR. Rada zdecydowała o pozostawieniu otwartej kwestii terminu zakończenia programu QE.
- Decyzję i komunikat rady można uznać za relatywnie gołębie. Choć skala ograniczenia miesięcznej wartości skupu była większa od oczekiwań, to jako zdecydowanie łagodne należy uznać: - większe, wobec oczekiwań, wydłużenie programu w czasie, - wyraźne zaznaczenie kwestii reinwestycji zapadających aktywów, - utrzymanie zapisów *forward guidance* dot. długiego okresu stabilizacji stóp procentowych, - podtrzymanie opcji dalszego wydłużenia programu, - utrzymanie asymetrycznego bilansu ryzyka dla perspektyw programu QE podczas jego trwania (tj. wskazania jedynie na możliwość zwiększenia skali programu QE).
- Rada utrzymała ocenę bardzo korzystnej sytuacji w sferze realnej, która ostatecznie przełoży się na wzrost inflacji. Ten proces jest jednak zbyt wolny, stąd – w ocenie rady - znaczna stymulacja monetarna pozostaje konieczna.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia jedynie powolnego wzrostu inflacji w strefie euro podtrzymujemy oczekiwania, że program skupu aktywów będzie kontynuowany przynajmniej do końca 2018 r., przy ponownym ograniczeniu miesięcznej wartości skupu pod koniec 2018 r. Podtrzymujemy także oczekiwania, że do końca 2018 r. stopy procentowe, w tym stopa depozytowa zostaną utrzymane nie bieżącym poziomie.

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



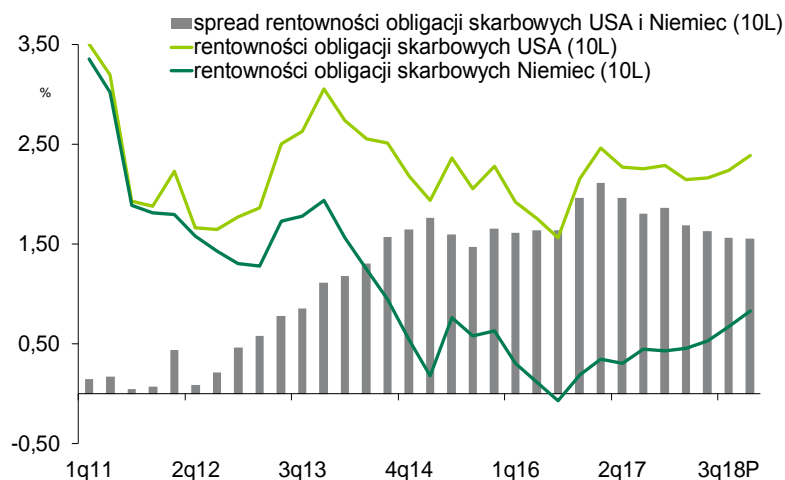
... skutkuje koniecznością utrzymania luźnej polityki pieniężnej EBC



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

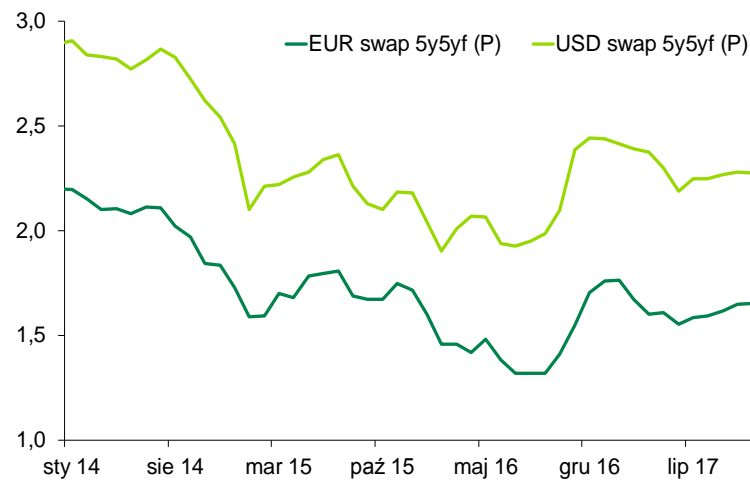
- Po okresowym wzroście rentowności obligacji skarbowych przełom października i listopada przyniósł ponowny, stopniowy spadek rentowności, na co wpływały: - kolejne publikacje niskich odczytów inflacji bazowej oraz dynamiki wynagrodzeń, - łagodny wydzźwięk decyzji i komunikatu EBC po posiedzeniu w październiku, - decyzja o nominacji Jerome'a Powella na szefa Fed na początku 2018 r.
- W krótszej perspektywie (przełom 2017 / 2018) dostrzegamy jeszcze potencjał dla lekkiego spadku rentowności na rynku papierów skarbowych w USA, biorąc pod uwagę założenia co do dłuższego procesu prac nad reformą podatkową i utrzymujących się bardzo niskich wskaźników inflacji bazowej.
- W dłuższym horyzoncie (kilku kwartałów) oczekujemy bardzo powolnego wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, zakładając utrzymanie generalnie stabilnej sytuacji gospodarczej, stopniowy wzrost wskaźnika inflacji bazowej, 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 tak jak miało to miejsce w kwartałach minionych.

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



źródło: Thomson Reuters Datastream, BOS Bank

Utrzymujące się bardzo niskie oczekiwania inflacyjne w gospodarkach rozwiniętych

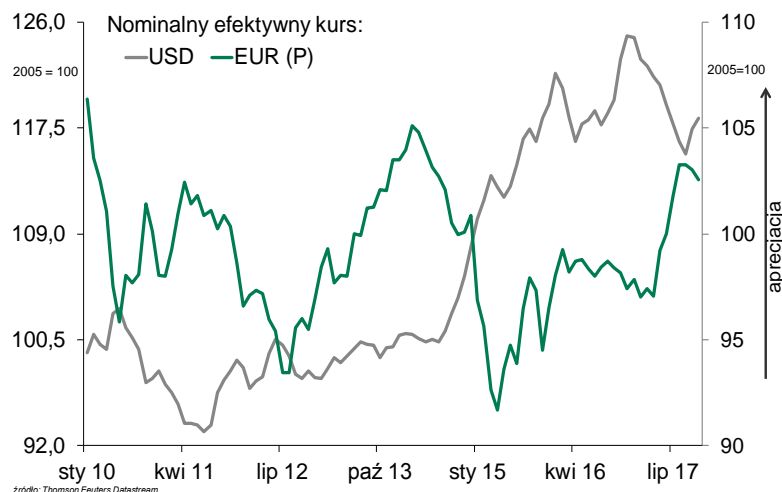


źródło: Thomson Reuters Datastream.

