

ANALIZY MAKROEKONOMICZNE
PRZEGLĄD MIESIĘCZNY

12 września 2017



BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

bosbank.analizy@bosbank.pl

ŁUKASZ TARNAWA
Główny Ekonomista

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

ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA
Ekonomista

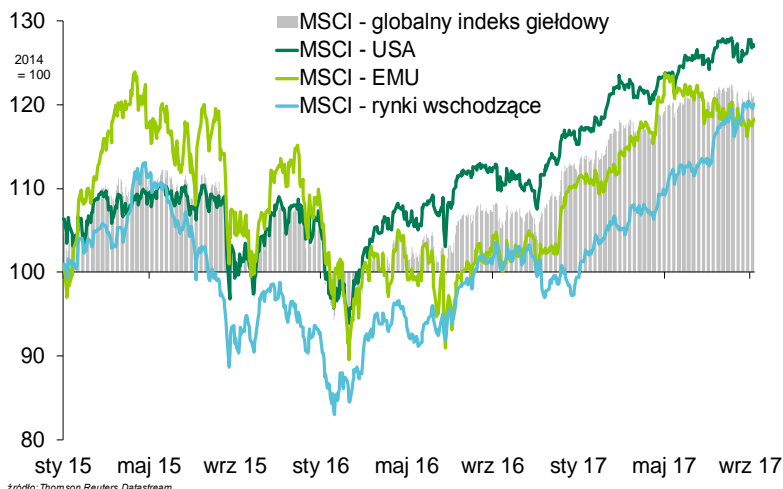
+48 515 111 698
janina.swiatkowska@bosbank.pl

- W sierpniu i na początku września osłabły oczekiwania rynkowe co do tempa zaostrzenia polityki pieniężnej Fed oraz ograniczania luzowania polityki pieniężnej EBC. Głównym powodem tej zmiany była ostrożna retoryka banków centralnych dot. średnioterminowych tendencji inflacyjnych. Pomimo solidnego odbicia aktywności gospodarki wpływ sfery realnej na inflację bazową w krajach rozwiniętych pozostaje bowiem ograniczony.
- Dodatkowo ostrożność co do krótkookresowych decyzji Fed wywołują informacje dot. zniszczeń w USA spowodowanych huraganami, a w przypadku strefy euro – silna aprecjacja euro.
- Zmiana oczekiwań dot. polityki pieniężnej przełożyła się na silny spadek rentowności obligacji skarbowych oraz wzrosty cen aktywów rynków wschodzących. Na te aktywa w jedynie ograniczonym stopniu wpływają sygnały wzrostu ryzyka z tytułu sytuacji geopolitycznej, niepewności dot. sytuacji fiskalnej w USA (konieczne ponowne zwiększenie limitu zadłużenia) czy też wzrostu niepewności politycznej we Włoszech.
- Choć polityka pieniężna głównych banków centralnych powinna wspierać ceny aktywów na rynkach wschodzących, to utrzymujące się czynniki ryzyka powinny z czasem silniej na nie oddziaływać, stąd podtrzymujemy nasze ostrożne prognozy cen krajowych aktywów finansowych w nadchodzących miesiącach.
- Czynnikiem pozytywnie wpływającym na ceny krajowych aktywów pozostaną natomiast dane nt. krajowej sytuacji gospodarczej. W II kw. dynamika wzrostu PKB tylko nieznacznie obniżyła się do 3,9% r/r, przy lekkim wzroście dynamiki konsumpcji prywatnej oraz inwestycji. W kolejnych kwartałach oczekujemy dalszego wzrostu nakładów brutto na środki trwałe, ale jednocześnie wolniejszego wzrostu konsumpcji, co powinno skutkować stabilizacją wzrostu PKB w okolicach 4,0% r/r.
- Zgodnie z oczekiwaniami w III kw. inflacja CPI utrzymuje się na poziomie nieco powyżej 1,5% r/r, przy stabilizacji rocznej dynamiki cen paliw i żywności i wyhamowaniu wcześniejszego wzrostu inflacji bazowej. Układ statystycznych baz odniesienia okresowo obniży inflację na przełomie 2017 i 2018 r. poniżej 1,5% r/r, po czym w II poł. 2018 r. wskaźnik inflacji powinien wzrosnąć w kierunku 2,0% r/r.
- Oczekiwany okresowy spadek inflacji CPI oraz wciąż stosunkowo niska dynamika inwestycji będą wspierać ocenę RPP zasadności utrzymania stabilnych stóp procentowych. Oczekując jednak przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń, stopniowego wzrostu inflacji bazowej oraz dynamiki inwestycji firm w trakcie 2018 r. oczekujemy korekcyjnego zacieśnienia polityki pieniężnej pod koniec 2018 r.

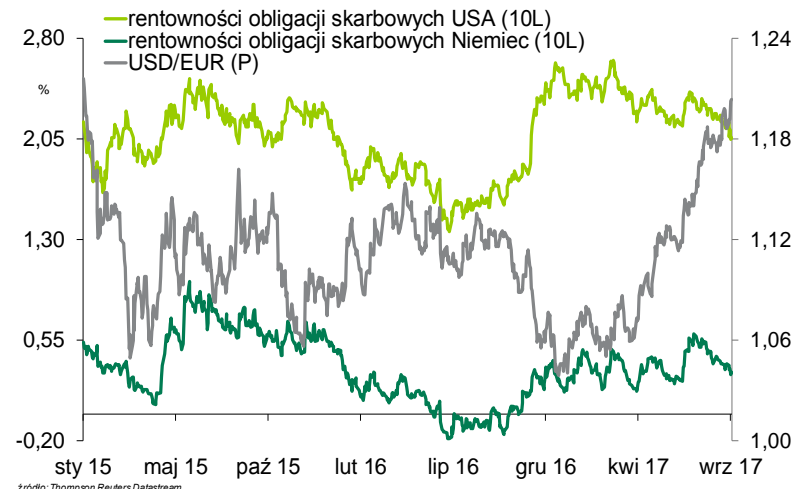
Korekta oczekiwań rynkowych odnośnie polityki pieniężnej głównych banków centralnych

- Sierpień przyniósł kontynuację solidnego wzrostu notowań akcji na rynkach wschodzących przy stabilizacji indeksów na rynkach rozwiniętych. Wyższym cenom aktywów na rynków wschodzących sprzyjały korzystne dane dot. sfery realnej gospodarki globalnej, jak również korekta oczekiwań dot. polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Choć ceny ropy naftowej pozostają zdecydowanie poniżej poziomów sprzed kilku lat, to wyraźne ograniczenie trendu spadkowego cen ropy notowane w II kw. br. sprzyjało lepszej ocenie krajów eksporterów ropy naftowej.
- W ostatnich tygodniach rynki wschodzące wykazywały dużą odporność na wzrost ryzyka geopolitycznego w następstwie zaostrzenia relacji na linii USA – Korea Północna.
- Korekta wcześniejszych oczekiwań co do relatywnie szybszego wycofywania się EBC z programu QE nie zatrzymała dynamicznej aprecjacji euro wobec dolara (w okolice 1,20 USD/EUR) i to pomimo jednoznacznego wskazania na ryzyka związane z silną aprecjacją euro w komunikacie EBC po wrześniowym posiedzeniu rady.
- Taka sytuacja częściowo wynikała z utrzymującej się solidnej presji na notowania dolara w warunkach równoczesnej korekty dot. polityki pieniężnej Fed. Jednocześnie jednak zwraca uwagę wysoka odporność rynku walutowego na wszelkie negatywne informacje z Europy (np. okresowy wzrost rentowności obligacji na rynkach „peryferyjnych” EMU, ryzyko sytuacji politycznej we Włoszech).

Solidne wzrosty na giełdach rynków wschodzących, bardziej ograniczone - na rynkach rozwiniętych



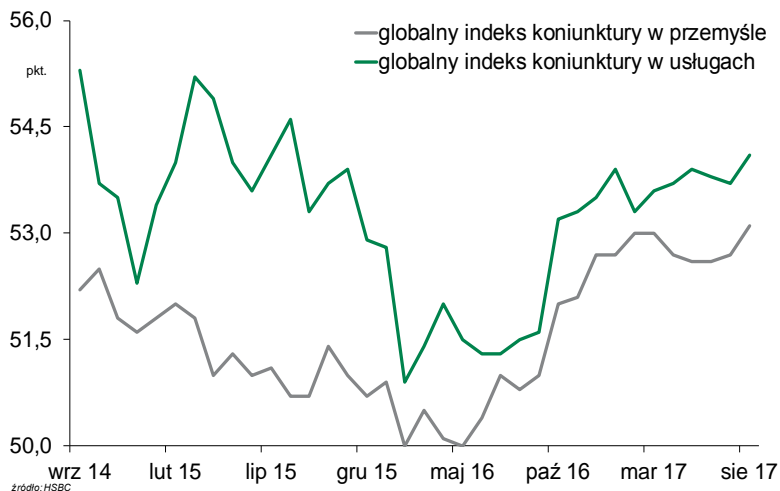
Kontynuacja wzmocnienia euro wobec dolara pomimo korekty oczekiwań dot. polityki pieniężnej EBC



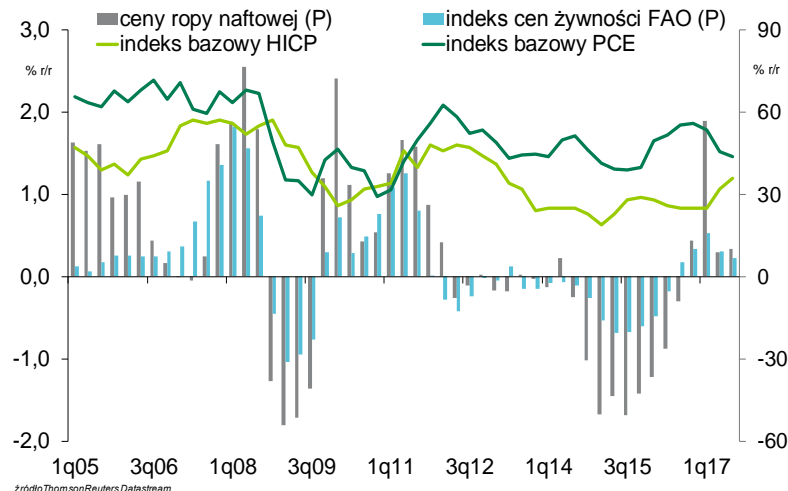
Utrzymujące się solidne dane dot. globalnej koniunktury gospodarczej, jednak ważniejsza inflacja utrzymująca się na niskim poziomie

- Dane dot. wskaźników koniunktury gospodarczej wskazują na utrzymujący się solidny wzrost aktywności gospodarki globalnej.
- Cały czas jednak solidne dane dot. aktywności gospodarczej oraz – w przypadku rynków rozwiniętych – wyraźna poprawa sytuacji na rynku pracy, nie przekładają się na wyraźne impulsy proinflacyjne. Utrzymujące się niskie tempo wynagrodzeń (zarówno w USA, jak i w strefie euro) nadal hamuje silniejszy wzrost inflacji bazowej. Ograniczona skala wzrostu cen surowców ogranicza także proinflacyjne oddziaływanie kanału kosztowego.
- Poza efektami okresowymi (skutki huraganów w USA), to właśnie większa niepewność banków centralnych (Fed i EBC) co do średnioterminowych prognoz inflacji była główną przyczyną notowanej w ostatnich tygodniach korekty oczekiwań dot. polityki pieniężnej i solidnego spadku rentowności obligacji skarbowych.
- W przypadku rynku amerykańskiego czynnikiem hamującym oczekiwania co do wzrostu inflacji pozostaje obniżające się prawdopodobieństwo solidnego impulsu fiskalnego z tytułu wzrostu wydatków publicznych lub reformy podatkowej.
- Ograniczenie oczekiwań co do tendencji reflacyjnych w gospodarkach rozwiniętych jest spójna z naszymi założeniami formułowanymi jeszcze pod koniec 2016 r. Uważamy, że w kolejnych miesiącach bardziej ostrożne oczekiwania rynkowe dot. polityki pieniężnej będą się utrzymywały. Sądzymy, że oczekiwane na jesieni zmiany w programach QE Fed oraz EBC nie będą skutkować wyprzedzają aktywów na rynku stopy procentowej.

