

Gospodarka i rynki w 2017 roku

Departament Analiz Ekonomicznych
(mBank Research)

Styczeń 2017



Rozliczenie poprzedniego dokumentu (ze stycznia 2016 r.)

Gospodarka globalna

	Co przewidzieliśmy poprawnie	Błędne prognozy	Zaskoczenia
Chiny	Dalsze spowolnienie, stymulacja fiskalna		Kontynuacja deprecjacji juana (koszykowo) Powrót inflacji w Chinach
Stany Zjednoczone	Spowolnienie gospodarki w 2016 Wolniejsze tempo poprawy na rynku pracy Wzrost inflacji bazowej	Wzrost inflacji do 2,5-3% na koniec roku	Trump
Europa	Stabilizacja wzrostu Niska inflacja		Brexit
Polityka pieniężna głównych banków centralnych	Jedna podwyżka stóp proc w USA Brak dalszych obniżek w EBC, modyfikacje QE		
Globalne rynki długu, walut i surowców	Konwergencja długich stóp w USA i w strefie euro (do wyborów) Sekwencja deflacja -> reflacja Utrzymanie przedziału 1,00-1,20 na EURUSD		Dalszy spadek rentowności Bundów

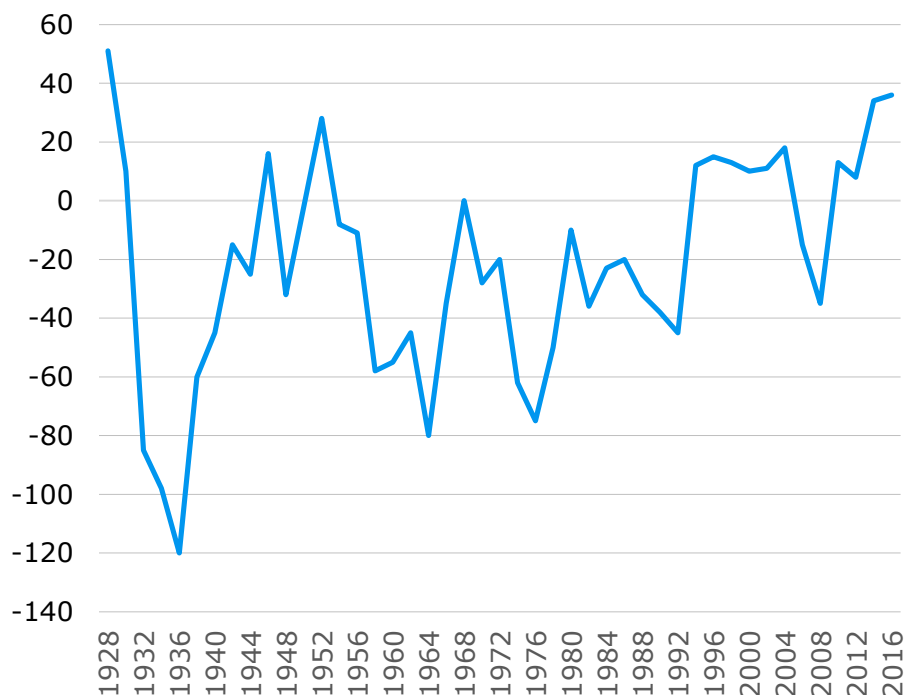
Gospodarka polska

	Co przewidzieliśmy poprawnie	Błędne prognozy	Zaskoczenia
Polityka	Złagodzenie ustawy frankowej Deeskalacja ryzyk politycznych / brak przedterminowych wyborów Brak sankcji finansowych dla Polski		
Koniunktura	Przyspieszenie konsumpcji do 3,5-4% Spadek inwestycji publicznych	Przyspieszenie eksportu	Skala spadki inwestycji ogółem Spowolnienie gospodarki poniżej 3% r/r
Inflacja	Przyspieszenie inflacji na koniec roku Wysokie ceny żywności Pass-through z kursu walutowego		Skala wzrostu cen ropy naftowej
Polityka fiskalna	Udane uszczelnienie (VAT) – pierwsza faza		
Polityka pieniężna		Działania niestandardowe w polityce pieniężnej	Konserwatyzm RPP i niska wrażliwość na spowolnienie gospodarcze
Rynek waluty i długu	U-kształtny scenariusz na długich obligacjach Duża stromizna krzywej dochodowości Umocnienie złotego po spadku ryzyk lokalnych w II kwartale	Dalszy spadek rentowności krótkich obligacji	Oslabienie złotego w II połowie roku

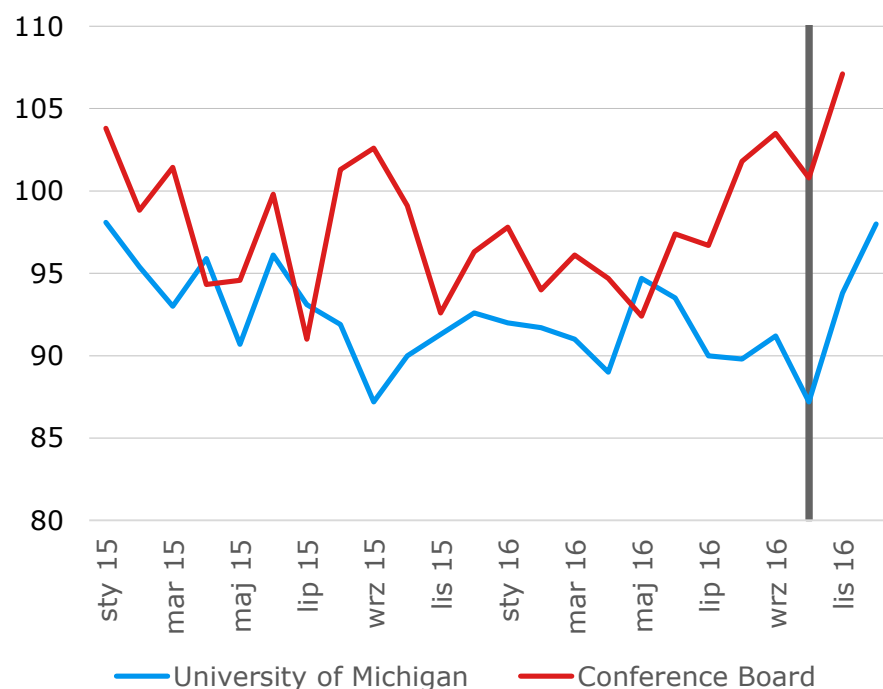
Gospodarka globalna

Stany Zjednoczone 1. Polityka.

Indeks siły Republikanów (względem Demokratów)
(źródło: RealClearPolitics).



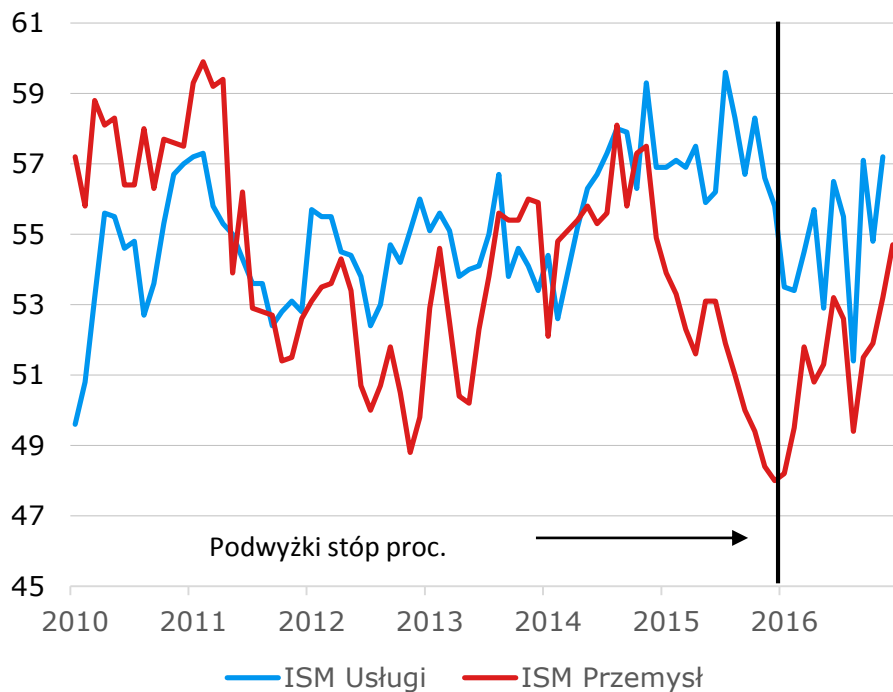
Zachowanie indeksów koniunktury konsumenckiej wokół wyborów prezydenckich.



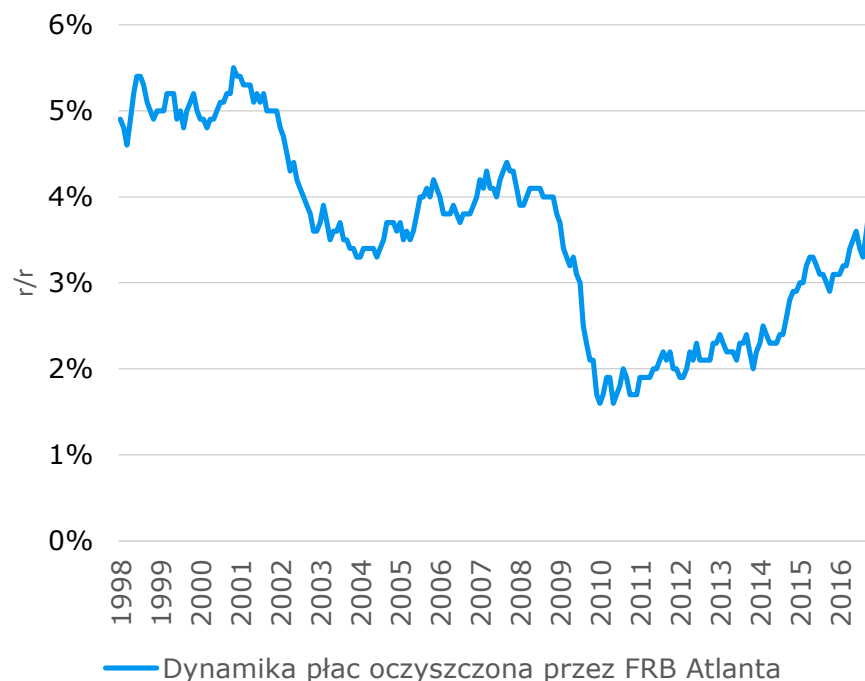
- ❖ Po raz pierwszy od 2005 r. w rękach jednej partii w USA znalazły się: prezydentura, obie izby Kongresu, a także istotna część rządów stanowych. Wg niektórych miar Republikanie są najsilniejsi od lat 20-tych poprzedniego wieku.
- ❖ Byłoby jednak błędem postrzegać rząd USA jako monolit – współpraca nowego (niedoświadczonego i rekordowo niepopularnego przecież) prezydenta z Kongresem będzie trudna i istnieje wiele punktów programu, w których istnieje niezgoda pomiędzy Trumpem, a częścią Republikanów (polityka wobec Rosji, polityka imigracyjna, handlowa, itp.).
 - ❖ W skrajnym scenariuszu – kontynuacji politycznego klinczu – prezydent będzie ograniczony do tych działań, które leżą w jego wyłącznych prerogatywach.
 - ❖ *Policy mix* byłby wówczas negatywny: nie będzie reformy podatków, budżetu czy inwestycji infrastrukturalnych bez zgody Kongresu; prezydent będzie miał jednak wolną rękę w kwestii zwiększania protekcjonizmu.

Stany Zjednoczone 2. Przyspieszenie wzrostu.

Koniunktura w przemyśle i usługach się poprawia.



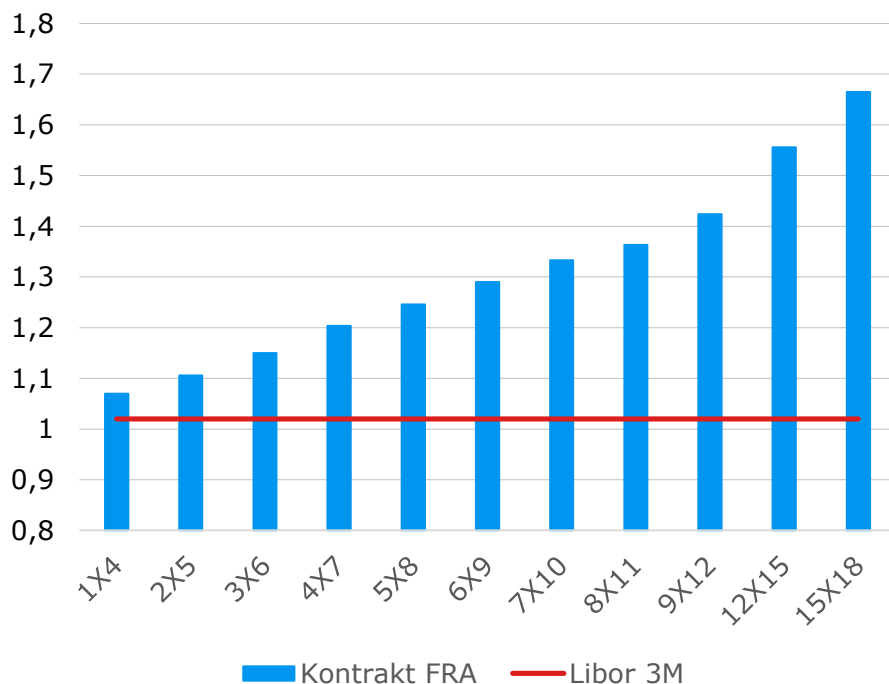
(Właściwie mierzona) dynamika płac bliska 4%.



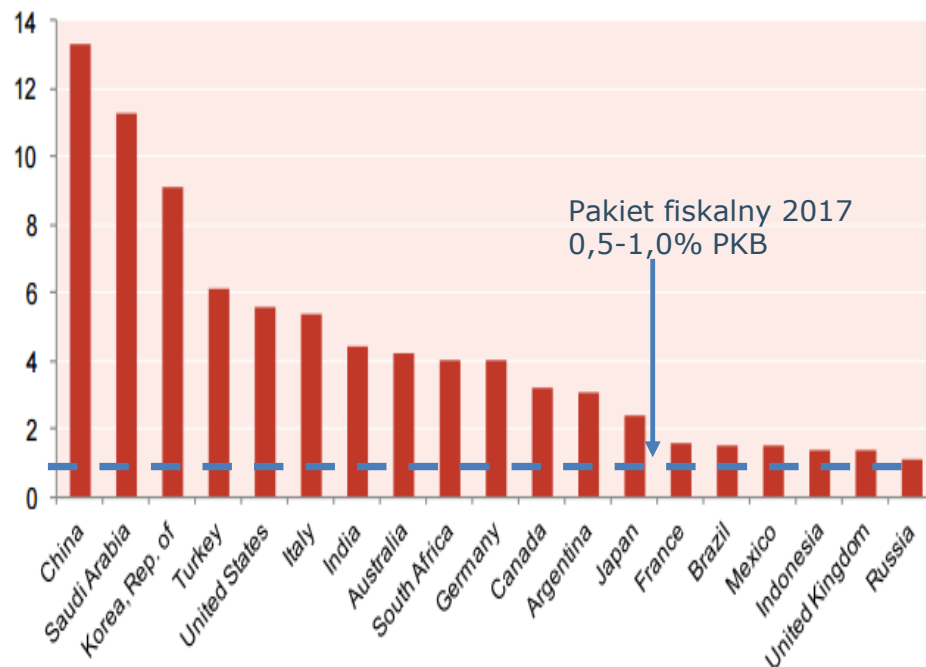
- ❖ Nasz bazowy scenariusz dla gospodarki amerykańskiej na 2017 rok to, co do tendencji, **szybszy wzrost niż w 2016 r.** Wynika to w pierwszej kolejności z wygasania szoków, które odbiły się negatywnie na stanie koniunktury w USA:
 - ❖ Zakończyło się dostosowanie po stronie zbyt wysokich zapasów (5 kwartałów z ujemnym wkładem zmiany zapasów, średnio 0,6 p.proc. / kwartał) – spadek zapasów pomimo spowolnienie sprzedaży spowodował stosunek zapasów do sprzedaży na niższy poziom.
 - ❖ Bezpośrednie efekty mocnego dolara już widzieliśmy. Przyspieszenie w gospodarce światowej wspomogę również amerykańskich eksporterów, pomimo mocnego dolara (brak korelacji dolar – zamówienia eksportowe w ostatnich danych o koniunkturze).
 - ❖ Po kilku fatalnych kwartałach wracają inwestycje, i to nie tylko w sektorze łąpkowym, który wyszedł zwycięsko z wojny cenowej z OPEC.
 - ❖ Pomimo wzrostu inflacji, konsumpcja powinna utrzymać wysokie dynamiki (wysoki wzrost dochodów nominalnych!).

Stany Zjednoczone 3. Ryzyka i wątpliwości.

Pierwsza wyceniona podwyżka jest późno (czerwiec).



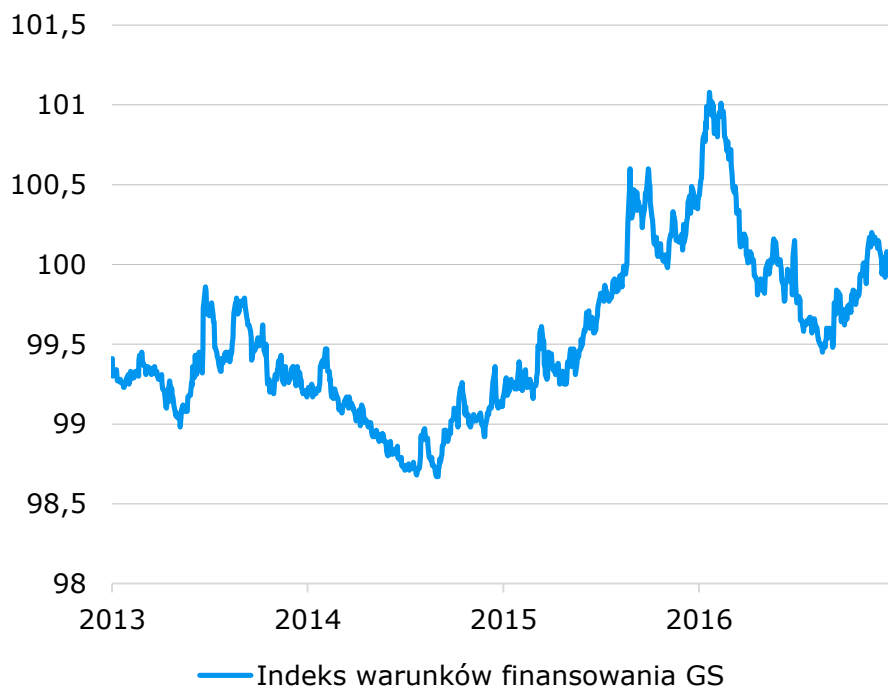
Wielkość pakietów fiskalnych 2008-2009 (% PKB) na tle planowanego pakietu Trumpa 2017. (źródło: ILO).



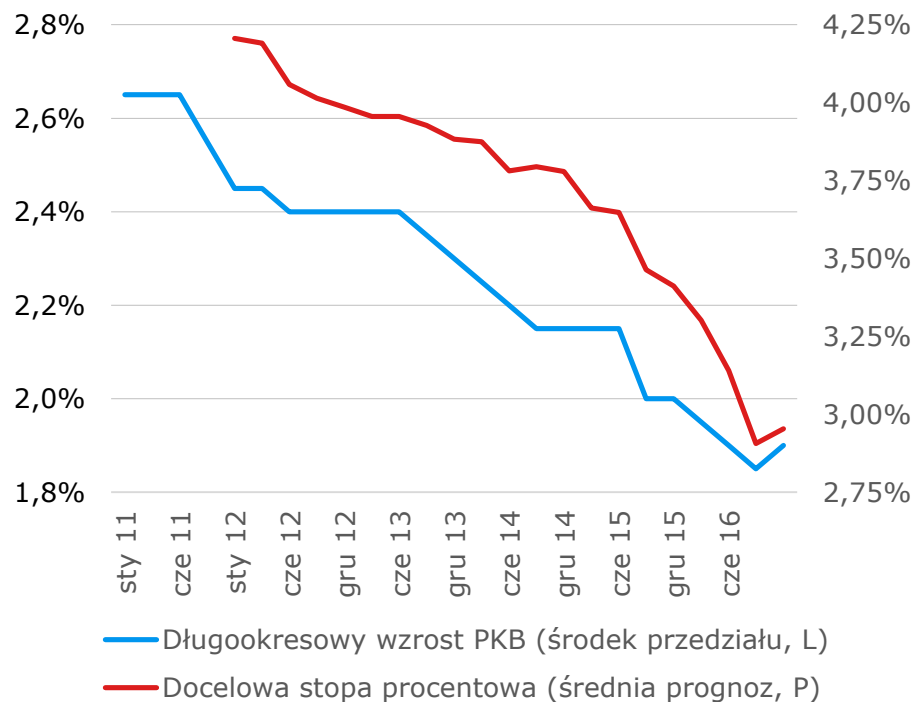
- ❖ Czy ujawni się *residual seasonality* i efekty mocniejszego dolara, psując wyniki gospodarcze w I poł. roku? Na razie negatywna korelacja dolar-zamówienia eksportowe załamała się, ale może wrócić, gdy wygaśnie entuzjazm związany z Trumpem.
- ❖ Rynek oczekuje podwyżki stóp procentowych późno, bo dopiero w czerwcu.
- ❖ Tempo odpalenia pakietu fiskalnego (nawet część Republikanów może być przeciwna zwiększeniu deficytu budżetowego; Demokraci preferowaliby pakiet fiskalny złożony z wyższych wydatków). Przejście przez Kongres może być rozciągnięte na wiele miesięcy (2018 rok?).
- ❖ Podkreślanie negatywnych nastrojów wobec Chin przez Trumpa. Wojny handlowe?
- ❖ Konflikt Trumpa z kongresem omówiony na slajdzie o polityce (raczej mało prawdopodobne, lecz bardzo nośne w kategorii oczekiwań rynkowych: z nowego rozdania w USA zostaje wtedy to, co najgorsze i mieszczące się w prezydenckich prerogatywach).

