

ANALIZY MAKROEKONOMICZNE
PRZEGLĄD KWARTALNY

20 grudnia 2018



DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH I ANALIZ

bosbank.analizy@bosbank.pl

ŁUKASZ TARNAWA
Główny Ekonomista

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

ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA
Ekonomista

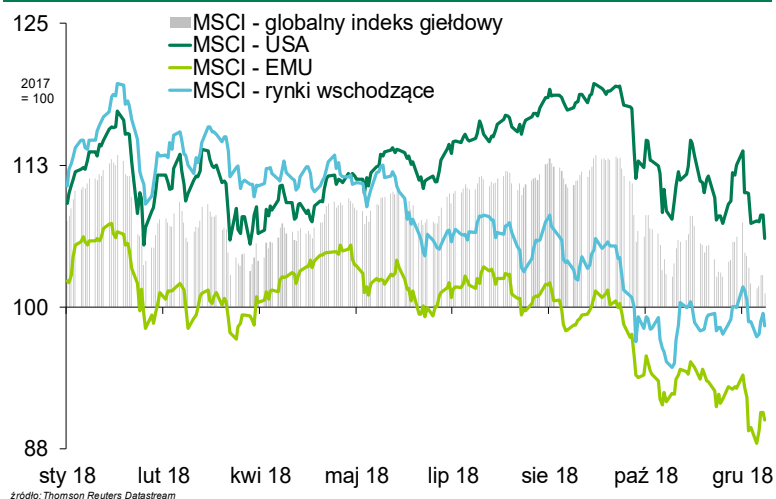
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

- W 2018 r. miało miejsce lekkie spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego, przy solidnym przyspieszeniu aktywności w gospodarce USA oraz osłabieniu koniunktury w większości regionów świata, w tym silniejszym od oczekiwań spowolnieniu gospodarki strefy euro.
- W 2019 r. oczekujemy kontynuacji spowolnienia światowego wzrostu, przy już mniej spektakularnych wynikach amerykańskiej gospodarki, dalszym obniżeniu dynamiki PKB w Chinach i ustabilizowaniu się sytuacji gospodarczej w strefie euro.
- Scenariusz bazowy ograniczonej skali spowolnienia wzrostu zakłada brak geograficznej eskalacji protekcjonizmu (głównie brak wzrostu ceł na import do USA samochodów z UE) oraz brak tzw. nieuporządkowanego Brexitu. Biorąc pod uwagę powyższe, bilans ryzyka dla prognozy wskazuje na wyższe ryzyko silniejszego spowolnienia globalnej gospodarki.
- Wzrost obaw przed silniejszą skalą spowolnienia poskutkowało mocniejszym pogorszeniem globalnych nastrojów rynkowych pod koniec 2018 r. i osłabieniem oczekiwań na zaostrzenie polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Zmiana retoryki Fed na posiedzeniu w grudniu 2018 r. oraz korekta spadkowa cen ropy naftowej w IV kw. 2018 r. ograniczają z kolei negatywne dla gospodarki i rynków ryzyka z tego tytułu. W 2019 r. oczekujemy wzrostu stopy funduszy federalnych co najwyżej o 50 pkt. baz. oraz zakładamy, że w ostatnich miesiącach roku EBC podwyższy stopę depozytową.
- Przy założeniu umiarkowanego spowolnienia globalnej aktywności gospodarczej oczekujemy także niewielkiej skali spowolnienia polskiej gospodarki. Prognozujemy, że w 2019 r. dynamika wzrostu PKB obniży się do 4,0% r/r, wobec wzrostu o 5,0% r/r, przy niższej kontrybucji zapasów we wzrost, niższej dynamice inwestycji publicznych oraz konsumpcji prywatnej. Zakładając zwiększone inwestycje spółek Skarby Państwa oraz realizację projektów firm współfinansowanych ze środków UE zakładamy odbicie dynamiki inwestycji przedsiębiorstw i tym samym stabilizację dynamiki nakładów brutto na środki trwałe ogółem.
- Przy materializującym się scenariuszu braku podwyżki cen energii elektrycznej, spadku cen ropy naftowej oraz oczekiwanej ograniczonej skali wzrostu cen żywności prognozujemy, że inflacja CPI w 2019 r. będzie kształtować się w przedziale 1,5% - 2,0% r/r. W trakcie roku oczekujemy dalszego wzrostu inflacji bazowej, po jej wyhamowaniu w II poł. 2018 r.
- Biorąc pod uwagę prognozowany niski poziom inflacji w 2018 r. oczekujemy stabilizacji stóp procentowych NBP przez cały 2019 r.

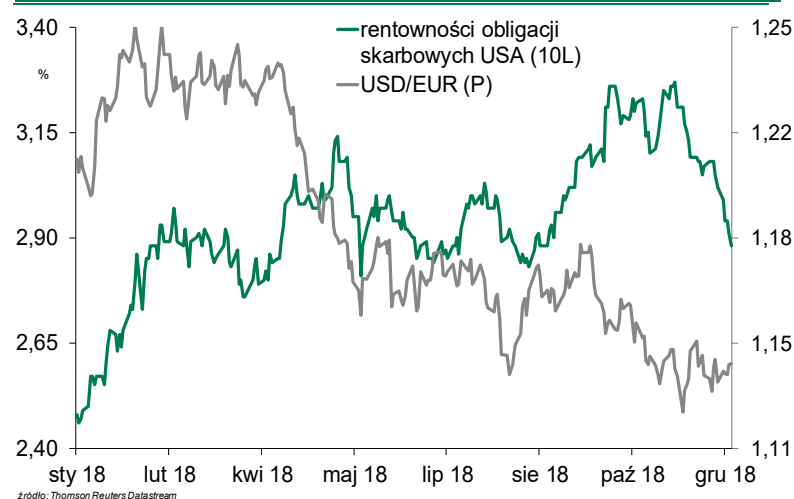
Geograficzne rozszerzenie pogorszenia nastrojów na globalnym rynku finansowym w IV kw. 2018 r.

- Przez większą część 2018 r. solidny wzrost notowań indeksów na amerykańskim rynku akcji ograniczał spadek globalnego indeksu cen akcji, pomimo słabszych notowań giełd europejskich już w I połowie roku i silniejszego pogorszenia indeksów giełdowych w II poł. roku na rynkach wschodzących. Gorsza sytuacja rynków europejskich w 2018 r. to efekt silniejszego spowolnienia aktywności w regionie, pogorszenie notowań giełd rynków wschodzących to efekt eskalacji konfliktu handlowego USA – Chiny w połowie roku, lokalnych problemów poszczególnych rynków (np. Argentyna, Turcja) oraz oznak nasilana spowolnienia gospodarki chińskiej w II poł. roku.
- Wzrost obaw przed silniejszym spowolnieniem aktywności w gospodarce globalnej, w tym także w USA (słabsze dane z rynku nieruchomości, zacieśnienie polityki pieniężnej, oczekiwanie wygasania impulsu fiskalnego) poskutkowało silniejszymi spadkami notowań rynku amerykańskiego w IV kw. 2018 r. Te same czynniki (skutkujące ograniczeniem oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp procentowych Fed) wpływały na korektę spadkową rentowności obligacji skarbowych w USA, po jej silniejszym wzroście w trakcie roku. Podobnie, na wartości przestał zyskiwać dolar, pomimo utrzymującej się presji na kurs euro (w kontekście sytuacji gospodarczej i politycznej w strefie euro).
- Oczekując dalszego spowolnienia aktywności gospodarki globalnej w 2018 r. oraz biorąc pod uwagę utrzymujące się czynniki ryzyka trudno oczekiwać silnego optymizmu na globalnym rynku w 2019 r. Jednocześnie jednak wciąż widzimy wiele przesłanek dla podtrzymania scenariusza bazowego - ograniczonej skali tego spowolnienia, co w kolejnych kwartałach powinno ograniczać skalę wzrostu globalnej premii za ryzyko.

W IV kw. spadki na giełdach notowane już także w USA...