Utrzymujące się korzystne dane nt. koniunktury w gospodarce globalnej



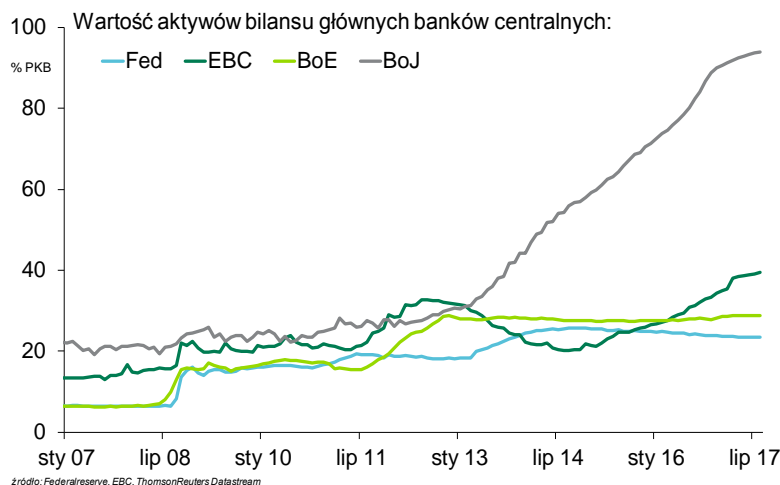
Perspektywy jedynie powolnego wzrostu inflacji w gospodarkach rozwiniętych



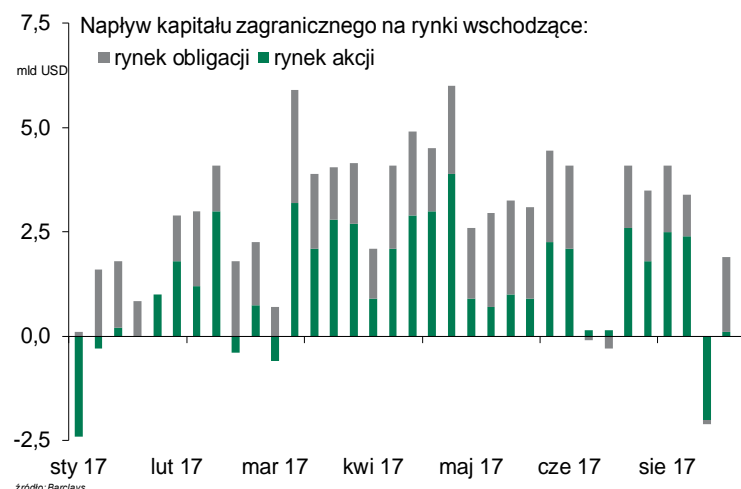
Zakładamy ograniczony wpływ zmian w polityce pieniężnej głównych banków centralnych na rynek obligacji skarbowych

- Oczekujemy, że od IV kw. br. Fed będzie sukcesywnie ograniczał skalę reinwestowania zapadających aktywów w posiadaniu banku centralnego prowadzące do zmniejszenia wartości aktywów w bilansie banku centralnego. W naszej ocenie zmiana polityki pieniężnej Fed nie skutkuje gwałtownym wzrostem rentowności obligacji skarbowych.
- Biorąc pod uwagę brak materializacji scenariusza „reflacji” i wolniejsze tempo zmian w polityce głównych banków centralnych wobec oczekiwań z przełomu 2016 i 2017 r., utrzymujący się bardzo wysoki popyt na obligacje skarbowe na rynkach bazowych w warunkach wciąż znaczącej skali ilościowego luzowania polityki pieniężnej na świecie (niezależnie od zmiany polityki Fed) oraz strukturalne czynniki (demografia, wydajność pracy) wpływające na utrzymanie niskiej premii terminowej, oczekujemy jedynie stopniowego wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych.
- Jak niejednokrotnie wskazywaliśmy, w naszej ocenie zmiany w polityce pieniężnej Fed w większym stopniu mogą wpływać na ceny aktywów o wyższym profilu ryzyka niż na obligacje skarbowe na rynkach bazowych.
- Inaczej niż w 2013 r. (kiedy obserwowany był okresowy wzrost obaw przed szybszymi zmianami w polityce QE Fed) bieżąca sytuacja fundamentalna rynków wschodzących jest zdecydowanie stabilniejsza. O ile zatem zmiany w tej polityce mogą ograniczać skalę napływu kapitału na rynki wschodzące w porównaniu z bardzo silnym napływem tego kapitału w I poł. br., to nie oczekujemy gwałtownego / kryzysowego wpływu na te rynki zmian w polityce Fed.
- Ponadto, inaczej niż w 2013 r., obecnie rynki finansowe są także lepiej przygotowane na zmiany w polityce pieniężnej banków centralnych.

Znacząca skala luzowania polityki pieniężnej głównych banków centralnych



Zacieśnienie polityki pieniężnej Fed może ograniczać skalę napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące

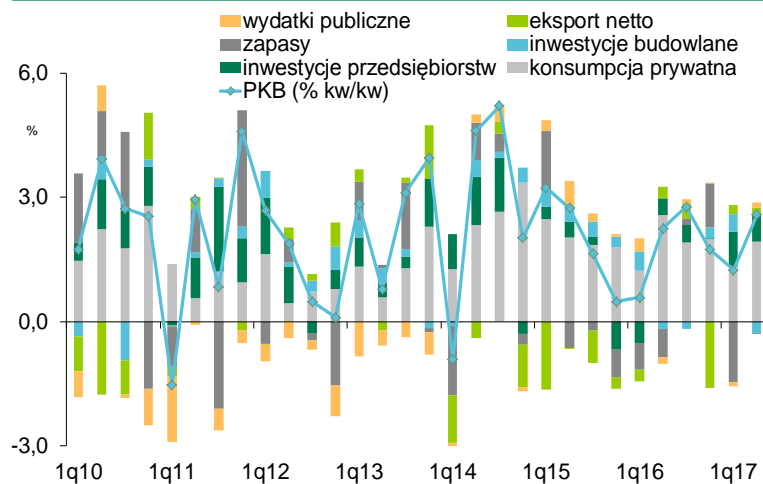


Ryzyko fiskalne związane z limitem zadłużenia w USA odsunięte na koniec roku, utrzymujące się ryzyko geopolityczne

- Z początkiem września osiągnięto polityczne porozumienie co do tymczasowego podwyższenia, zgodnie z wysokością bieżących wydatków, pułapu zadłużenia rządu federalnego USA (z bieżącego poziomu 19,8 mld dolarów) i dalszym finansowaniem jego działalności do 8 grudnia. Prezydent Donald Trump przystał na propozycję Partii Demokratycznej aby tą kwestię powiązać z przyznaniem pomocy dla ofiar huraganu Harvey.
- Odsuwa to do połowy grudnia / początku stycznia ryzyko zawieszenia działalności rządu federalnego (*shutdown*) w następstwie braku możliwości regulacji bieżących zobowiązań finansowych, wobec dotychczasowych szacunków że przekroczenie limitu zadłużenia nastąpi pod koniec września / w I połowie października.
- W rezultacie odsuwa się w czasie potencjalny moment wzrostu ryzyka w kontekście negocjacji co do trwalszych rozwiązań w zakresie podwyższenia limitu zadłużenia oraz średnioterminowej polityki fiskalnej w USA. Co więcej, może to implikować także obniżenie samego ryzyka braku porozumienia ze względu na dłuższy czas na przeprowadzenie stosownych uzgodnień. Najczęściej wskazywanym czynnikiem ryzyka dla osiągnięcia kompromisu we wrześniu był bowiem bardzo krótki termin na wypracowanie stosownego porozumienia. Oczywiście samo ryzyko utrzymuje się, w dalszym ciągu bowiem przy obecnej sytuacji politycznej trudno zakładać bezproblemowy proces negocjacji nt. limitu zadłużenia, *de facto* dot. średnioterminowych perspektyw polityki fiskalnej w USA.
- W ostatnich tygodniach wzrosło znaczenie ryzyka sytuacji geopolitycznej z powodu napięć na linii USA – Korea Północna, co poskutkowało lekkim wzrostem globalnej premii za ryzyko. Ten efekt może jeszcze okresowo wpływać na sytuację rynkową w tygodniach kolejnych. Trudno natomiast jednoznacznie wskazywać na skalę ryzyka z tego tytułu biorąc pod uwagę jego geopolityczny charakter.
- Biorąc pod uwagę wysokie notowania koalicji CDU-CSU w badaniach poparcia partii przed wrześniowymi wyborami parlamentarnymi w Niemczech, które odbędą się 24 września, w najbliższych tygodniach sytuacja polityczna w Niemczech nie powinna mieć istotnego wpływu na rynki finansowe.
- Nadal, w ujęciu średniookresowym utrzymują się ryzyka sytuacji politycznej we Włoszech, zarówno w kontekście ryzyka przedterminowych wyborów parlamentarnych, jak i stosunkowo wysokiego poparcia społecznego dla antysystemowej partii Ruchu 5 gwiazd.

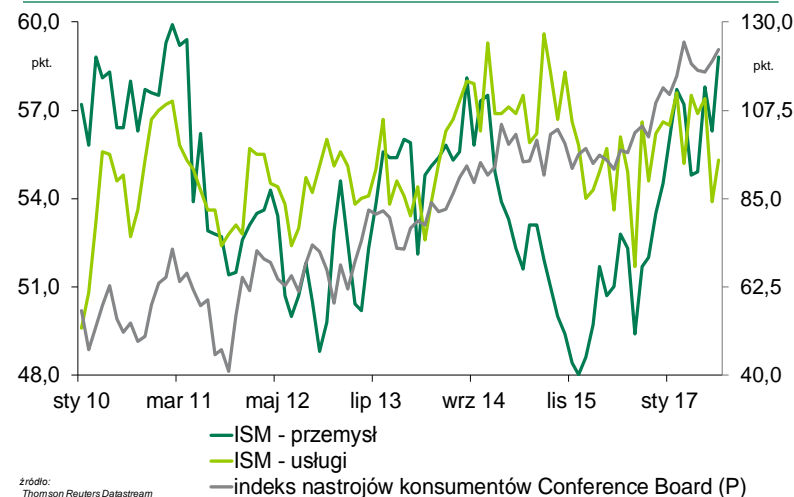
- W II kw. br. dynamika PKB w USA wzrosła do 2,6% kw/kw anual., przy wygasaniu wcześniejszej sporej zmienności kontrybucji zapasów i eksportu netto we wzrost PKB. Dane wskazują na: - solidny (choć niższy niż w I. 2014 – 2016) wkład konsumpcji prywatnej, - utrwalający się dodatni (choć wciąż dość niski) wkład inwestycji przedsiębiorstw, - niższą kontrybucję inwestycji budowlanych we wzrost, - ograniczoną kontrybucję wydatków publicznych.
- Podtrzymujemy założenia, że dynamika PKB w USA utrzyma się w I. 2017-2018 na poziomie lekko powyżej 2% r/r. Uważamy, że w bieżącym cyklu ożywienie w globalnym przemyśle osiągnęło już swoje szczyty, stąd nie zakładamy dużo silniejszego odbicia inwestycji przedsiębiorstw. Wzrost kosztów finansowania będzie ograniczał ożywienie aktywności na rynku budowlanym. Przy stabilnym, lecz wolniejszym niż w I. 2014-2015, wzroście zatrudnienia oraz ograniczonej dynamice wynagrodzeń nie oczekujemy także przyspieszenia konsumpcji prywatnej.
- Potencjalnym, silniejszym impulsem wzrostowym mogłoby być zwiększenie wydatków publicznych lub reformy podatkowe, niemniej ostatnie miesiące wspierają nasz scenariusz ograniczonej skali poluzowania polityki fiskalnej i tym samym wolniejszego, wobec prognoz rynkowych z przełomu 2016/2017, wzrostu aktywności amerykańskiej gospodarki.
- Potencjalne ryzyka dla wzrostu gospodarczego z tytułu zniszczeń wywołanych huraganami i powodzią mogą obniżać dynamikę wzrostu PKB w II poł. br., niemniej w takim przypadku dodatkowa aktywność związana z pracami remontowymi będzie z kolei podwyższała tę dynamikę w przyszłości. Dane historyczne wskazują na jedynie okresowy wpływ huraganów na aktywność amerykańskiej gospodarki.