Stany Zjednoczone 4. Fed na ścieżce podwyżek stóp procentowych.

W 2016 roku warunki finansowania się rozluźniły.



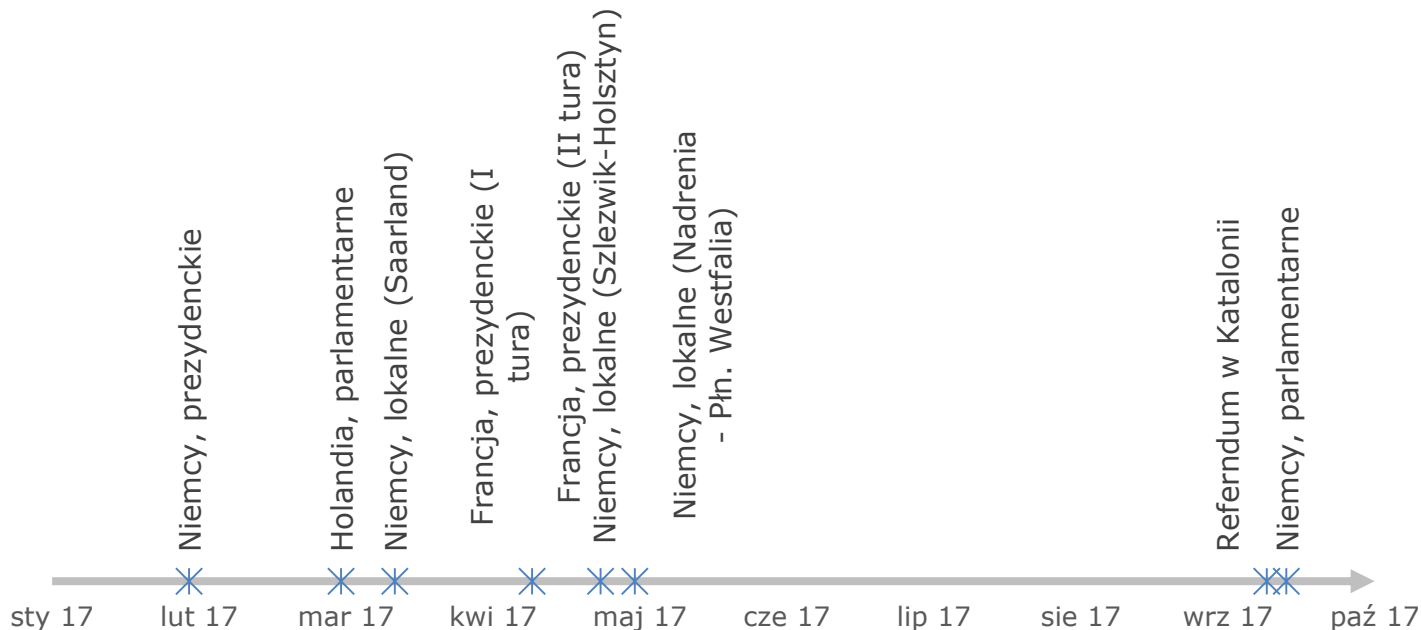
Centralne ścieżki prognoz FOMC



- ❖ FOMC pierwszy raz w historii zrewidował w grudniu 2016 w górę prognozy stóp długookresowych. Powodem były nie tylko oczekiwania co do stymulacji fiskalnej, ale ocena stanu koniunktury i brak wyraźnego zacieśnienia warunków finansowania (to skokowe zacieśnienie warunków finansowania w latach 2014-2015 odwiódło Fed od szybszych podwyżek stóp).
- ❖ Rynek praktycznie wyklucza marzec jako moment kolejnej podwyżki stóp (nie jest jasne, dlaczego).
- ❖ Widzimy 2-3 podwyżki stóp w 2017 (to praktycznie pogląd konsensusowy), motywowane poprawą na rynku pracy, wzrostem inflacji bazowej.

Strefa euro 1. Kolejny rok pod znakiem polityki.

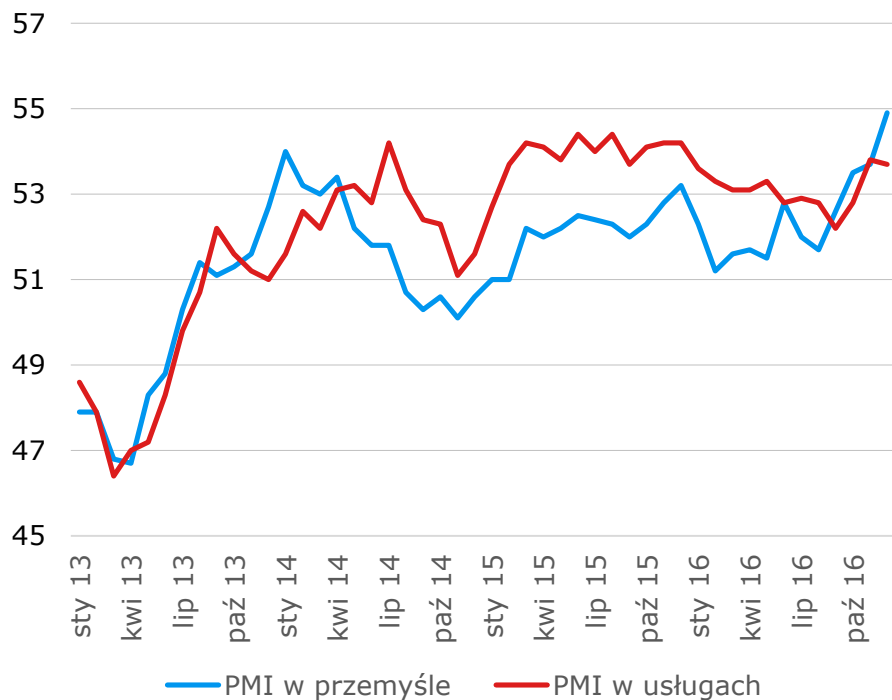
Kalendarz wyborczy na 2017



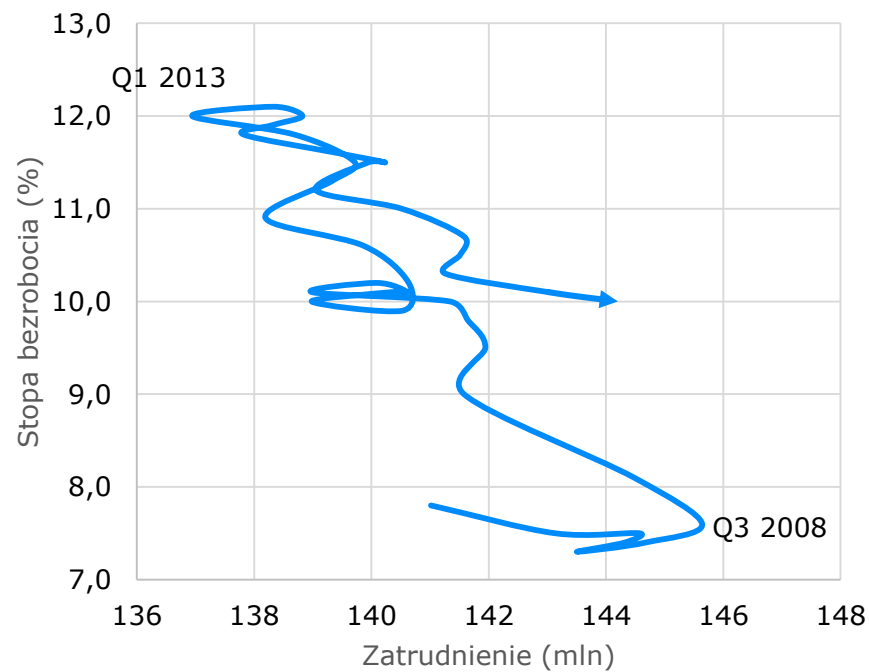
- ❖ W Europie będzie to ponownie rok wyborczy. Za najważniejsze uznajemy wybory parlamentarne w Holandii (**15 marca**), prezydenckie we Francji (**23 kwietnia** i **7 maja**) i parlamentarne w Niemczech (**24 września**). Prawdopodobieństwo, że którekolwiek z nich doprowadzą do istotnych zmian na scenie politycznej, jest niezaniebnywalne. W przeciwieństwie do poprzednich lat, to w rdzeniu strefy euro generują się ryzyka polityczne (warto pamiętać, że nowe, antysystemowe partie na peryferiach są na ogół proeuropejskie). Matką wszystkich ryzyk jest kwestia ponownego wyboru Merkel na kanclerza – dziś to ryzyko jest zaniebnywalne, ale realizacja scenariusza wymiany Merkel to **automatyczna zmiana architektury UE**.
- ❖ Potencjał niedoszacowania szans kandydatów „nie-mainstreamowych” jest duży (tak było w 2016 r. w przypadku brytyjskiego referendum, wyborów prezydenckich w USA, a także wyborów lokalnych w Niemczech).
- ❖ Potencjalne wstrząsy polityczne w strefie euro mogą również wystąpić w związku z referendum niepodległościowym w Katalonii, czy też nową falą uchodźców.

Strefa euro 2. Gospodarka dalej leczy rany po kryzysach.

Usługi stabilne, przemysł najmocniejszy od 2011 roku.



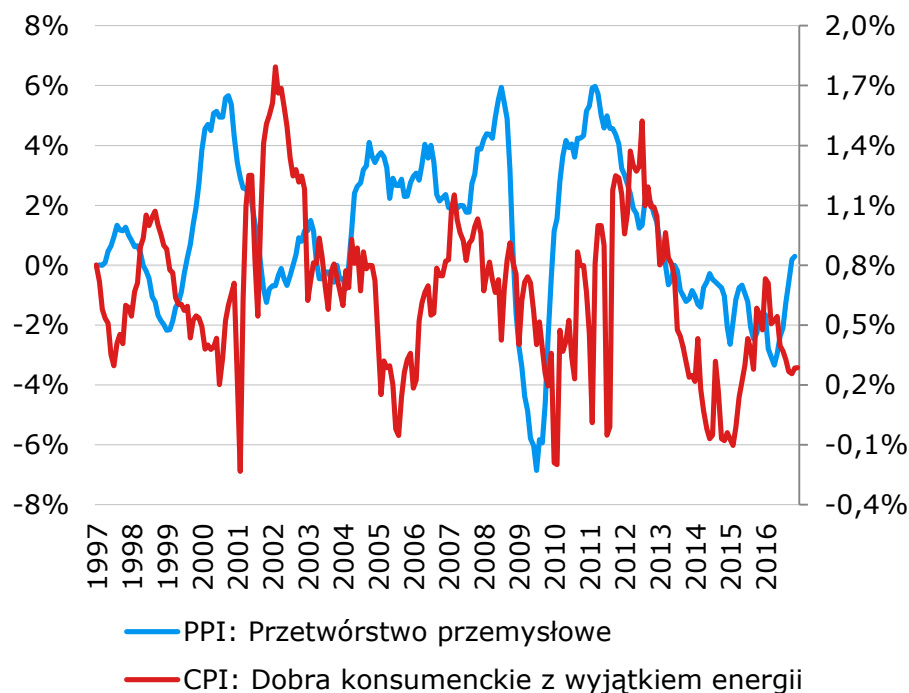
Rynek pracy jeszcze nie wrócił do stanu sprzed kryzysu.



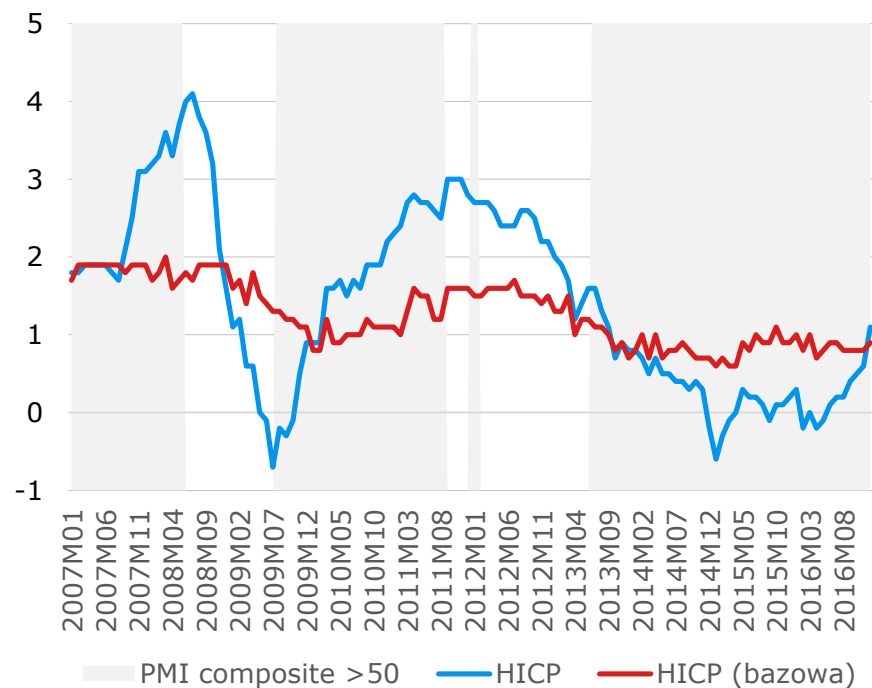
- ❖ W 2016 r. wzrost w strefie euro wyniósł ok. 1,8% r/r i był nieznacznie niższy niż rok wcześniej (2%). Wynika to głównie z mniejszego wkładu konsumpcji prywatnej (wygasa „renta” z niższych cen ropy) i silnego spowolnienia eksportu (kłopoty gospodarki światowej, wygasanie krótkoterminowych efektów słabego euro). Tym niemniej, wzrost sentymentu (zwłaszcza w przemyśle) pod koniec roku sugeruje co najmniej utrzymanie zeszłorocznych dynamik wzrostu PKB.
- ❖ Nieustanna poprawa sytuacji na rynku pracy – stopa bezrobocia jest najniższa od 2009 roku, zatrudnienie zbliża się do przedkryzysowych maksimum – wspiera konsumpcję. Porównania międzynarodowe i liczne, niezależne szacunki luki popytowej wskazują, że gospodarka strefy euro ma przed sobą **jeszcze wiele lat ekspansji, zanim doszłoby do zachwiania równowagi makroekonomicznej i osiągnięcia ograniczeń podażowych**.
- ❖ Wzrost nie będzie spektakularny (2% to prawdopodobnie szczyt możliwości strefy euro), ale będzie kontynuowany.

Strefa euro 3. Inflacja bazowa wzrośnie.

Zależność między PPI a CPI jest zwykle wyprzedzająca.



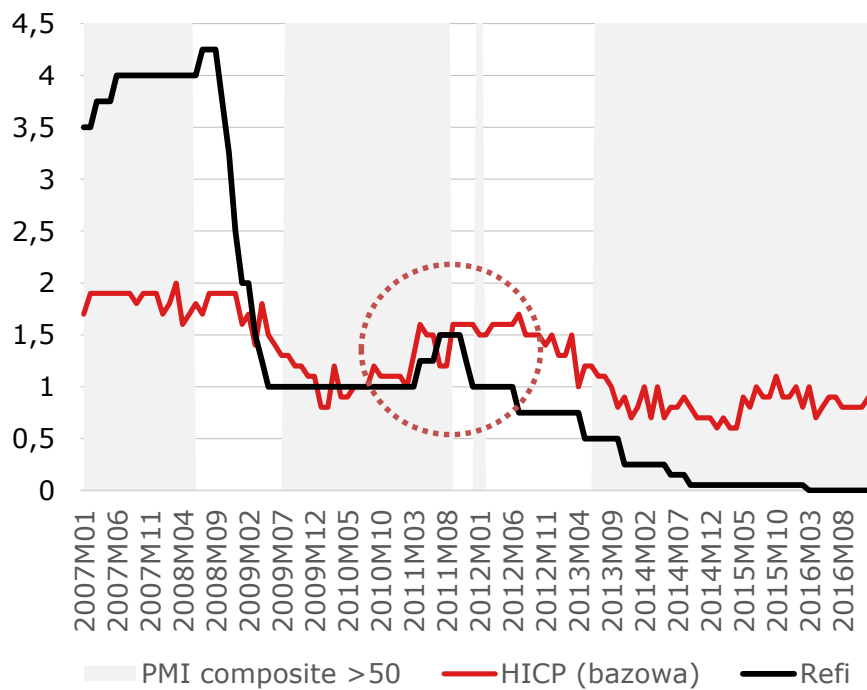
Inflacja bazowa reaguje na inflację HICP (przynajmniej krótkoterminowo).



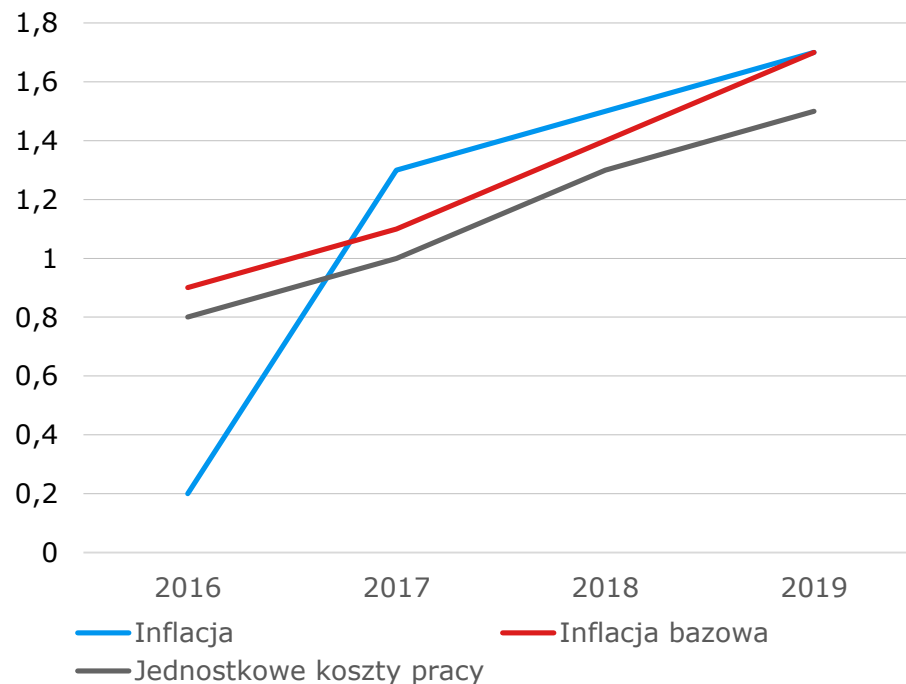
- ❖ *Headline* HICP zostanie w najbliższym czasie wyniesiony w górę za sprawą efektów bazowych i wszyscy o tym wiedzą. Niedoszacowania inflacji mamy już pewnie za sobą, analitycy będą już sprytniejsi i oczekiwania się dostosowały. Ciągłe otwarte są jednak oczekiwania ws. inflacji bazowej, gdyż w ostatnim czasie była ona stabilna i niewrażliwa na jakiegokolwiek czynniki (zewnętrzne i wewnętrzne). W 2017 r. inflacja bazowa ma wzrosnąć do 1,1% wg EBC i nieznacznie mocniej wg innych prognozujących.
- ❖ Tymczasem, bilans ryzyk jest rozłożony w kierunku wyższej inflacji bazowej w krótkim terminie. Na wyższą inflację wskazują oczekiwania cenowe przedsiębiorstw (wskaźniki PMI i KE ESI), relacja wyprzedzająca PPI – CPI, a także wzrosty samej inflacji *headline* (przy PMI>50pkt. przełożenie wyższej inflacji *headline* na bazową jest niemal pewne). W przypadku usług wzrost oczekiwań inflacyjnych nie jest aż tak wyraźny, ale ceny usług (z nielicznymi wyjątkami) są dużo sztywniejsze (a więc rzadziej zmieniane) od dóbr konsumenckich. Być może jeszcze nie zaobserwowaliśmy reakcji.
- ❖ W konsekwencji, w dalszym ciągu widzimy przestrzeń do pozytywnych zaskoczeń w inflacji bazowej w strefie euro w I połowie 2017 r.

Strefa euro 4. EBC będzie stąpać po cienkim lodzie.

Pojawia się setup na powtórkę błędu w pol. Pieniężnej.



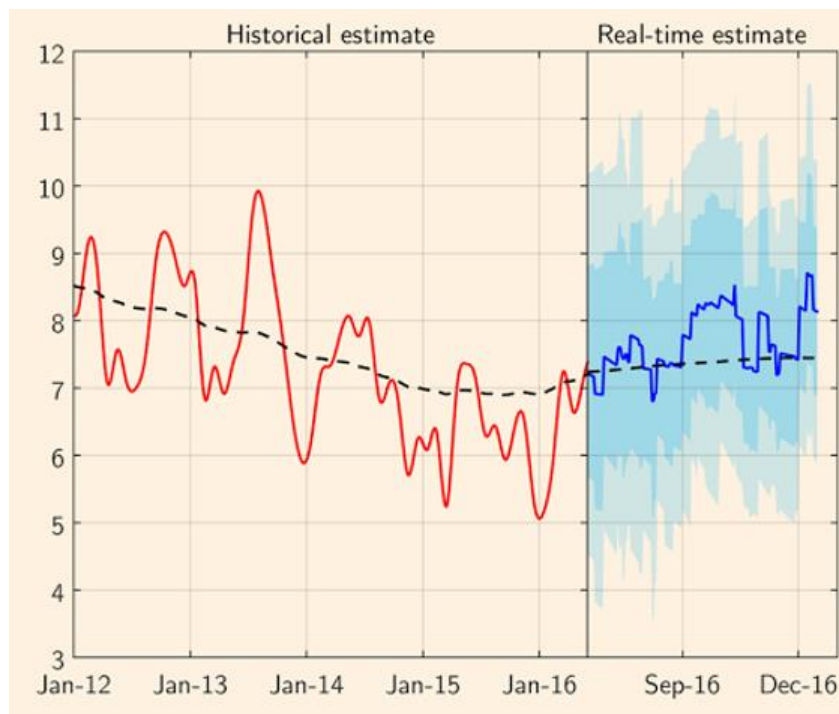
W projekcjach wszystko rośnie (źródło: EBC).