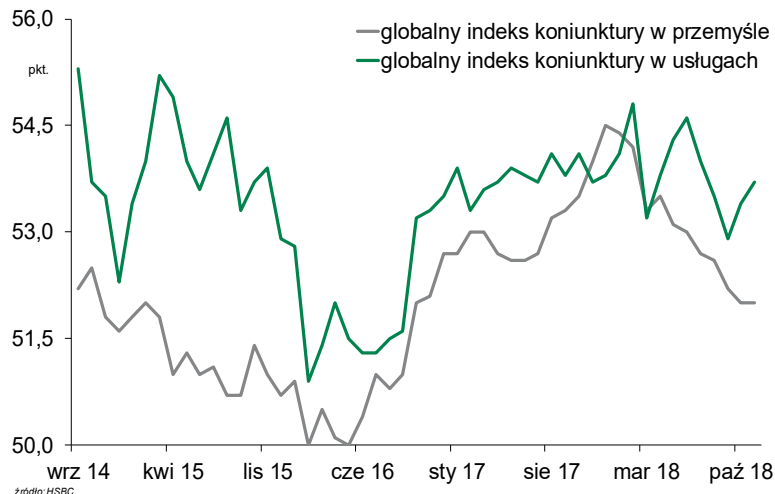
... mniejsza pewność co do podwyżek stóp Fed ogranicza aprecjację dolara i wzrost rentowności amerykańskich SPW



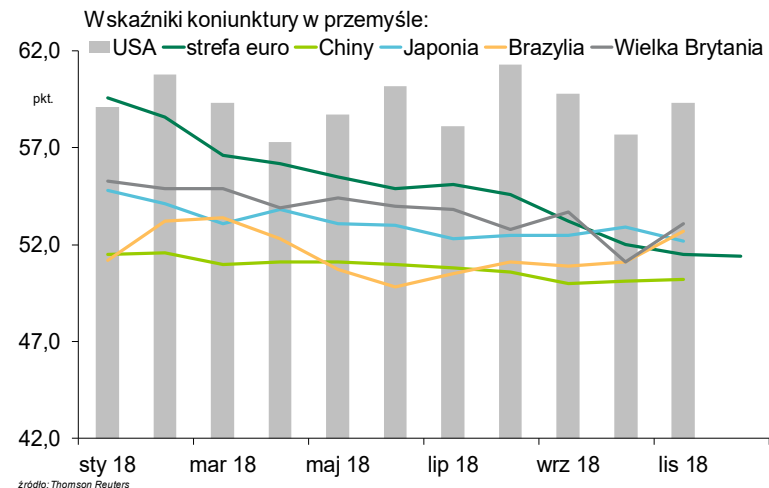
W większości gospodarek spowolnienie aktywności w 2018 r., w 2019 r. zakładany dalsze – choć ograniczone – obniżenie dynamiki PKB

- Wyniki gospodarcze w 2018 r. w przypadku większości gospodarek na świecie zaskoczyły *in minus*, przy najsilniejszej skali spowolnienia w strefie euro i Japonii. Jednocześnie, na wyższym od oczekiwań poziomie ukształtowało się tempo wzrostu PKB w USA. Po okresie zsynchronizowanego wzrostu aktywności gospodarki globalnej w 2017 r., w 2018 r. odnotowano dywergencję wyników poszczególnych gospodarek. Choć głównym tematem w kontekście spowolnienia gospodarczego jest kwestia globalnej polityki handlowej, to analizując dane ze strefy euro oraz Chin trudno wskazywać, że wyłączoną przyczyną słabszej koniunktury jest wzrost taryf celnych, czy też wzrost obaw podmiotów gospodarczych przed silniejszym ich wzrostem w przyszłości.
- W 2019 r. oczekujemy dalszego spowolnienia globalnego wzrostu gospodarczego przy założeniu niższej (choć wciąż solidnej) dynamiki wzrostu gospodarczego w USA oraz w Chinach przy stabilizowaniu się (na niższych poziomach) dynamiki aktywności w strefie euro.
- Pomimo wyraźnego pogorszenia globalnych nastrojów rynkowych i wzrostu obaw przed silnym spowolnieniem globalnej aktywności, podtrzymujemy nasz bazowy scenariusz ograniczonej skali spowolnienia przy: - lekkiej poprawie wskaźników koniunktury w wielu krajach (w tym w gospodarkach wschodzących) w listopadzie 2018 r.; - zakładanej ograniczonej skali spowolnienia w USA, - pro-wzrostowych impulsach polityki gospodarczej w Chinach; - ustąpieniu efektów okresowych obniżających dynamikę aktywności w strefie euro, - założeniu o braku eskalacji (geograficznej) protekcjonizmu w globalnym handlu; - założeniu o braku twardego, nieuporządkowanego Brexitu z początkiem 2019 r.

W 2018 r. silne pogorszenie nastrojów w globalnym przemyśle...



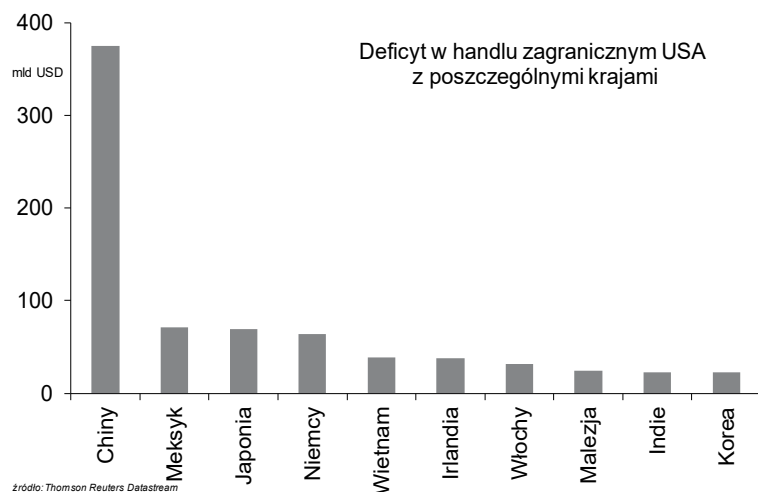
... przy wyraźnej dywergencji USA vs pozostałe gospodarki



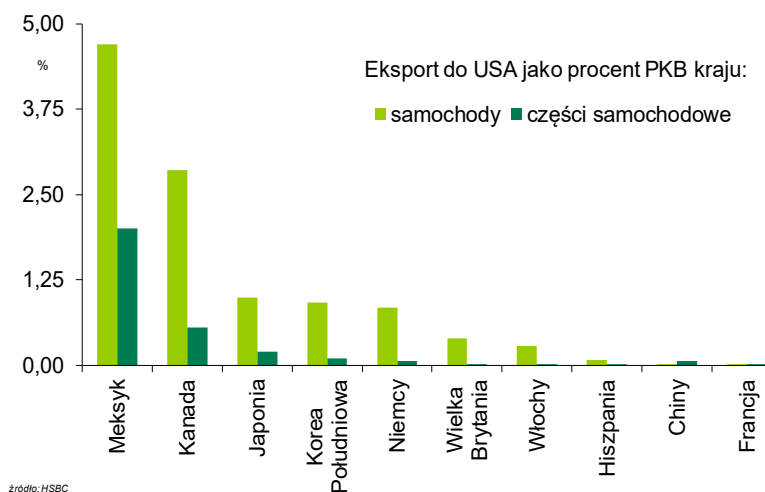
Globalna polityka handlowa nadal kluczowym czynnikiem ryzyka dla scenariusza bazowego ograniczonej skali osłabienia aktywności w 2019 r. ...

- Po tym jak w III kw. notowano dalsze zaostrzenie retoryki dot. protekcjonizmu w handlu USA, w IV kw. można mówić o stabilizacji sytuacji, a nawet lekkim jej złagodzeniu:
 - po tym jak z początkiem września administracja USA wprowadziła cła w wysokości 10% na import z Chin o wartości 200 mld USD, na spotkaniu G-20 władze USA i Chin zapowiedziały trzymiesięczne prace nad umową handlową i USA zawiesiły na ten czas pierwotny plan zwiększenia tych stawek do 25% z początkiem 2019 r.,
 - USA, Meksyk oraz Kanada porozumiały się w kwestii współpracy handlowej (druga połowa września),
 - brak nowych, wiążących informacji dot. ceł na import samochodów do USA.
- Choć pozostajemy ostrożni co do zapowiedzi poprawy relacji na linii USA – Chiny (w przeszłości sytuacja zmieniała się bardzo dynamicznie), to napływające w ostatnich tygodniach informacje nie dają przesłanek dla zmiany scenariusza ograniczenia dalszej eskalacji geograficznej protekcjonizmu w globalnym handlu. Co więcej, ewentualny brak zwiększenia nowych stawek celnych na import z Chin byłby informacją korzystniejszą wobec scenariusza bazowego.
- Jednocześnie ponownie należy podkreślić, że kluczowe dla materializacji scenariusza bazowego jest brak wzrostu ceł na import samochodów, w szczególności dla krajów strefy euro. Wydaje się, że niezależnie od ostatecznej umowy USA-Chiny, ten temat będzie kluczowy dla gospodarki globalnej, szczególnie że w I kw. 2019 r. mija termin prac administracji USA nad raportem nt. sytuacją globalnego handlu motoryzacji i rekomendacjami ws. ewentualnych ceł.

Chiny pozostają najważniejszym krajem z punktu widzenia polityki handlowej...