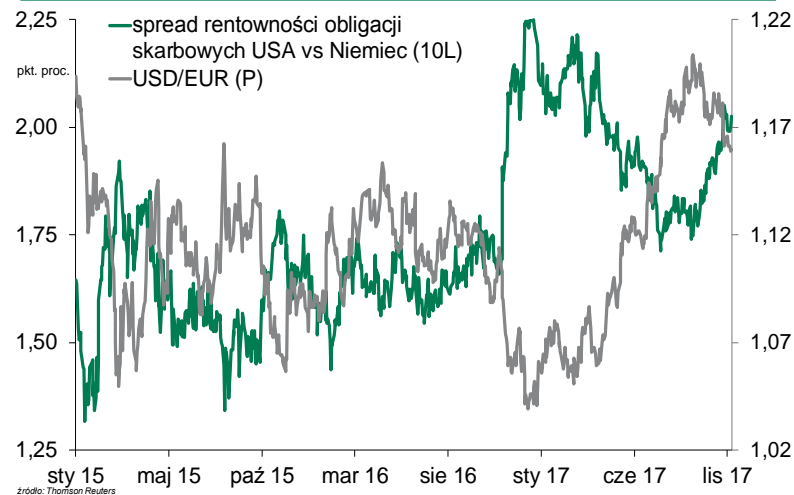
Oczekujemy utrzymania słabszych notowań euro wobec dolara

- W październiku i na początku listopada kontynuowany był efekt aprecjacji dolara oraz deprecjacji euro, po tym jak w połowie roku odnotowano bardzo silne osłabienie dolara oraz wzmocnienie euro. Powodem kontynuacji korekty były:
 - łagodny wydzwitek retoryki EBC (łagodniejszy wobec retoryki Fed),
 - wzrost ryzyka sytuacji politycznej w Europie, choć ograniczony co do skali,
 - wzrost oczekiwań dot. szybkiego procesu wdrożenia reformy podatkowej w USA,
 - ograniczenie napływu kapitału na rynki wschodzące i aprecjacji tych walut wspierające notowania dolara.
- Uważamy, że w 2018 r., wciąż czynnikami determinującymi kształtowanie się kursu USD/EUR pozostaną dywergencja polityki pieniężnej Fed i EBC oraz sytuacja polityczna w Europie. Oczekujemy jednocześnie wygasania wpływu sytuacji politycznej oraz polityki gospodarczej w USA, w szczególności w porównaniu do I. 2016-2017 r.
- Biorąc pod uwagę założenia co do utrzymującego się ryzyka politycznego w Europie (wybory we Włoszech, Brexit, wciąż daleka od stabilnej sytuacja w Hiszpanii), 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.
- Nie oczekujemy powrotu notowań euro wobec dolara powyżej 1,20 USD/EUR, jednocześnie jednak czynnikiem hamującym silniejsze osłabienie euro będzie:
 - niższa, wobec bieżących założeń FOMC skala zacieśnienia polityki pieniężnej w USA,
 - trwały efekt ograniczenia ryzyka gospodarczego i finansowego strefy euro – wobec skrajnie wysokiego poziomu z lat 2012-2015.

Trwalsze wyhamowanie deprecjacji dolara i aprecjacji notowań euro

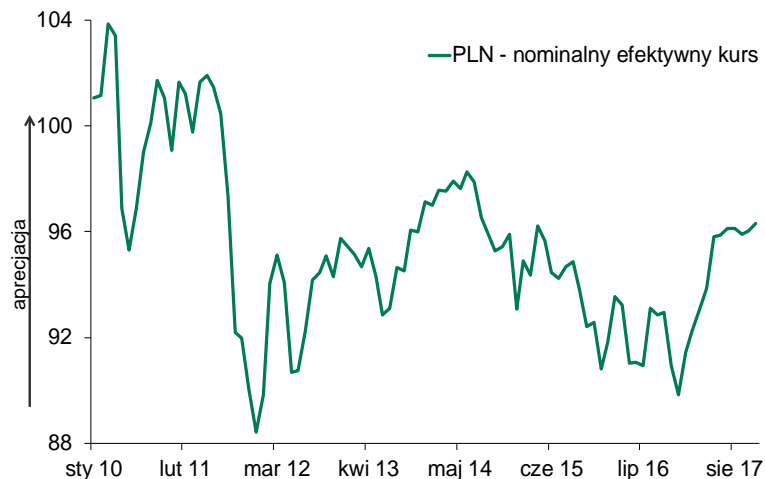


W 2018 r. cały czas dywergencja polityki Fed i EBC oraz sytuacja polityczna w Europie kluczowe dla kursu USD/EUR



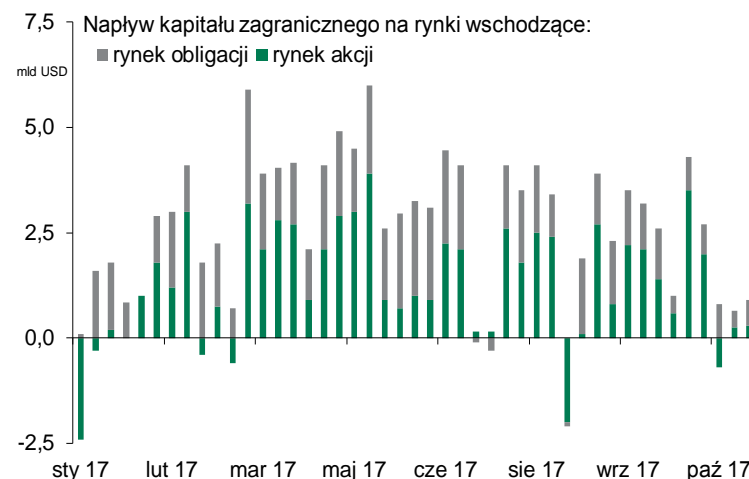
- Ograniczenie ryzyka sytuacji politycznej z uwagi na brak eskalacji kryzysu w Hiszpanii (sytuacja w Katalonii), przy generalnie korzystnych nastrojach wokół rynków wschodzących poskutkowało ograniczeniem notowanej na przełomie września i października przeceny notowań złotego. W październiku kurs złotego powrócił do poziomu poniżej 4,25 PLN/EUR oraz w okolice 3,65 PLN/CHF.
- Biorąc pod uwagę korzystną sytuację fundamentalną (solidny wzrost PKB, równowaga zewnętrzna, 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), wolniejszy (niż w I poł. br.) napływ kapitału zagranicznego na rynki wschodzące oraz brak oczekiwań dalszego silniejszego przyspieszenia aktywności w gospodarce globalnej mogą utrzymywać nieco wyższy niż miało to miejsce w II kw. br. poziom globalnej premii za ryzyko. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach kurs złotego będzie się wahał wokół poziomu 4,25 PLN/EUR.

W II poł. roku wyhamowanie aprecjacji złotego, utrzymanie kursu na silniejszych poziomach



źródło: Thomson Reuters Datastream

W II poł. br. lekkie wyhamowanie skali napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące



źródło: Barclays

W III kw. br. wzrost krajowego PKB na poziomie 4,5% r/r

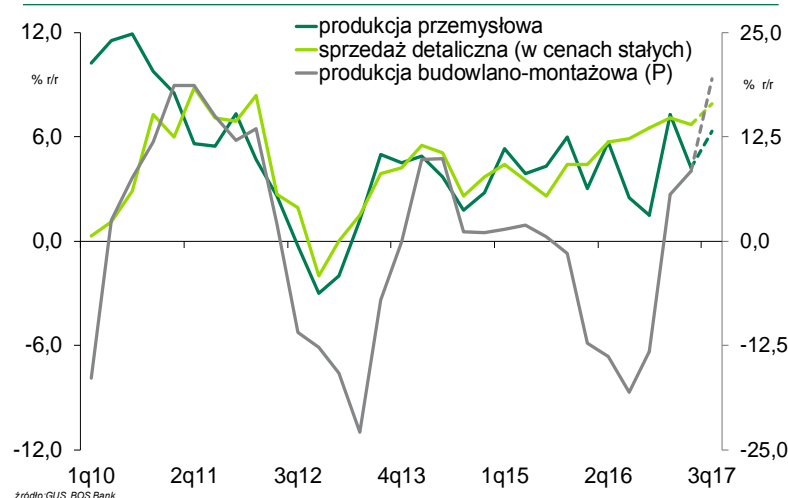
- Biorąc pod uwagę dynamiczny wzrost produkcji budowlano-montażowej oraz wyższe dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji sprzedanej przemysłu prognozujemy, że w III kw. br. dynamika wzrostu PKB silnie przyspieszyła do 4,5% r/r z 3,9% r/r w II kw.
- Prognozujemy, że głównym czynnikiem przyspieszenia wzrostu dynamiki PKB była wyższa kontrybucja we wzrost inwestycji, przy wyższym wzroście inwestycji mieszkaniowych oraz wyższym wzroście inwestycji infrastrukturalnych SFP. Dane dot. wydatków majątkowych budżetu państwa oraz wydatków budżetu środków europejskich wskazują na przyspieszenie dynamiki wzrostu publicznych inwestycji infrastrukturalnych. Zakładamy, że w III kw. utrzymywała się także wysoka dynamika wzrostu wydatków majątkowych JST. Skalę wzrostu dynamiki nakładów brutto na środki trwałe ogranicza z kolei wciąż brak silniejszego przyspieszenia inwestycji przedsiębiorstw.
- Przy utrzymującej się bardzo korzystnej sytuacji na krajowym rynku pracy oraz historycznie wysokim poziomie wskaźników nastrojów konsumentów oczekujemy utrzymania solidnego wzrostu spożycia gospodarstw domowych w III kw. Jednocześnie utrzymujący się kolejny kwartał z rzędu wolniejszego wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych powinien ograniczać dalsze wzrosty tej dynamiki.

W III kw. oczekujemy solidnego przyspieszenia dynamiki wzrostu PKB...

	4q16	1q17	2q17	3q17P
PKB	2,5	4,0	3,9	4,5
popyt krajowy	1,7	4,1	5,6	4,2
konsumpcja prywatna	4,5	4,7	4,9	4,7
spożycie publiczne	-0,2	1,0	2,4	3,2
inwestycje	-9,8	-0,4	0,8	4,0
konsumpcja prywatna	2,2	3,1	2,9	2,8
spożycie publiczne	0,0	0,2	0,4	0,6
inwestycje	-2,7	0,0	0,1	0,7
zapasy	2,2	0,7	1,9	0,0
eksport netto	0,8	0,1	-1,5	0,4
wartość dodana	2,5	3,7	3,7	4,6
przemysł	2,7	7,2	3,9	5,9
budownictwo	-9,6	4,6	9,8	15,7
usługi ogółem*	4,1	2,4	3,4	3,2

* szacunek własny; źródło: GUS, BOŚ Bank

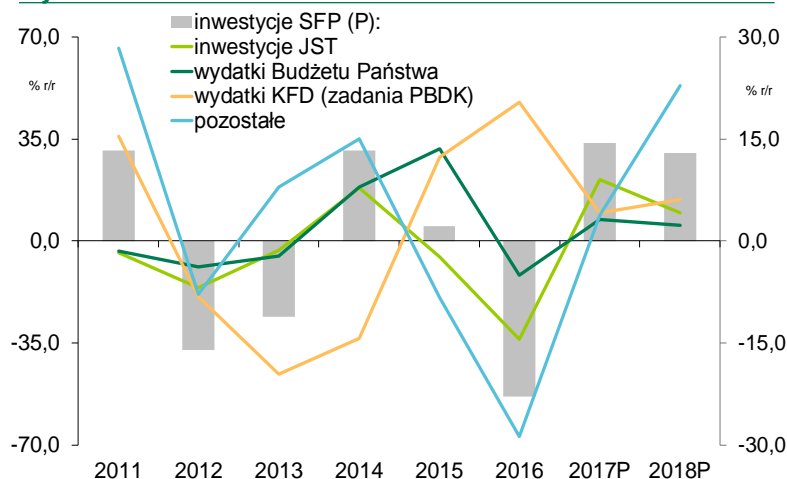
... przy dalszej solidnej poprawie inwestycji budowlanych



źródło: GUS, BOŚ Bank

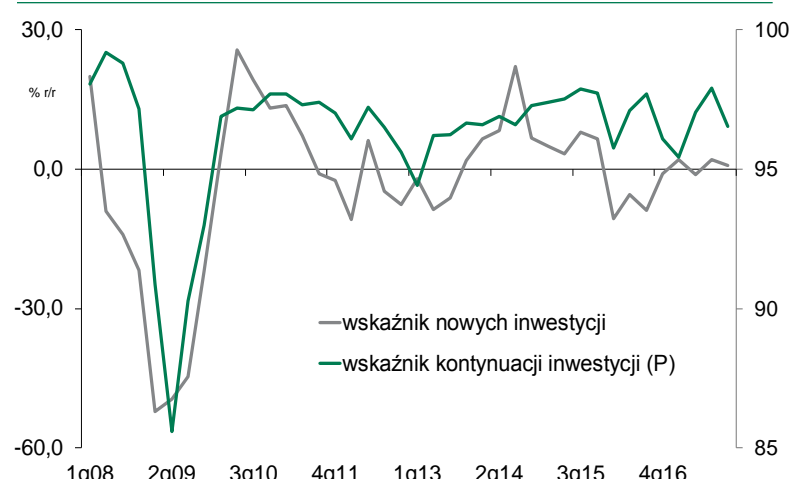
- Oczekujemy, że w kwartałach kolejnych dynamika inwestycji będzie nadal stopniowo rosła w kierunku 5,0% r/r pod koniec br. oraz w kierunku 7,0% - 8,0% r/r w 2018 r. Głównym czynnikiem wzrostu inwestycji w 2017 r. jest wyraźne przyspieszenie inwestycji SFP (po gwałtownym spadku w 2016 r.) w warunkach silniejszego wpływu wydatków w ramach programów unijnych z nowej perspektywy budżetu UE, w tym silnego zwiększenia wydatków inwestycyjnych JST przed wyborami samorządowymi w 2018 r.
- Choć przy wyższych bazach odniesienia skala dalszego wzrostu inwestycji sektora SFP w 2018 r. będzie już nieznaczna, to oczekujemy większej kontrybucji inwestycji firm. W pierwszym rządzie oczekujemy wzrostu inwestycji firm publicznych, po silnej skali spadków w 2016 r. Oczekujemy także wyższej dynamiki inwestycji firm prywatnych, które – co ważne – w 2016 r. nie ograniczyły tak silnie inwestycji jak spółki Skarbu Państwa (SP) w warunkach utrzymującej się korzystnej koniunktury i wysokiej skali wykorzystania mocy wytwórczych.
- Brak wyraźnej poprawy inwestycji firm w 2017 r. jest zgodny z naszymi oczekiwaniami z II poł. ub.r. Utrzymujące się sygnały ograniczonej skali planów inwestycyjnych firm (wg badania NBP) wskazują jednak obecnie na ryzyko dla prognozy silniejszego ożywienia tych inwestycji w 2018 r. Uważamy jednak, że przynajmniej w grupie spółek SP zwiększenie skali wykorzystania środków unijnych pozwoli na silniejszy wzrost nakładów inwestycyjnych w 2018 r.
- 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 wyższej kontrybucji także w 2018 r.