W II kw. odbicie dynamiki PKB przy stabilizującej się strukturze wzrostu



źródło: Thomson Reuters Datastream

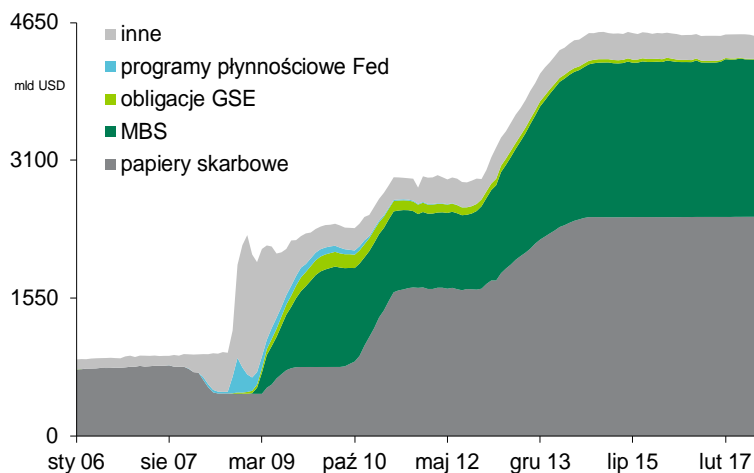
Wskaźniki koniunktury gospodarczej sugerują solidny, stabilny wzrost aktywności



źródło: Thomson Reuters Datastream

- Oczekujemy, że na posiedzeniu we wrześniu FOMC zdecyduje o rozpoczęciu w IV kw. br. ograniczenia skali reinwestycji zapadających instrumentów w bilansie, co będzie prowadziło do obniżenia wartości aktywów w bilansie Fed.
- Utrzymujący się niski wskaźnik inflacji bazowej oraz niskie tempo wzrostu wynagrodzeń poskutkowało pewną zmianą retoryki członków FOMC. Jeszcze przed kilkoma miesiącami spadek inflacji bazowej było oceniany przez większość członków FOMC jako efekt o charakterze okresowym, ostatnie wypowiedzi i zapisy z dyskusji z posiedzeń FOMC wskazują na większe wątpliwości wśród członków FOMC co do scenariusza wzrostu inflacji w średnim okresie.
- Nie sądzimy, aby z tego tytułu FOMC zdecydował się na odsunięcie w czasie decyzji o zmianach w polityce ilościowego luzowania polityki pieniężnej (QE) biorąc pod uwagę wciąż solidne tempo wzrostu gospodarczego oraz powszechnie wskazywane ryzyka związane ze zbyt długim okresem utrzymywania QE w dotychczasowej skali. Zmiana retoryki oraz rezygnacja Stanley'a Fishera z funkcji wiceprezesa Fed i członka FOMC, wskazuje jednak na wysokie ryzyko odsunięcia w czasie podwyżki stóp procentowych prognozowanej na grudzień br.
- Oczekujemy, że do końca 2018 r. FOMC podwyższy stopę funduszy federalnych o 50 pkt. baz. w dwóch ruchach (w grudniu 2017 r. oraz w połowie 2018 r.), przy ryzyku przesunięcia grudniowej podwyżki na marzec 2018 r.
- Oceniamy, że z jednej strony wciąż solidne dane ze sfery realnej, a z drugiej strony ograniczony ich wpływ na dane inflacyjne przełoży się na wolniejsze tempo zacieśnienia polityki pieniężnej, nie będzie natomiast skutkowało zatrzymaniem tego procesu.

W IV kw. prawdopodobny początek ograniczania bilansu Fed



źródło: Federalreserve

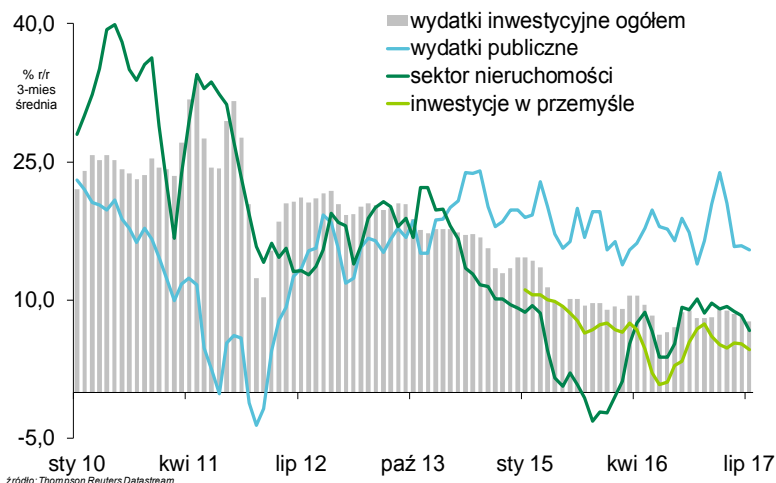
Utrzymująca się niska inflacja czynnikiem ograniczającym skalę zacieśnienia polityki pieniężnej Fed



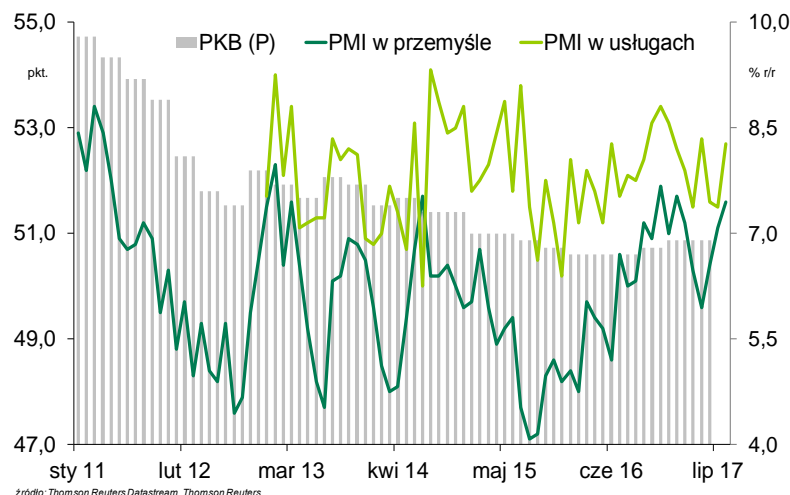
źródło: Thomson Reuters Datastream, Federal Reserve

- Opublikowane w ostatnich tygodniach dane dot. chińskiej gospodarki potwierdziły z jednej strony oczekiwania co do spowolnienia dynamiki inwestycji w chińskiej gospodarce, z drugiej strony podtrzymanie stabilnej koniunktury gospodarczej (wskaźniki koniunktury, dane dot. sprzedaży detalicznej i handlu zagranicznego).
- Informacje napływające z Chin wskazują na stabilną, korzystną sytuację gospodarczą, pomimo stopniowego ograniczania impulsu fiskalnego oraz wdrażania reform gospodarczych ograniczających skalę zadłużenia przedsiębiorstw publicznych, ograniczenia finansowania nie-bankowego oraz ograniczenia ryzyka przegrzania rynku nieruchomości. Przy ograniczeniu wzrostu inwestycji, czynnikami silniej wspierającymi aktywność gospodarki pozostaje bowiem popyt zewnętrzny oraz konsumpcja prywatna.
- Zakładamy, że taka sytuacja będzie utrzymywała się także w kolejnych kwartałach, co powinno skutkować lekkim wyhamowaniem tempa wzrostu PKB do 6,8% r/r w 2017 r. oraz w kierunku 6,5% r/r w 2018 r.
- Biorąc pod uwagę utrzymanie w kolejnych kwartałach relatywnie luźnych warunków finansowych 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 przez lekkie spowolnienie wzrostu gospodarczego oraz niskie ryzyko wzrostu inflacji.

Kontynuowane stopniowe osłabienie dynamiki wzrostu inwestycji w Chinach...

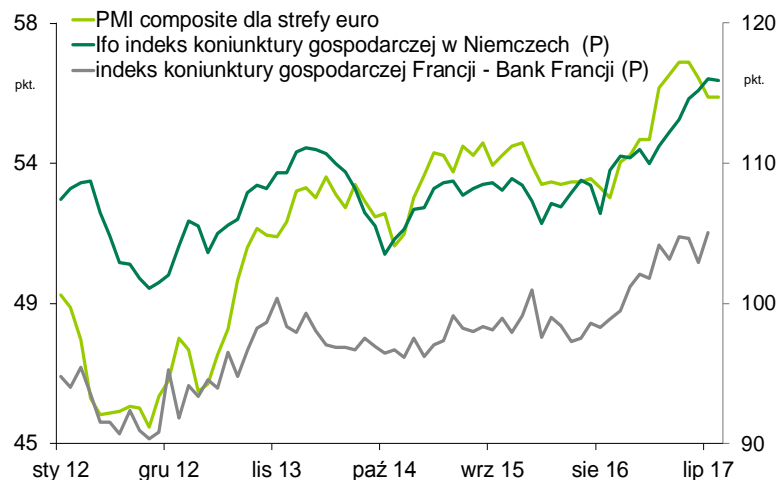


... nie przekłada się na wzrost ryzyka silniejszego spowolnienia gospodarki

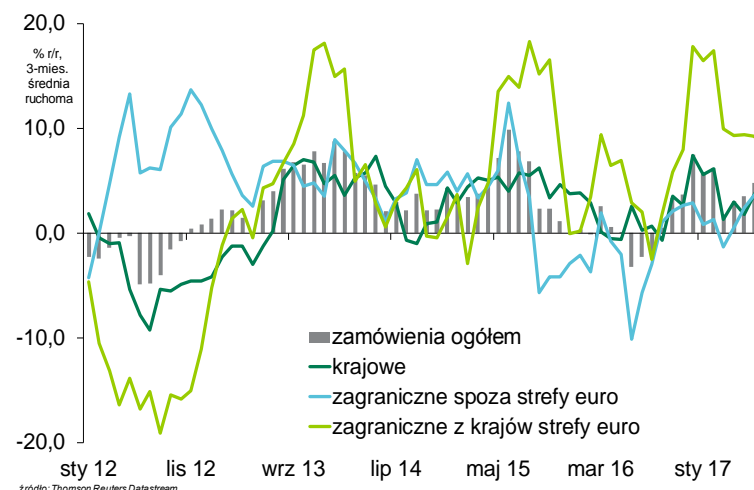


- Większość publikowanych danych wskazuje na utrzymanie korzystnej sytuacji gospodarczej w strefie euro. Jednocześnie wskaźniki koniunktury gospodarczej, dane dot. zamówień w niemieckim przemyśle potwierdzają oczekiwania raczej lekkiego osłabienia aktywności niż jej dalszego przyspieszenia w II poł. 2017 r.
- Biorąc pod uwagę brak dynamicznego wzrostu popytu zagranicznego oraz brak silniejszego impulsu ze strony wydatków publicznych trudno oczekiwać dynamicznego ożywienia prywatnego popytu krajowego.
- Dynamika inwestycji prywatnych w I poł. br. wzrosła w stosunku do bardzo słabych wyników z I. 2012-2015, niemniej w dalszym ciągu tempo tego wzrostu pozostaje ograniczone. Pomimo solidnego ożywienia zatrudnienia i spadku bezrobocia, niskie tempo wzrostu wynagrodzeń hamuje także silniejszy wzrost konsumpcji prywatnej. Choć niewątpliwie sytuacja gospodarcza w strefie euro znacząco poprawiła się, w dalszym ciągu w wielu krajach skala potrzebnych reform pozostaje ważnym wyzwaniem i hamulcem silniejszego przyspieszenia wzrostu.
- Zakładamy, że w I. 2017-2018 dynamika wzrostu PKB w strefie euro będzie kształtować się w okolicach 2% r/r.
- Dotychczasowe informacje dot. negocjacji płacowych wskazują na ograniczone perspektywy silniejszego wzrostu dynamiki wynagrodzeń i tym samym nasilenia presji inflacyjnej. Z tego punktu widzenia bardzo istotne będą na przełomie roku informacje z Niemiec nt. wyników negocjacji zbiorowych dot. wynagrodzeń w sektorze publicznym oraz w części przemysłu (branże metalowe i elektryczne).