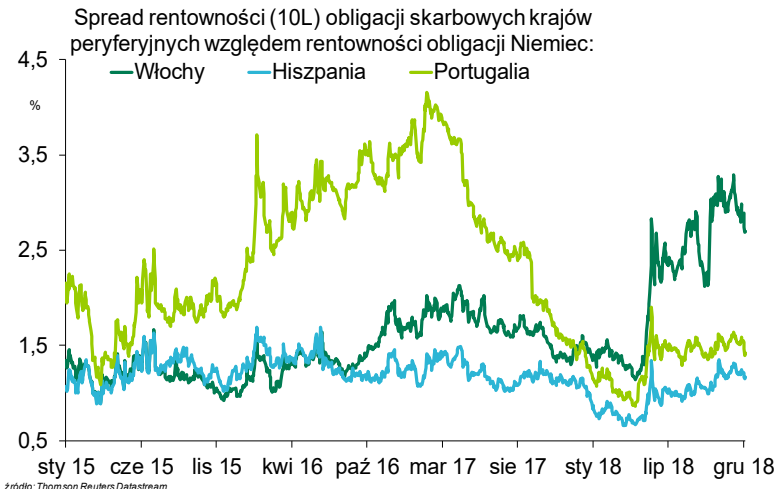
... choć w 2019 r. zapewne powróci temat globalnego handlu w motoryzacji – kluczowy dla Europy



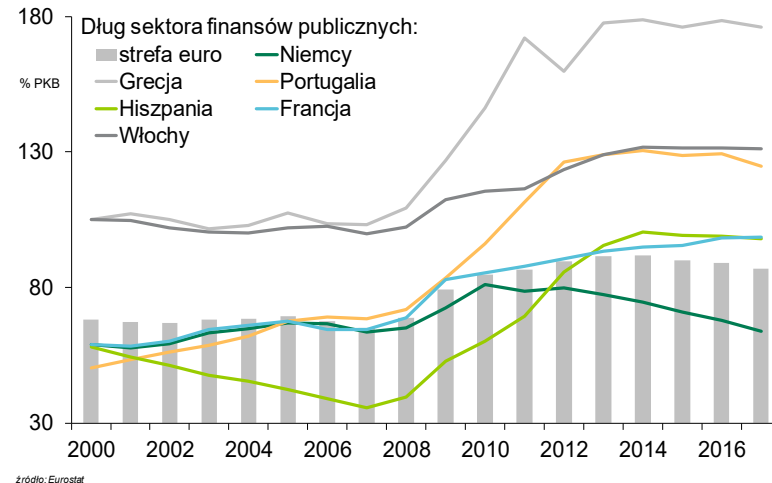
... szczególnie silne ryzyka dla perspektyw gospodarczych w Europie ...

- Decyzje USA dot. ceł na import samochodów mają bardzo istotne znaczenie dla prognoz dla gospodarki strefy euro. Wg zewnętrznych ośrodków analitycznych podwyższenie stawek celnych do 25% mógłby obniżyć tempo wzrostu w strefie euro o 0,4 – 0,5 pkt. proc. Co więcej w przypadku gospodarek europejskich kumulują się czynniki ryzyka, przy utrzymującej się niepewności dot. Brexitu i rosnących wyzwaniach sytuacji politycznej i fiskalnej w regionie.
- Przy złagodzeniu stanowiska włoskiego rządu (obniżenie deficytu budżetu na 2019 r. do 2,0% PKB) oraz łagodniejszym stanowisku Komisji Europejskiej (zapewne w kontekście ostatnich protestów we Francji) osiągnięto porozumienie i KE nie będzie wnioskowała o uruchomienie Procedury Nadmiernego Deficytu wobec Włoch na początku 2019 r.
- Te informacje ograniczają krótkookresowe ryzyka silniejszego pogorszenia nastrojów wokół rynków europejskich, niemniej trudno zakładać ich całkowite wyeliminowanie w średnim okresie, biorąc pod uwagę chęć wypełnienia obietnic wyborczych włoskiego rządu, co pozostaje niespójne z długookresowymi celami fiskalnego kraju. Sama w sobie sytuacja polityczna i fiskalna stanowi czynnik ryzyka dla gospodarki strefy euro, jednocześnie ewentualna materializacja niekorzystnych scenariuszy, dodatkowo eskalowałaby te ryzyka, szczególnie przy ograniczonej przestrzeni – w przypadku EMU dla luzowania polityki pieniężnej.
- Na maj 2019 r. zaplanowane są wybory do Parlamentu Europejskiego, które mogą mieć istotny wpływ na kształtowanie się wewnętrznej polityki, ponadto zmiana kadencji będzie obejmować serię ważnych stanowisk w strukturach europejskich: szefa KE, Parlamentu Europejskiego, Rady UE, a przede wszystkim prezesa EBC.

Wciąż podwyższone ryzyka sytuacji we Włoszech, przy większej odporności pozostałych tzw. „peryferyjnych” krajów



W przypadku wielu gospodarek strefy euro wciąż bardzo trudna sytuacja fiskalna

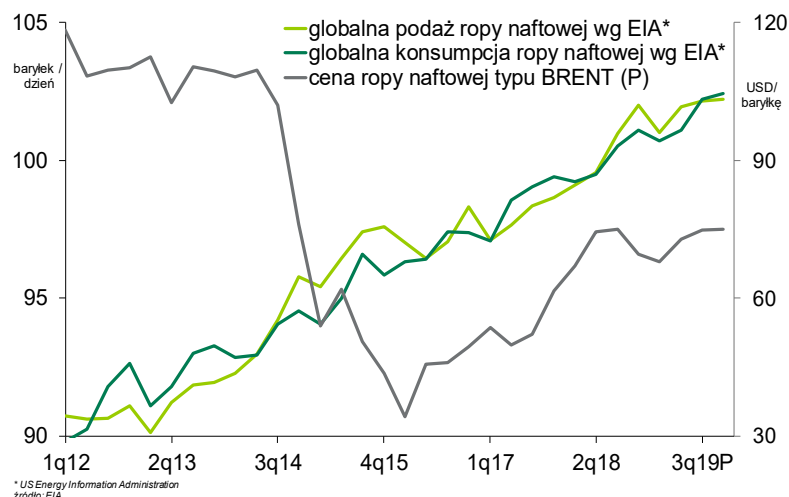


- Na szczycie UE dot. Brexitu 25.11 przywódcy państw i rządów krajów UE zatwierdzili umowę ws. wyjścia Wielkiej Brytanii z UE. Co najmniej do 1. lipca 2020 r. ma obowiązywać okres przejściowy utrzymujący dotychczasowe relacje gospodarcze, celne i większość regulacji prawnych. Ten okres może zostać przedłużony do końca 2020 r. W tym okresie strony zapowiedziały prace nad przygotowaniem długookresowych zasad współpracy gospodarczej, przede wszystkim celnej. Gdyby z początkiem 2021 r. nie zostały wypracowane nowe regulacje a okres przejściowy nie został wydłużony uruchomiony zostanie „mechanizm awaryjny” (backstop) przewidujący objęcie Irlandii Północnej unią celną z UE. Takie rozwiązanie gwarantowałoby brak „twardej” granicy pomiędzy Irlandią oraz Irlandią Północną. Jednocześnie jednak – na co zwracają uwagę przeciwni porozumieniu brytyjskich parlamentarzysty – skutkowałoby koniecznością pozostania całej Wielkiej Brytanii w unii celnej albo przekładało się na ryzyko dezintegracji terytorialnej kraju. Podczas szczytu UE zatwierdzono także deklarację polityczną dot. przyszłych relacji UE – Wielka Brytania, dokument zakłada stworzenie „ambitnego, szerokiego i elastycznego partnerstwa”, nie wskazując jednak na żadne konkretne cele. Bieżąca deklaracja zakłada, że szczegóły dot. porozumienia handlowego, ustaleń celnych i regulacji prawnych zostaną opracowane dopiero w trakcie okresu przejściowego po wyjściu Wielkiej Brytanii z UE.
- Pomimo osiągniętego kompromisu, perspektywy Brexitu wciąż pozostają niejasne z uwagi na brak poparcia dla wypracowanego porozumienia ze strony brytyjskiego parlamentu. Premier May zdecydowała o przesunięciu terminu głosowania nad umową dopiero na trzeci tydzień stycznia 2019 r., wobec pierwotnego terminu 11. grudnia 2018 r.
- W warunkach obecnego kryzysu politycznego, wachlarz potencjalnych scenariuszy jest bardzo szeroki:
 - akceptacja przez brytyjski parlament umowy i wyjście Wielkiej Brytanii z UE 29. marca 2019 r.;
 - przesunięcie terminu wyjścia z UE (w ramach Artykułu 50) poza marzec 2019 r. i rozpoczęcie z początkiem roku prac nad nowym porozumieniem Wielkiej Brytanii z UE;
 - wyjście Wielkiej Brytanii z UE bez umowy w dn. 29. marca 2019 r. i gwałtowne dostosowania gospodarcze, celne i regulacyjne;
 - decyzja władz Wielkiej Brytanii o rozpisaniu nowego referendum w warunkach trwającego kryzysu politycznego.
- W tle powyższych scenariuszy nie można także wykluczyć dymisji obecnej premier T. May i przedterminowych wyborów, które byłyby *de facto* referendum dot. warunków wyjścia Wielkiej Brytanii ze strefy euro.
- Biorąc pod uwagę tak niejasny scenariusz rozwoju sytuacji w Wielkiej Brytanii i Europie podwyższona zmienność rynkowa oraz niepewność perspektyw gospodarczych będzie utrzymywać się. Uważamy, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest przedłużenie prac nad umową lub akceptacja przez parlament bieżącej umowy, co ogranicza ryzyka średnioterminowe silniejszego spowolnienia aktywności w Europie. Nie sądzimy, aby parlament zdecydował się na wybór bardzo ryzykownego gospodarczo i społecznie scenariusza jakim jest tzw. nieuporządkowany Brexit. Jednocześnie jednak głęboki kryzys polityczny w Wielkiej Brytanii skutkuje bardzo wysokim ryzykiem dla formułowanych scenariuszy.