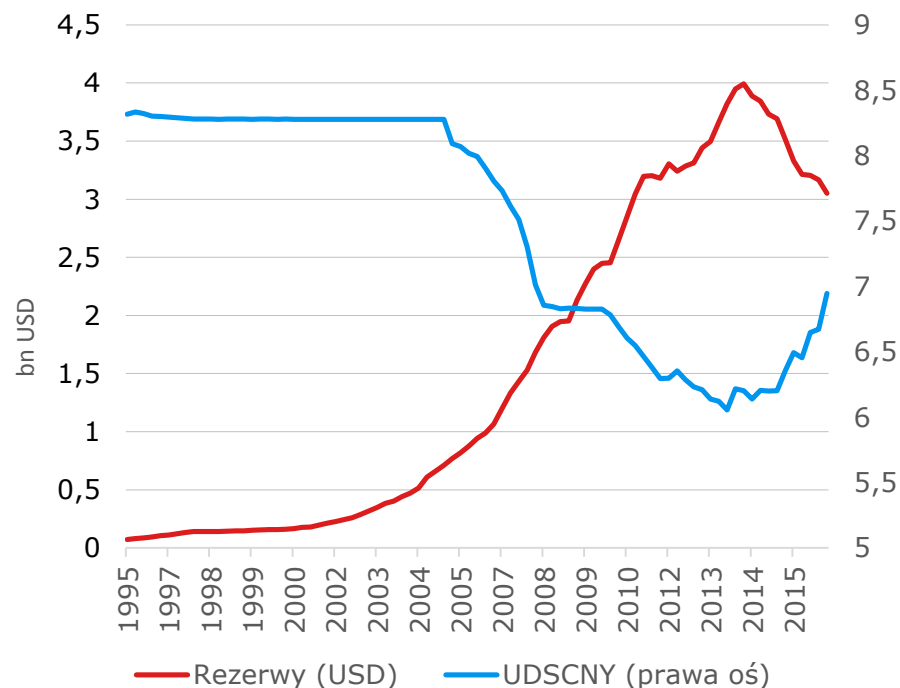
- ❖ Napięty kalendarz polityczny sugeruje, że w najbliższych 2-3 miesiącach EBC nie zmieni retoryki. Wrażliwość peryferii strefy euro na tendencję odśrodkową w krajach rdzenia sugeruje, że EBC będzie trzymać oliwę z daleka od ognia. Dopiero niedawno EBC rozszerzył program skupu aktywów. Jest za wcześnie, aby zarządzać jego końcem.
- ❖ Tym samym EBC raczej przeczeka początkowe wzrosty inflacji bazowej, bagatelizując ich znaczenie lub sugerując brak przyspieszenia procesów inflacyjnych. Taka równowaga może być jednak krucha i wymagać stanowczej retoryki, gdyż inwestorzy wyższą inflację bazową powiążą jednak z bardziej restrykcyjną polityką pieniężną. To istotne ryzyko na najbliższe miesiące – możliwość eksplozji rentowności i wzrostów EURUSD. Jeśli EBC będzie skutecznie zarządzał oczekiwaniami, skończy się to (tylko) wyższymi oczekiwaniami inflacyjnymi, na czym nominalnie straci kurs EUR.
- ❖ „Zaangażowanie” EBC nastąpić już na wiosnę, jeśli tylko koniunktura nie osłabnie. Oczywiście powtórka błędów w polityce pieniężnej nie będzie oznaczała podwyżki stopy refi (2011 rok). Efekt rynkowy będzie jednak identyczny.

Chiny. Solidne momentum w danych. Ryzyka o charakterze grubych ogonów: niekontrolowana deprecjacja CNY, wojny handlowe, konflikt na Morzu Południowochińskim.

Krótkoterminowe szacunki PKB vs trend (źródło: FT).



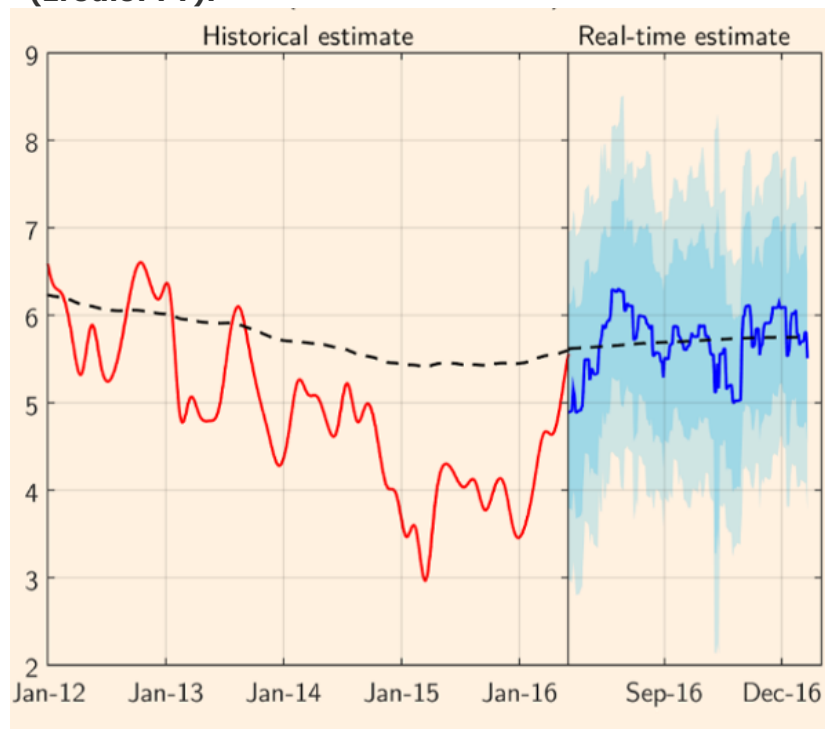
Odływ kapitału i ratowanie kursu walutowego.



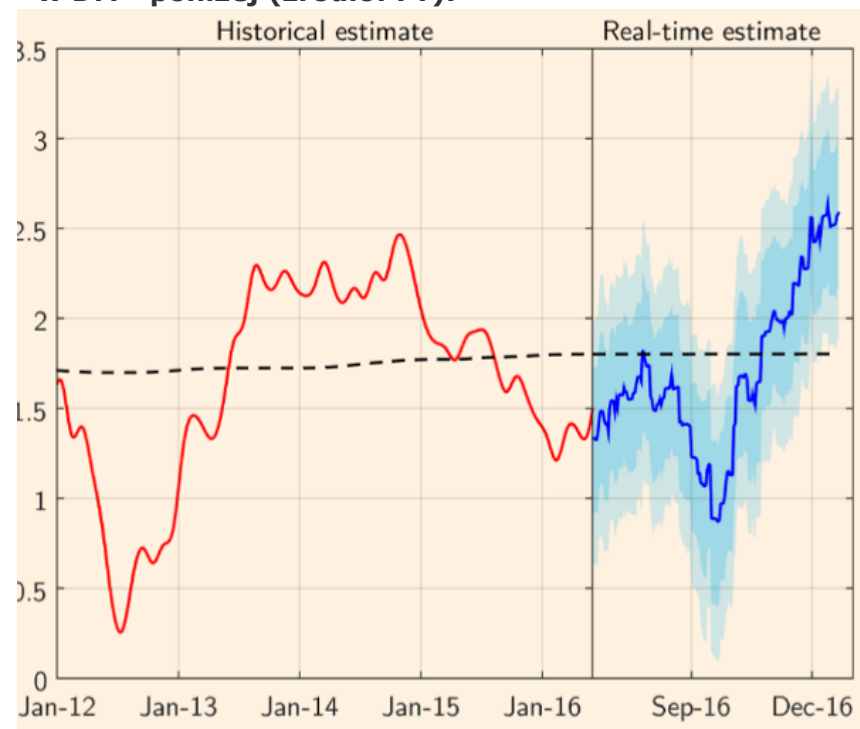
- ❖ „Big picture” bez zmian. Kontynuacja spadkowej trajektorii długookresowej wzrostu. Kontynuacja normalizacji modelu wzrostu (więcej konsumpcji, większa wartość dodana eksportu). Rozładowywanie nierównowag w gospodarce. Kontrola ryzyka twardego lądowania przez władze.
- ❖ W krótkim terminie cykliczna poprawa wzrostu (efekt luźnej polityki pieniężnej i fiskalnej), która jest już w dużej mierze zdyskontowana. Powszechny jest obecnie optymizm i postrzeganie roku 2017 jako roku stabilizacji i równoważenia gospodarki chińskiej przed kongresem Partii Komunistycznej (listopad).
- ❖ Ryzyka o charakterze grubych ogonów mające źródła zewnętrzne: kontynuacja odpływu kapitału (deprecjacja CNY, napięcia płynnościowe na rynku, epizody gwałtownych spadków indeksów giełdowych), wojny handlowe z USA (polityka Trumpa), konflikt na Morzu Południowochińskim.

Kraje EM. Duża rola cen ropy naftowej. Odbicie pod dyktando wzrostu w DM. Wzrost wyższy niż w 2016.

Całe uniwersum EM radzi sobie obecnie słabo (źródło: FT).



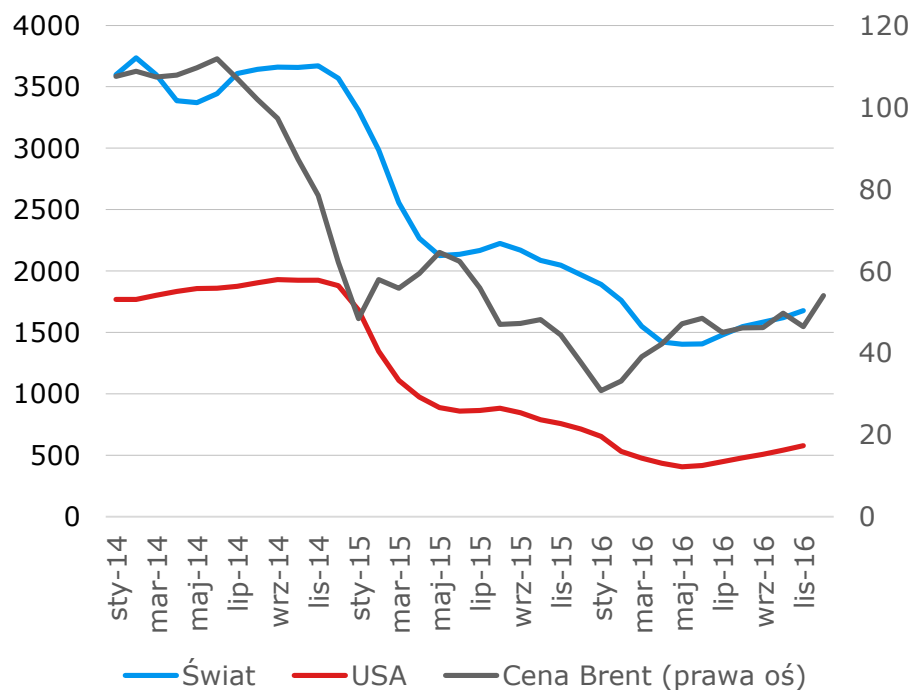
Wzrost w EM być może będzie pochodną przyspieszenia w DM - poniżej (źródło: FT).



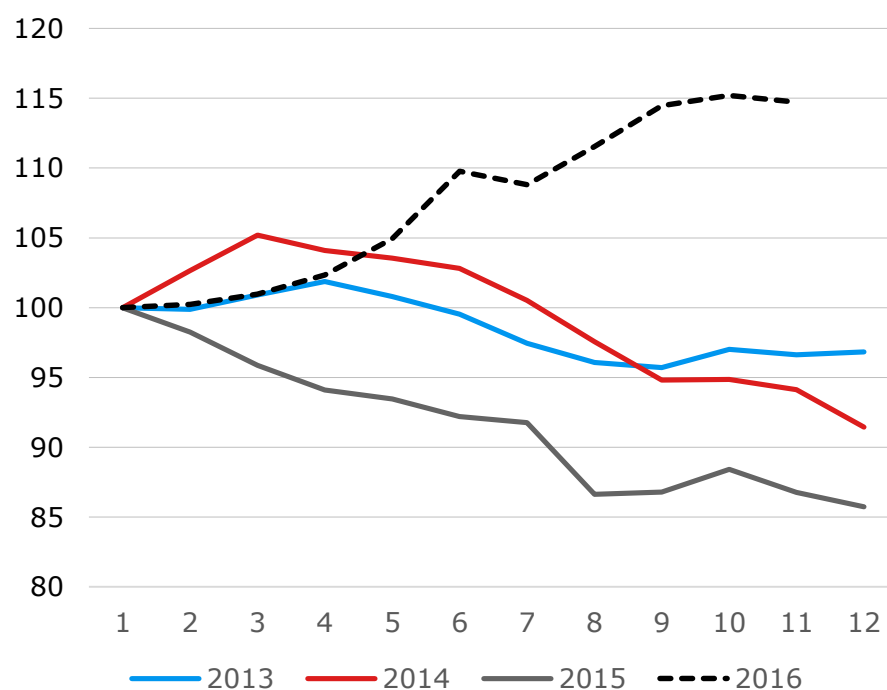
- ❖ **To gospodarki rozwinięte będą w stanie pociągnąć rynki wschodzące, a nie odwrotnie** (duża rola USA jako znaczącego importera, nawet jeżeli narracja w polityce gospodarczej jest znacznie bardziej protekcjonistyczna).
- ❖ Wciąż niskie ceny ropy naftowej nie szkodzą istotnie importerom ropy netto. Są one jednak na tyle wysokie, że eliminują ryzyko realizacji scenariuszy skrajnych w krajach eksportujących ropę (pojawia się też czas na dostosowanie systemów fiskalnych, szczególnie w krajach arabskich). Oczekujemy poprawy sytuacji w Rosji (poprawa absorpcji, poprawa stanu życia obywateli, dzielenie się państwa zyskami z wyższych cen ropy = mniejsza propaganda = uspokojenie geopolityczne?), ale też przygaszenia wzrostu w Indiach (wyższe ceny tanich nośników energii, w tym węgla; kontrakcja podaży pieniądza w związku z wymianą gotówki w obiegu).

Ropa naftowa i żywność: kluczowe czynniki z punktu widzenia inflacji.

Liczba odwiertów vs cena ropy.



Porównanie cen żywności (FAO, USD, pocz. roku = 100).

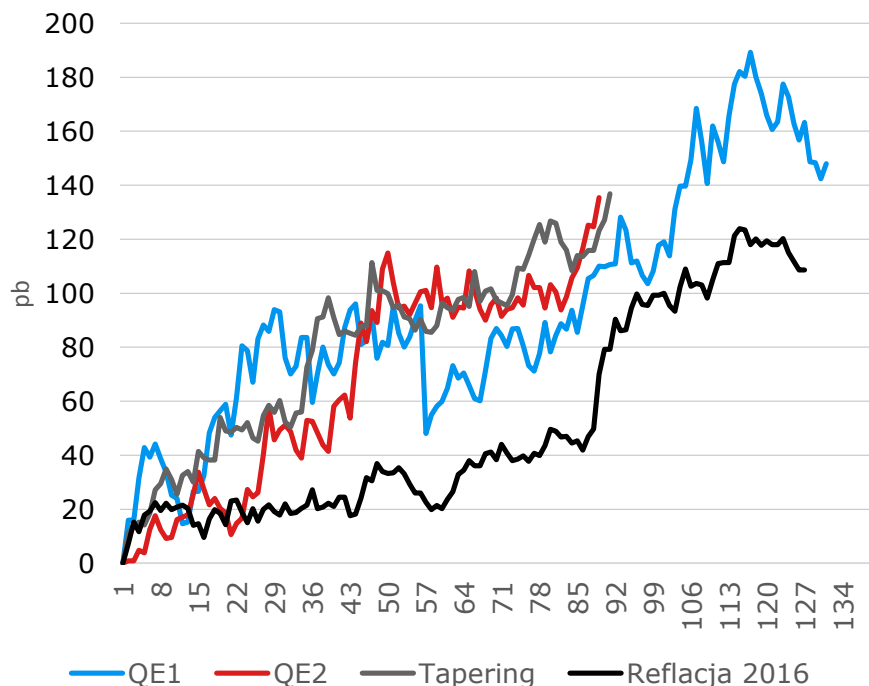


- ❖ W okolicach 50 \$/baryłkę silnie uaktywnia się wydobywanie w łupków. Istnienie dostępnego parku maszynowego do wydobywania po poprzedniej hossie przyspiesza proces uruchamiania i zamykania odwiertów (leasing kapitału).
- ❖ Dynamiczny ekwiwalent ruchów Brent z ubiegłego roku (czyli około 100% wzrostu) to ruch cen w okolice 100 \$/baryłkę do końca roku. Scenariusz wyjątkowo mało realny – takie wzrosty cen uruchomią lawinowo inwestycje w łupkach w USA oraz będą zachęcać do złamania porozumień OPEC (kto pierwszy oszuka, zgarnie największą nadwyżkę). **Spodziewamy się cen ropy naftowej w okolicach 60\$ (średnio) w 2017 roku.** Prawdopodobnie trajektoria odwróconego U (I połowa roku dostosowania podaży oraz zmniejszenie zapasów, druga opóźnione efekty inwestycji i większe wydobywanie OPEC).
- ❖ Pochodną wyższych cen ropy naftowej powinny być wyższe ceny żywności w 2017 roku (3-4% r/r). Grudniowa korekta indeksu FAO to efekt korekty bardzo wysokich cen cukru. W kraju można się spodziewać wyższych cen mleka, tłuszczów i mięsa, w szczególności wołowiny (1 połowa roku, pochodna zmniejszonego uboju na rzecz bydła mlecznego). Druga połowa roku powinna upłynąć pod znakiem korekty cen po dostosowaniach podaży. Można się spodziewać powrotu do średniej w cenach owoców i warzyw po wyjątkowym urodzaju w 2017.

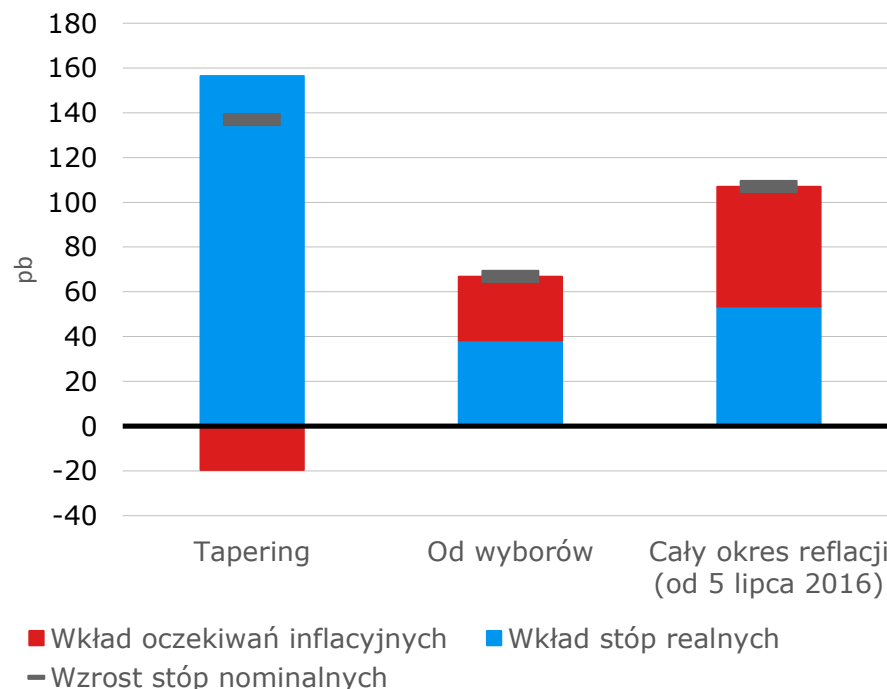
Globalne rynki finansowe

Obligacje. To nie jest powtórka z *taper talk*. Stopy realne są ciągle nisko i stymulują wzrost gospodarczy oraz apetyt na aktywa ryzykowne.

Epizody wzrostów 10-letnich nominalnych stóp procentowych w USA.



Dekompozycja wzrostów 10-letnich nominalnych rentowności w USA.



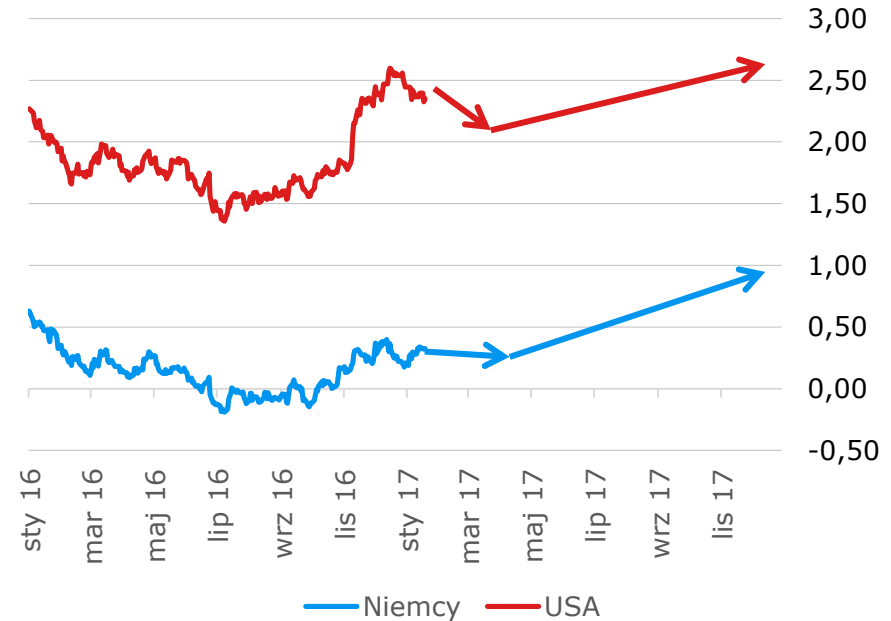
- ❖ Druga połowa 2016 roku była czasem dynamicznych wzrostów rentowności obligacji na rynkach bazowych (od 6 lipca do końca roku: Niemcy +38, Szwajcaria +43, Wielka Brytania +47, Stany Zjednoczone +107 pb). Wiara w reflację została wsparta przez wynik wyborów prezydenckich w USA (2/3 wzrostu stóp to okres po wyborach).
- ❖ To nie jest powtórka z taperingu (2013 rok), co ma ogromne znaczenie dla sprzężeń zwrotnych rynki – gospodarka:
 - ❖ Większa część wzrostów wtedy wynikała ze wzrostu stóp realnych. Oczekiwania inflacyjne **spadły**. Wynikało to z przekonania o przedczesnym charakterze zaostrzenia polityki pieniężnej i zadziało, poprzez zacieśnienie warunków finansowych, jako hamulec na politykę pieniężną.
 - ❖ Dziś wzrosty rentowności to niemal po równo wzrost oczekiwań inflacyjnych i wzrost stóp realnych. Dzięki temu (i zachowaniu giełd) wzrost stóp procentowych obecnie nie jest negatywny dla wzrostu gospodarczego na świecie. Przestrzeń do spadku rentowności (powrotu do trendu spadkowego) jest niewielka.