W 2017 r. ożywienie inwestycji SFP, podtrzymanie wyższych dynamik wzrostu także w 2018 r.



źródło: GUS, Eurostat, MF, BOS Bank

Ograniczone plany inwestycyjne firm w 2017 r. wg badania NBP



źródło: NBP

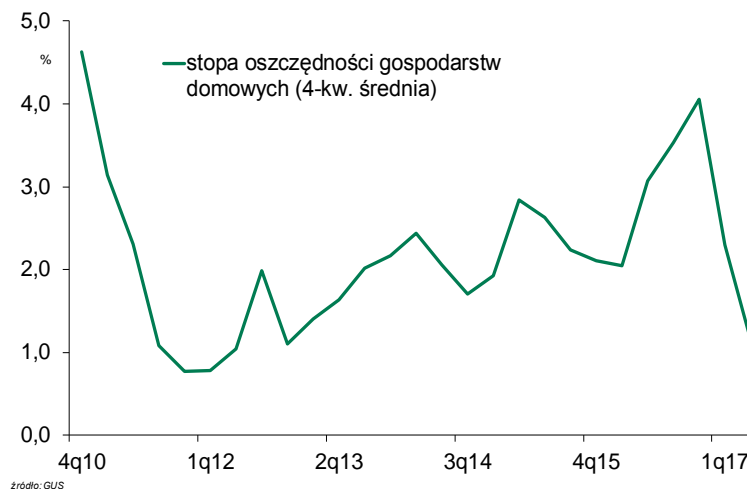
Podtrzymujemy prognozę stopniowego hamowania dynamiki spożycia gospodarstw domowych w 2018 r.

- Solidny wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w trakcie 2016 r. (uruchomienie programu „Rodzina 500+”), silny wzrost zatrudnienia od 2016 r. oraz wyraźnie przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń przekłada się na poprawę nastrojów gospodarstw domowych i solidny (blisko 5-procentowy) wzrost konsumpcji prywatnej.
- Przy założeniu dalszego (choć wolniejszego wzrostu zatrudnienia) oraz utrzymania wysokiej dynamiki płac oczekujemy utrzymania solidnego wzrostu dochodów z pracy najemnej gospodarstw domowych w kwartałach nadchodzących. Jednocześnie jednak należy zwrócić uwagę, że w I poł. br. w sporym stopniu wydatki gospodarstw domowych były finansowane z oszczędności (które silniej wzrosły w 2016 r.).
- O ile zatem korzystna sytuacja na rynku pracy pozostanie bardzo ważnym czynnikiem wspierającym konsumpcję prywatną, to wyraźnie niższa dynamika wzrostu dochodów do dyspozycji przełoży się na stopniowy spadek dynamiki spożycia gospodarstw domowych w kierunku 4,0% r/r na przełomie 2017 i 2018 r. (program „Rodzina 500+” będzie trwale podwyższał poziom dochodów i wydatków, ale nie ich dynamikę).
- Biorąc pod uwagę mniejszy niż w I. 2006-2007 optymizm przedsiębiorstw nie zakładamy, aby skala poprawy sytuacji na rynku pracy sięgnęła poziomów sprzed kryzysu. Ponadto wzrost konsumpcji, w porównaniu z okresem buma będzie hamować mniejsza skala finansowania wydatków kredytem, nie tylko konsumpcyjnym, ale także hipotecznym (w I. 2006-2007 wysoka wartość udzielanych kredytów przeznaczana nie tylko na zakup nieruchomości, ale także na wydatki strictly konsumpcyjne jak np. urządzenie mieszkania).

Solidny wzrost dochodów, w tym dochodów z pracy, powodem dynamicznej poprawy nastrojów konsumentów



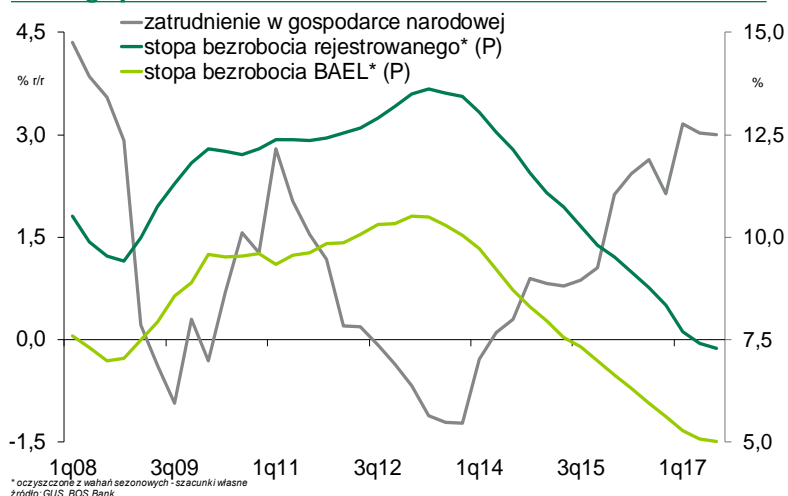
Jednocześnie w I poł. 2017 r. wydatki konsumpcyjne finansowane oszczędnościami nagromadzonymi w 2016 r.



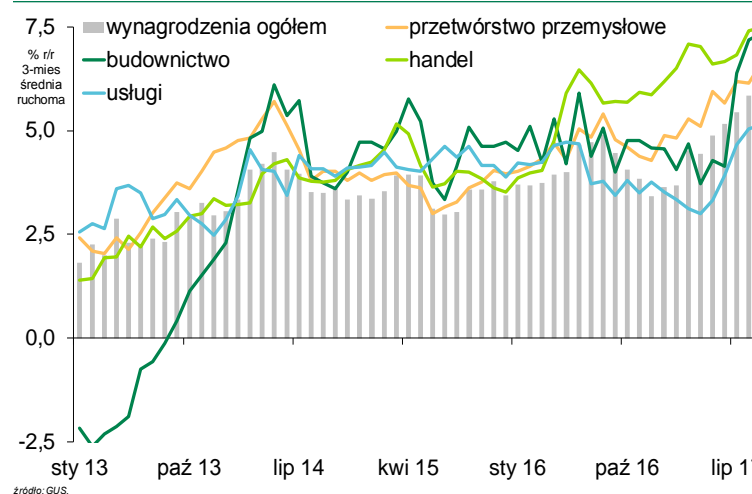
W krótkim okresie sytuacja na rynku pracy zdecydowanym wsparciem dla wzrostu gospodarczego