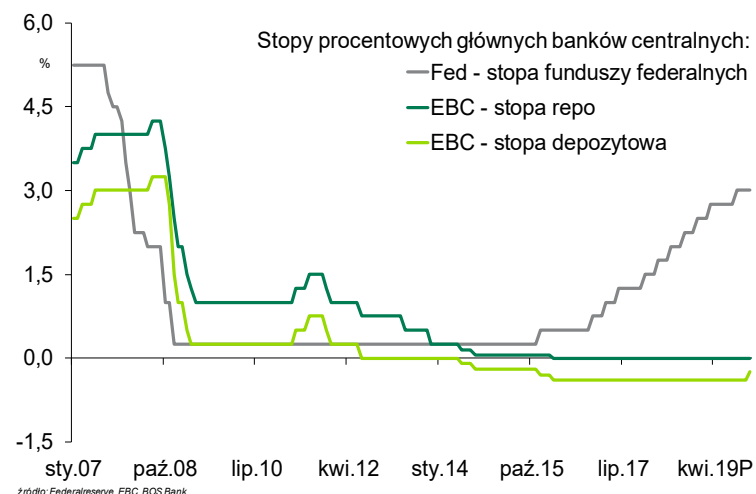
Spadek ryzyka dla gospodarki globalnej z tytułu cen ropy naftowej oraz polityki pieniężnej głównych banków centralnych

- Odnotowana w IV kw. 2018 r. korekta cen ropy naftowej skutkuje ograniczeniem ryzyka dla gospodarki z tytułu silnego trendu wzrostowego cen surowca w szczególności dla rynków wschodzących (importerów netto ropy), ale także np. krajów strefy euro (mniejsze ryzyko spadku siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych).
- W kolejnych kwartałach oczekujemy lekkiego wzrostu cen ropy naftowej powyżej 70 USD/baryłkę, gdyż bieżąca skala korekty rynkowej wydaje się zbyt silna, biorąc pod uwagę: - plany OPEC ograniczenia podaży surowca, - wygasające w maju 2019 r. zwolnienia z sankcji importu ropy z Iranu (obecne zwolnienia mają charakter czasowy), - ograniczone poziomy zapasów ropy naftowej, - założenie ograniczonej skali spowolnienia globalnej gospodarki i tym samym popytu na surowiec.
- Oczekiwana skala wzrostu cen nie powinna jednak wpływać negatywnie na perspektywy wzrostowe globalnej sytuacji, tak jak wskazywane przed kwartałem ryzyka z tytułu wzrostu cen ropy naftowej w kierunku 100 USD/baryłkę.
- Jednocześnie niższe prognozy inflacyjne oraz wyższe niż w kwartałach minionych ryzyko dla globalnego wzrostu gospodarczego przełożyły się także na złagodzenie retoryki FOMC oraz ograniczenie oczekiwań rynkowych dot. zacieśnienia polityki pieniężnej Fed i EBC. Tym samym można oceniać, że ryzyka dla gospodarki globalnej z tytułu ewentualnego zbyt silnego zacieśnienia polityki pieniężnej Fed osłabły.

W średnim okresie ceny ropy naftowej powinny stabilizować się w przedziale 70 – 80 USD/baryłkę



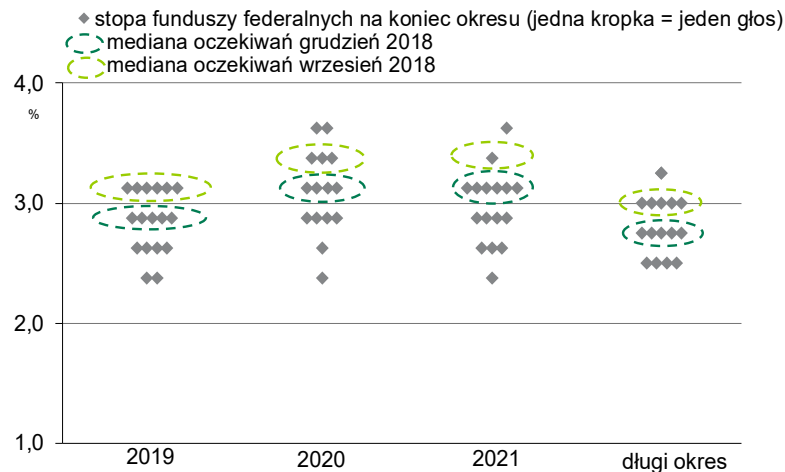
Mniejsza skala podwyżek stóp procentowych Fed w 2019 r. i wydłużający się okres stabilnych stóp EBC



W 2019 r. mniejsza skala zacieśnienia polityki pieniężnej FOMC

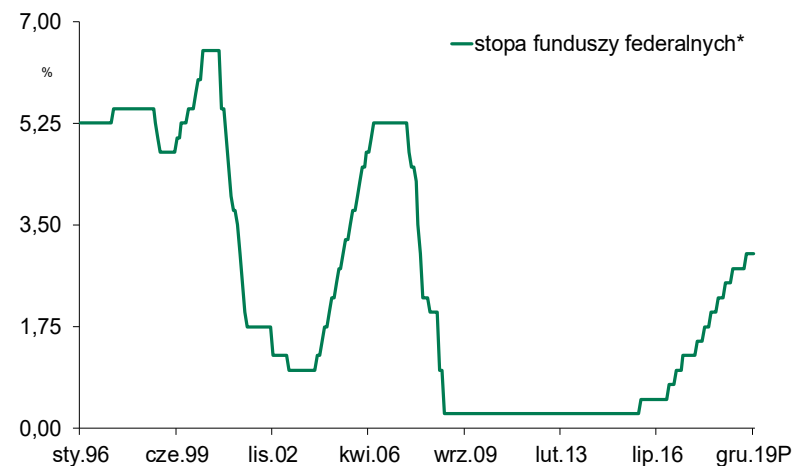
- Na posiedzeniu w grudniu FOMC podwyższył stopy procentowe Fed o 25 pkt. baz. do 2,25 – 2,50% dla głównej stopy funduszy federalnych. FOMC utrzymał parametry ograniczenia procesu reinwestycji zapadających aktywów.
- W komunikacie FOMC zostały wprowadzone nowe zapisy, wskazujące na złagodzenie stanowiska komitetu, w tym zapowiedź „pewnych” dalszych stopniowych podwyżek stóp wskazująca na możliwość odejścia od dotychczasowego cyklu cokwartalnej podwyżki oraz zapowiedź monitorowania sytuacji globalnej i rynkowej i jej wpływu na perspektyw gospodarcze. W komunikacie i podczas konferencji prasowej wskazano na nieco mniej optymistyczne perspektywy gospodarcze (przy lekkiej korekcie w dół oczekiwanego wzrostu PKB i inflacji) jak również wyższe ryzyko prognoz.
- W trakcie konferencji prezes Fed J. Powell mówił o pewnej zmianie oceny sytuacji gospodarczej przez członków komitetu. Ta zmiana znalazła także odzwierciedlenie w obniżce mediany prognoz stóp procentowych formułowanych przez członków FOMC w porównaniu do wrześniowej rundy prognoz.
- Złagodzenie oczekiwań dot. skali zacieśnienia polityki pieniężnej jest spójne z naszymi oczekiwaniami. W warunkach perspektywy wolniejszego tempa wzrostu gospodarczego, wolnego wzrostu inflacji oraz ryzyka pogorszenia sytuacji rynkowej oczekujemy, że w 2019 r. FOMC podwyższy stopy procentowe o 50 pkt. baz. do 2,75% - 3,00% dla stopy funduszy federalnych, przy podwyżkach stóp procentowych na posiedzeniu w marcu i we wrześniu. Biorąc pod uwagę, że na decyzję FOMC najprawdopodobniej wpłynęły wyższe ryzyka sytuacji w gospodarce globalnej, potencjalnie utrzymująca się niepewność z początkiem 2019 r. przekłada się na wysokie ryzyko przesunięcia terminu kolejnej podwyżki stóp (na II kw.), jak również mniejszej skali zacieśnienia polityki pieniężnej w całym roku.