Prognoza – rynek obligacji

10-letnie rentowności w USA – kluczowy poziom 2,65.



Scenariusz dla 10-letnich obligacji w 2017 roku.

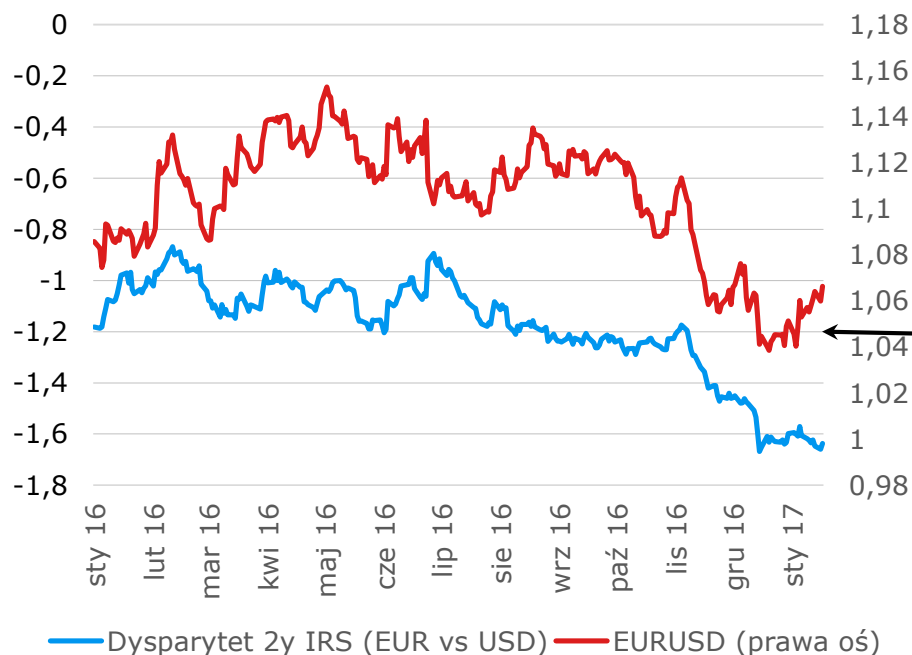


❖ Konsensus na rynek obligacji zakłada silne wzrosty rentowności (w przypadku 10-latek nawet 3,5% na koniec roku w USA). Tymczasem my uważamy, że wzrosty te będą:

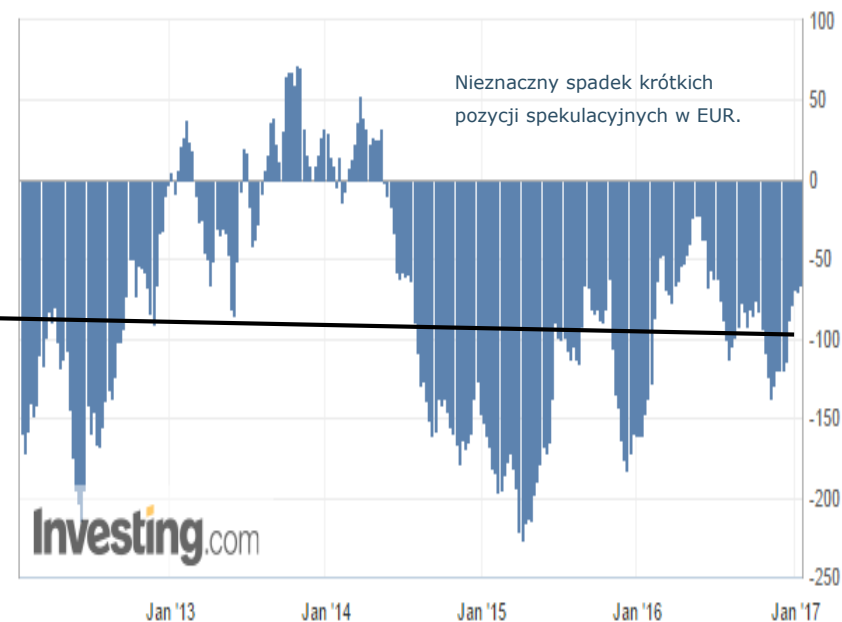
- 1) bardziej umiarkowane,
- 2) w krótkim terminie istnieje potencjał do korekty w dół wiedziony przez ryzyka i rozwój wydarzeń w USA.

EURUSD. Korekta/konsolidacja, a później jednak mocniejszy dolar.

Trend na stopach wyznacza trend na EURUSD.



Pozycjonowanie może tłumaczyć nagłe zwroty akcji bez udziału stóp. Inwestorzy są nadal long USD, short EUR.

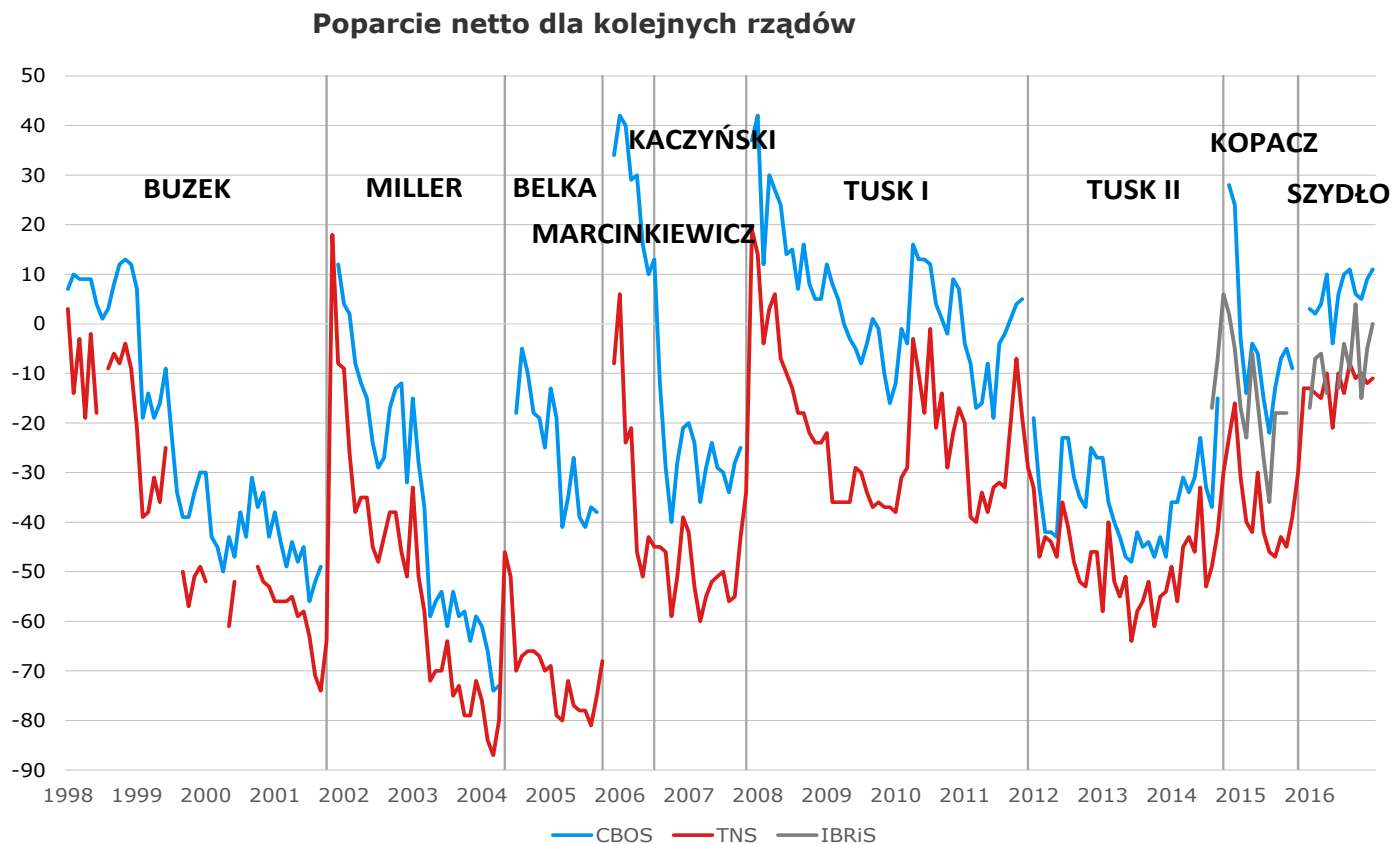


- ❖ USD: nawet przy ociąganiu się z pakietem fiskalnym dane powinny być na tyle dobre, aby podtrzymać wiarę w ożywieniu lub wzrost płac, co powinno co najmniej podtrzymać wyceny instrumentów finansowych. Ryzyko wojen handlowych z Chinami to także mocniejszy dolar (awersja do ryzyka, ujemny bilans handlowy USA). Ryzyka: silna korekta na giełdzie w USA, spowolnienie zacieśnienia polityki pieniężnej (powtórka z 2016), pozycjonowanie.
- ❖ EUR: Obecność QE sugeruje, że stopy powinny pozostać nisko. EBC nie może sobie pozwolić na reakcję na cykliczne ożywienie i wzrost inflacji (bez reakcji EUR powinno być nawet słabsze z uwagi na spadek realnych stóp). Materializacja ryzyka politycznego to słabsze EUR: gra na rozpad strefy i UE. Ryzyka: przestrzelenie inwestorów w związku ze wzrostem inflacji bazowej w krótkim terminie, pozycjonowanie.
- ❖ Trajektoria EURUSD: Możliwość korekcyjnego ruchu w górę w najbliższych 2-3 miesiącach (zasięg 1,15), druga połowa roku pod znakiem spadków EURUSD (parytet i niżej).

Polska



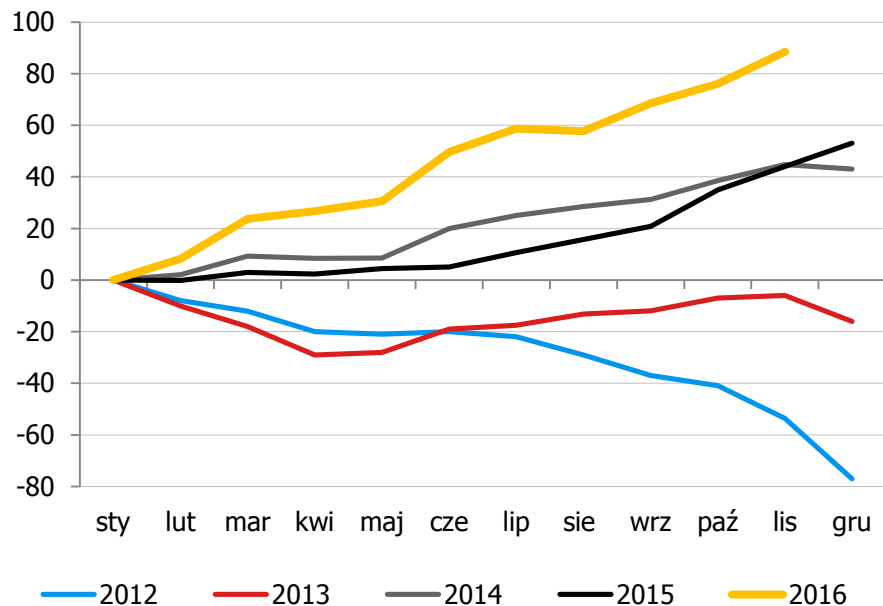
Polityka. Nie doszło (i nie dojdzie) do eskalacji ryzyka politycznego w Polsce.



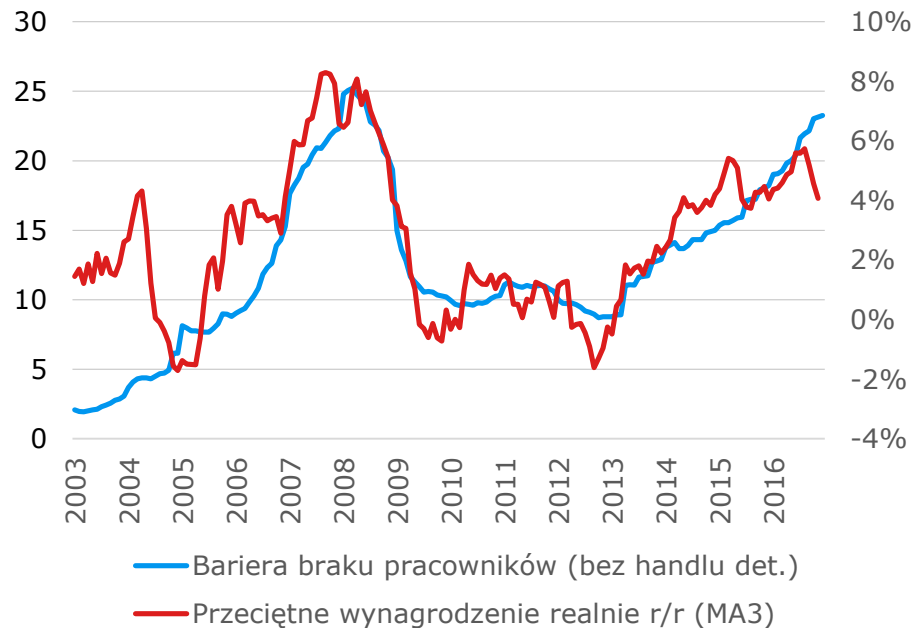
- ❖ Mieliśmy rację co do ryzyka politycznego w Polsce w 2016: nie doszło do jego eskalacji, momentum protestów społecznych wygasło, nie zrealizowała się też większość ryzyk legislacyjnych (zgodnie z naszymi oczekiwaniami, ustawa frankowa została znacząco okrojona).
- ❖ W istocie rzeczy, niewiele zmieniło się w krajobrazie politycznym od wyborów: notowania PiS pozostają relatywnie stabilne (między 30-37%), a rząd cieszy się wysokim i – co rzadkie – rosnącym poparciem społecznym (pomimo braku tzw. natychmiastowej premii wyborczej). Zabraknie negatywnych czynników ekonomicznych (kluczowy katalizator politycznych rewolucji) mogących prowadzić do eskalacji protestów.
- ❖ 2017 przyniesie dalszą normalizację polityki – jedynym potencjalnym czynnikiem ryzyka jest „sprawdzian” dla M. Morawieckiego, który – w warunkach szybszego wzrostu – zda (nawet przy opóźnieniu uruchomienia środków z UE).

Rynek pracy. Wzrost płac, ale raczej w ramach bieżącego trendu (bez eksplozji).

Rok 2016 przyniósł największy od lat przyrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw.



Trudności w znalezieniu pracownika będą podbijać dynamikę płac.



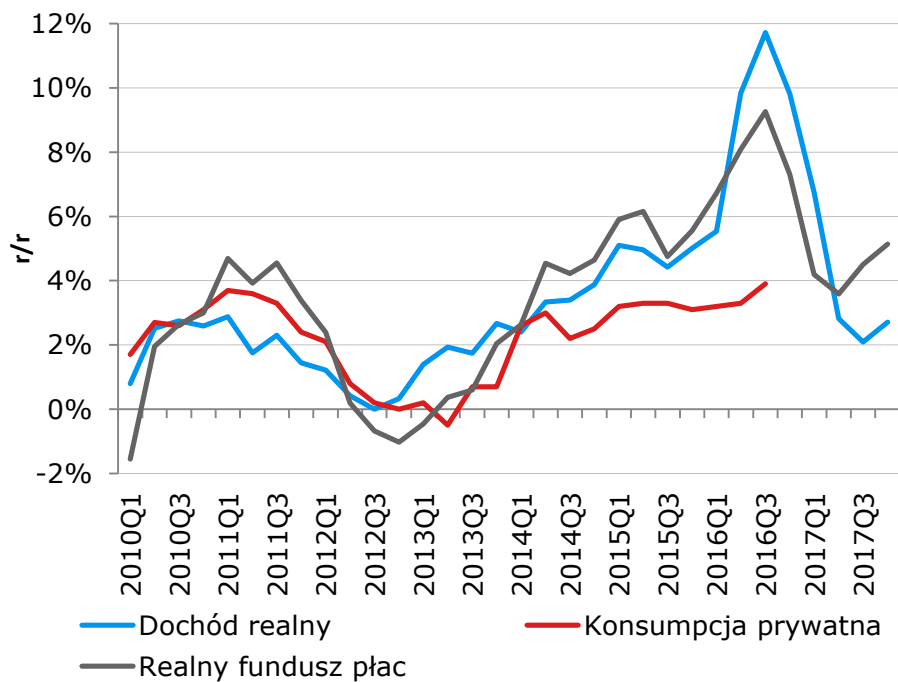
Wzrost płac nominalnych był w 2016 umiarkowany, dynamika realna była podbijana przez deflację. W sektorze budowlanym (i nie tylko) presja płacowa była ograniczana przez napływ pracowników z Ukrainy. W 2017 na rynek pracy wpłyną głównie ograniczenia podażowe:

- ❖ zmniejszanie aktywności zawodowej z powodu starzenia się społeczeństwa – długoterminowe trendy demograficzne,
- ❖ obniżenie wieku emerytalnego (efektywność mechanizmów zachęcających do dłuższego pracowania nie jest znana),
- ❖ możliwy odpływ kobiet w wieku rozrodczym ze względu na program „Rodzina 500+”,
- ❖ niedopasowania kwalifikacji do potrzeb przedsiębiorców,
- ❖ możliwe zahamowanie napływu pracowników z Ukrainy z powodu złagodzenia przepisów wizowych – odpływ do innych krajów Unii Europejskiej,
- ❖ wzrost płacy minimalnej.

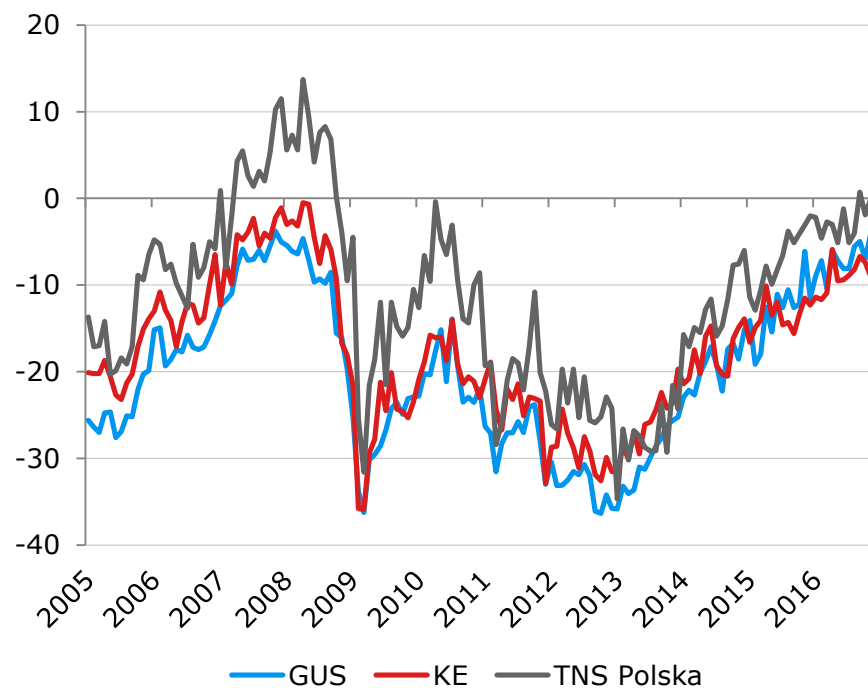
Ze względu na silniejszy wzrost inflacji, dynamika realna płac może w pierwszych miesiącach roku spaść (to kluczowy moment dla żądań płacowych pracowników). W efekcie, dynamika realnego funduszu płac powinna pozostać na poziomie niewiele niższym niż przed rokiem.

Konsumpcja. Bez zagrożeń, normalizacja wzrostu w II połowie roku.

Bieżąca konsumpcja podąża za dochodem.



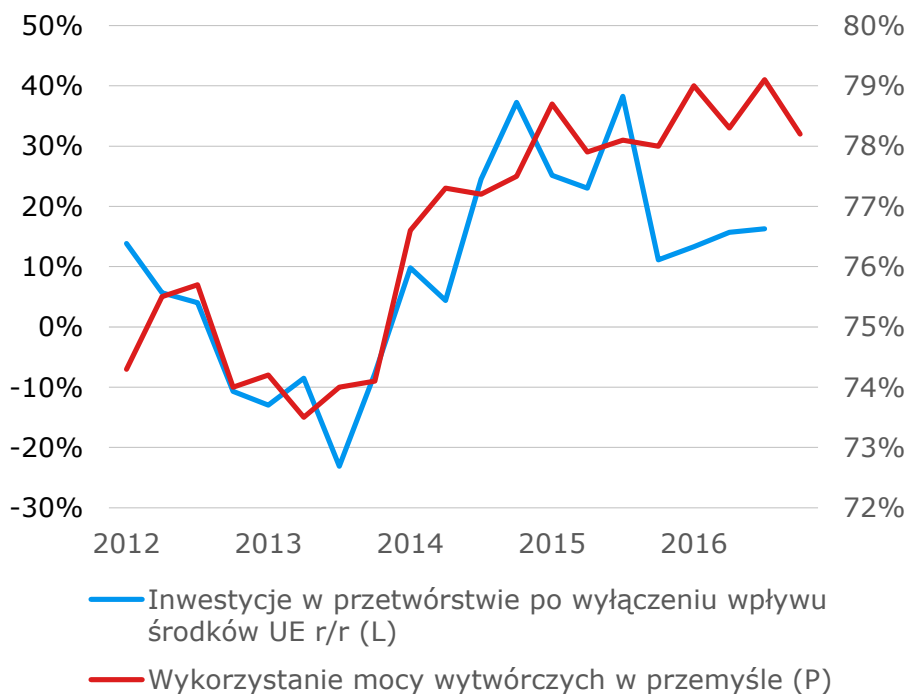
Wskaźniki koniunktury konsumenckiej.