- Dane z krajowego rynku pracy wskazują na utrzymanie w III kw. solidnego wzrostu zatrudnienia i utrwalenie wyższej dynamiki wynagrodzeń. Badanie NBP dot. sytuacji przedsiębiorstw wskazuje na utrzymujące się wysokie wskaźniki popytu na pracę i planowane dalsze podwyżki wynagrodzeń w IV kw. br.
- Zakładamy, że w 2018 r. utrzyma się silny popyt na pracę, niemniej oczekujemy już wolniejszego tempa tego wzrostu przy: - wyższych bazach odniesienia, - ograniczeniu wpływu zmiany formy prawnej zatrudnienia (podbijających dynamiki zatrudnienia w Gospodarce Narodowej i sektorze przedsiębiorstw) - oraz przy rosnących wyzwaniach po stronie podaży pracy.
- Biorąc pod uwagę wyraźną poprawę sytuacji negocjacyjnej po stronie pracowników oczekujemy trwałego wzrostu dynamiki wynagrodzeń w kierunku 6,5% r/r w 2018 r.
- Z uwagi na mniej optymistyczne prognozy średnioterminowe przedsiębiorstw (badanie NBP) nie oczekujemy dynamicznego, dwucyfrowego wzrostu wynagrodzeń. Utrzymująca się migracja pracowników z Europy Wschodniej częściowo będzie zapewne ograniczała problemy podaży pracy. Rosnące problemy firm ze znalezieniem pracowników pozostaną jednak czynnikiem ryzyka dla gospodarki. O ile potencjał dla wzrostu inwestycji zwiększających wydajność pracy (jak również większa elastyczność zatrudnienia wpływająca na dalszy wzrost podaży pracy), wydaje się wciąż bardzo duży, to utrzymująca się niepewność otoczenia firm w dłuższym okresie może hamować decyzje rozwojowe i skutkować ograniczeniem aktywności w dłuższym okresie.

Kolejny rok solidnego wzrostu zatrudnienia powodem historycznie niskiego poziomu bezrobocia



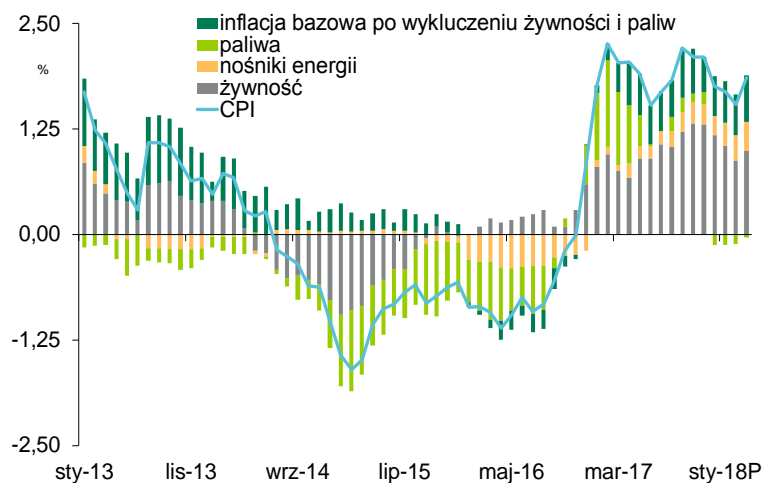
W 2017 r. wyraźne przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń



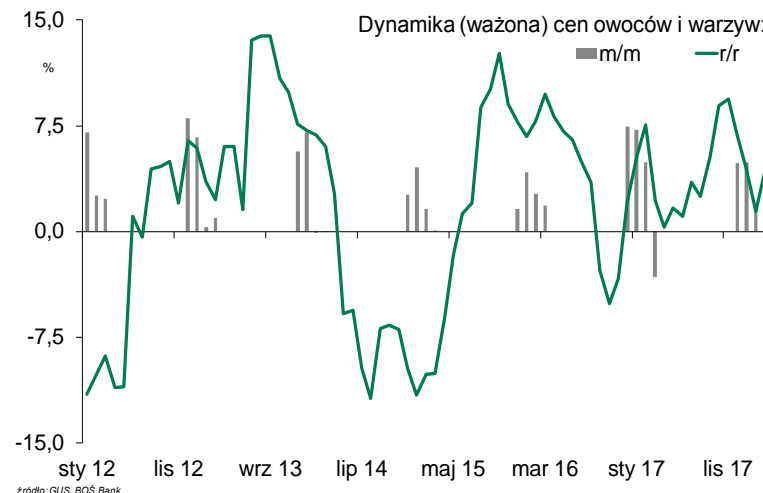
Oczekujemy spadku inflacji w kierunku 1,5% r/r na przełomie roku i trwalszego wzrostu w kierunku 2,0% r/r od II kw. 2018 r.

- Według wstępnych danych wskaźnik inflacji CPI w październiku obniżył się lekko do 2,1% r/r. Według naszych szacunków w kierunku obniżenia inflacji oddziaływał głównie spadek rocznej dynamiki cen paliw i inflacji bazowej (po wykluczeniu żywności i energii). Z kolei nadal w kierunku wyższej inflacji oddziaływały ceny żywności.
- Szacujemy, że w listopadzie inflacja CPI może jeszcze utrzymywać się na poziomie ponad 2% r/r, jednocześnie podtrzymujemy oczekiwania wyraźnego spadku wskaźnika w grudniu 2017 r. i w I kw. 2018 r. w kierunku 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 brak 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 na przełomie roku oddziaływać efekty bazy dla cen paliw, z kolei w kierunku wzrostu inflacji będą oddziaływać nieznacznie wyższe indeksy cen nośników energii.
- W II poł. 2018 r. oczekujemy wzrostu inflacji w kierunku 2,0% r/r głównie z uwagi na wzrost inflacji z tytułu efektów cyklicznych (wskaźnik inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych). Skalę wzrostu inflacji będą z kolei hamować niższe wzrosty cen żywności.

Na przełomie 2017 i 2018 r. oczekiwany solidny spadek inflacji CPI w kierunku 1,5% r/r



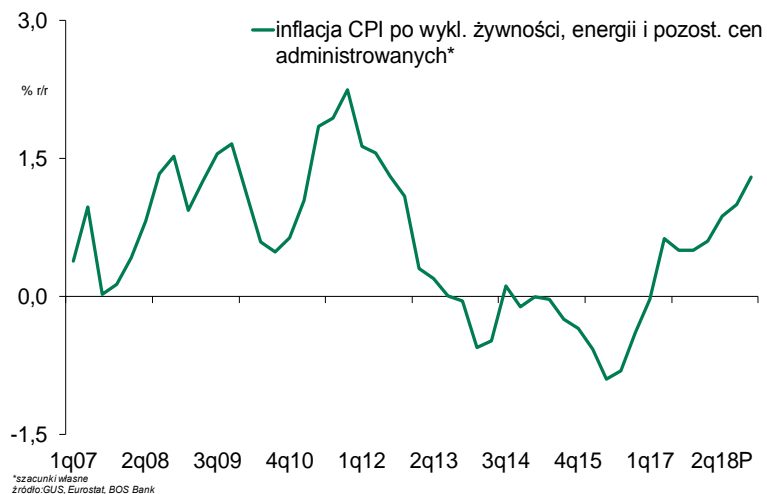
Głównym powodem spadku wskaźnika CPI bardzo wysoka baza odniesienia dla cen owoców i warzyw