W grudniu obniżenie oczekiwań FOMC poziomu stóp procentowych



źródło: Federal Reserve

Do końca 2019 r. oczekujemy wzrostu stopy Fed o 50 pkt. baz.



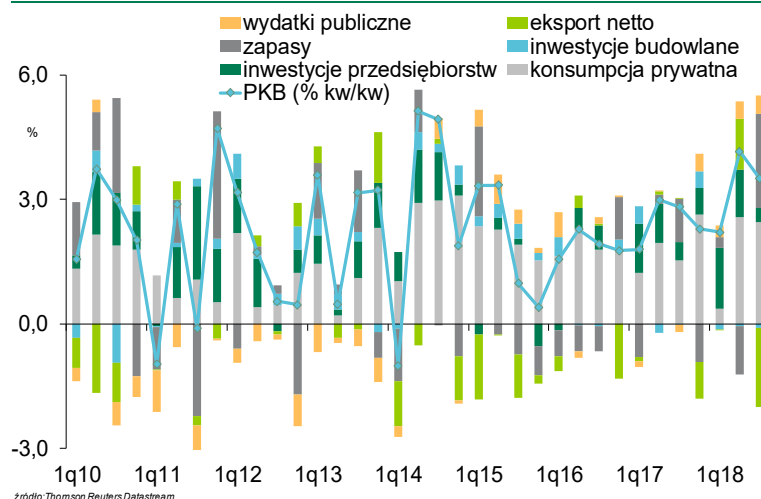
* od grudnia 2008 górna granica przedziału dla stopy funduszy federalnych
 źródło: Thomson Reuters Datastream, BOS Bank

W 2019 r. oczekujemy niższej, niż w bardzo dobrym 2018 r., dynamiki wzrostu PKB w USA...

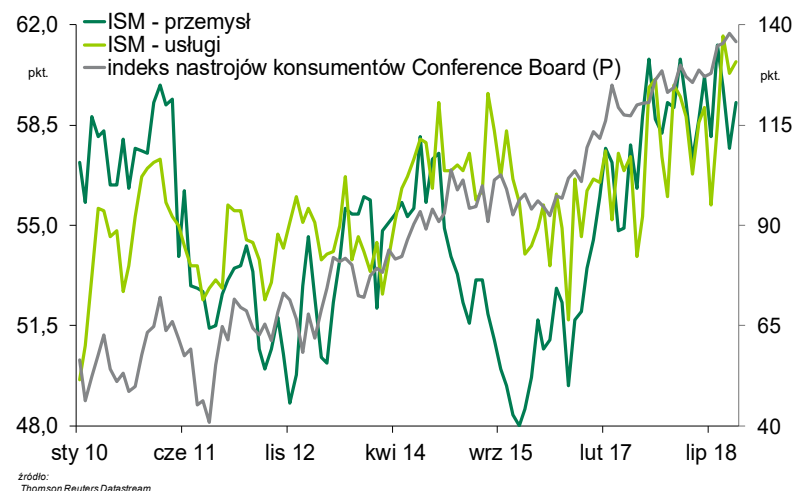


- Biorąc pod uwagę bieżące słabsze dane ze strefy euro oraz z Chin z punktu widzenia perspektyw globalnej gospodarki w 2019 r. kluczowe jest utrzymanie solidnych danych gospodarki USA.
- Bieżące indeksów koniunktury gospodarczej wskazują na podtrzymanie solidnego wzrostu aktywności w nadchodzących miesiącach, którą nadal powinny wspierać solidne wydatki gospodarstw domowych, wyższe wydatki inwestycyjne firm oraz wydatki sektora publicznego.
- Pomimo tych korzystnych danych zakładamy, że w 2019 r. dynamika wzrostu PKB będzie się stopniowo obniżać. Wygasający efekt impulsu fiskalnego będzie w coraz mniejszym stopniu stymulował decyzje firm o zwiększaniu inwestycji. Ponadto korekta cen ropy naftowej ogranicza potencjał wzrostu aktywności inwestycyjnej w sektorze wydobywczym, co łącznie implikuje prognozę stopniowego spadku kontrybucji inwestycji we wzrost, po ich bardzo silnym ożywieniu pod koniec 2017 r. oraz w 2018 r.
- Choć nie oczekujemy kryzysowego załamania rynku nieruchomości, przy generalnie ograniczonej skali wzrostu zadłużenia z tytułu kredytów hipotecznych gospodarstw domowych w kwartałach minionych, to niewątpliwie wzrost kosztu finansowania będzie ograniczał wzrost aktywności w tym sektorze, zgodnie ze słabnącymi wskaźnikami koniunktury oraz danymi realnymi z rynku nieruchomości.

W 2018 r. bardzo wysokie tempo wzrostu gospodarki USA ...



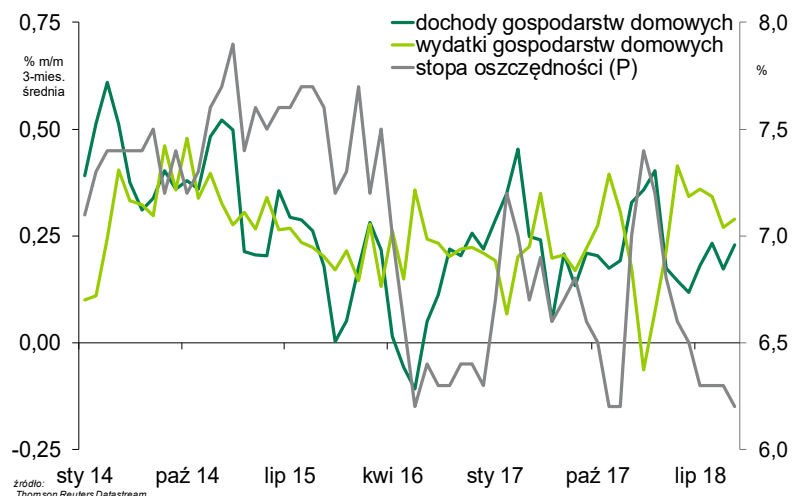
... wskaźniki koniunktury wskazujące na utrzymanie korzystnych perspektyw także z początkiem 2019 r.



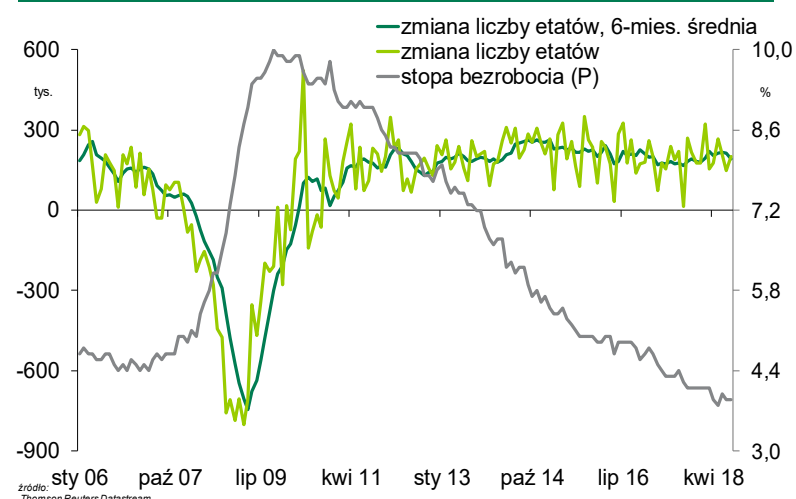
...kluczowa dla gospodarki globalnej materializacja scenariusza ograniczonej skali tego spowolnienia

- Ograniczenie popytu zewnętrznego oraz inwestycyjnego będzie skutkowało także zapewne wolniejszą poprawą sytuacji na amerykańskim rynku pracy oraz konsumpcji prywatnej, które silnie rosły w 2018 r. Co więcej, wygasanie dodatkowego impulsu w postaci redukcji obciążeń podatkowych oraz dotychczasowy spadek poziomu oszczędności gospodarstw domowych będą dodatkowymi argumentami za wolniejszym wzrostem wydatków gospodarstw domowych.
- Jednocześnie, pomimo ostatniego wyhamowania poprawy, wciąż bardzo dobra bieżąca sytuacja na rynku pracy z historycznie niskim poziomem stopy bezrobocia oraz ograniczenie dla konsumpcji prywatnej ryzyka silnego wzrostu cen energii, to kolejny argument za przedstawianym scenariuszem ograniczonej skali spowolnienia amerykańskiej USA.
- Nie zakładamy także dalszego zwiększania skali wydatków publicznych, w tym inwestycyjnych, w szczególności po listopadowych wyborach do Kongresu i utracie przez partię republikańską większości w Izbie Reprezentantów, co wszelkie ustalenia dot. budżetu / polityki fiskalnej USA będzie czynić znacznie trudniejszymi, o czym świadczą bieżące problemy działalności administracji, przy narastającym sporze pomiędzy Kongresem a prezydentem.
- Zakładamy, że w 2019 r. dynamika wzrostu PKB obniży się do 2,4% - 2,5% r/r z 2,9% szacowanych na 2018 r., przy wzroście spowalniającym w trakcie roku i oczekiwaniach dalszego spadku dynamiki PKB w 2020 r.
- Biorąc pod uwagę powyższe, oczekujemy wciąż bardzo powolnego wzrostu dynamiki wynagrodzeń i tym samym inflacji bazowej, co w połączeniu z założeniami dot. cen surowców, implikuje obniżenie wskaźnika inflacji w 2019 r.