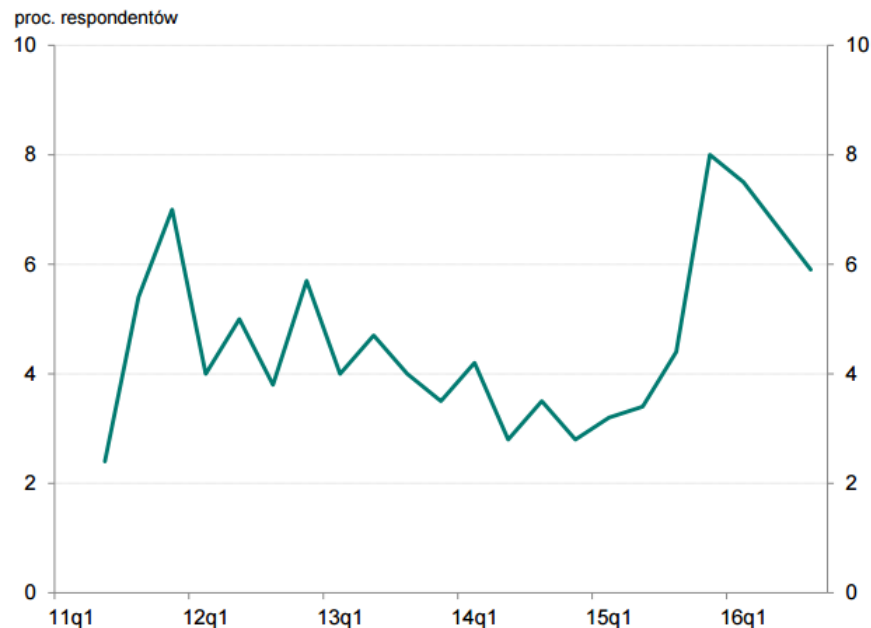
- ❖ Na horyzoncie nie widać czynników spowalniających konsumpcję w średnim terminie: zacieśnienie rynku pracy, brak istotnych szoków podażowych (niskie ceny ropy, brak dramatycznych podwyżek cen energii), internalizacja transferów socjalnych (z każdym kolejnym kwartałem/rokiem świadczenie będzie zapisywało się w świadomości gospodarstw domowych jako coraz bardziej trwałe, a więc skłonność do jego konsumpcji będzie rosła), wysoki optymizm konsumentów i „urynkowienie” grup o dotychczas najniższych dochodach.
- ❖ Z uwagi jednak na bazę statystyczną związaną z inflacją, dynamiką realnych wynagrodzeń oraz świadczeniami z 500+ dynamika konsumpcji osiągnie szczyt w okolicach 4-4,5% w I kwartale br., a następnie unormuje się kierunku 3,5%. Rolę motoru wzrostu przejmą inwestycje.

Inwestycje prywatne. Wiele przemawia za ich wzrostem. Na plusie już w I kw.

Za długo firmy odkładają nowe inwestycje.



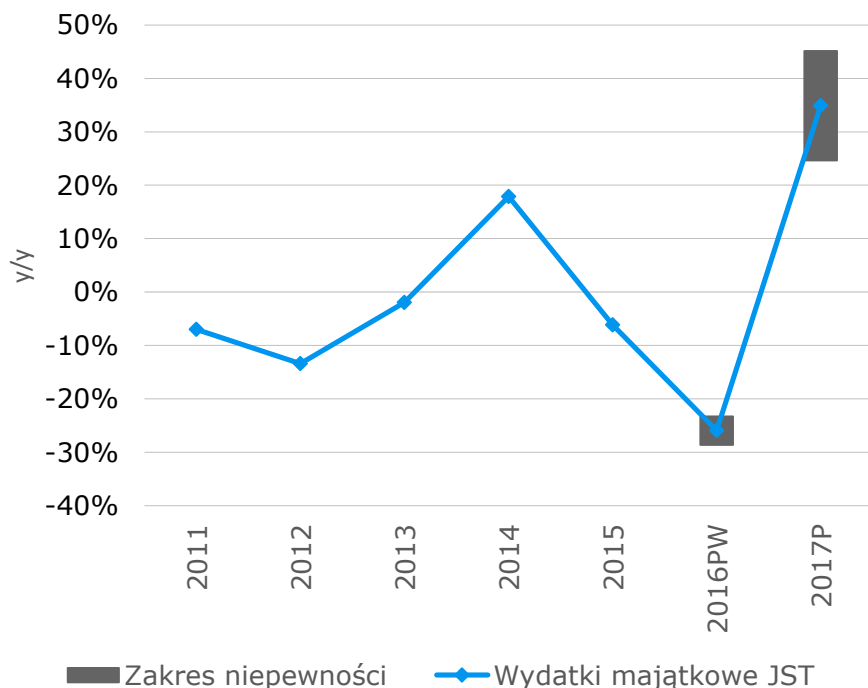
Ocena niepewności przedsiębiorstw (badania NBP).



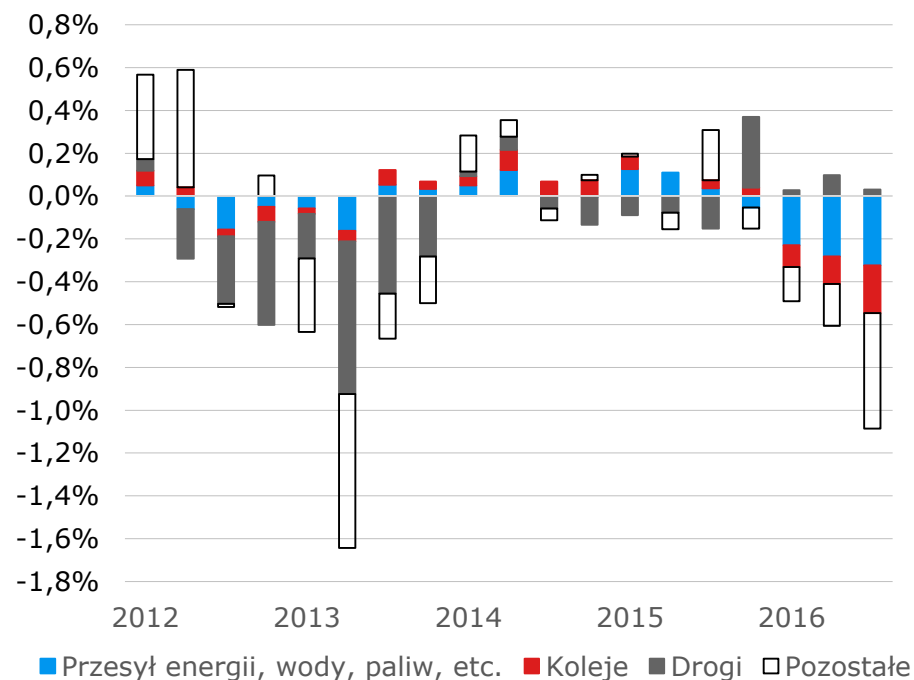
- ❖ Inwestycje prywatne spowolniły w ostatnich kwartałach, niemniej łagodniej niż inwestycje publiczne.
- ❖ Kolejne kwartały powinny przynieść co najmniej delikatną stabilizację (o ile nie normalne odbicie) w prywatnej aktywności inwestycyjnej z uwagi na: cykliczność, zmniejszenie niepewności, duży rozdziew pomiędzy dynamiką wykorzystania mocy wytwórczych i dynamiką inwestycji, silne zacieśnienie rynku pracy (bodźce do zastępowania pracy kapitałem), powolny wzrost kapitałochłonności gospodarki.
- ❖ Inwestycje prywatne nie są na obecnym etapie kluczowe dla podtrzymania wzrostu w polskiej gospodarce. Jeśli nawet pojawią się z opóźnieniem (co jest bardzo prawdopodobne), efekty bazowe na infrastrukturze oraz silna konsumpcja pozwolą na wyniesienie dynamiki PKB ponad 3% w 2017 roku.

Inwestycje publiczne i quasi-publiczne będą miały dodatni wkład do wzrostu w 2017 roku.

Rozbuchane plany inwestycyjne samorządów na 2017.

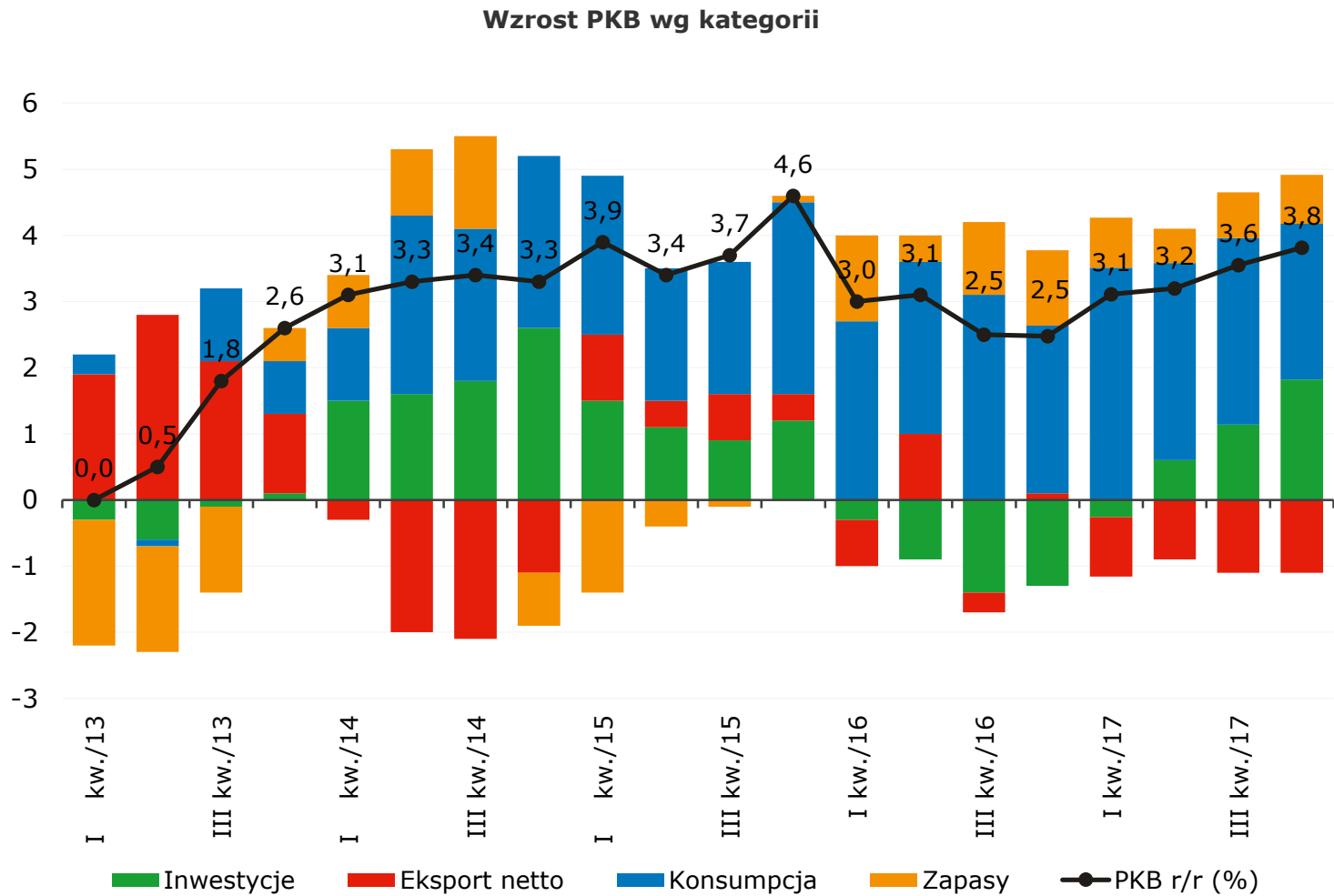


Wkład produkcji budowlanej do wzrostu PKB wg kategorii.



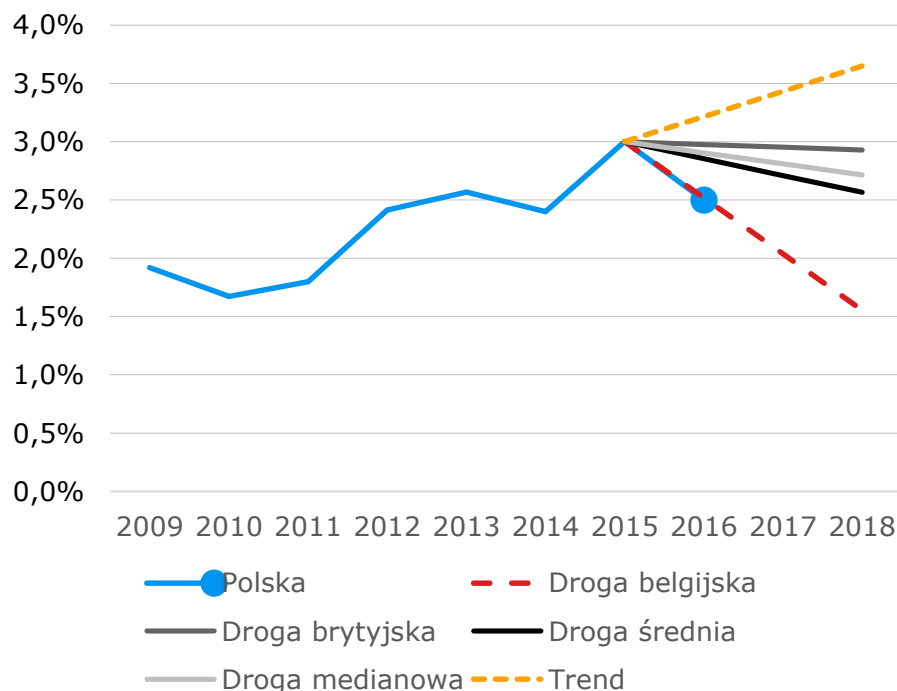
- ❖ Inwestycje samorządów spadły w 2016 r. o ok. 25% i nie było to niespodzianką (dokładnie takiej dynamiki się spodziewaliśmy). Takie samo rozumowanie, jak rok temu, prowadzi nas do przekonania, że w 2017 roku JST znów będą inwestować. Na podstawie analizy planów finansowych JST po ostatniej aktualizacji (listopad 2016) przewidujemy, że inwestycje w tej kategorii wzrosną o 30-40% w 2017 r. Inwestycjom samorządów, obok cyklu środków UE, sprzyja też kalendarz wyborczy.
- ❖ Największa negatywna niespodzianka 2016 r., inwestycje w infrastrukturę przesyłową (spadek o 50% odjął 0,3 p.proc. od wzrostu), nie muszą rosnąć, by przestać hamować wzrost. Wystarczy stabilizacja – tak działa efekt bazy!
- ❖ Przewidywany wzrost inwestycji kolejowych powinien zrównoważyć rysującą się na horyzoncie „dziurę” w inwestycjach drogowych (brak nowych przetargów w ostatnich miesiącach, duża liczba inwestycji kończy się w połowie roku).
- ❖ Spodziewamy się, że inwestycje publiczne będą kontrybuować pozytywnie do wzrostu.

Dynamika PKB w 2017 - prognoza

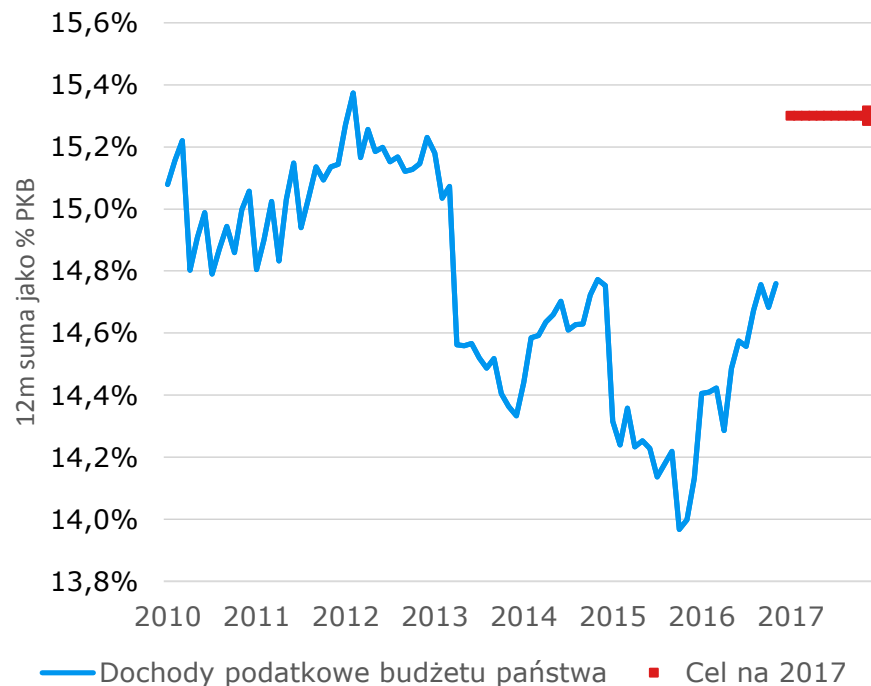


Polityka fiskalna 1. Duży postęp w uszczelnianiu systemu podatkowego.

Domykanie luki VAT przebiega szybko, drogą belgijską (wyzaczyliśmy ją w roku ubiegłym). Luka w 2016: 2,5%.



W połowie drogi do celu podatkowego na 2017 rok.

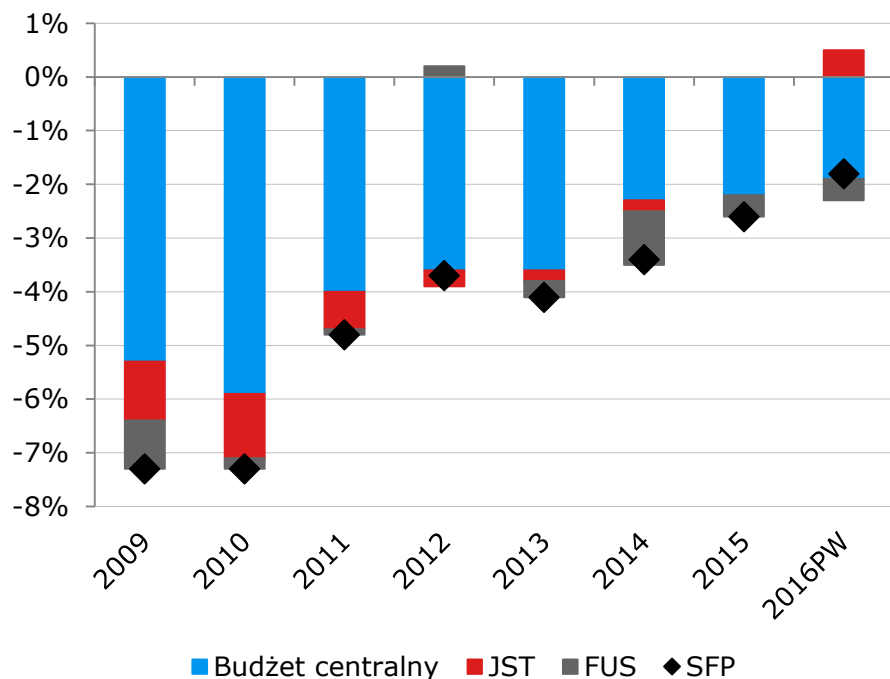


❖ W ubiegłym roku wyznaczyliśmy hipotetyczne ścieżki luki w VAT w Polsce bazując na doświadczeniach krajów, które dokonywały jej redukcji w ostatnich latach. Zrealizował się wariant bardzo optymistyczny – luka w VAT likwidowana jest w tempie belgijskim. **To bardzo dobry prognostyk na przyszłość, gdyż działania mające na celu redukcję luki są wzajemnie komplementarne i ich łączna efektywność z czasem rośnie.** Zamieszanie wywoływane przez uszczelnienie na szczeblu mikro ignorować będziemy tak długo, jak ocena niepewności w gospodarce formułowana przez firmy będzie spadać (poza tym, kontrowersje mają charakter sektorowy a nie ogólnogospodarczy).

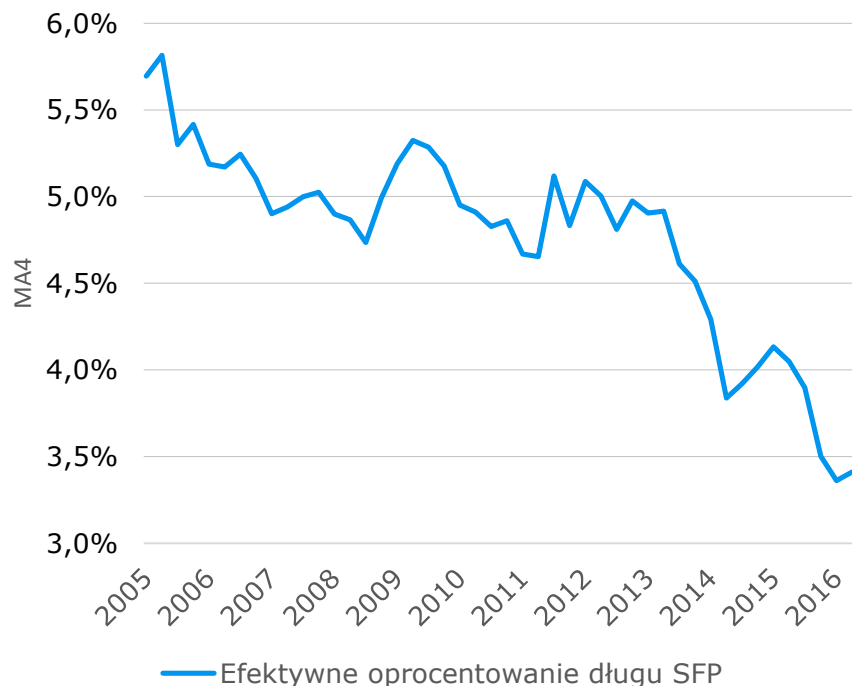
❖ Cel jest jednak ambitny. Budżet na 2017 rok zakłada efektywność podatkową na poziomie z 2012 roku - obecnie rząd znajduje się w połowie drogi do osiągnięcia tego celu. Przy odpowiedniej kombinacji struktury wzrostu (wciąż konsumpcyjny charakter, poprawa po stronie nominalnej), wdrażania kolejnych działań uszczelniających oraz dodatkowych źródeł finansowania (zysk NBP), budżet na 2017 rok jest niezagrażony.