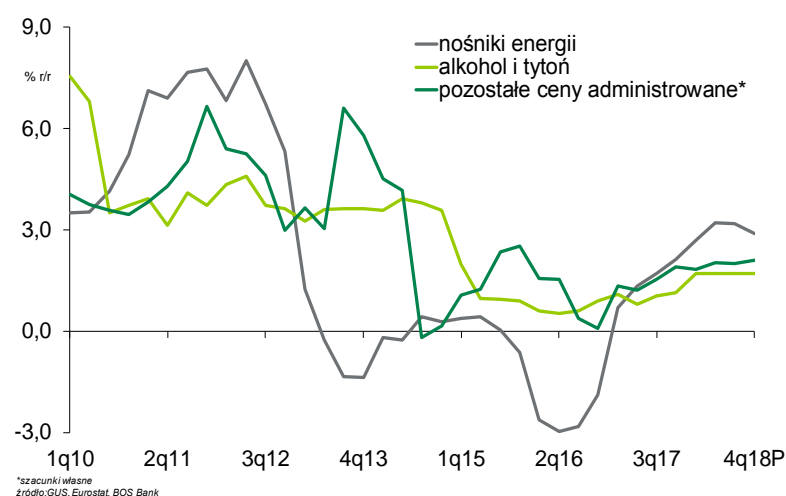
W 2018 r. silniejszy wpływ efektów cyklicznych na inflację, efekty kosztowe oraz decyzje administracyjne będą hamowały skalę podwyżek cen

- Utrzymujący się solidny wzrost popytu konsumpcyjnego i wzrost kosztów pracy będą przekładać się na dalszy, solidny wzrost cen w kategoriach silniej powiązanych z efektami cyklicznymi (tj. inflacji CPI po wykluczeniu cen żywności, energii oraz pozostałych cen administrowanych). Z kolei czynnikiem hamującym skalę wzrostu cen będzie oczekiwany przez nas jedynie powolny wzrost cen surowców i utrzymujące się niskie tempo wzrostu cen zagranicą.
- Oczekujemy utrzymania w nadchodzących kwartałach relatywnie wolnego (w porównaniu do danych sprzed kilku lat) wzrostu cen w tych kategoriach, które pozostają pod silnym wpływem decyzji administracyjnych (wpływ stawek akcyzy na alkohol i tytoń, opłaty za przejazdy miejskie, leki czy przedszkola). 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 i w 2018 r. choć może wzrosnąć w porównaniu do wyników z l. 2016-2017, to nie powinna przekroczyć 0,5 pkt. proc.
- Zakładamy, że w roku wyborów samorządowych skala wzrostu cen administrowanych pozostanie ograniczona. Brak podwyżek stawek akcyzy na tytoń będzie z kolei utrzymywała niższe tempo wzrostu cen w tej grupie towarów. Przy oczekiwanym wzroście cen energii elektrycznej oraz dotychczasowych silnych wzrostach cen węgla oczekujemy lekko wyższej kontrybucji nośników energii do wzrostu indeksu CPI w 2018 r.

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

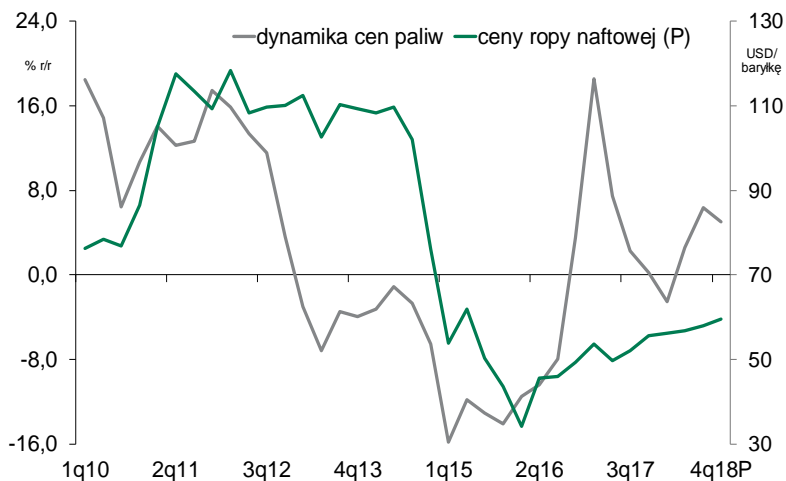


W porównaniach historycznych wciąż ograniczony wzrost cen w kategoriach silniej zależnych od decyzji administracyjnych



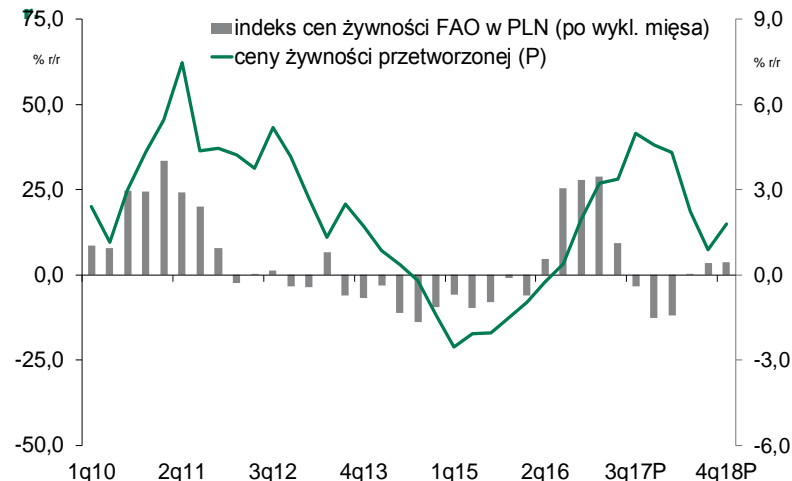
- Po silnym wzroście kontrybucji żywności we wzrost CPI w 2017 r. (do ok. 1 pkt. proc.), w 2018 r. oczekujemy wyraźnego spadku kontrybucji tej kategorii do ok. 0,5 pkt. proc. Na silny wzrost dynamiki cen żywności w 2017 r. istotnie wpłynął wzrost cen żywności przetworzonej, co pozostaje spójne z notowanym w II poł. 2016 r. wzrostem globalnego indeksu cen żywności. 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 w przyszłym roku 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 ograniczonego potencjału dla wzrostu cen ropy naftowej 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 (0,20 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

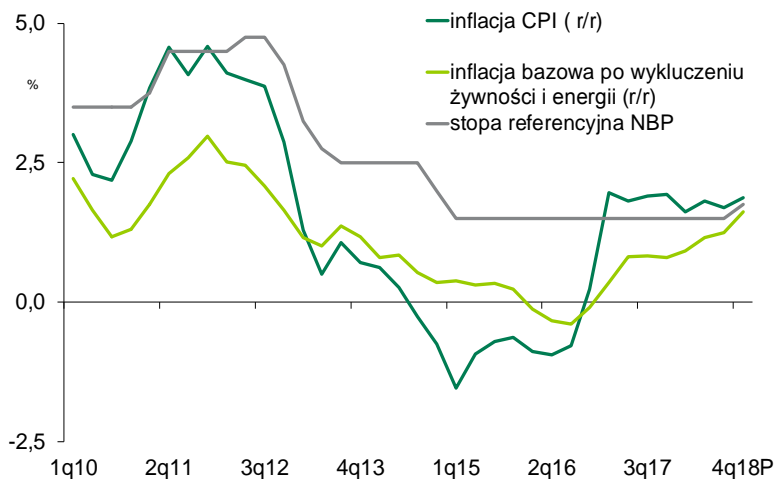
Stabilizacja indeksów cen surowców żywnościowych powoduje oczekiwanego solidnego spadku dynamiki cen żywności w 2018