Po niewielkim spadku stabilizacja indeksów koniunktury gospodarczej w strefie euro

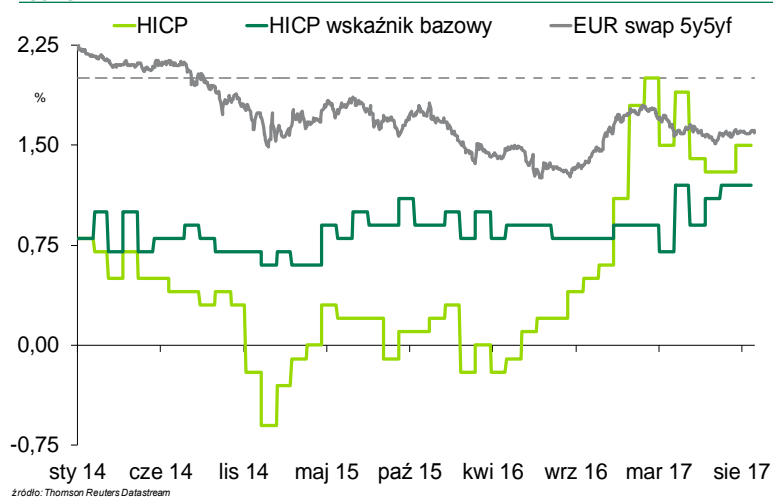


Wyhamowanie dotychczasowego wzrostu dynamiki zamówień w niemieckim przemyśle

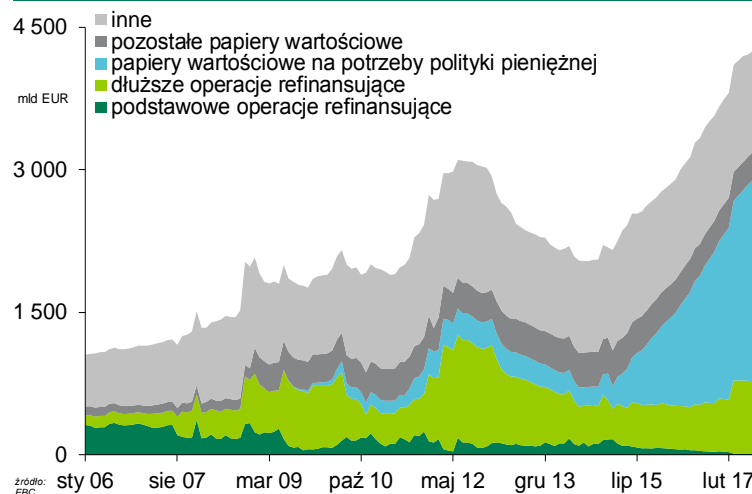


- Podczas wrześniowego posiedzenia rada EBC nie zmieniła parametrów polityki pieniężnej, utrzymując stopy procentowe na stabilnym poziomie (repo na poziomie 0,0% i depozytową -0,40%). Podtrzymany został też plan skupu aktywów w skali 60 mld EUR miesięcznie do grudnia 2017 r. lub dłużej, do momentu ustabilizowania się inflacji.
- Rada podtrzymała ocenę konieczności utrzymania luźnej polityki pieniężnej. Nowym wątkiem w komunikacie było jednoznaczne wskazanie na ryzyka dla inflacji (i tym samym dla osiągnięcia celów rady) z tytułu zmienności kursu euro. W komunikacie wskazano, że zmienność na rynku walutowym wymaga monitorowania.
- Prezes EBC podczas konferencji prasowej podtrzymał zapowiedź dokonania na jesieni szerszej analizy warunków monetarnych, wskazał że większość decyzji powinna zostać ogłoszona w październiku. M. Draghi powiedział, że rada we wrześniu dyskutowała różne scenariusze polityki pieniężnej, nie omawiała natomiast sekwencji zmian i podtrzymała ocenę, że stopy procentowe powinny pozostać na stabilnym poziomie przynajmniej do końca trwania programu skupu aktywów.
- Oczekujemy, że 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. Odnotowanie 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 ...



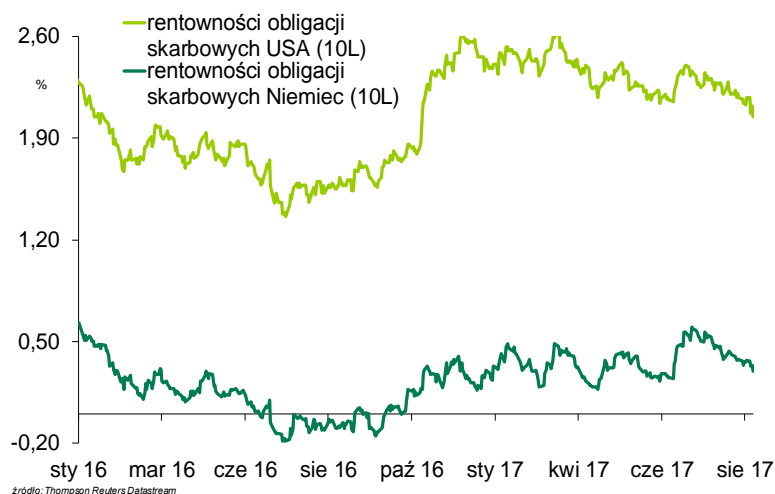
... skutkuje koniecznością utrzymania luźnej polityki pieniężnej EBC



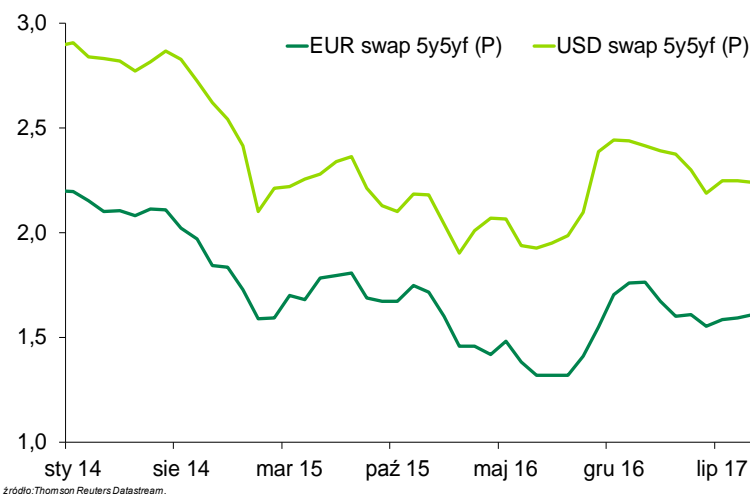
Ograniczony potencjał dla silniejszego wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych

- W sierpniu, a w szczególności na początku września miał miejsce solidny spadek rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Rentowności w USA 10-letnich papierów skarbowych obniżyły się w kierunku 2,0%, rentowności papierów niemieckich spadły do poziomów notowanych przed odebraniem jako zaostrenie retoryki EBC, czerwcowym wystąpieniem prezesa M. Draghi w Sinterze.
- Utrzymująca się niska inflacja i tym samym ostrożna polityka pieniężna banków centralnych była najważniejszym powodem spadku rentowności papierów. Dodatkowym czynnikiem były okresowe wzrosty ryzyka geopolitycznego (pogorszenie stosunków na linii USA – Korea Północna) oraz wzrost niepewności co do decyzji FOMC w kontekście skutków gospodarczych huraganu Harvey.
- Czynniki geopolityczne, jak i skutki huraganu będą zapewne jedynie okresowo wpływać na rynki finansowe (zakładając brak skrajnych scenariuszy eskalacji napięcia pomiędzy USA a Koreą Pn.). Uważamy jednak, że coraz wyraźniejsza ostrożność banków centralnych co do średnioterminowych prognoz inflacyjnych będzie bardzo istotnym czynnikiem utrzymującym w najbliższych miesiącach niższe poziomy rentowności obligacji skarbowych.
- W 2018 r. 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 oraz ograniczenie luzowania polityki pieniężnej EBC.

Solidny spadek rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych w sierpniu i na początku września

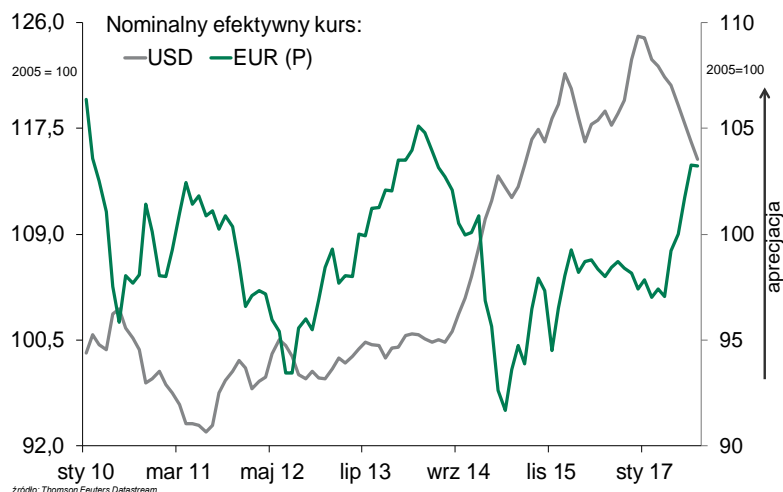


Ograniczenie oczekiwań z przełomu roku co do wzrostu inflacji czynnikiem trwale obniżającym rentowności SPW

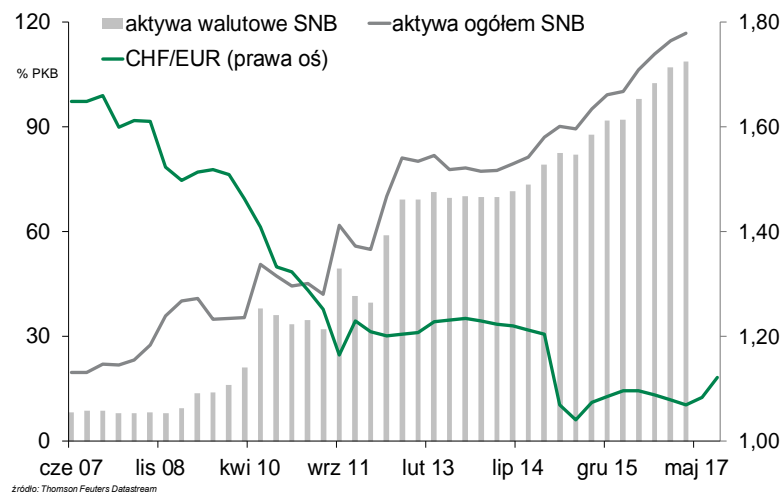


- W sierpniu i na początku września odnotowano dalsze wzmocnienie euro i silniejsze osłabienie dolara, co poskutkowało wzrostem kursu euro wobec dolara powyżej 1,20 USD/EUR. Choć w tym okresie wygasły oczekiwania rynkowe dot. szybszego odejścia EBC od luzowania polityki pieniężnej, to równoczesny efekt ograniczenia oczekiwań co do skali zaostrzenia polityki pieniężnej Fed wpływało niekorzystnie na notowania dolara.
- Podtrzymujemy oczekiwania, że bieżąca aprecjacja euro jest zbyt silna, niemniej niepewność dot. polityki pieniężnej Fed w krótkim okresie, wciąż nierozwiązana ostatecznie kwestia limitu zadłużenia w USA, czy też ryzyka geopolityczne nie pozwalają na oczekiwanie silniejszej korekty kursu USD/EUR w krótkim okresie. Jednocześnie o ile wzrost ryzyka geopolitycznego pozostanie ograniczony, może osłabiać dolara, w sytuacji jednak jego ewentualnego istotnego zaostrzenia doszłoby zapewne do wyprzedzaży na rynkach wschodzących i aprecjacji dolara.
- Nasze ostrożne założenia dot. skali aprecjacji euro oraz – w długim okresie – ryzyko presji na aprecjację franka szwajcarskiego sugerują ograniczoną skalę wzmocnienia euro wobec franka w średnim okresie. Zmiany w polityce pieniężnej banków centralnych będą wpływały także na zmiany w bilansie SNB, które z kolei będą wymagały sprzedaży aktywów zagranicznych utrzymywanych przez SNB, co może skutkować presją aprecjacyjną na franka (w minionych latach inaczej niż w przypadku innych banków centralnych bardzo silny wzrost aktywów zagranicznych w bilansie SNB). Tak jak w latach minionych działania SNB skutkowały utrzymaniem dolnej granicy wahań kursu CHF/EUR, tak w przyszłości mogą skutkować wykształceniem się swego rodzaju górnego ograniczenia dla osłabienia franka.