Polityka fiskalna 2. Koniec konsolidacji fiskalnej.

Finał konsolidacji fiskalnej.



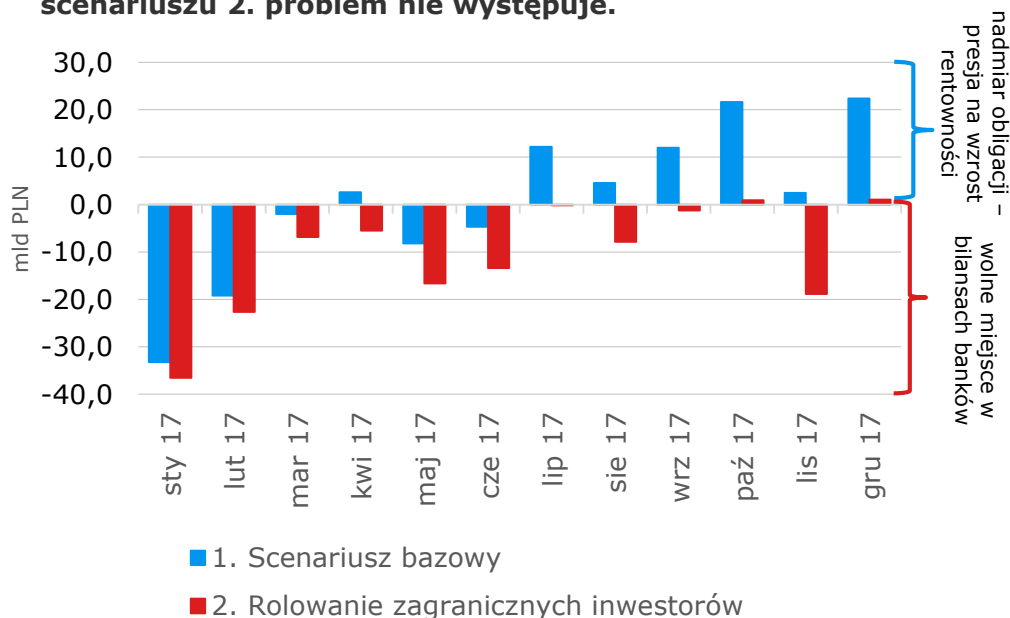
Niskie stopy proc. sprzyjają stabilności długu.



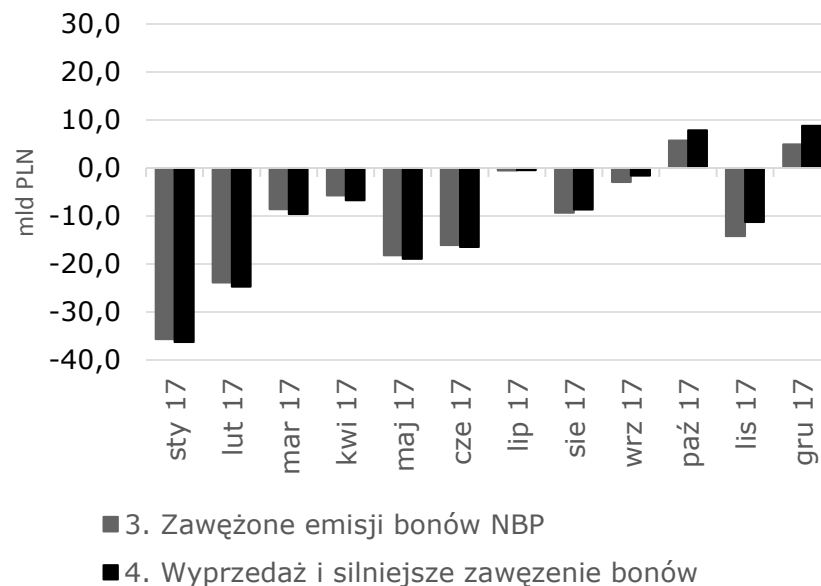
- ❖ Pomimo uruchomienia w pierwszym roku 17 mld zł (1% PKB) programu 500+, deficyt SFP zamknie się w 2016 r. wynikiem ok. 1,8% PKB, głównie za sprawą nadwyżki w budżetach JST, niższych inwestycji publicznych i solidnego wzrostu dochodów podatkowych.
- ❖ To wyznacza najprawdopodobniej cykliczny dołek dla deficytu SFP: wejście samorządów w skromny deficyt (0,5% PKB) powiększy wynik sektora o 1 p.proc., w miarę upływu czasu coraz większe będą również skutki obniżki wieku emerytalnego.
- ❖ Próg 3% deficytu nie zostanie jednak przekroczony - groźba sankcji związanych z procedurą nadmiernego deficytu powinna być wystarczającym bodźcem dla zachowania deficytu na rozsądnym poziomie w warunkach dobrej koniunktury (Węgry też bardzo uważali, aby 3% limitu nie przekraczać). Wprowadza to jednak pewnego rodzaju automatyczny, procykliczny stabilizator: każde ryzyko przekroczenia progu oznacza cięcia, przesunięcia w inwestycjach publicznych i bardziej konsumpcyjną strukturę wzrostu PKB (zapewniającą wyższe wpływy).

Polityka fiskalna 3. Podaż obligacji zostanie zaabsorbowana (istotnym buforem jest podaż bonów NBP).

Nadmiar obligacji na rynku w scenariuszu 1. (bazowym) będzie w większości zrównoważony zyskiem NBP. W scenariuszu 2. problem nie występuje.



W scenariuszach 3. i 4. nadmiar obligacji zostanie w całości zrównoważony wypłatą zysku NBP.



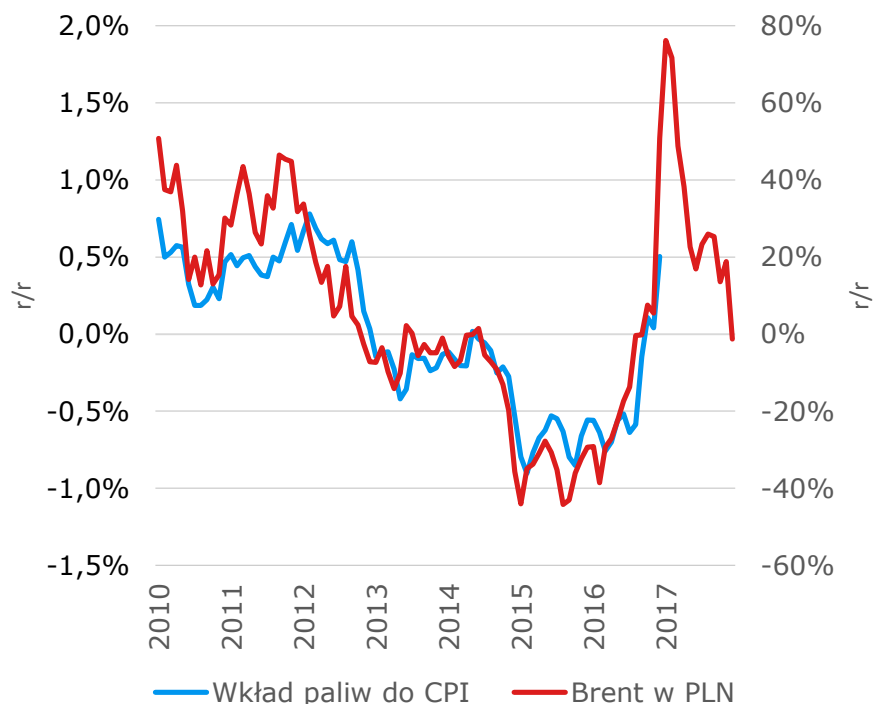
Na podstawie naszych prognoz depozytów i kredytów, planowanego deficytu budżetowego, planów finansowania potrzeb pożyczkowych, struktury zapadalności zadłużenia SP, bilansu sektora bankowego w Polsce oraz struktury inwestorów obligacji SP przeprowadziliśmy analizę scenariuszy finansowania w roku 2017. Wynikiem jest różnica wyemitowanych obligacji, których nie zakupili pozostali inwestorzy (poza bankami), a obligacjami, które mogą kupić banki. Duże znaczenie ma wysoki poziom prefinansowania (27% vs 20% zakładane). Oto rozważane scenariusze:

- 1) przy rygorystycznych założeniach (inwestorzy zagraniczni nie reinwestują kuponów i zapadających papierów, pozostali inwestorzy krajowi reinwestują, ale nie zwiększają portfela) w drugiej połowie roku na rynku może pojawić się nadmiar obligacji (niezrównoważony przez wypłatę zysku NBP), którego banki nie zaabsorbują (scenariusz 1);
- 2) w przypadku, gdy inwestorzy zagraniczni reinwestują wpływy, na rynku nie powinno być nadmiaru obligacji (scenariusz 2);
- 3) zawężenie emisji bonów skarbowych NBP o 20% likwiduje problem nadmiaru obligacji (scenariusz 3), niewielki nadmiar obligacji zostanie zrównoważony wypłatą zysku NBP;
- 4) silna wyprzedaż obligacji przez inwestorów zagranicznych (w stopniu ponad dwukrotnie wyższym niż w zeszłym roku) wymaga dwukrotnie węższego zawężenia emisji bonów – o 40% (scenariusz 4).

Inflacja i stopy procentowe

Triumfalny powrót inflacji czy fałszywy sygnał?

Impuls ze strony cen ropy szybko wygaśnie.



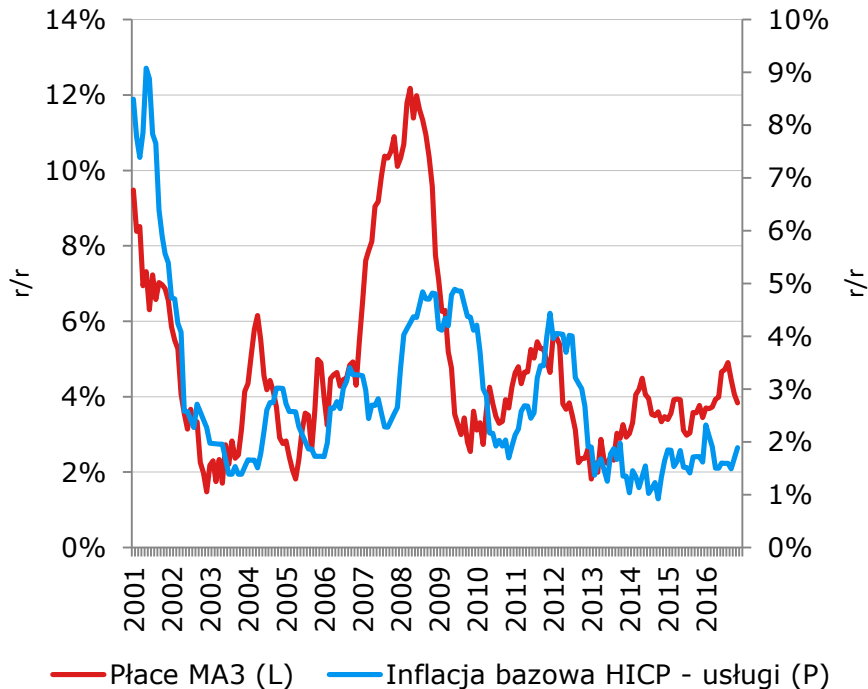
Wyższa dynamika cen żywności i wkład do CPI.



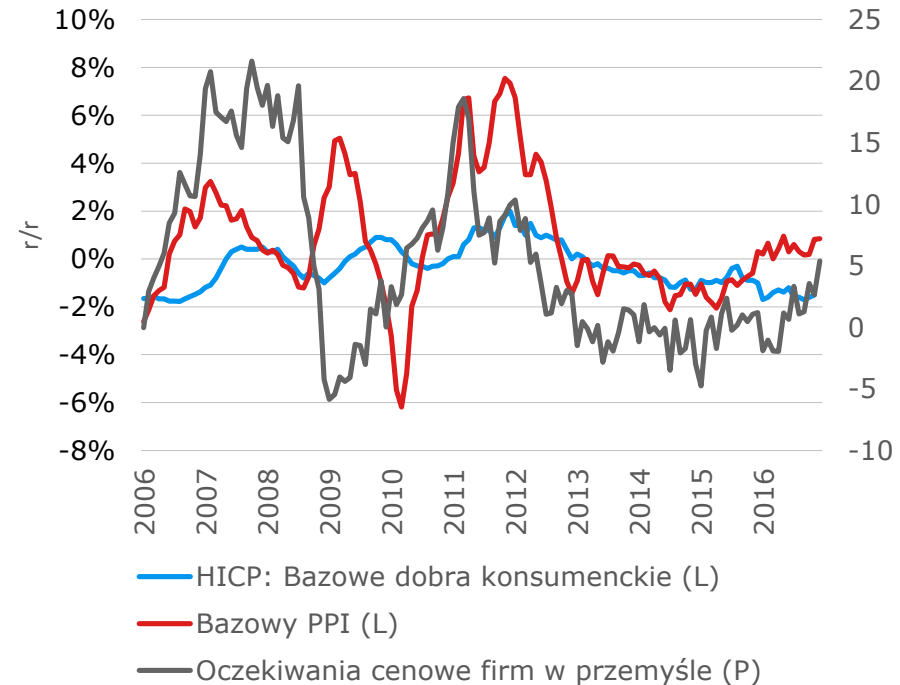
- ❖ Efekty bazowe, wyższe ceny ropy naftowej w I połowie roku oraz generalnie wyższa dynamika cen żywności (3-4% r/r) podbiją poziom inflacji w całym 2017 roku.
- ❖ Ceny kontrolowane wzrosną silniej niż w 2016 roku. Po stronie nośników energii pewne są podwyżki cen prądu (opłaty finansujące energetykę węglową) oraz cen gazu (pochodna wyższych cen ropy naftowej).
- ❖ **Przyspieszenie inflacji będzie jednak najbardziej widoczne w pierwszych miesiącach roku, kiedy inflacja szybko przekroczy 2%.** Przy zakładanej przez nas trajektorii ropy naftowej w II połowie roku ceny paliw będą stopniowo zerować kontrybucję do wzrostu inflacji, a wpływ cen żywności zacznie spadać. **Kluczowe będzie więc przełożenie gospodarki realnej na inflację bazową.**

Triumfalny powrót inflacji czy fałszywy sygnał? II

Niepewna relacja między płacami, a cenami usług.



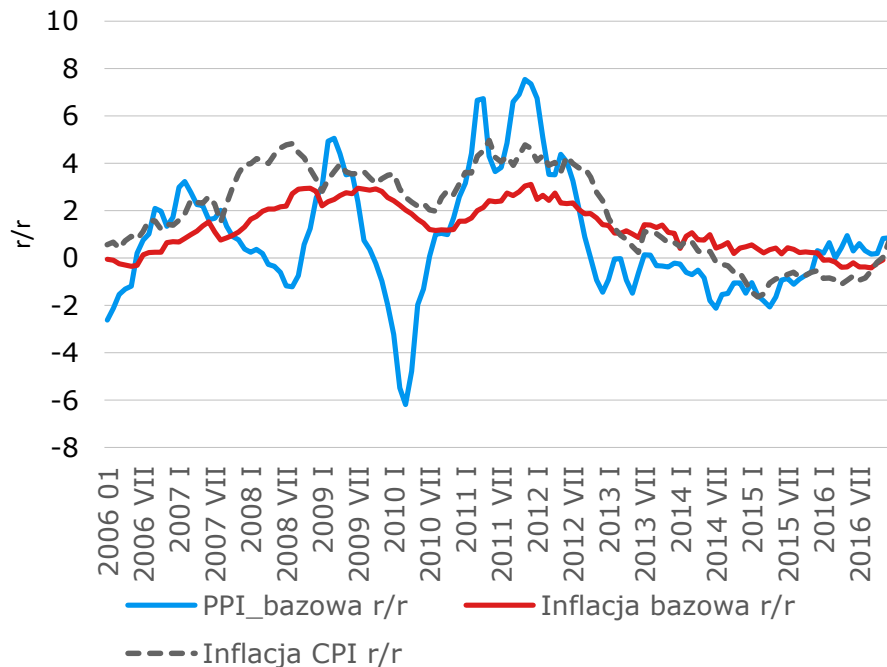
Istnieje przestrzeń do odbicia dynamiki cen dóbr konsumpcyjnych.



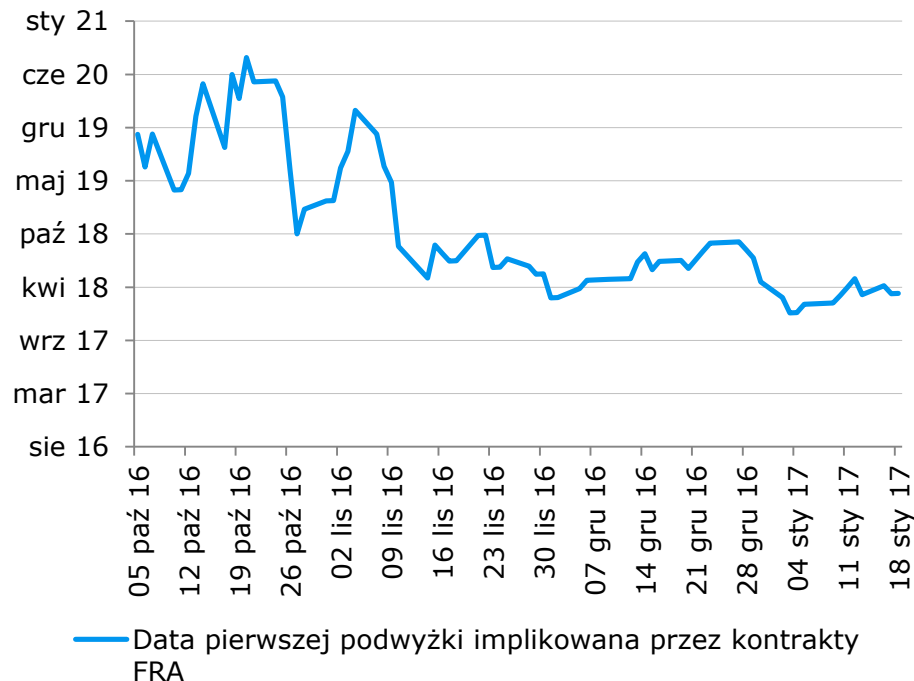
- ❖ Relacje pomiędzy cenami producentów i konsumentów sugerują zapoczątkowanie pewnej presji w bazowych dobrach konsumenckich. Biorąc pod uwagę jednak kondycję globalnej gospodarki, brak reakcji cen tych dóbr na deprecjację złota z ostatnich miesięcy, oraz historyczne zależności, bieżące ruchy PPI i oczekiwań cenowych implikują jedynie niewielki potencjał w tym zakresie.
- ❖ Ceny bazowe w usługach reagują na dynamikę płac, niemniej musielibyśmy zobaczyć naprawdę wysokie tempo wzrostu płac już w I połowie roku, aby mówić o znaczącym przyspieszeniu inflacji w usługach już w 2017 roku.
- ❖ Podsumowując, wzrostem inflacji *headline* będzie towarzyszył dryf inflacji bazowej w górę. Inflacja bazowa na koniec roku będzie w przedziale 1-1,5%.
- ❖ **Średnioroczna inflacja w 2017 roku przekroczy 2%.**

Bez podwyżek stóp, ale rynek je wyceni...

Póki $PPI > CPI$, oczekiwania na wzrosty inflacji bazowej będą się utrzymywać.



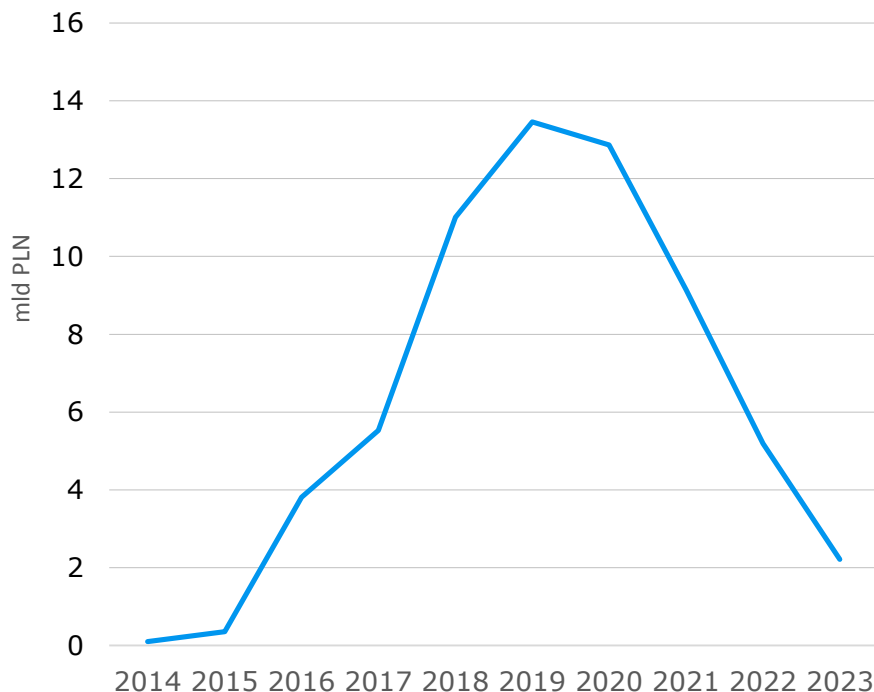
Rynek wycenia podwyżki stóp na początku 2018.



- ❖ RPP prawdopodobnie symetrycznie potraktuje skok inflacji (analogicznie do wcześniejszej deflacji), negując konieczność szybkiej reakcji. RPP koncentruje się na stabilności systemu finansowego (banki spółdzielcze).
- ❖ Obstawiamy brak podwyżek stóp w 2017 i powściągliwą retorykę Rady – przyzwolenie na okres ujemnych realnych stóp procentowych jest najlepiej wyartykułowanym elementem strategii Rady.
- ❖ Tym niemniej, inwestorzy mogą wyceniać ryzyko podwyżek stóp ze względu na trajektorię inflacji (szybko przebija 2% r/r, jednak dryf w górę inflacji bazowej).