Niska stopa oszczędności i wygasający efekt luzowania fiskalnego będą ograniczać wzrost wydatków konsumentów



Pogorszenie koniunktury gospodarczej ograniczające dalszą poprawę na rynku pracy

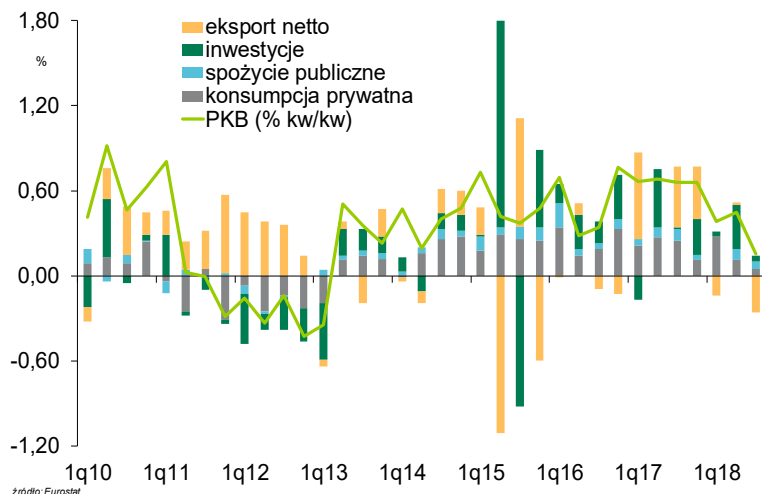


Zakładamy wyhamowanie dotychczasowego spadku dynamiki PKB w strefie euro...



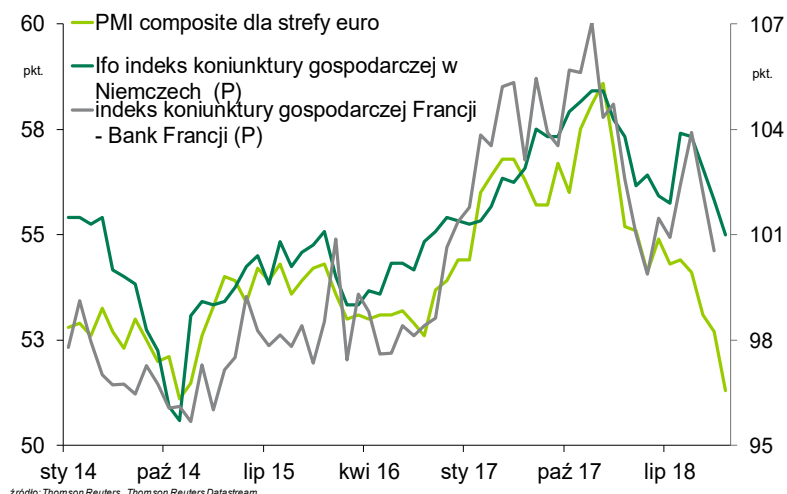
- Skala spowolnienia dynamiki wzrostu PKB w strefie euro w 2018 r. okazała się silniejsza od naszych oczekiwań. W naszej ocenie silniejsze osłabienie koniunktury wynikało z: - silniejszego wpływu spowolnienia aktywności w gospodarkach wschodzących oraz w Wielkiej Brytanii, dodatkowo przy opóźnionych efektach aprecjacji notowań euro w 2017 r.), - negatywnego efektu zmian regulacji dot. emisji spalin na aktywność w sektorze motoryzacji, - okresowe efekty w poszczególnych krajach (strajki we Francji z początkiem i końcem roku, pogorszenie nastrojów gospodarczych we Włoszech w II poł. br.).
- Trwające dostosowania w motoryzacji (głównie w Niemczech) oraz utrzymująca się niepewność dot. polityki handlowej USA i perspektyw Brexitu mogą w najbliższym czasie jeszcze ciężać wynikom gospodarki strefy. Ponadto listopadowo – grudniowe protesty we Francji także będą obniżały dynamikę wzrostu PKB drugiej największej gospodarki w strefie euro pod koniec 2018 r. Przy założeniu wygasania tych efektów w trakcie roku oczekujemy poprawy dynamiki wzrostu gospodarczego.
- Zakładamy, że w całym roku dynamika PKB wyniesie ok. 1,5% r/r, wobec 1,9% r/r w 2018 r. (przy spowolnieniu poniżej 1,5% r/r pod koniec 2018 r.). Jednocześnie kumulacja czynników ryzyka w Europie (przede wszystkim związanych z polityką handlową USA oraz Brexitem), jak również ograniczony potencjał wsparcia wzrostu aktywności (zarówno polityki fiskalnej jak i monetarnej) stanowią o szczególnie wysokich ryzykach dla europejskich gospodarek.

W trakcie 2018 r. silne spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego w strefie euro



źródło: Eurostat

Wskaźniki koniunktury wskazujące na utrzymujące się ryzyko niższego wzrostu gospodarczego



źródło: Thomson Reuters, Thomson Reuters Datastream

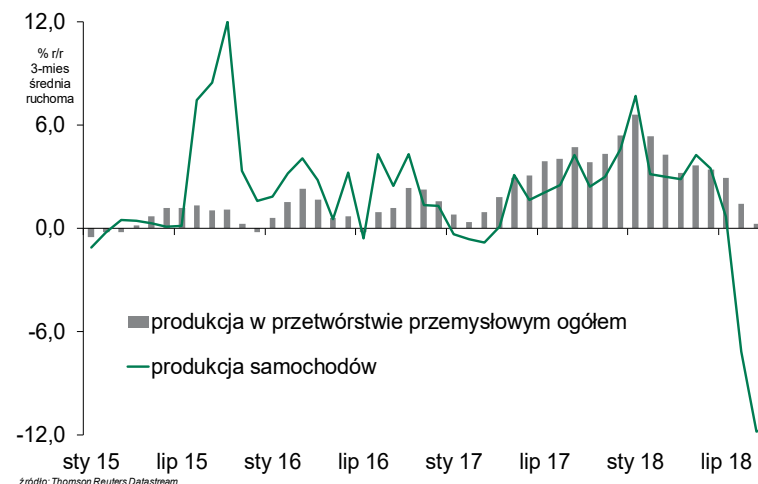
... przy wciąż solidnej sytuacji na rynku pracy oraz założeniu o jedynie okresowym tąpnięciu produkcji w motoryzacji

- Nasze założenia wyhamowania dotychczasowego spowolnienia aktywności opieramy na założeniu o jedynie okresowym charakterze tak silnego spowolnienia w przemyśle motoryzacyjnym Niemiec, wywołanego czynnikami regulacyjnymi. Zakładamy, że w miesiącach kolejnych produkcja przemysłowa Niemiec będzie silniej wspierana odbiciem produkcji samochodów. Ponadto zakładając brak wzrostu stawek celnych USA na import samochodów z UE oraz brak scenariusza Brexitu bez umowy oczekujemy wyhamowania dotychczasowego spowolnienia eksportu.
- Jednocześnie bardzo ważnym czynnikiem wspierającym umiarkowanie pozytywne oczekiwania dot. gospodarki strefy euro jest wciąż stosunkowo korzystna sytuacja na rynku pracy i solidne (nawet mimo lekkiego spadku w trakcie 2018 r.) nastroje konsumentów. Niższy poziom bezrobocia, lekkie odbicie dynamiki wynagrodzeń w wielu krajach oraz odnotowany spadek cen ropy naftowej powinny stabilizować w średnim okresie wydatki gospodarstw domowych.
- Jednocześnie założenie wyraźnie wolniejszego tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro w połączeniu z bieżącymi niskimi poziomami inflacji oraz bardzo powolnym procesem transmisji wyższych dynamik wynagrodzeń na indeks inflacji bazowej przekłada się na oczekiwania bardzo powolnego wzrostu tego wskaźnika w kolejnych miesiącach.