źródło: GUS, Eurostat, FAO, BOS Bank

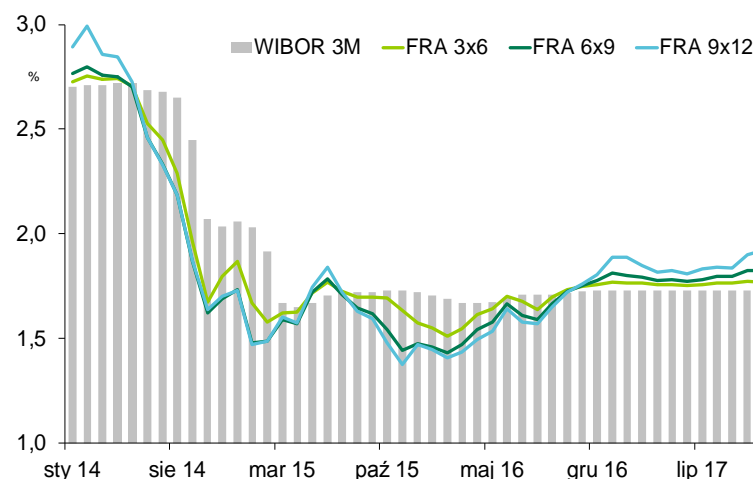
- Na posiedzeniu w październiku RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,5% r/r. Treść komunikatu RPP została lekko zaostrzona, z komunikatu usunięto fragment o „ograniczonym ryzyku wzrostu inflacji ponad cel NBP”. Korekta stanowi zapewne odzwierciedlenie wyników najnowszej projekcji inflacyjnej NBP, tj. podwyższenia prognozy inflacji CPI w 2018 r. do 2,3% r/r i powyżej 2,5% r/r w 2019 r.
- Jednocześnie wypowiedzi członków Rady obecnych na konferencji prasowej po posiedzeniu wskazywały na intencję tonowania oczekiwań co do szybkiego zacieśnienia polityki monetarnej. Wypowiedzi członków Rady eksponowały m.in. utrzymującą się wciąż zbyt niską dynamikę inwestycji przedsiębiorstw jako przesłankę dla ostrożności w polityce monetarnej. Ponadto nie można wykluczyć, że prognoza okresowego spadku inflacji na przełomie 2017 / 2018 dała przesłanki do tonowania (przynajmniej w krótkim okresie) nadmiernie „jastrzębiej” retoryki.
- Biorąc pod uwagę retorykę Rady i prognozę spadku inflacji CPI w I kw. 2017 r. w kierunku 1,5% r/r podtrzymujemy ocenę, że zacieśnienie polityki pieniężnej w nadchodzących miesiącach jest bardzo mało prawdopodobne.
- Podtrzymujemy także 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 zaostrzenie 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 w 2018 r.

Dłuższy okres ujemnych stóp procentowych i wzrost inflacji bazowej argumentem za podwyżką stóp pod koniec 2018 r.



źródło: GUS, NBP, BOS Bank

Łagodna retoryka RPP wpływa na oczekiwania stabilnych stóp w krótszym okresie, przy ugruntowujących się oczekiwaniach na lekkie zaostrzenie polityki pieniężnej w dłuższym horyzoncie

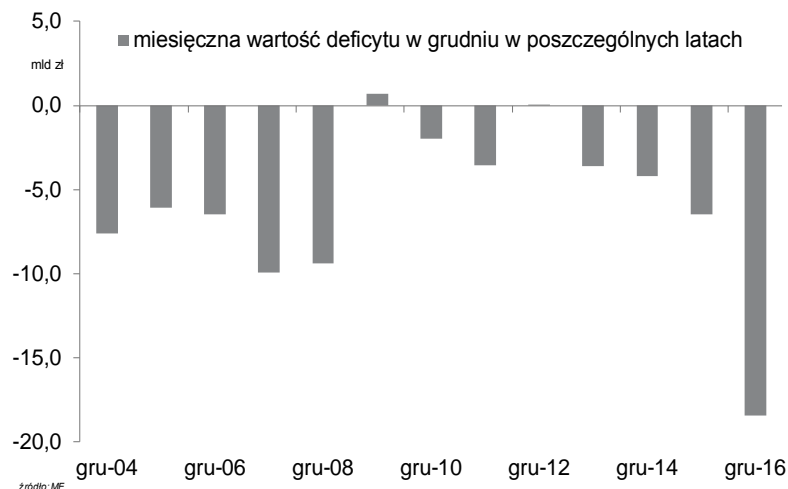


źródło: NBP, Thomson Reuters

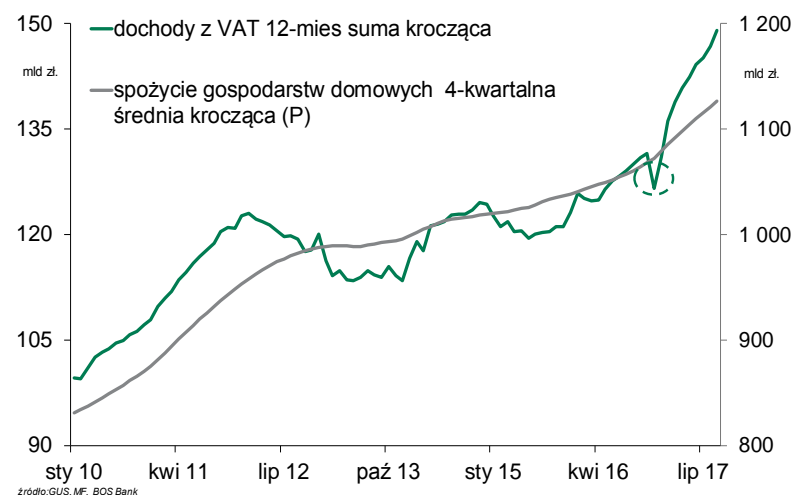
Solidne ograniczenie deficytu budżetu państwa w I. 2017 – 2018 sprzyjające stabilizacji deficytu SFP bezpiecznie poniżej 3,0% PKB

- Według danych Ministerstwa Finansów po wrześniu utrzymała się nadwyżka w budżecie państwa. Nadal oczekujemy skokowego pogorszenia wyniku budżetu w IV kw., zakładając (tak jak w 2016 r.) silniejsze niż w latach wcześniejszych kumulowanie wydatków w ostatnich miesiącach roku oraz kumulację w grudniu zwrotu z podatku VAT.
- Jednocześnie biorąc pod uwagę utrzymujące się silne tempo wzrostu dochodów podatkowych (nie tylko VAT, ale także CIT i PIT) oraz informacje o ograniczeniu dotacji z budżetu dla FUS, szacujemy, że całoroczny deficyt budżetu może wynieść 20 – 25 mld (wobec naszej wcześniejszej prognozy deficytu poniżej 30 mld zł).
- Przedstawiciele resortu w wypowiedziach z tygodni minionych podtrzymali szacunek deficytu w całym 2017 r. w granicach 30 mld zł. Ewentualny wzrost deficytu w kierunku 30 mld zł mógłby wynikać z jeszcze silniejszej kumulacji pod koniec br. zwrotów podatku VAT bądź dodatkowe wydatki (nie uwzględnione w ustawie budżetowej). Informacje resortu finansów o możliwej nowelizacji budżetu pod koniec br. wskazują, że taki scenariusz jest poważnie rozważaną opcją. W takiej sytuacji mogłoby mieć miejsce „podwyższenie” wykonania deficytu w 2017 r. i zwiększenie buforu dla budżetu w 2018 r., szczególnie że potencjał dla pozytywnej niespodzianki scenariusza makroekonomicznego w 2018 r. jest zdecydowanie mniejszy niż w 2017 r.
- Biorąc pod uwagę solidną poprawę wyniku budżetu państwa, zakładaną ograniczoną skalę pogorszenia wyników JST czy KFD oraz jeszcze ograniczoną skalę pogorszenia wyniku sektora ubezpieczeń społecznych w 2018 r., oczekujemy, że deficyt SFP będzie utrzymywał się bezpiecznie poniżej 3,0% PKB w I. 2017-2018.