Katalog ryzyk dla Polski (czyli to, czego prawdopodobieństwo jest <50%)

Ambitne plany PLK. Jak zwykle można spekulować o poślizgu czasowym.



Nikt już nie spodziewa się zmiany ratingów. Scenariusz nie-bazowy to cięcie lub raczej podwyżka (wzrost PKB).

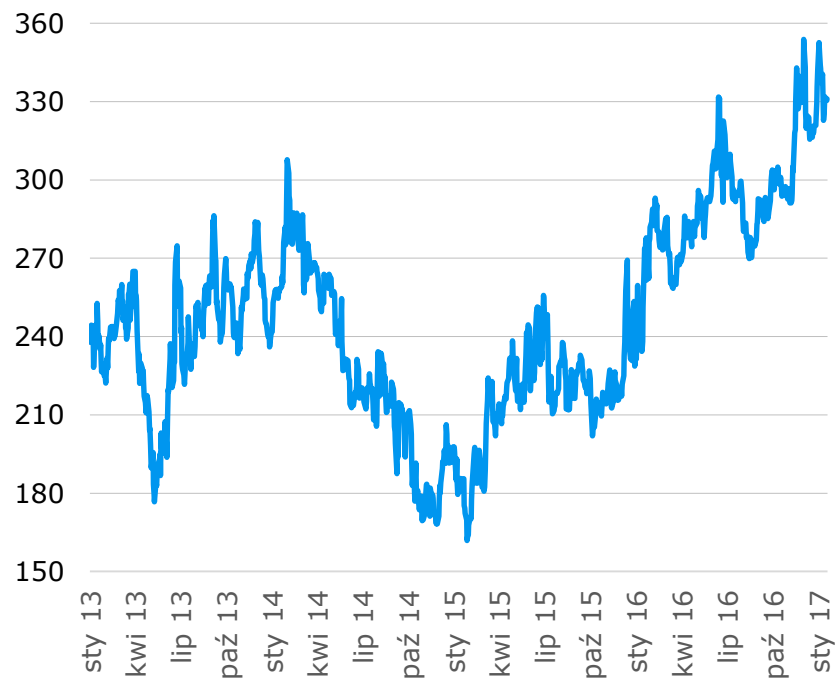
S&P	Data	2016	21 kwi 2017	20 paź 2017
	Rating	BBB+		
	Outlook	Stable		
Moody's	Data	13 sty 2017	12 maj 2017	8 wrz 2017
	Rating	A2		
	Outlook	Negative		
Fitch	Data	13 sty 2017	7 lip 2017	8 gru 2017
	Rating	A-		
	Outlook	Stable		

- ❖ Zniesienie sankcji dla Rosji (gospodarczo pozytywnie, ale wyższa inflacja).
- ❖ Świat zerobiegunowy i sojusze ad hoc, np. USA z Rosją przeciw Chinom – *headline risk* dla waluty polskiej i giełd.
- ❖ Wprowadzenie ruchu bezwizowego między UE i Ukrainą – skokowe zacieśnienie sytuacji na polskim rynku pracy.
- ❖ A. Merkel odchodzi = zapowiedź rewizji traktatów europejskich – rynki zaczną się zamartwiać o długookresowy model wzrostu w Polsce (zakończenie przelewów z UE w bliższej raczej niż dalszej perspektywie).
- ❖ Kakofonia co do rozwiązania problemów ekspozycji frankowej banków – ryzyko dla waluty i akcji.
- ❖ Faktyczna operacja transformacji OFE i niepewność z nią związana.

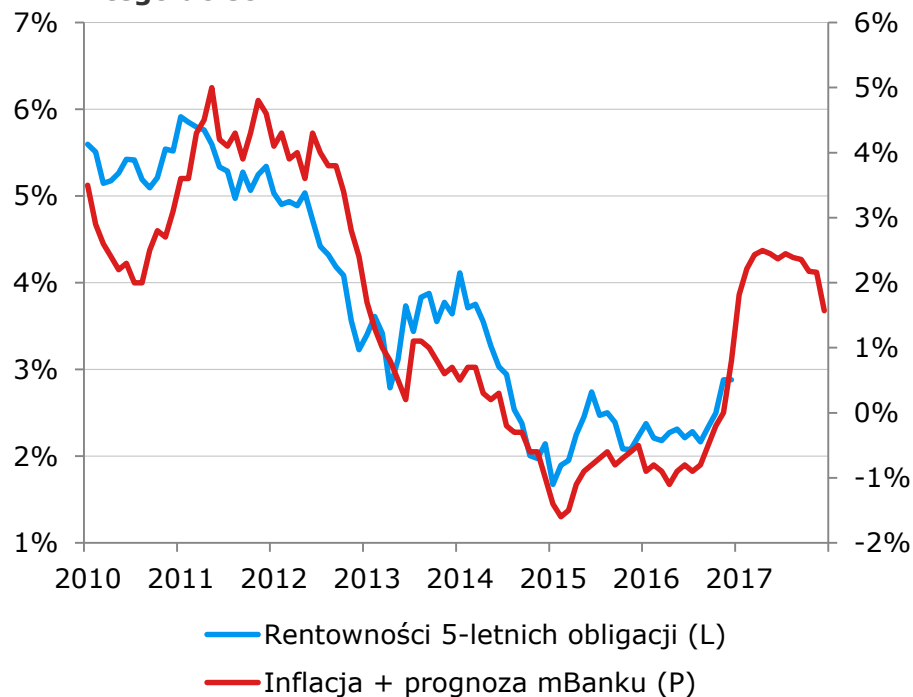
Polski rynek obligacji i walutowy

Obligacje. Co do tendencji, (umiarkowanie) wyższe rentowności

Spread między rentownościami polskich i niemieckich 10-letnich obligacji.



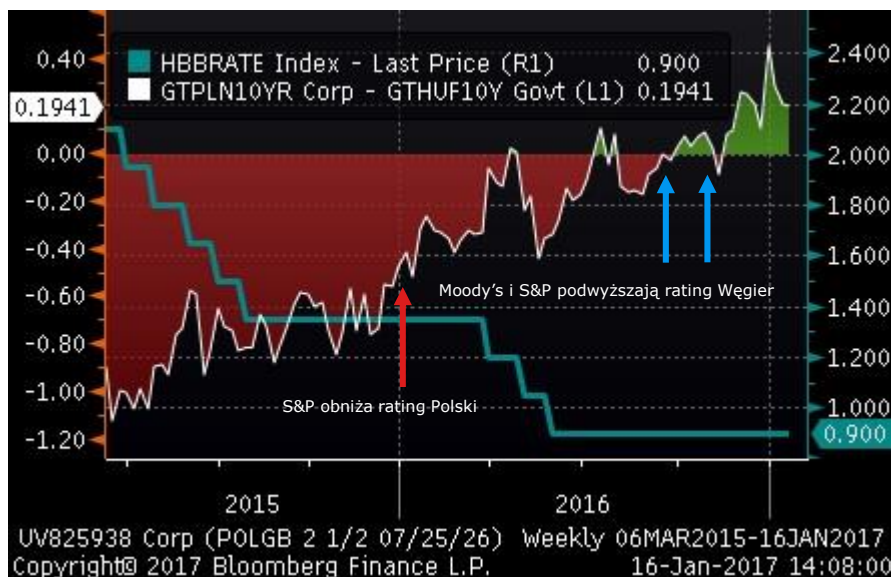
Wyższa inflacja to wyższe rentowności. Nie da się od tego uciec.



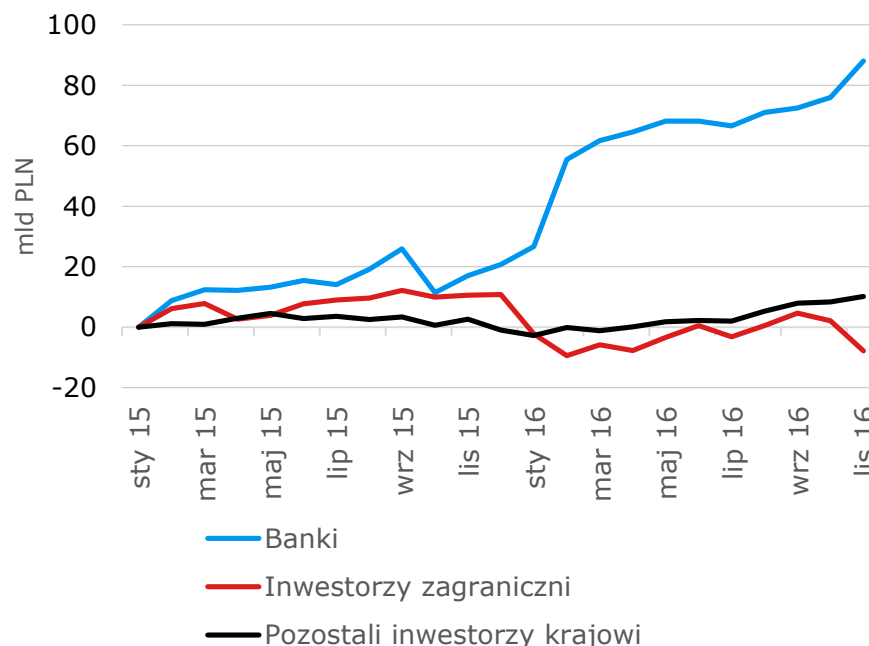
- ❖ Wzrost inflacji i inflacji bazowej to tendencje niekorzystne dla obligacji i prowadzące do utrzymania znacznej stromizny krzywej dochodowości.
- ❖ Wyższy wzrost w Polsce, dobra sytuacja fiskalna, stabilizacja sceny politycznej to utrzymanie ratingów i spadek premii za ryzyko – tym samym także kompresja spreadu do Bunda.

Obligacje: Przesunięciu w strukturze finansowania zadłużenia SP (większe znaczenie krajowego sektora bankowego) towarzyszy repolonizacja sektora bankowego

Różnica w oprocentowaniu 10-letnich obligacji Polski i Węgier (zestawiona ze stopą referencyjną Banku Węgier) znacząco powiększyła się w ostatnim roku.



Wielkość bankowego portfela obligacji SPW (zmiana od I.2015) znacząco zwiększyła się, szczególnie w 2016.



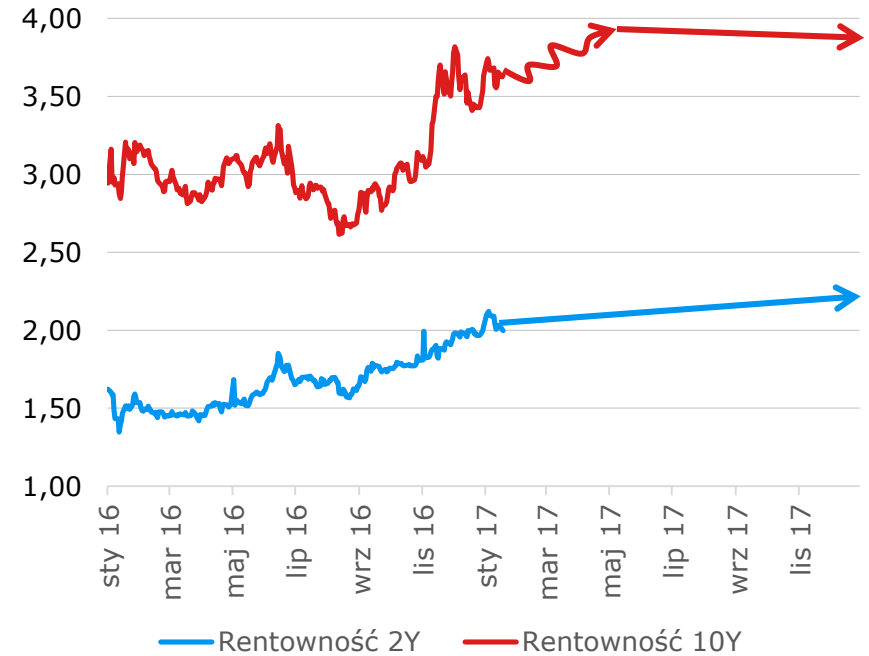
- ❖ Spread pomiędzy Polską, a Węgrami powinien się zawęzić (kwestie fiskalne, utrzymanie ratingów).
- ❖ Struktura inwestorów (kraj vs. zagranica) jest podobna w obu krajach (różnica około 5 p. proc), trendy w ostatnich latach są podobne (zmniejszenie udziału zagranicy o ok. 5–7 % rocznie)
- ❖ W 2016 nastąpił silny odpływ inwestorów zagranicznych z rynku SPW – ich udział w finansowaniu od listopada 2015 do listopada 2016 zmniejszył się o ponad 7 p.proc.
- ❖ **Zmiana miksu finansowania – większa rola banków krajowych (preferujących krótki koniec), mniejsza inwestorów zagranicznych będzie sprzyjać stromieniu krzywej w okresie wzrostu inflacji (najbliższe miesiące).**
- ❖ Nasze stress testy (patrz wcześniejsze slajdy) sugerują jednak, że nawet w przypadku dalszej redukcji zaangażowania przez zagranicę nie będzie problemów z finansowaniem deficytu w 2017 roku (duże prefinansowanie, potencjał banków krajowych przy dalszym spadku wskaźnika L/D, możliwe działania NBP).

Polskie obligacje - prognozy

Sytuacja techniczna na rynku 10-letnich obligacji.

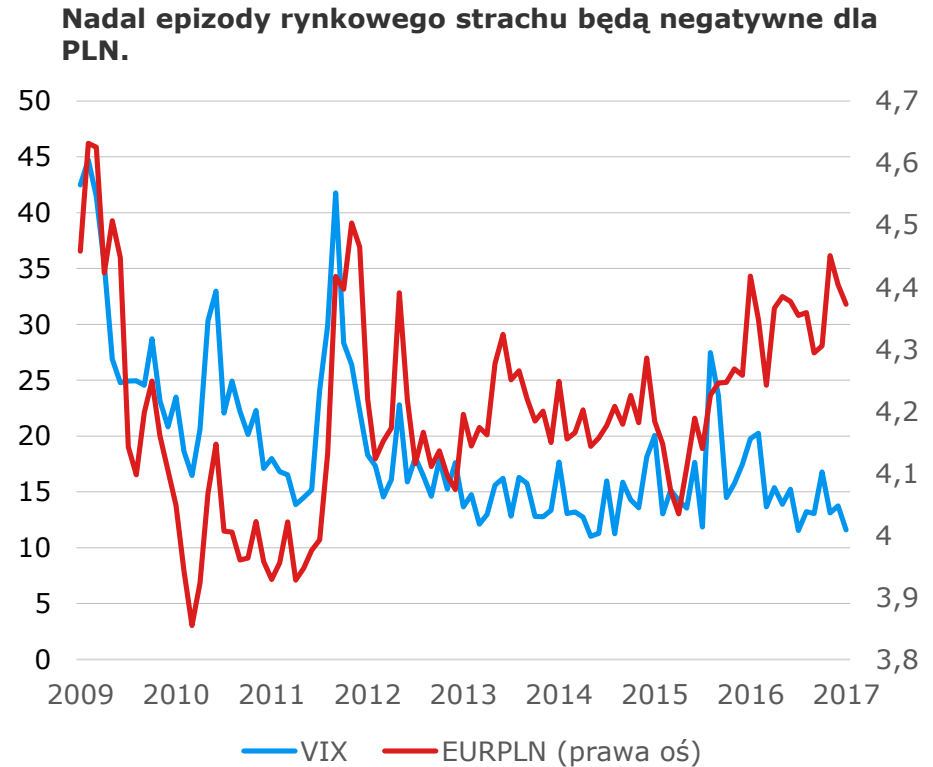
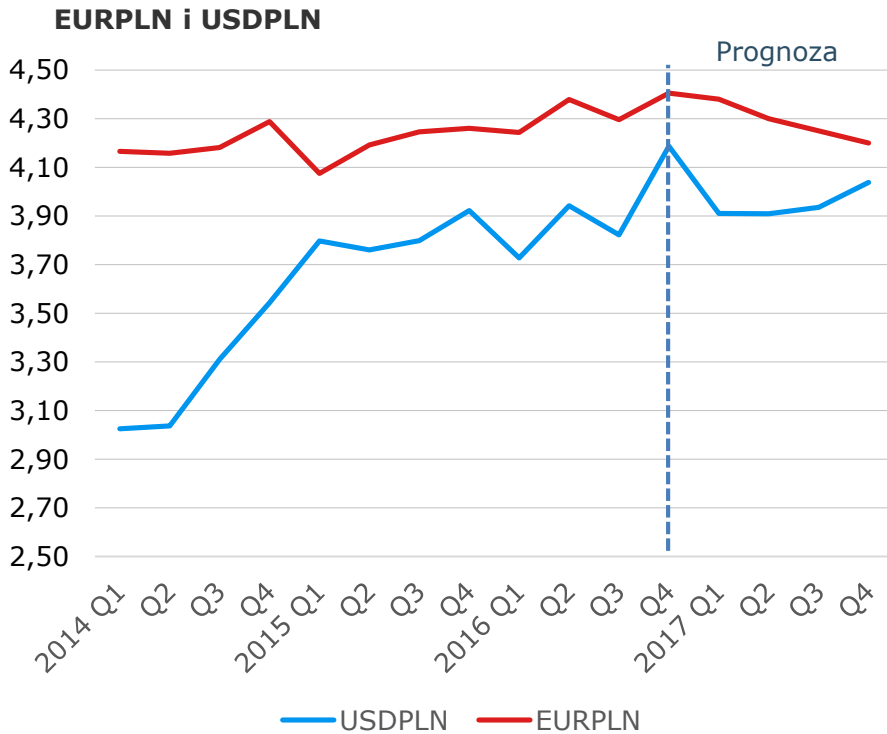


Rentowności polskich obligacji – prognoza.



- ❖ Czy trend wzrostowy rentowności będzie bardzo mocny? Nie wydaje nam się. Inflacja rośnie skokowo, ale druga połowa 2017 to choćby wyższa baza. Świat robi krok do przodu, jednak strukturalnie globalny wzrost, w tym wzrost w Europie, będzie relatywnie niski (słaba demografia, wysokie zadłużenie, brak inwestycji przez ostatnie lata, konieczność utrzymywania niskich stóp realnych).
- ❖ Naszą strategią na ten rok jest przeważanie długich obligacji jedynie na zasadzie obstawiania korekt w trendzie rosnących rentowności i po przereagowaniach (skok inflacji na wiosnę).
- ❖ W 2017 spodziewamy się niskich ale jednak dodatnich zwrotów z portfela długich obligacji.

EURPLN. Stopniowa aprecjacja.

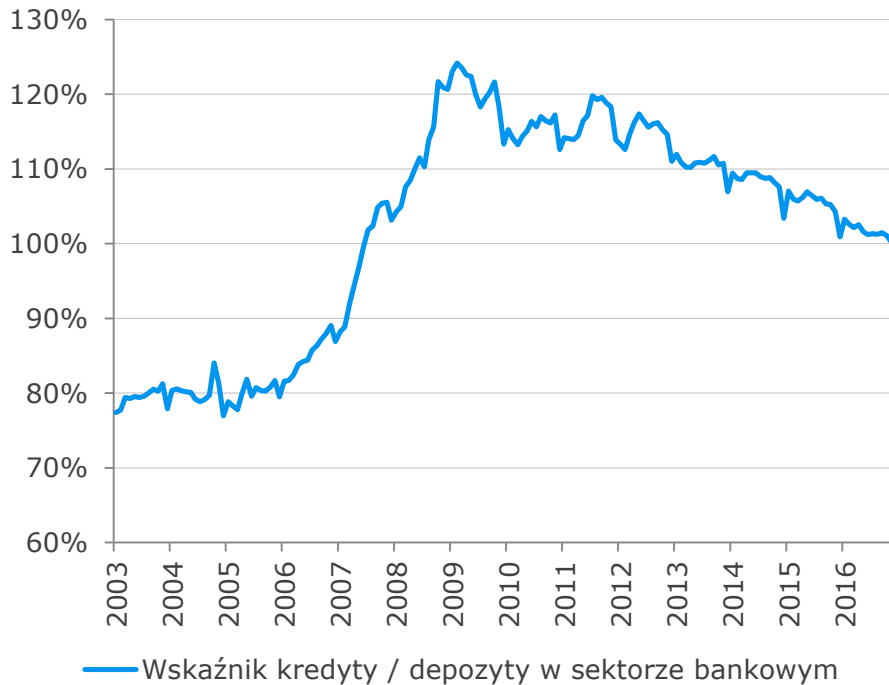


- ❖ Wyższy EURUSD (mocniejsze EUR) sugeruje raczej ryzyko słabszego złotego od strony gospodarki globalnej na początku roku. Brak przekonania odnośnie EM (lub duża selektywność w obliczu jednak bardzo szybko spadających stóp realnych w Polsce w 2017 roku) tylko ten stan potwierdza.
- ❖ Z drugiej strony czynnik krajowy będzie w 2017 roku pozytywny (i to zapewne rosnąco pozytywny). Oddalenie ryzyk fiskalnych i kredytowych (kredyty frankowe), polityczne uspokojenie, przyspieszenie wzrostu, być może bardziej agresywne zakłady na podwyżki stóp w Polsce to czynniki, które powinny sprzyjać złotemu.
- ❖ Jesteśmy zwolennikami dwudzielnego scenariusza dla złotego w 2017 roku: okolice 4,40 w najbliższych tygodniach i powolne zejście do 4,20-25 pod koniec roku.