Pomimo lekkiego pogorszenia w 2018 r. sytuacja na rynku pracy strefy euro wciąż solidna



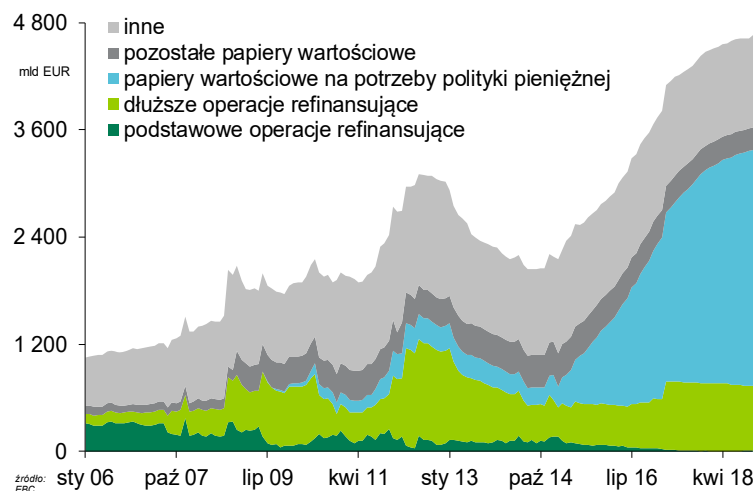
Zakładamy, że tąpnięcie produkcji w motoryzacji w Niemczech wynikało z efektów regulacyjnych i ma charakter okresowy



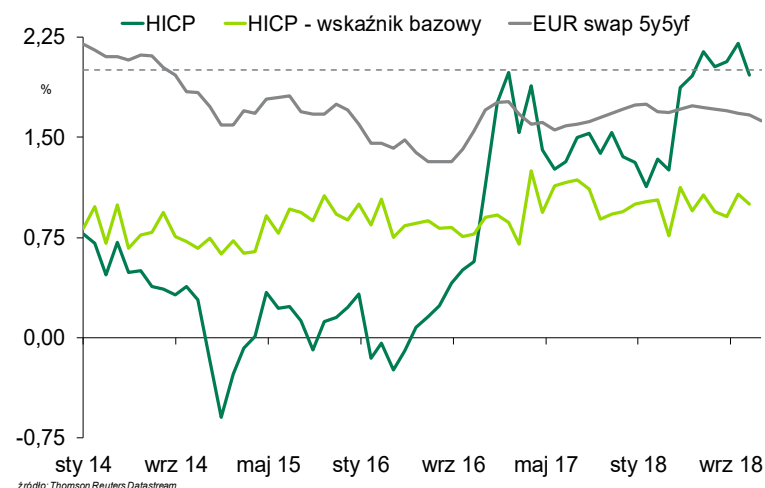
Podwyżka stopy depozytowej EBC najwcześniej pod koniec 2019 r.

- Na posiedzeniu w grudniu 2018 r. rada EBC utrzymała stabilne stopy procentowe (0,0% stopę repo i -0,4% stopę depozytową), podtrzymała decyzję o zakończeniu programu skupu aktywów, zapowiadając proces reinwestycji „przez dłuższy czas po dacie rozpoczęcia podwyżek podstawowych stóp procentowych, a w każdym razie tak długo, jak będzie to konieczne do utrzymania korzystnych warunków płynnościowych i zdecydowanie łagodnej polityki pieniężnej”. Rada tym samym rozszerzyła dotychczasowy zapis *forward guidance* stabilizacji stóp „przynajmniej do lata 2019 r., tak długo, jak długo będzie to konieczne dla zapewnienia dalszego, trwałego zbliżania się inflacji do celu w średnim okresie”.
- Po raz kolejny EBC obniżył prognozy PKB oraz inflacji. Rada, choć dostrzega rosnące ryzyka dla wzrostu gospodarczego, w dalszym ciągu uważa że bilans ryzyka pozostaje zrównoważony, co przy utrzymaniu zdecydowanie łagodnej polityki pieniężnej powinno wspierać aktywność gospodarki i stopniowy wzrost inflacji.
- Przy niższej dynamice aktywności i wciąż bardzo niskiej inflacji HICP, stopy procentowe pozostaną w naszej ocenie długo na bieżącym, bardzo niskim poziomie. Prognozujemy, że do pierwszej podwyżki stopy depozytowej dojdzie najwcześniej w IV kw. 2019 r., a do podwyżki stopy repo w II kw. 2020 r. Na prognozę zacieśnienia polityki pieniężnej duży wpływ będzie miał rozwój sytuacji gospodarczej, przy rosnących ryzykach późniejszego terminu podwyżki stóp.
- Na grudniowym posiedzeniu nie pojawiły się żadne informacje nt. nowego programu długoterminowych operacji płynnościowych (TLTRO). Zapewne pojawią się one w I kw. 2019 r. biorąc pod uwagę fakt, że w 2019 r. będą zapadać pierwsze długoterminowe transakcje płynnościowe.

Z końcem 2018 r. zakończenie programu skupu aktywów



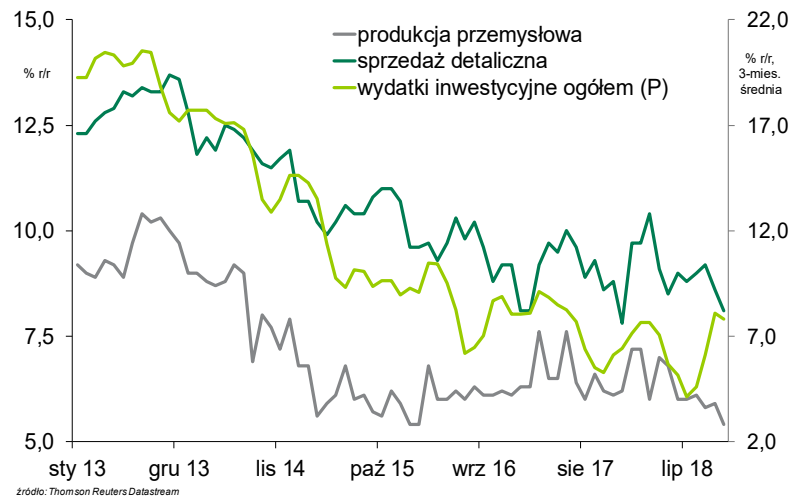
Prawdopodobny długi okres stabilnych stóp procentowych, biorąc pod uwagę wciąż niski poziomy inflacji bazowej



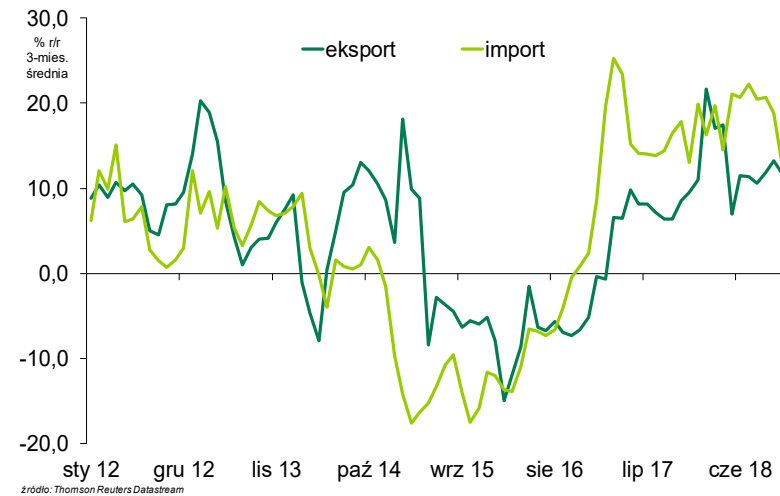
W połowie 2018 r. spowolnienie wzrostu aktywności w Chinach, relacje handlowe USA – Chiny kluczowe dla prognoz na 2019 r.

- W połowie 2018 r. dynamika wzrostu PKB w Chinach silniej obniżyła się, przy pogorszeniu wskaźników koniunktury gospodarczej. Dane dot. handlu zagranicznego (ograniczona skala spowolnienia eksportu) wskazują, że zaostrzenie polityki handlowej USA nie było jedynym powodem pogorszenia koniunktury. Istotne znaczenie dla niższych wskaźników aktywności miały bowiem wdrażane reformy strukturalne skutkujące zaostrzeniem warunków finansowania w gospodarce oraz ograniczeniem inwestycji infrastrukturalnych. Te efekty silniej przekładały się na spowolnienie wcześniej solidnie rosnącego importu.
- Biorąc pod uwagę efekty opóźnień, zakładamy, że wdrożone w 2018 r. wyższe cła w handlu USA – Chiny będą się jeszcze przekładać w nadchodzących miesiącach na spowolnienie dynamiki eksportu. Jeżeli jednak zmaterializuje się scenariusz dot. gospodarki globalnej, czynnikiem stabilizującym wzrost aktywności będzie eksport w pozostałych regionach świata (poza USA).
- W bazowym scenariuszu zakładamy spowolnienie dynamiki wzrostu PKB w Chinach w 2019 r. poniżej 6,5% r/r, wobec 6,6% r/r w 2018 r. Jeżeli uda się w z początkiem 2019 r. osiągnąć kompromis handlowy na linii USA – Chiny i nie dojdzie do dalszego wzrostu taryf celnych, wzrost PKB może oscylować wokół poziomu 6,5% r/r.