W czerwcu i lipcu kontynuacja wzmocnienia euro i deprecjacji kursu dolara

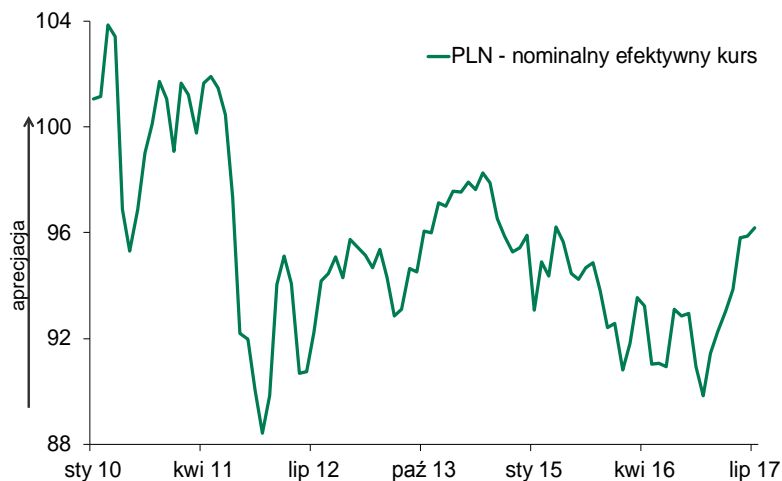


W dłuższym okresie zmiany bilansów banków centralnych potencjalnym czynnikiem aprecjacji franka szwajcarskiego



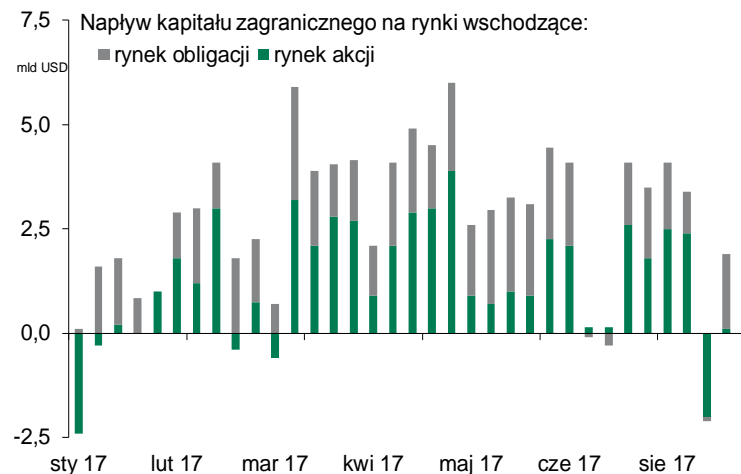
- W ostatnich tygodniach kurs złotego notował ograniczoną zmienność, oscylując wokół poziomu 4,25 PLN/EUR i 3,75 PLN/CHF. Dalsze osłabienie notowań dolara przełożyło się na kontynuację wzmocnienia złotego wobec dolara w okolicy 3,55 PLN/EUR.
- W średnim okresie oczekujemy utrzymania takiej sytuacji rynkowej. Pozytywnie na notowania polskiej waluty powinna wpływać: korzystna krajowa sytuacja gospodarcza, równowaga zewnętrzna polskiej gospodarki oraz stabilna sytuacja fiskalna. Ostrożne zmiany w zakresie polityki pieniężnej głównych banków centralnych oraz generalnie ograniczone ryzyka strukturalne dla rynków wschodzących powinny stabilizować napływ kapitału zagranicznego na te rynki, w tym na rynek polski.
- Jednocześnie biorąc pod uwagę nasze raczej ostrożne prognozy dot. aktywności gospodarki globalnej (m.in. skala impulsu fiskalnego w gospodarkach rozwiniętych, tendencje cenowe na rynku surowców), ograniczenie pozytywnego wpływu luzowania polityki pieniężnej na świecie nie oczekujemy, aby w kwartałach kolejnych utrzymywał się tak wysoki apetyt na ryzyko i tak dynamiczny, jak miało to miejsce w I poł. 2017 r., napływ kapitału na rynki wschodzące
- Biorąc pod uwagę stabilną sytuację na globalnym rynku finansowym, korzystną krajową sytuację gospodarczą oraz fiskalną i co za tym idzie ograniczone ryzyka negatywnych ocen ratingowych nie oczekujemy, aby sytuacja polityczna istotnie, a co najważniejsze trwale wpłynęła na notowania kursu złotego (ewentualny wzrost niepewności z tytułu reformy sądownictwa czy też działania organów UE wobec Polski).

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



źródło: Thomson Reuters Datastream

... w III kw. niższa skala napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące w porównaniu do II kw.



źródło: Barclays

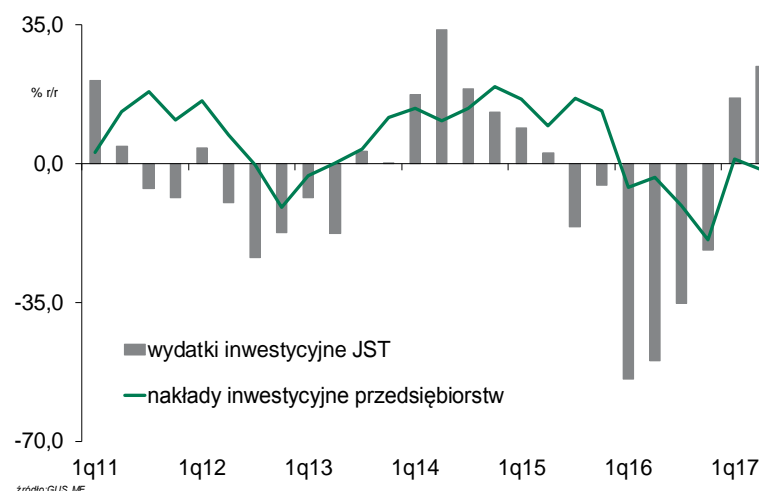
- W II kw. dynamika wzrostu PKB nieznacznie obniżył się do 3,9% r/r wobec 4,0% r/r w I kw. Na wyższym od oczekiwań poziomie ukształtowała się dynamika spożycia ogółem, zarówno spożycia gospodarstw domowych jak i spożycia publicznego.
- W II kw. dynamika nakładów brutto na środki trwałe powróciła do dodatniej wartości, choć skala przyspieszenia inwestycji okazała się nieco słabsza wobec oczekiwań. Obecnie dostępne, na razie niepełne dane wskazują, że najprawdopodobniej poprawa nakładów inwestycyjnych następuje w obszarze sektora publicznego, przy wciąż wolnej poprawie w inwestycjach przedsiębiorstw.
- Choć w kolejnym kwartale z rzędu odnotowano bardzo wysoką kontrybucję we wzrost PKB zapasów (wobec naszych oczekiwań na ograniczenie jego wpływu na wzrost PKB), to inaczej niż we wcześniejszych kwartałach, ten wzrost kontrybucji wystąpił równocześnie z silniejszą negatywną kontrybucją importu we wzrost PKB. Taka okresowa zmienność zdarzała się wcześniej. Taki układ danych może wynikać z przesunięć dużych co do wartości zapasów importowanych surowców, często także te dane po kilku kwartałach podlegają istotnym korektom. Biorąc to pod uwagę uważamy, że tej zmienności nie należy interpretować jako symptomu nasilenia procesu budowy zapasów i nie będzie ona miała wpływu na aktywność gospodarki w średnim okresie.

W II kw. lekkie obniżenie dynamiki PKB, przy nieco wyższym od oczekiwań wzroście konsumpcji i niższym inwestycji

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

* szacunek własny; źródło: GUS, BOŚ Bank

Poprawa wyników inwestycji zapewne stymulowania głównie przez sektor publiczny, a w mniejszym stopniu - prywatny

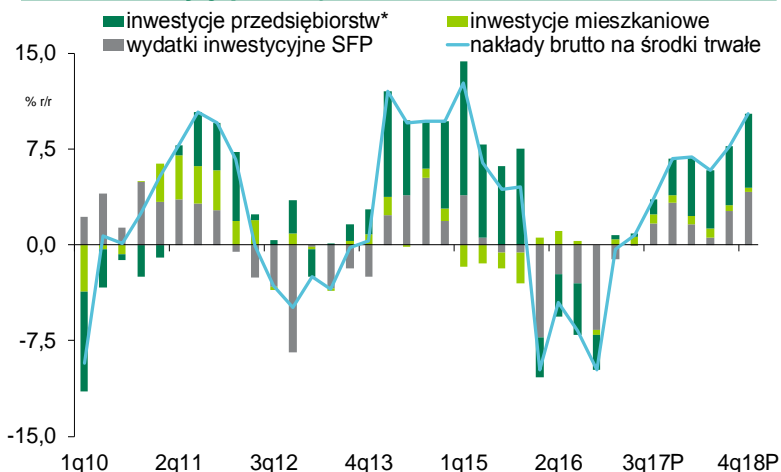


źródło: GUS, MF

Materializujący się scenariusz stopniowego ożywienia inwestycji

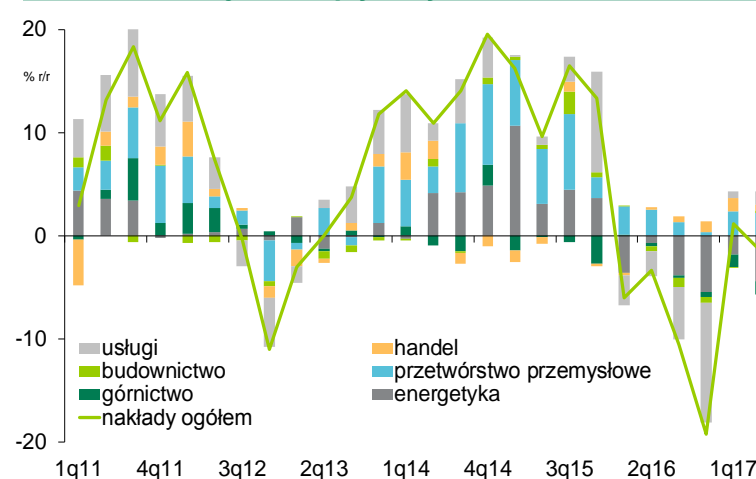
- Przy nieco niższej od oczekiwań skali poprawy inwestycji w I poł. br. (kontrybucja we wzrost niższa od prognoz ok. 0,2-0,3 pkt. proc.) opublikowane dane wskazują na materializację założeń odbicia inwestycji w gospodarce.
- W I połowie roku odnotowano najprawdopodobniej solidne odbicie wydatków inwestycyjnych w sektorze finansów publicznych (SFP), przy wyraźnym wzroście wydatków inwestycyjnych podmiotów samorządowych. Poprawę odnotowano także w zakresie inwestycji przedsiębiorstw, choć skala tego odbicia była dużo mniejsza (choć trzeba pamiętać, że w 2016 r. to wydatki SFP obniżyły się dużo silniej względem wydatków inwestycyjnych firm).
- Dane dot. nakładów inwestycyjnych w sektorze przedsiębiorstw wskazują na wciąż brak inwestycji w sektorze energetycznym i górnictwie (spółki Skarbu Państwa). W pozostałych sektorach (ograniczony udział własności SP) skala poprawy wydatków inwestycyjnych także pozostaje ograniczona, choć też należy zwrócić uwagę na dotychczasową mniejszą skalę ograniczenia inwestycji w tych sektorach.
- Silniejszy wzrost wydatków inwestycyjnych w spółkach SP zapewne w większym stopniu powiązany jest z cyklem wydatkowania środków unijnych. W zakresie inwestycji podmiotów prywatnych oczekujemy w kolejnych kwartałach stopniowego wzrostu inwestycji biorąc pod uwagę korzystne perspektywy popytu oraz notowany dotychczas wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych, przy stopniowo malejącym wpływie niepewności regulacyjnej.
- Biorąc to pod uwagę zakładamy, że w II poł. 2017 r. dynamika nakładów brutto na środki trwałe wzrośnie w kierunku 5%, po czym silniej wzrośnie w 2018 r.

W 2017 r. oczekiwane solidne odbicie inwestycji SFP, wolniejszy wzrost inwestycji przedsiębiorstw



*wartości szacunkowe - nakłady ogółem skorygowane o nakłady na rynku mieszkaniowym oraz wydatki inwestycyjne SFP
źródło: GUS, Eurostat, MF, BOŚ Bank

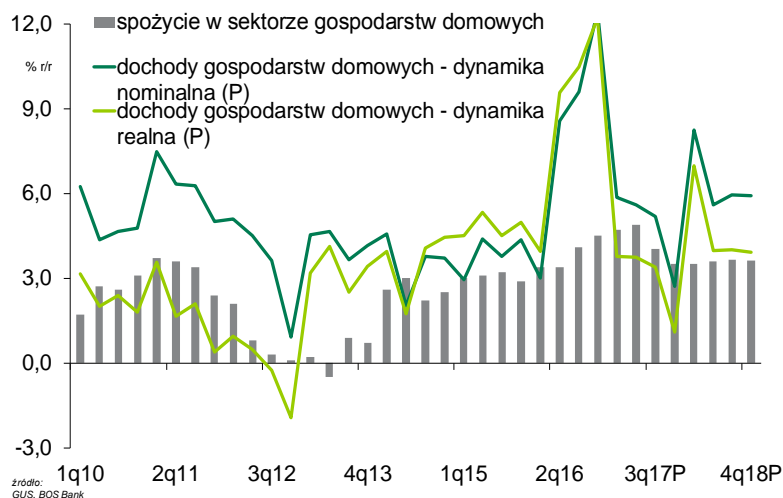
Powolna poprawa inwestycji przedsiębiorstw, zarówno spółek Skarbu Państwa, jak i firm prywatnych



źródło: GUS, BOŚ Bank

- Więcej niepewności przypisujemy prognozom spożycia gospodarstw domowych. Wyższa statystyczna baza odniesienia sprzed roku dla dochodów z tytułu wypłat środków w ramach programu „Rodzina 500+” oraz przesunięcie wypłat dla rolników z tytułu WPR, przy solidnym wzroście inflacji CPI (w porównaniu do notowanej w 2016 r. deflacji) poskutkowało w I poł. br. silnym spadkiem dynamiki dochodów gospodarstw domowych.
- Pomimo tego spadku, dynamika spożycia gospodarstw domowych w II kw. wzrosła, przy kontynuacji solidnego wzrostu wskaźników nastrojów konsumentów, w tym subindeksu skłonności do dokonywania większych zakupów.
- Taka sytuacja po części wynika zapewne z efektu opóźnień wpływu zmian w dynamice dochodów na dynamikę konsumpcji prywatnej, przy potencjalnie dłuższym okresie tego opóźnienia w przypadku dochodów z tytułu programu „Rodzina 500+”. Po części, utrzymujące się optymistyczne nastroje konsumentów są także efektem utrzymującej się korzystnej sytuacji na rynku pracy (wzrost zatrudnienia i wynagrodzeń, historycznie niskie poziomy stopy bezrobocia).
- Biorąc pod uwagę solidny spadek dynamiki dochodów z początku 2017 r. oczekujemy w II poł. br. obniżenia dynamiki konsumpcji prywatnej. Spore ryzyko prognozy wynika zarówno z większej zmienności w ostatnich kwartałach dynamiki dochodów, wyższego ryzyka błędów szacunku opóźnień, jak również niepewności dot. „rzeczywistego” wzrostu popytu na pracę w gospodarce ze względu na potencjalny wpływ na statystyki dot. sektora przedsiębiorstw i gospodarki narodowej (m.in. wysoka dynamika zatrudnienia) zmian regulacyjnych skłaniających do zmiany formy zatrudnienia pracowników z cywilno-prawnej na umowę o pracę.