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



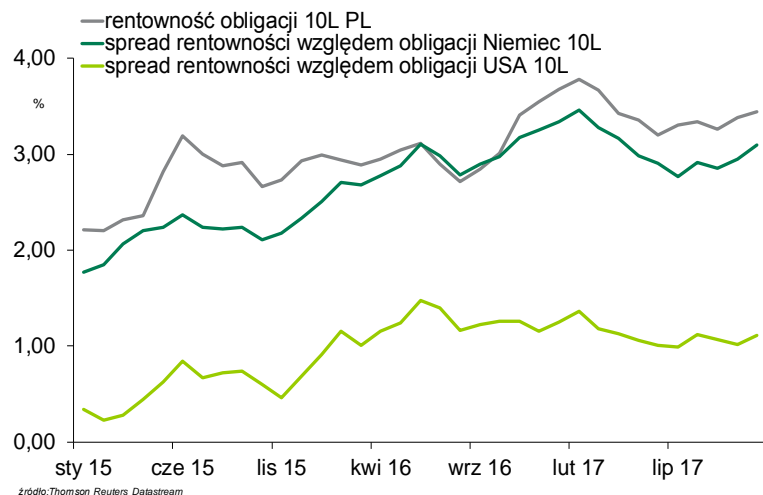
Przesunięcia w zakresie zwrotów podatku VAT na przełomie roku czynnikiem ryzyka dla prognozy całorocznego wykonania budżetu



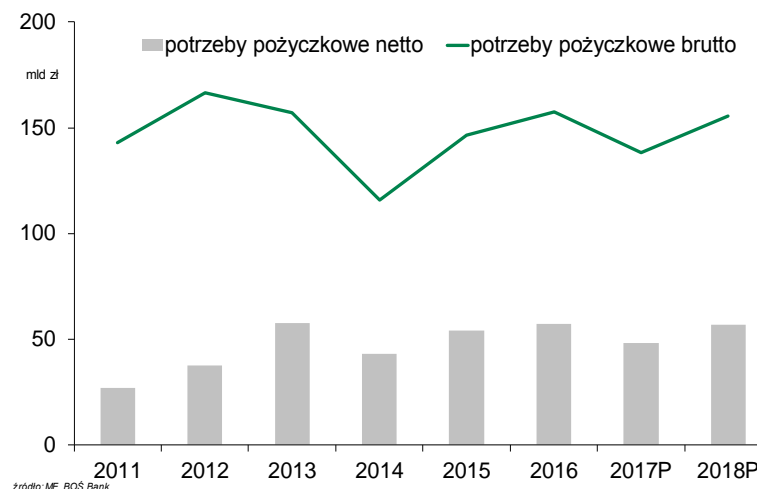
W dłuższym okresie oczekujemy stopniowego wzrostu rentowności SPW w ślad za rynkami bazowymi

- Wyhamowanie wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych poskutkowało także wyhamowaniem wzrostu rentowności obligacji na rynku krajowym w październiku i na początku listopada, przy jednocześnie utrzymujących się lekko wyższych poziomach spreadów wobec rentowności obligacji na rynkach bazowych.
- Oczekując w dłuższym okresie stopniowego wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych oczekujemy także stopniowego wzrostu rentowności krajowych papierów. Choć nie oczekując scenariuszy kryzysowych nie przewidujemy silnego wzrostu spreadu obligacji krajowych względem papierów na rynkach bazowych, to generalnie nieco wyższy poziom globalnej premii za ryzyko wobec lokalnych minimów z II kw. br. będzie utrzymywał się, co będzie dodatkowo lekko podwyższało poziom rentowności krajowych papierów.
- Podtrzymujemy także założenia, że w kolejnych kwartałach będzie wygasał dotychczasowy efekt ograniczenia podaży obligacji skarbowych (spadek potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa w 2017 r.) co także będzie argumentem za wyższym poziomem rentowności.
- W trakcie 2018 r. oczekujemy silniejszego wzrostu rentowności na krótkim końcu krzywej, biorąc pod uwagę oczekiwania dot. zaostrzenia polityki pieniężnej NBP pod koniec br. Cały czas czynnikiem ryzyka dla prognoz SPW na krótkim końcu krzywej pozostaje skala popytu banków komercyjnych na te papiery.

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	4,0
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	2 084
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,5	-0,6
	mld EUR	-19,7	-14,5	-5,0	-8,5	-2,4	-1,3	-2,4	-3,5
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	4,5
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	8,2	6,7	5,7
Inflacja CPI	% r/r, śr.	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,9	1,8
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	1,2
Depozyty ogółem	mld PLN	782,2	828,5	875,3	956,4	1 027,2	1 122,9	1 174,2	1 240,0
	% r/r	11,0	5,9	5,7	9,3	7,4	9,3	4,6	5,6
Kredyty ogółem	mld PLN	885,3	900,6	933,1	996,5	1 065,5	1 118,2	1 157,6	1 230,5
	% r/r	14,8	1,7	3,6	6,8	6,9	4,9	3,5	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	51,6
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	1,80	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	3,63	3,66
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,63	3,39	3,38	3,54	3,94	4,12	3,77	3,77

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	2,3	2,0
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	2,20	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	0,90
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	1,17	1,16
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	111,4	111,7	108,7	98,9	52,4	43,8	53,5	57,9

% 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	3,8	4,1	3,9	4,0
Popyt krajowy	% r/r	4,1	5,6	4,6	3,8	4,0	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	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,4	-0,6
	mld EUR	1,7	-1,0	-3,0	-0,2	0,6	-0,5	-2,0	-1,0
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r, real.	2,1	3,1	3,7	4,2	4,9	4,4	4,4	4,2
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.	8,0	7,0	6,8	6,7	6,9	6,3	6,3	6,6
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	2,0	1,5	2,2	1,6	1,5	1,8	1,7	1,9
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	0,6	0,8	1,0	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	1,80	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	4,30	4,30	4,25	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	3,95	3,71	3,65	3,63	3,68	3,69	3,66	3,66
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,95	3,87	3,76	3,77	3,81	3,81	3,77	3,77

Założenia zewnętrzne		1q17	2q17	3q17	4q17P	1q18P	2q18P	3q18P	4q18P
PKB - USA	% r/r	2,0	2,2	2,3	2,3	2,3	2,2	2,5	2,1
PKB - strefa euro	% r/r	2,0	2,3	2,5	2,4	2,3	2,1	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	2,20	2,30	2,35	2,45	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	0,90
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	1,17	1,17	1,17	1,16	1,16
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	53,7	49,7	52,1	58,5	57,3	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.