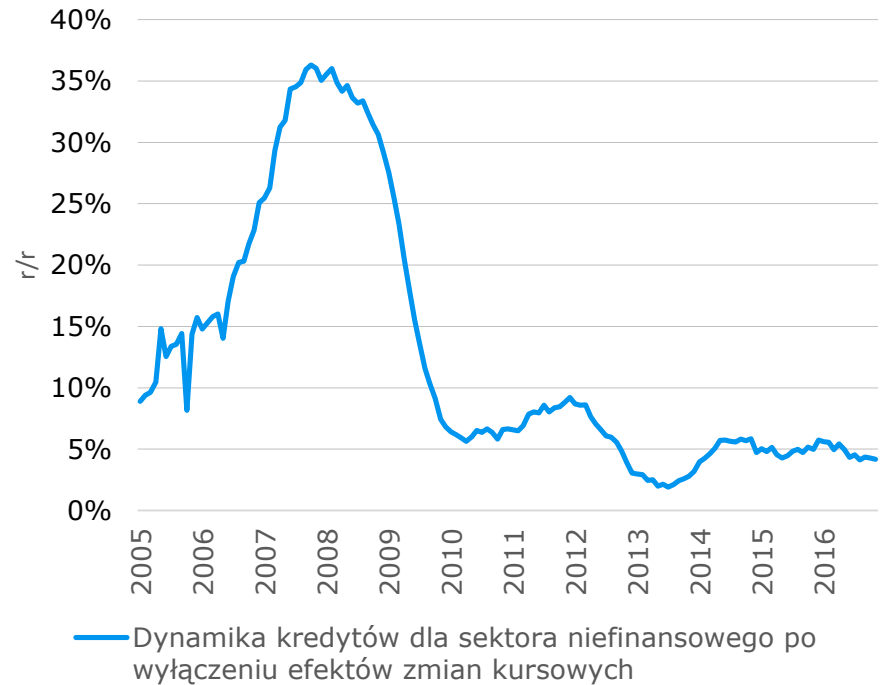
Agregaty monetarne

Agregaty monetarne z lotu ptaka

„New normal” w sektorze bankowym – więcej depozytów niż kredytów.



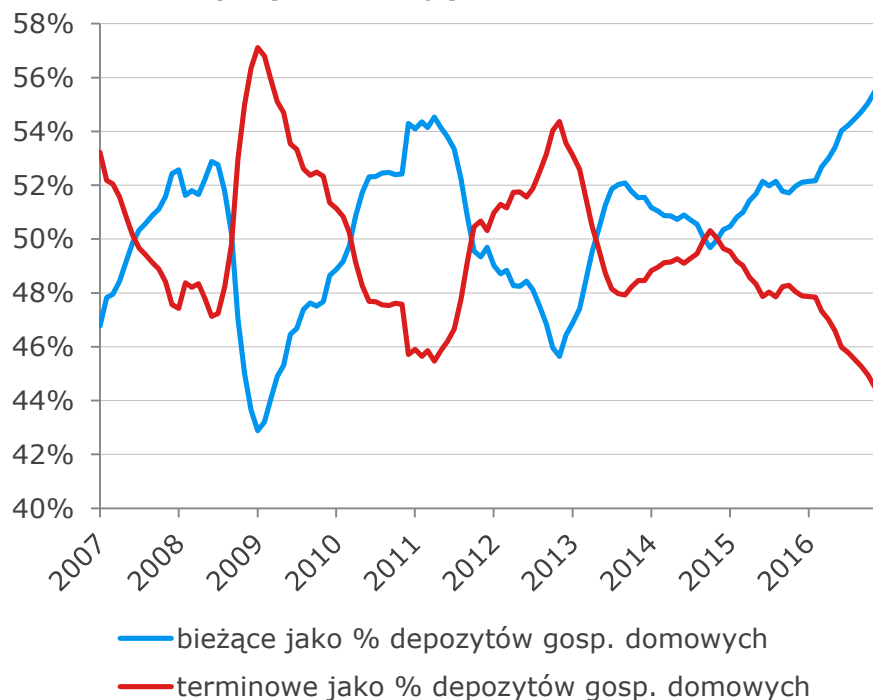
Rekordowo niska dynamika akcji kredytowej w gospodarce.



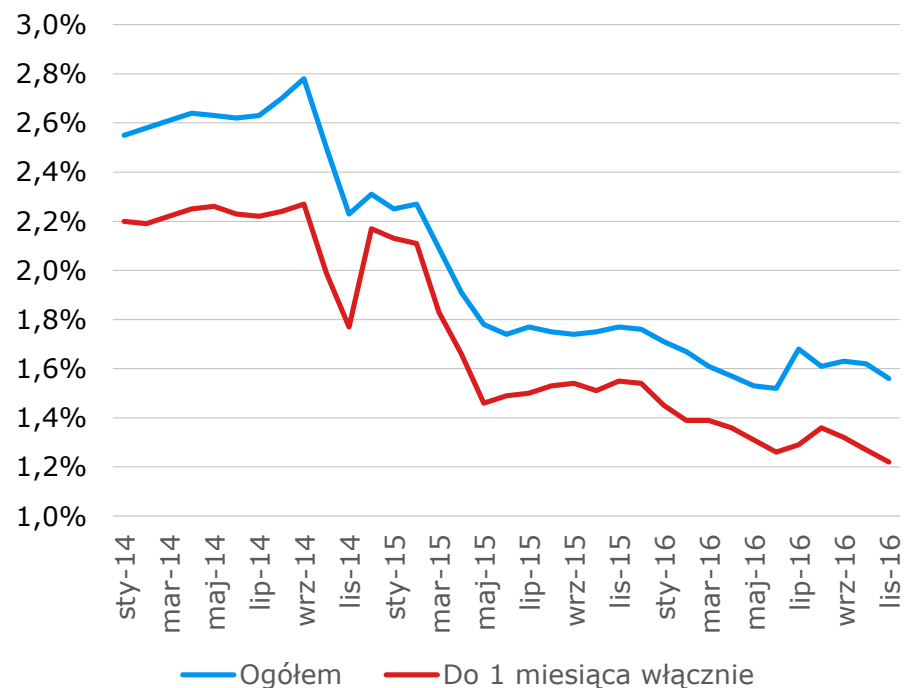
- ❖ Najważniejszym trendem obserwowanym w sektorze bankowym (i, szerzej, w sektorze MIF) jest przewaga wzrostu depozytów nad wzrostem kredytów. W konsekwencji, wskaźnik L/D spadł do ok. 1 (z 1,2 w 2009 r.).
- ❖ Ma to implikacje zarówno dla struktury aktywów sektora bankowego (rosnąca rola obligacji skarbowych w bilansach), jak i dla polityki cenowej (depozyt jest kredytem udzielanym bankowi, a jego oprocentowanie – kosztem; nic zatem dziwnego, że oprocentowanie depozytów spada).
- ❖ Wolny wzrost kredytów (zarówno w przypadku gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw) ma naszym zdaniem charakter strukturalny i nie zmieni się to znacząco w 2017 r.

Agregaty monetarne: Kontynuacja zalewania banków depozytami.

Struktura depozytów coraz bardziej przeważona w kierunku depozytów bieżących.



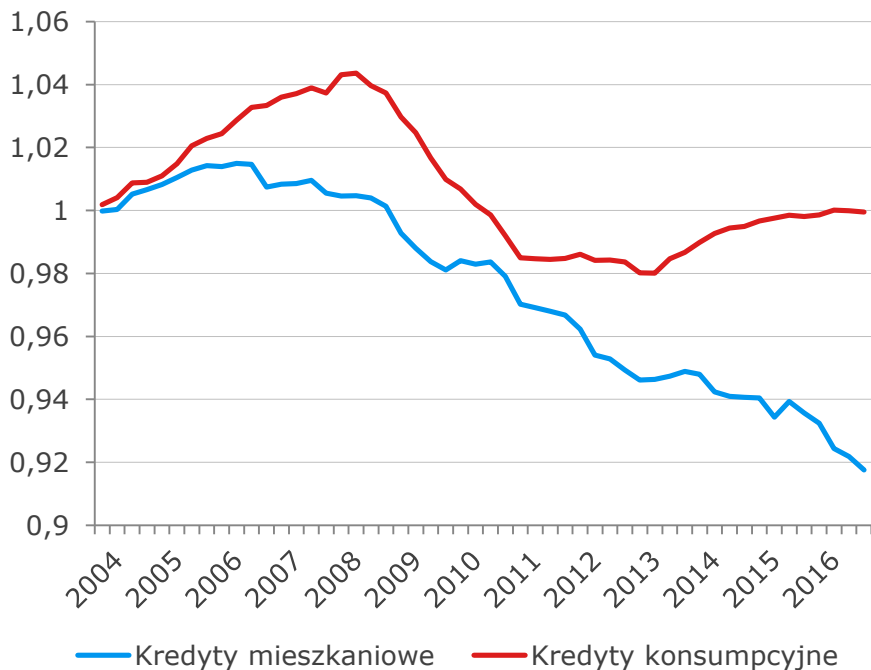
Coraz niższe oprocentowanie depozytów gosp. domowych.



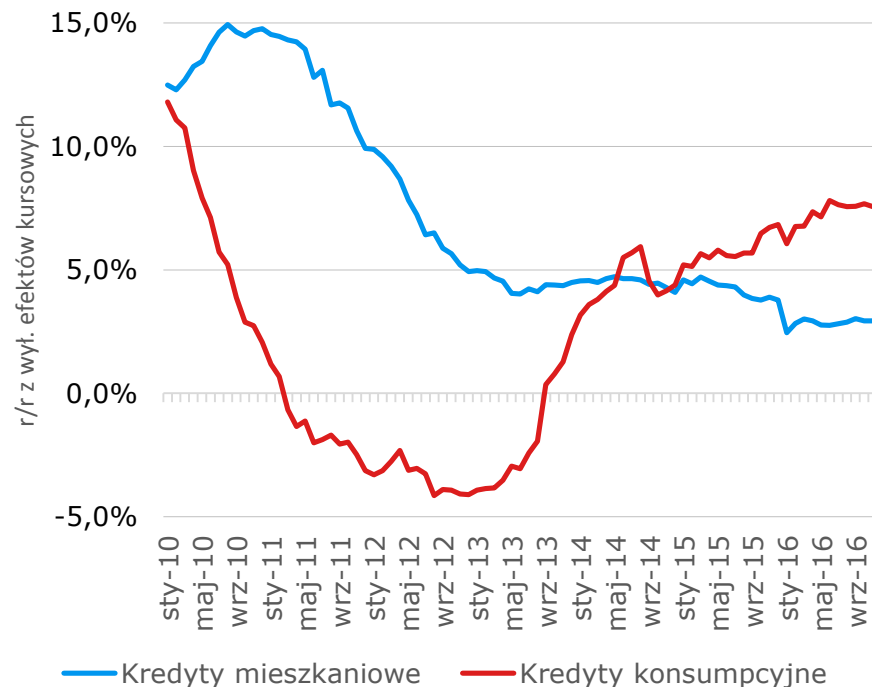
- ❖ W 2016 r. banki zostały dosłownie zalane depozytami. Średnioroczny wzrost wartości depozytów gospodarstw domowych wyniósł 9,9% i był największy od 2012 roku. Stało się tak, dodajmy, pomimo ujemnej inflacji i rekordowo niskich stóp procentowych.
- ❖ Główne źródła przyrostu depozytów gospodarstw domowych to przede wszystkim program 500+ (odpowiadający za 40% przyrostu dochodów gospodarstw domowych w 2016 r.), wysoka dynamika wynagrodzeń i dalszy wzrost stopy oszczędności.
- ❖ W 2017 roku spodziewamy się w tej kategorii spowolnienia: podstawowy powód to bezsporny fakt, że bezpośrednie efekty programu 500+ wygasną w połowie roku. Pozostałe czynniki wspierające napływ depozytów (wysoki wzrost płac, stopa oszczędności) nie ulegną jednak zmianie. Nasza prognoza wzrostu depozytów gospodarstw domowych to 7-7,5% średniorocznie.
- ❖ Kategoria depozytów korporacyjnych miała w 2016 roku mniejszy wkład do wzrostu depozytów – zmiany jej dynamiki w ciągu roku to w dużej mierze efekty kursowe. W 2017 roku zobaczymy tutaj ponowne przyspieszenie.

Agregaty monetarne: Rozbieżne losy kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych

Indeksy restrykcyjności polityki kredytowej banków (źródło: badania NBP).



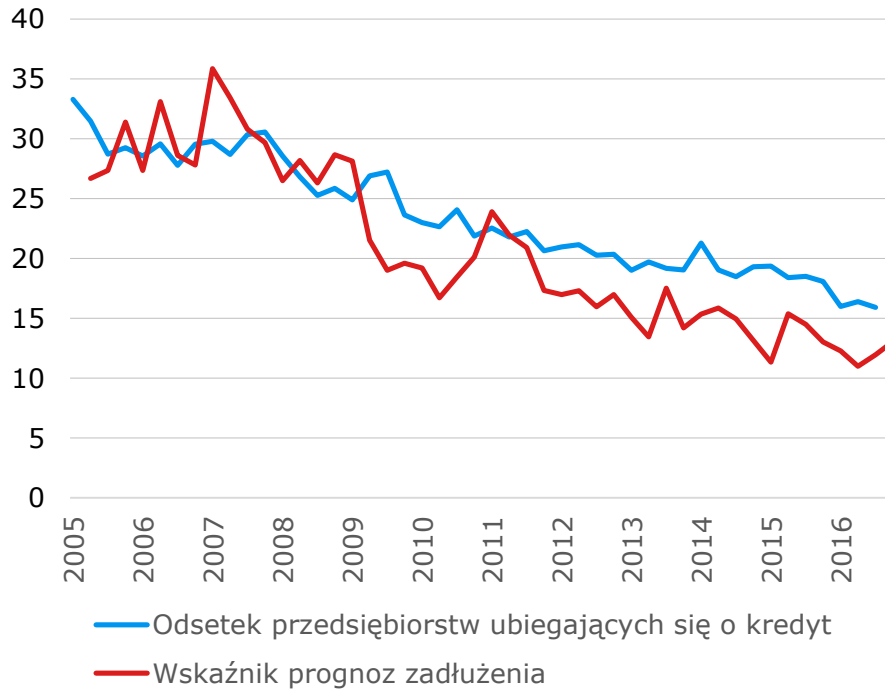
Dynamiki kredytów opowiadają podobną historię.



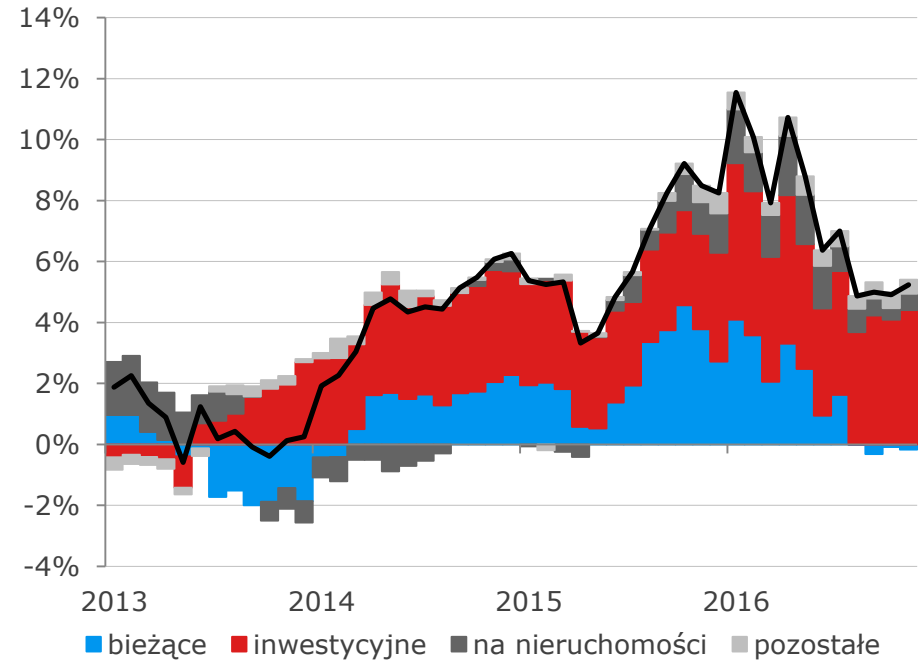
- ❖ W kredytach dla gospodarstw domowych nie było zbyt wielu zaskoczeń w 2016 r. Dwie największe kategorie (kredyty mieszkaniowe i konsumpcyjne) w dalszym ciągu przeżywały rozbieżne losy, co było widoczne zarówno w wynikach ankiet NBP dotyczących popytu i polityki kredytowej banków, jak i w informacjach NBP i BIK na temat faktycznej realizacji akcji kredytowej.
- ❖ Zaostrzenie polityki kredytowej, limity LTV, rosnące marże, niekorzystny wpływ podatku bankowego i czysto statystyczne efekty (stały przyrost liczony względem coraz wyższego wolumenu) sprawiają, że dynamika kredytów mieszkaniowych pozostanie niska w 2017 r. – po wyłączeniu efektów kursowych wyniesie ona ok. 3,1% średniorocznie.
- ❖ Portfel kredytów konsumpcyjnych będzie rósł w solidnym tempie dzięki rosnącej zdolności kredytowej gospodarstw domowych, dobrym nastrojom konsumenckim, historycznie niskiemu oprocentowaniu i relatywnej atrakcyjności tego rodzaju kredytu w świecie z podatkiem bankowym. Nasza prognoza wzrostu na 2017 rok to 9,3% średniorocznie.

Agregaty monetarne 2

Coraz mniej przedsiębiorstw potrzebuje kredytów...



... i widać to w danych.



- ❖ Dynamika kredytów korporacyjnych spadła w 2017 r. dość wyraźnie. Wiązanie tego faktu ze spowolnieniem wzrostu byłoby jednak mylnym wnioskiem. Spadek dynamiki kredytów to przede wszystkim zasługa stagnacji w kategorii kredytów bieżących. Pożyczki na cele inwestycyjne, które uznajemy za lepszy barometr cyklu koniunkturalnego, nie zanotowały istotnego spowolnienia w 2016 roku.
- ❖ Ex post nie powinno to dziwić – polskie przedsiębiorstwa są zyskowne i nadpłynne, a deklarowane zapotrzebowanie na kredyt spada od wielu lat. Tego obrazu nie zmieniają korzystne zmiany po stronie podaży (rekordowo niskie oprocentowanie kredytów, łagodzenie kryteriów i warunków przyznawania kredytów).
- ❖ W 2017 roku będziemy świadkami niewielkiego przyspieszenia w kredytach korporacyjnych (z ok. 5 do 7% r/r).

PROGNOZY

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PKB	%	5,0	1,6	1,4	3,3	3,9	2,8	3,4	3,5	3,3	3,3
Popyt krajowy	%	3,8	-0,5	-0,6	4,7	3,4	2,8	4,5	3,5	3,2	3,0
Inwestycje	%	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,6	-4,0	5,3	6,0	5,0	4,0
Konsumpcja prywatna	%	3,3	0,8	0,3	2,6	3,2	3,8	3,9	3,2	3,0	3,0
Inflacja CPI (średnia)	%	4,3	3,7	0,9	-0,1	-0,9	-0,6	2,2	1,6	2,0	2,0
Inflacja CPI (na koniec roku)	%	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,5	1,8	2,0	2,0
USD/PLN (koniec roku)	%	3,45	3,09	3,02	3,54	3,92	4,19	4,04	4,12	4,12	4,12
USD/PLN (średnia)	%	3,08	3,19	3,18	3,23	3,82	3,92	3,95	4,12	4,12	4,12
EUR/PLN (koniec roku)	%	4,47	4,08	4,15	4,29	4,26	4,40	4,20	4,20	4,20	4,20
EUR/PLN (średnia)	%	4,22	4,14	4,22	4,20	4,19	4,33	4,28	4,20	4,20	4,20
CHF/PLN (koniec roku)	%	3,67	3,38	3,39	3,57	3,92	4,11	3,89	3,89	3,89	3,89
CHF/PLN (średnia)	%	3,42	3,44	3,45	3,47	3,94	3,99	3,97	3,89	3,89	3,89
LIBOR CHF 3M (średnia)	%	0,11	0,06	0,02	-0,01	-0,77	-0,75	-0,70	-0,66	-0,14	0,34
LIBOR CHF 6M (średnia)	%	0,16	0,15	0,08	0,04	-0,71	-0,67	-0,64	-0,59	-0,04	0,37
WIBOR 3M (średnia)	%	4,66	4,78	2,88	2,43	1,71	1,71	1,73	2,11	2,73	2,73
WIBOR 6M (średnia)	%	4,76	4,78	2,88	2,43	1,76	1,78	1,82	2,20	2,82	2,82
EURIBOR 3M (średnia)	%	1,42	0,46	0,24	0,17	-0,04	-0,29	-0,29	-0,21	0,02	0,59
EURIBOR 6M (średnia)	%	1,63	0,61	0,27	0,24	0,03	-0,19	-0,19	-0,11	0,12	0,69
USD LIBOR 3M (średnia)	%	0,38	0,40	0,26	0,24	0,37	0,78	1,35	2,03	2,33	2,40
USD LIBOR 6M (średnia)	%	0,56	0,65	0,39	0,34	0,56	1,10	1,69	2,33	2,60	2,65
Stopa repo NBP (koniec roku)	%	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,25	2,50	2,50
Stopa bezrobocia (koniec roku)	%	12,5	13,4	13,4	11,4	9,8	8,3	7,8	7,2	6,7	6,3

Niniejsza publikacja została przygotowana w celu promocji i reklamy zgodnie z definicją zawartą w paragrafie 9, ustęp 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20. listopada 2009 w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych. Opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, jednakże nie możemy gwarantować ich pełnej wiarygodności i kompletności. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają nasze opinie w dniu wydania raportu i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Informacje, na które powołują się w niniejszym opracowaniu autorzy niekoniecznie pozostają w zgodzie z opiniami mBanku S.A. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego i mają charakter wyłącznie informacyjny. Nie są zatem poradą, rekomendacją, ofertą dotyczącą kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych i nie należy ich tak traktować. Prognozy wskazane w niniejszym dokumencie nie gwarantują osiągnięcia zysków przez inwestora działającego na ich podstawie. mBank S.A. (lub jego pracownicy) może posiadać na rachunku własnym lub może zawierać transakcje kupna/sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszej publikacji. Autorzy oświadczają, że inwestor nie powinien działać wyłącznie na podstawie niniejszego opracowania, bez zasięgnięcia niezależnej profesjonalnej porady inwestycyjnej. Jakakolwiek odpowiedzialność mBanku S.A., jego zarządu, pracowników, współpracowników, kooperantów, agentów z tytułu podjęcia przez jakąkolwiek osobę działań lub zaniechań w związku z niniejszym opracowaniem jest wyłączona. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.