W I poł. br. solidny spadek dynamiki dochodów gospodarstw domowych



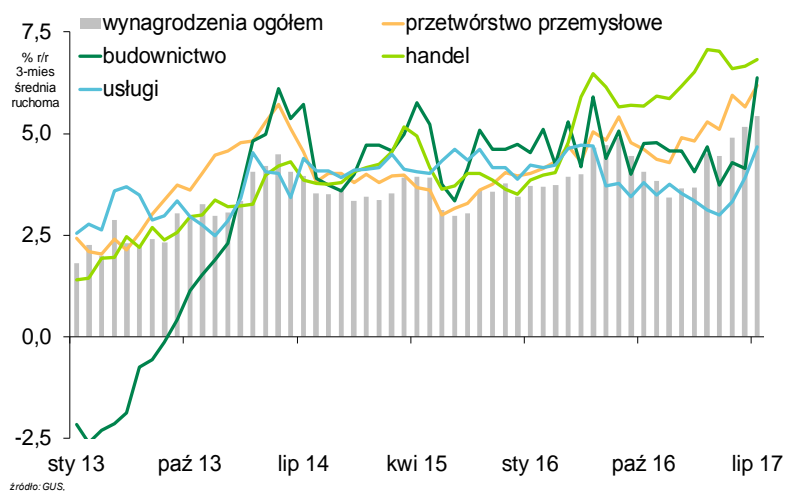
Utrzymujące się w minionych miesiącach bardzo pozytywne nastroje konsumentów



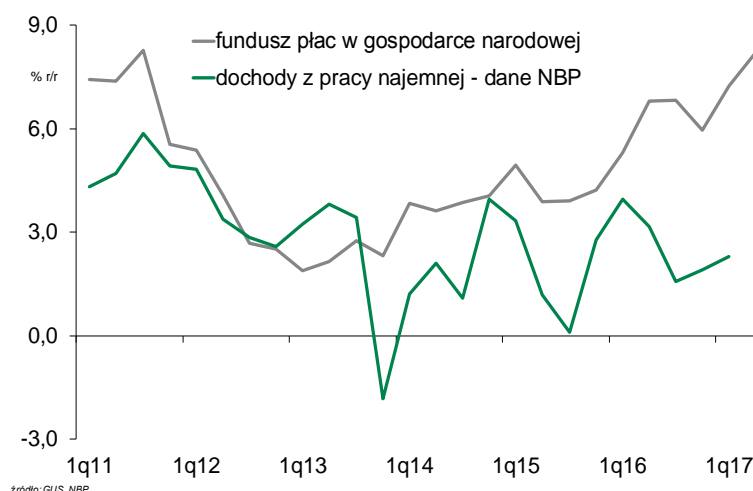
Poprawiająca się sytuacja na rynku pracy, zmiany regulacyjne utrudniają dokładną ocenę skali tej poprawy

- Opublikowane w połowie roku dane dot. zatrudnienia i wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wskazują na utrzymanie solidnego wzrostu zatrudnienia i systematycznie rosnącą dynamikę wynagrodzeń, przy rozszerzającym się (w ujęciu sektorowym) zjawisku wzrostu dynamiki wynagrodzeń.
- Silniejszy od oczekiwań wzrost funduszu płac będzie zapewne czynnikiem ograniczającym skalę obniżenia dynamiki spożycia gospodarstw domowych (negatywny wpływ na tę dynamikę efektów bazy statystycznej).
- Ryzyko błędu szacunku dochodów oraz konsumpcji prywatnej jest obecnie wyższe z uwagi na potencjalny wpływ na statystyki zmian regulacyjnych dot. rynku pracy wdrożonych w 2016 r. Dane NBP dot. dochodów z pracy najemnej od kilku kwartałów wskazują na mniej optymistyczny obraz sytuacji na rynku pracy w porównaniu z dynamiką funduszu płac w gospodarce narodowej, co wskazuje na potencjalnie mniejszą skalę dotychczasowej poprawy sytuacji na rynku pracy (większe znaczenie zmiany formy umowy, wyższe podwyżki wynagrodzeń w tej grupie pracowników).
- Według danych NBP w I kw. dynamika dochodów z pracy najemnej kształtowała się na niższym poziomie, przy wyraźnym spadku stopy oszczędności (biorąc pod uwagę solidną dynamikę spożycia gospodarstw domowych).
- Z jednej strony informacje medialne wskazują na problemy firm ze znalezieniem pracowników, raporty NBP dot. sytuacji na rynku pracy wskazują na wzrost oczekiwań płacowych bezrobotnych, z drugiej zaś strony badania NBP nt. sytuacji w sektorze przedsiębiorstw cały czas wskazują na ograniczoną skłonność firm do podwyższania płac.

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



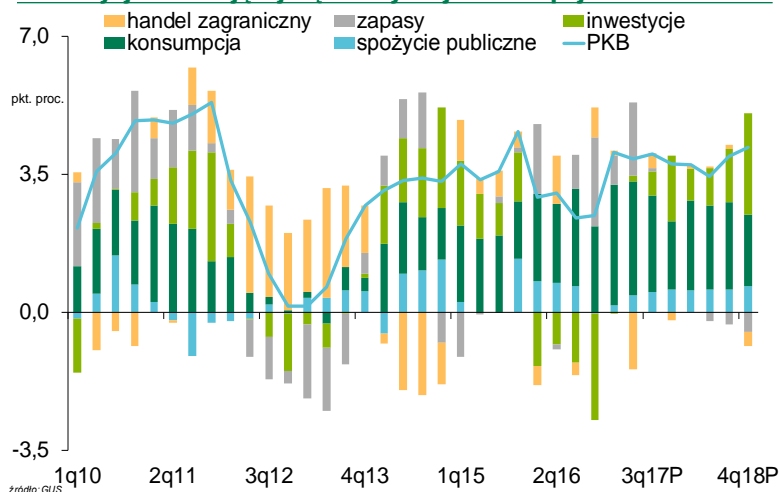
Dane GUS z sektora przedsiębiorstw i gospodarki narodowej dużo korzystniejsze wobec danych NBP dot. dochodów z pracy najemnej



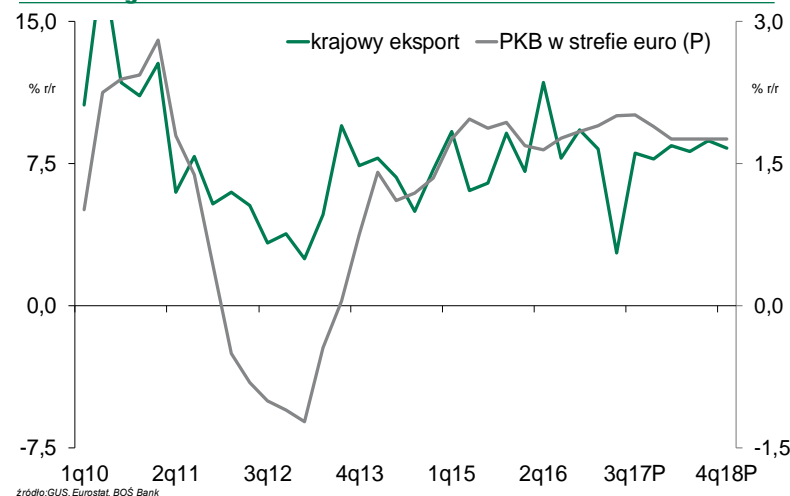
W kolejnych kwartałach dynamika wzrostu PKB bliska 4,0% r/r

- Biorąc pod uwagę nasze prognozy, z jednej strony stopniowego wzrostu dynamiki nakładów brutto na środki trwałe, a z drugiej strony obniżenia się dynamiki spożycia gospodarstw domowych, oczekujemy, że dynamika wzrostu PKB w kolejnych kwartałach będzie wahała się wokół poziomu 4,0% r/r (korekta w górę dynamiki wzrostu rzędu 0,2 pkt. proc. dotyczy głównie 2017 r.).
- Poza okresową zmiennością (odnotowaną m.in. w II kw. br. – silny wzrost bazy odniesienia dla składowych handlu zagranicznego) oczekujemy stabilnej dynamiki eksportu oraz importu oraz niewielkich zmian w zakresie kontrybucji eksportu netto we wzrost PKB.
- Biorąc pod uwagę stabilizującą się sytuację w gospodarce globalnej oczekujemy solidnej dynamiki wzrostu eksportu, jednocześnie przy silnym wzroście popytu krajowego oczekujemy solidnego wzrostu importu.
- Główne czynniki ryzyka dla prognozy dotyczą momentu wzrostu inwestycji w największych spółkach Skarbu Państwa (znacząca skala np. inwestycji sektora energetycznego) oraz konsumpcji gospodarstw domowych w kontekście sytuacji na rynku pracy, polityki płacowej firm i niskiej stopy oszczędności gospodarstw domowych.

Oczekiwany stabilny wzrost PKB przy rosnącej kontrybucji inwestycji i obniżającej się kontrybucji konsumpcji



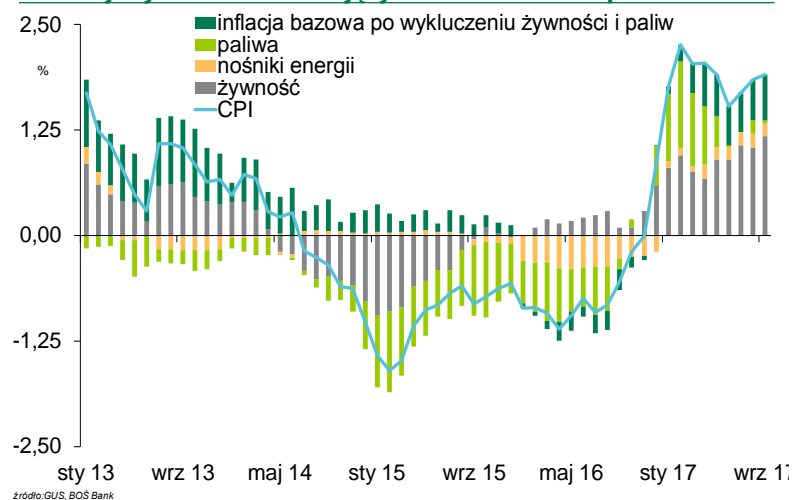
Korzystne perspektywy dla krajowego eksportu w warunkach stabilnego wzrostu w strefie euro



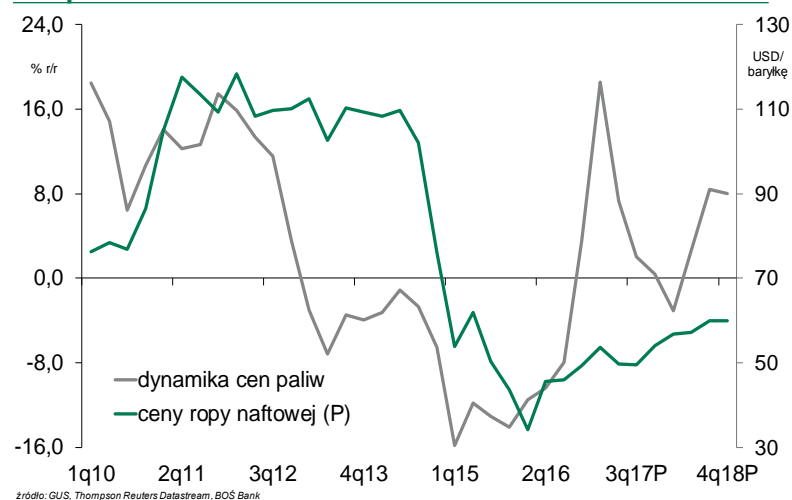
Oczekujemy okresowego spadku inflacji CPI na przełomie roku, po czym jego stopniowego wzrostu w II poł. 2018 r.

- W sierpniu wskaźnik inflacji CPI lekko wzrósł do 1,8% r/r z 1,7% r/r i we wrześniu powinien ukształtować się na poziomie 1,8% - 1,9% r/r.
- Stabilizowanie się wskaźnika inflacji w głównej mierze wynika z ograniczenia wcześniejszej zmienności kontrybucji we cen paliw w warunkach bieżącej stabilizacji notowań ropy naftowej oraz mniejszej zmienności statystycznej bazy odniesienia.
- Okresowego silniejszego spadku inflacji CPI oczekujemy na przełomie 2017 i 2018 r. Zakładając utrzymanie niższej zmienności cen ropy naftowej (utrzymanie ceny ropy na poziomie lekko powyżej 50 USD/baryłkę), silniejsza zmiana bazy odniesienia skutkuje w tym okresie ponownym spadkiem kontrybucji cen paliw i spadek inflacji CPI w kierunku 1,5% r/r w grudniu 2017 r. oraz poniżej tego poziomu w I kw. 2018 r.
- Ten efekt powinien jednak wygasać w trakcie 2018 r. co powinno przekładać się na ponowny lekki wzrost kontrybucji cen paliw do wskaźnika CPI.
- Po okresowym spadku inflacji CPI na przełomie roku, w II poł. 2018 r. oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji w kierunku 2,0% r/r z uwagi na: lekki wzrost dynamiki rocznej cen paliw, stopniowy wzrost wskaźnika inflacji bazowej, wyższą niż w 2017 r. dynamikę cen nośników energii. Kategorią, która powinna hamować skalę wzrostu inflacji CPI w II poł. 2018 r. powinna być z kolei żywność.

Niższa kontrybucja cen paliw, wyhamowanie wzrostu inflacji bazowej czynnikami stabilizującymi wskaźnik CPI w połowie br.



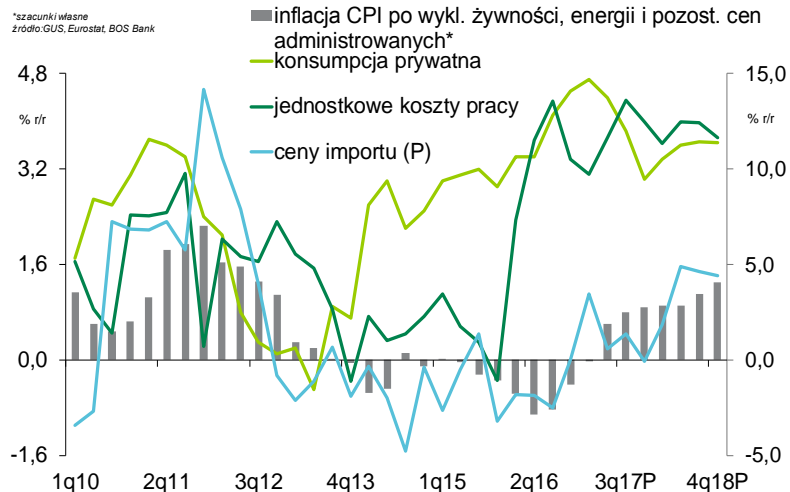
W II poł. 2017 r. i na początku 2018 r. dużo niższa kontrybucja cen paliw we wzrost indeksu CPI



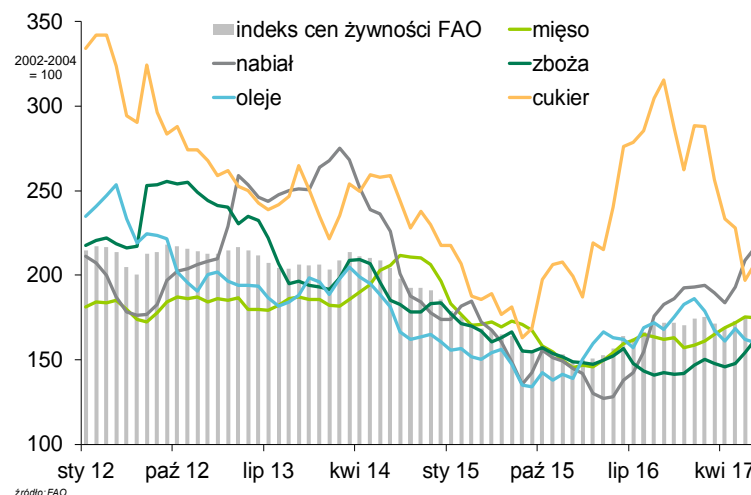
W kolejnych kwartałach wolniejszy wzrost inflacji bazowej i niższa dynamika cen żywności

- Notowany z początkiem br. silny wzrost inflacji w grupie towarów i usług silniej powiązanych z czynnikami makroekonomicznymi (tj. wskaźnik CPI po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych) wyhamował w połowie roku z uwagi na wygaśnięcie wcześniejszego efektu niskich baz odniesienia (np. promocje cenowe w rekreacji i kulturze z 2016 r.). Jednocześnie notowana w I poł. br. aprecjacja złotego oraz wyhamowanie wzrostu cen surowców na rynku globalnym hamuje wzrost dynamiki cen towarów.
- Biorąc jednak pod uwagę utrzymujące się solidne tempo wzrostu konsumpcji i rosnącą dynamikę kosztów pracy oczekujemy w kolejnych kwartałach dalszego wzrostu indeksu inflacji bazowej, choć w zdecydowanie wolniejszym tempie niż miało to miejsce w I poł. 2017 r. (wzrost indeksu o 1,4 pkt. proc. w ciągu 7 miesięcy).
- Do I kw. 2018 r. oczekujemy utrzymania dynamiki cen żywności powyżej poziomu 4% r/r, przy wysokiej dynamice cen żywności przetworzonej (dotychczasowe wzrosty cen surowców żywnościowych) oraz nieco wyższym indeksie cen owoców i warzyw (wyższe ceny jabłek, wyższa roczna dynamika cen warzyw bulwiastych ze względu na niską bazę odniesienia). Zakładając brak dalszego silnego wzrostu cen surowców żywnościowych, w trakcie 2018 r. oczekujemy stopniowego spadku dynamiki rocznej cen żywności (głównie za sprawą wyraźniej niższej dynamiki wzrostu żywności przetworzonej).

Wygaśnięcie efektu niskiej bazy odniesienia powinno przełożyć się na wolniejszy wzrost inflacji z tytułu efektów cyklicznych

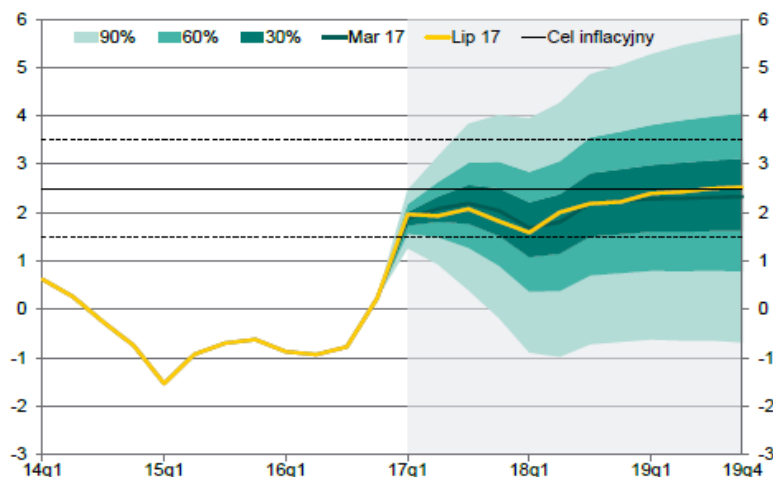


Wyhamowanie wzrostu cen surowców żywnościowych powinno hamować dynamikę cen żywności w 2018 r.

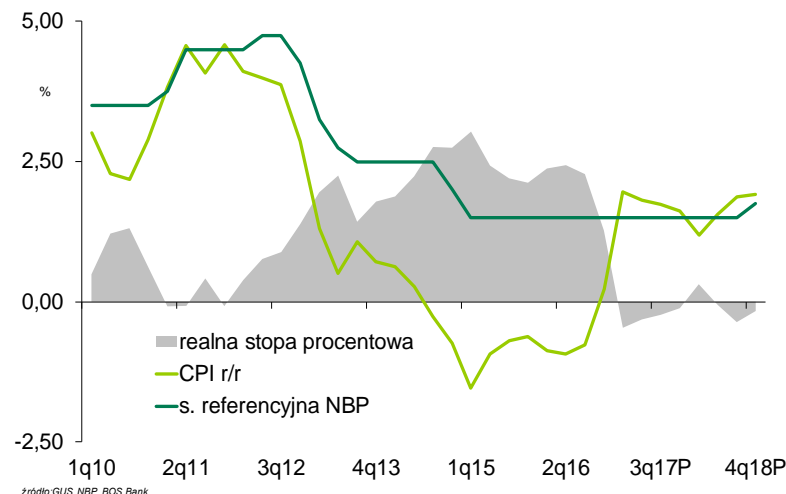


- Na posiedzeniu we wrześniu RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie (1,5% dla stopy referencyjnej) utrzymując także dotychczasowy łagodny przekaz dot. stabilizacji stóp procentowych. Prezes NBP Adam Glapiński powiedział, że podtrzymuje swoje oczekiwania stabilnych stóp procentowych do końca 2018 r., wskazując, że w II poł. 2018 r. może w Radzie nasilić się dyskusja na temat zaostrzenia polityki pieniężnej.
- Biorąc pod uwagę prognozę spadku inflacji CPI poniżej 1,5% r/r w I kw. 2018 r. uważamy, że prawdopodobieństwo podwyżki stóp do połowy 2018 r. jest niskie.
- Jednocześnie podtrzymujemy naszą ocenę korekcyjnej podwyżki stóp procentowych w IV kw. 2018 r. (w skali 25 pkt. baz.) przy założeniu już silniejszego odbicia inwestycji w trakcie 2018 r. (w tym inwestycji przedsiębiorstw) oraz trwalszego wzrostu inflacji CPI w kierunku 2,0% r/r przy dalszym wzroście inflacji bazowej. O ile temat ujemnych realnych stóp procentowych na przełomie 2017 i 2018 r. będzie mniej istotny, to powinien powrócić w połowie 2018 r., co przy naszym scenariuszu sytuacji w sferze realnej oraz trwającym dostosowywaniu polityki pieniężnej głównych banków centralnych powinno skłonić Radę do rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp.
- W najbliższym czasie czynnikiem, który może wpływać na rynkowe oczekiwania dot. polityki RPP będą dane dot. wynagrodzeń. Podtrzymanie dotychczasowego tempa wzrostu dynamiki płac może silniej stymulować dyskusję nt. ewentualnych wyprzedzających ruchów RPP, jednak w kontekście opisywanej niepewności dot. faktycznej skali poprawy na rynku pracy, mimo wszystko ryzyko niespodzianki w postaci podwyżki stóp do poł. 2018 r. pozostaje niskie.

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



Ujemne realne stopy procentowe przestaną być tematem na początku 2018 r., powrócą zapewne w połowie przyszłego roku



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

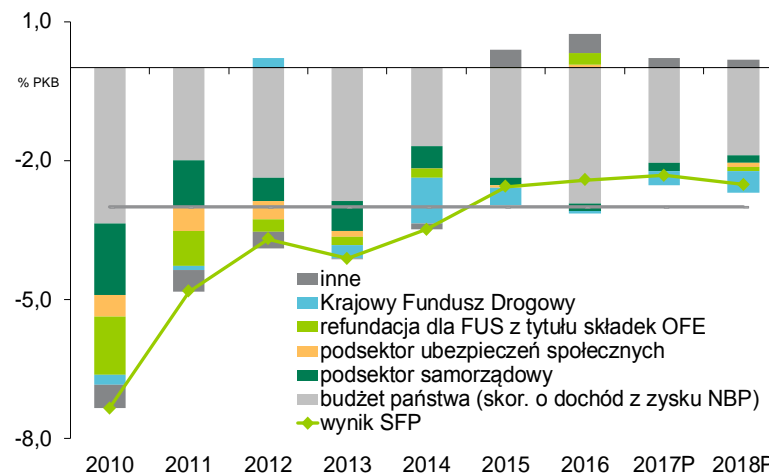
- Po lipcu utrzymała się nadwyżka w budżecie państwa, przy utrzymaniu bardzo korzystnej sytuacji w zakresie dochodów podatkowych (silna konsumpcja prywatna, korzystna sytuacja na rynku pracy). Podtrzymujemy oczekiwania, że w całym 2017 r. deficyt budżetu państwa wyniesie ok. 30 - 35 mld zł., zakładając podobnie jak przed rokiem dynamiczny wzrost deficytu pod koniec roku (w grudniu 2016 r. miesięczna wartość deficytu wyniosła ok. 19 mld zł.).
- Trudno jednoznacznie odnieść się do projektu budżetu państwa na 2018 r. biorąc pod uwagę brak pełnej informacji dot. założeń. Wg naszych szacunków, opartych na naszych prognozach makroekonomicznych (dla strony przychodowej) i przy założeniu braku wypłaty zysku z NBP oraz założenia stabilnej relacji wydatków do PKB (wykluczając dodatkowe wydatki z tytułu obniżenia wieku emerytalnego) deficyt powinien ukształtować się w okolicach poziomu 40 mld zł, tj. w okolicach poziomu założonego przez Ministerstwo Finansów.
- W 2018 r. podobnie jak w 2017 r. korzystna sytuacja gospodarcza oraz poprawa ściągальności podatku VAT powinna być istotnym wsparciem dla dochodów podatkowych. Ponadto dokonane pod koniec 2016 r. przyspieszenie zwrotów podatku VAT daje MF więcej komfortu co do wykonania dochodów z VAT w każdym kolejnym roku.
- Biorąc pod uwagę notowany niższy poziom wykonania deficytu budżetu państwa, korzystną sytuację na rynku pracy, która ogranicza skalę pogorszenia wyniku sektora ubezpieczeń społecznych, brak dynamicznego zadłużenia JST czy KFD (ostrożne zwiększanie wydatków inwestycyjnych) oceniamy, że w I.2017 – 2018 deficyt sektora finansów publicznych powinien utrzymywać się w okolicach 2,5% PKB, tj. bezpiecznie poniżej 3% PKB.

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



źródło: GUS, MF, BOS Bank

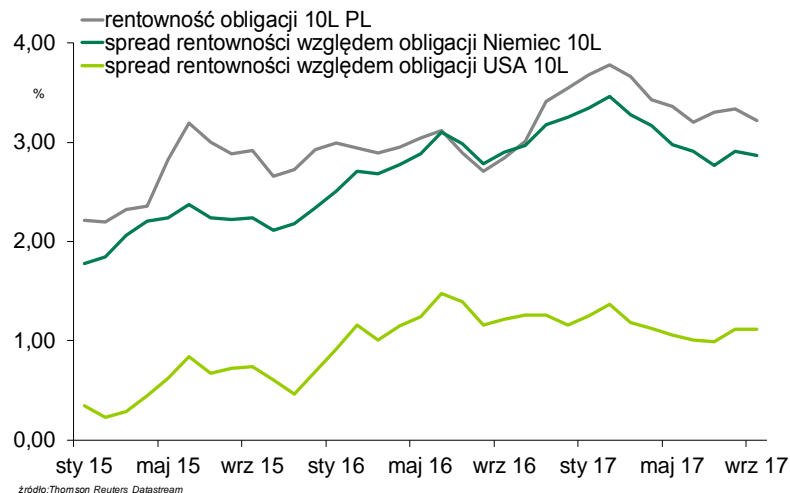
Deficyt SFP bezpiecznie poniżej 3% PKB w I. 2017 - 2018



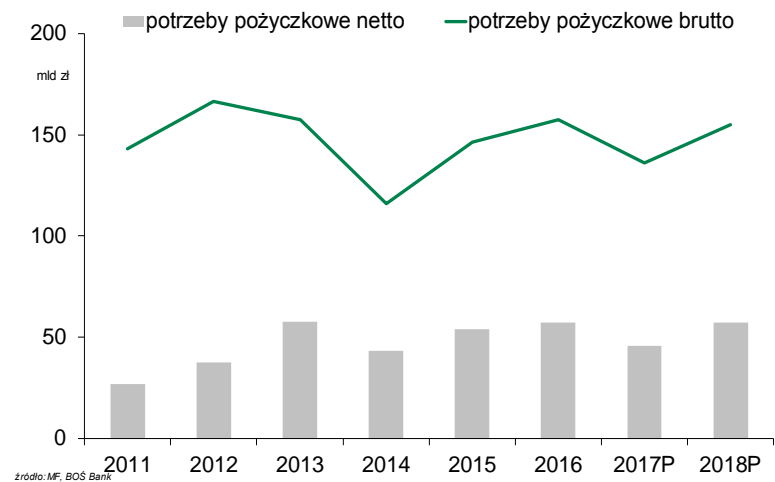
źródło: MF, BGK, BFG, Eurostat, ZUS, BOS Bank

- W ostatnich tygodniach na krajowym rynku SPW miał miejsce ponowny spadek rentowności (w ślad za rynkami bazowymi). Choć spread rentowności obligacji krajowych wobec ich odpowiedników na rynkach bazowych wzrósł z niskich poziomów z II kw. br., to skala tego wzrostu pozostawała ograniczona. Zgodnie z tendencjami na rynkach wschodzących, wzrost premii za ryzyko (m.in. sytuacja geopolityczna) w ograniczonym stopniu wpłynął na ceny SPW.
- Pomimo tych tendencji podtrzymujemy nasze oczekiwania lekkiego wzrostu spreadu przy założeniach ograniczenia dotychczasowego silnego napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące, co będzie hamowało dalszy spadek rentowności krajowych SPW. W 2018 r. wraz z stopniowymi zmianami w polityce pieniężnej Fed i EBC oczekujemy bardzo stopniowego procesu wzrostu rentowności papierów skarbowych.
- Uważamy, że w kolejnych kwartałach będzie wygasał dotychczasowy efekt ograniczenia podaży obligacji skarbowych (spadek potrzeb pożyczkowych SP w 2017 r.) co także będzie argumentem za wzrostem rentowności SPW. W tym kontekście niepewność wiąże się z brakiem informacji nt. reformy OFE i potencjalnie wyższego popytu na krajowe obligacje (jeżeli faktycznie po zmianach OFE ponownie mogłyby inwestować w obligacje skarbowe).
- Bieżąca łagodna retoryka RPP oraz prognoza spadku inflacji CPI na przełomie br. będą ograniczać wzrost rentowności na krótkim końcu krzywej. Jednocześnie kontynuacja wzrostu wynagrodzeń oraz utrzymanie solidnego wzrostu PKB mogą w miesiącach kolejnych nasilać oczekiwania na zaostrzenie polityki monetarnej w trakcie 2018 r., wpływając negatywnie na ceny papierów skarbowych.

Zmiany rentowności w ślad za rynkami bazowymi, już wyraźne wyhamowanie spadków spreadów



W 2018 r. oczekiwany ponowny wzrost potrzeb pożyczkowych



Wskaźniki krajowe		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	3,7	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	2,7	3,9
Popyt krajowy	% r/r	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,4	4,4
Spożycie indywidualne	% r/r	2,5	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	3,5
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,5	0,8	2,1	2,0	-1,4	0,5	0,3	-0,5
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1 445	1 567	1 629	1 657	1 720	1 799	1 851	1 958
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,2	-1,4
	mld EUR	-19,5	-19,7	-14,5	-5,0	-8,5	-2,7	-0,9	-6,4
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	11,2	14,3	15,1	15,7	16,5	13,0	10,0	11,0
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r, real.	1,6	0,9	0,0	2,5	3,6	4,3	4,4	3,1
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,7	1,9	0,0	-1,1	0,2	0,9	2,3	2,8
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	12,4	12,5	13,4	13,4	11,4	9,7	8,3	7,2
Inflacja CPI	% r/r, śr.	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,8
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	1,6	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7
Depozyty ogółem	mld PLN	704,9	782,2	828,5	875,3	956,4	1 027,2	1 122,9	1 188,9
	% r/r	9,0	11,0	5,9	5,7	9,3	7,4	9,3	5,9
Kredyty ogółem	mld PLN	771,1	885,3	900,6	933,1	996,5	1 065,5	1 118,3	1 169,5
	% r/r	9,8	14,8	1,7	3,6	6,8	6,9	5,0	4,6
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-7,3	-4,8	-3,7	-4,1	-3,5	-2,6	-2,4	-2,3
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	53,3	54,4	54,0	56,0	50,2	51,1	54,4	51,9
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	5,00	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	2,00	3,00	2,75	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%, k.o.	3,95	4,99	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,73
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	4,73	4,91	3,07	2,99	1,78	1,56	2,01	1,90
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	5,52	5,32	3,17	3,77	2,13	2,21	2,87	2,80
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	6,06	5,88	3,72	4,32	2,51	2,94	3,62	3,40
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,17	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,42	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	2,96	3,42	3,10	3,01	3,51	3,90	4,18	3,62
PLN/CHF	PLN, k.o.	2,80	3,63	3,39	3,38	3,54	3,94	4,12	3,81

Założenia zewnętrzne		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P
PKB - USA	% r/r	2,5	1,6	2,2	1,7	2,4	2,6	1,6	2,2
PKB - strefa euro	% r/r	2,0	1,6	-0,9	-0,2	1,3	1,9	1,7	2,1
Inflacja (CPI) - USA	% r/r, śr.	1,6	3,2	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,0
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, śr.	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4	0,0	0,2	1,5
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	1,50
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	1,60
Obligacje USA 10L	%, k.o.	3,32	1,88	1,77	3,05	2,18	2,28	2,46	2,00
Stopa repo EBC	%, k.o.	1,00	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,33
Obligacje GER 10L	%, k.o.	2,96	1,82	1,30	1,94	0,54	0,63	0,20	0,45
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,40	1,30	1,32	1,37	1,22	1,09	1,05	1,18
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	79,6	111,4	111,7	108,7	98,9	52,4	43,8	52,2

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

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

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

Źródła danych historycznych: NBP, GUS, Thomson Reuters

Wskaźniki krajowe		3q16	4q16	1q17	2q17	3q17P	4q17P	1q18P	2q18P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	2,4	2,5	4,0	3,9	4,0	3,7	3,7	3,7
Popyt krajowy	% r/r	2,7	1,7	4,1	5,6	3,7	4,1	3,8	3,8
Spożycie indywidualne	% r/r	4,1	4,5	4,7	4,9	4,0	3,5	3,5	3,6
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-6,7	-9,8	-0,4	0,8	3,5	6,8	6,9	5,9
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,3	0,8	-0,1	-1,7	0,3	-0,4	0,0	-0,1
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB mld EUR	-0,4 -2,1	-0,2 0,0	0,1 1,2	-0,7 -2,3	-1,0 -3,8	-1,4 -1,5	-1,8 -0,6	-1,3 -0,3
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r, real.	4,9	3,5	2,1	3,1	3,6	3,7	4,5	4,0
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,6	2,1	3,2	3,0	2,7	2,5	1,9	1,9
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	8,3	8,3	8,1	7,1	7,0	7,2	7,4	6,8
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	-0,5	0,8	2,0	1,5	1,9	1,5	1,5	1,8
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	-0,4	0,0	0,6	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%, k.o.	1,71	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,75	1,75
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,73	2,01	2,03	1,90	1,70	1,90	2,00	2,10
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,34	2,87	2,89	2,72	2,65	2,80	2,75	2,85
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	2,90	3,62	3,48	3,36	3,25	3,40	3,40	3,45
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,31	4,42	4,22	4,23	4,25	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	3,86	4,18	3,95	3,71	3,57	3,62	3,63	3,65
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,98	4,12	3,95	3,87	3,73	3,81	3,92	3,90

Założenia zewnętrzne		3q16	4q16	1q17	2q17	3q17P	4q17P	1q18P	2q18P
PKB - USA	% r/r	1,7	2,0	2,1	2,6	2,1	2,2	2,5	2,5
PKB - strefa euro	% r/r	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2	2,1	1,9	1,7
Stopa funduszy federalnych Fed*	%, k.o.	0,50	0,75	1,00	1,25	1,25	1,50	1,50	1,75
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	1,35	1,60	1,60	1,85
Obligacje USA 10L	%, k.o.	1,60	2,46	2,40	2,32	2,10	2,00	2,00	2,15
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-0,33	-0,33	-0,30	-0,30
Obligacje GER 10L	%, k.o.	-0,12	0,20	0,33	0,47	0,40	0,45	0,50	0,60
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,12	1,05	1,07	1,14	1,19	1,18	1,17	1,17
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	45,9	49,4	53,7	49,8	51,0	54,2	55,2	55,8

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

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

Źródła danych historycznych: NBP, GUS, Thomson Reuters

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

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

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