W 2018 r. wyraźne pogorszenie danych ze sfery realnej chińskiej gospodarki...

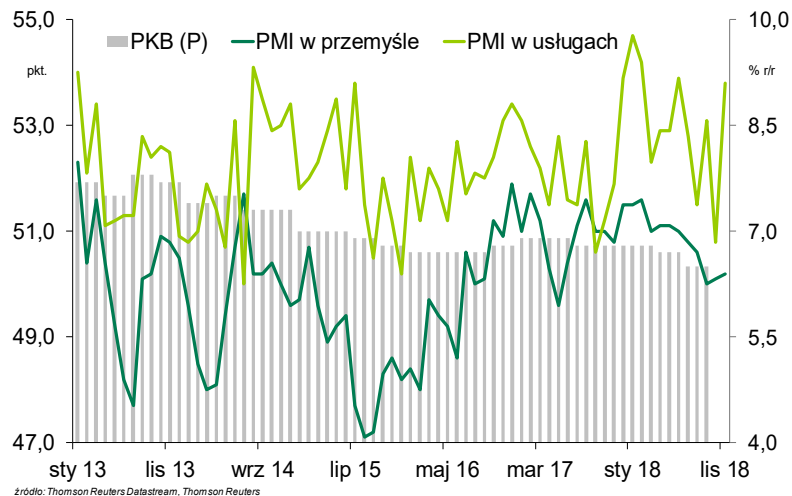


... póki co przy ograniczonej skali spowolnienia eksportu

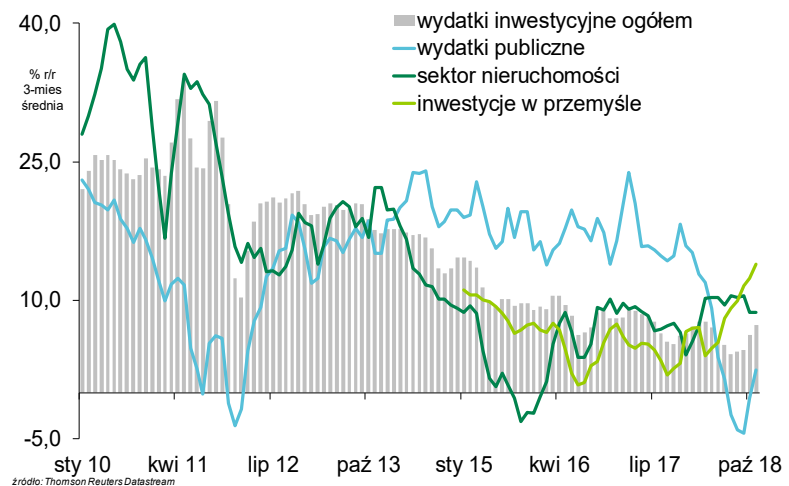


- Istotnym czynnikiem wpływającym na prognozy ograniczonej skali spowolnienia w Chinach (utrzymanie wzrostu wyraźnie powyżej 6,0% r/r) są projekty wsparcia wzrostu gospodarczego takie jak: - obniżki podatków dla przedsiębiorstw, - dalsze redukcje stawek podatku VAT, - selektywne łagodzenie polityki kredytowej dla sektora prywatnego, - zwiększenie skali publicznych wydatków infrastrukturalnych.
- Zakładając brak silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego w USA oraz w strefie euro, jak również brak dalszej eskalacji (w skali globalnej) protekcjonizmu w handlu zagranicznym, sądzimy, że działania polityki gospodarczej będą wystarczające dla utrzymania dynamiki wzrostu PKB powyżej 6,0% r/r, przy prawdopodobnym luzowaniu polityki pieniężnej, jak również przy rosnącym znaczeniu dla chińskiej gospodarki popytu krajowego, w tym popytu konsumpcyjnego. Na ten efekt wskazują utrzymujące się na zdecydowanie stabilniejszym poziomie wskaźniki koniunktury w sektorze usługowym.
- Z drugiej strony potencjał dla wsparcia polityki gospodarczej będzie ograniczany przez niechęć władz do zbyt mocnego wycofywania się z wdrażanych dotychczas reform (niezbędnych dla niwelowania długookresowych czynników ryzyka) oraz ryzyko silniejszego odpływu kapitału (w warunkach liberalizacji przepływów kapitałowych).

Perspektywa dalszego, stopniowego spadku dynamiki PKB...



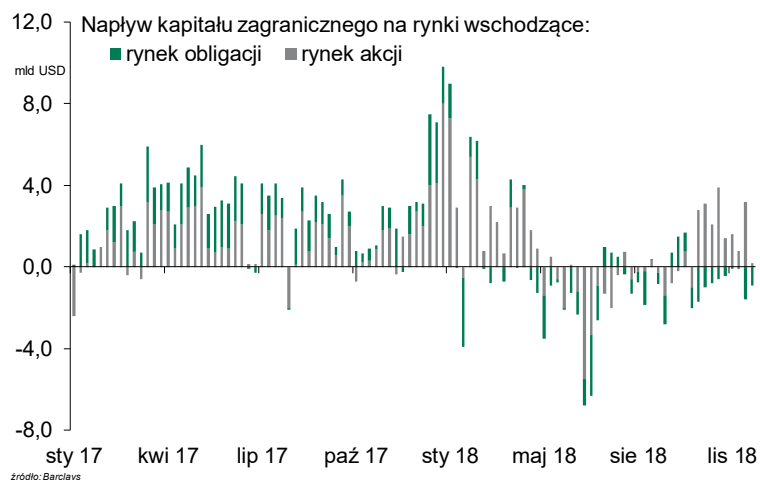
... zwiększenie publicznych inwestycji infrastrukturalnych ważnym czynnikiem ograniczającym skalę tego spowolnienia



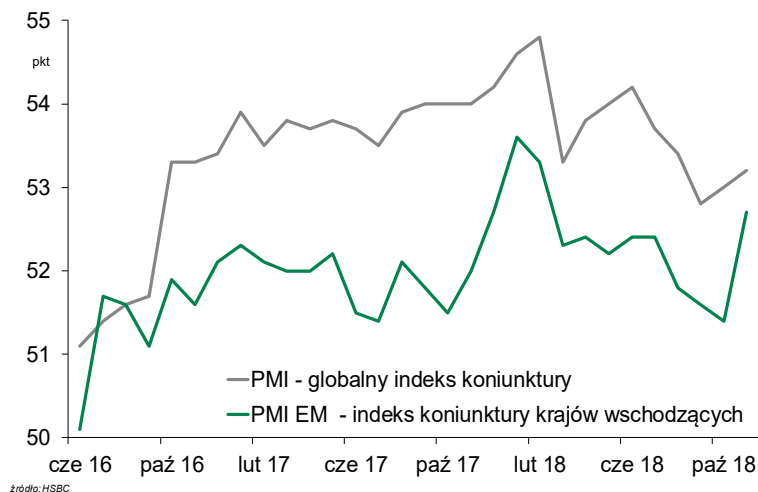
Choć nieco mniejsze, wciąż istotne ryzyka dla gospodarek wschodzących

- Brak negatywnych lokalnych informacji dot. gospodarek wschodzących, a przede wszystkim ograniczenie oczekiwań dot. skali zacieśnienia polityki pieniężnej Fed oraz wyhamowanie silnego wzrostu cen ropy naftowej z przełomu III i IV kw. przełożyło się na pewne ograniczenie czynników ryzyka dla grupy rynków wschodzących.
- Pomimo tych efektów, wciąż trudno o jednoznacznie pozytywne perspektywy z uwagi na wciąż utrzymujące się ważne czynniki ryzyka:
 - rozwoju sytuacji w globalnej polityce handlowej i tym samym skali spowolnienia gospodarki globalnej istotnie wpływającej na poziom globalnej premii za ryzyko,
 - niepewności dot. skali spowolnienia w Chinach (gł. gospodarki azjatyckiej) oraz rozwoju sytuacji gospodarczej i politycznej w Europie (istotne dla europejskich rynków wschodzących),
 - sytuacji geopolitycznej.
- Biorąc pod uwagę powyższe, zakładamy, że w 2019 r. będzie utrzymywała się umiarkowana skala napływu kapitału na rynki wschodzące, zdecydowanie poniżej bardzo dobrych wyników z 2017 r. oraz z początku 2018 r. Niepewność związana z powyższymi czynnikami ryzyka może nawet pomimo realizacji pozytywnego bazowego scenariusza gospodarczego wpływać na okresowe odpływy kapitału zagranicznego z tych rynków.

W kolejnych kwartałach oczekiwane utrzymanie ograniczonej skali napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące



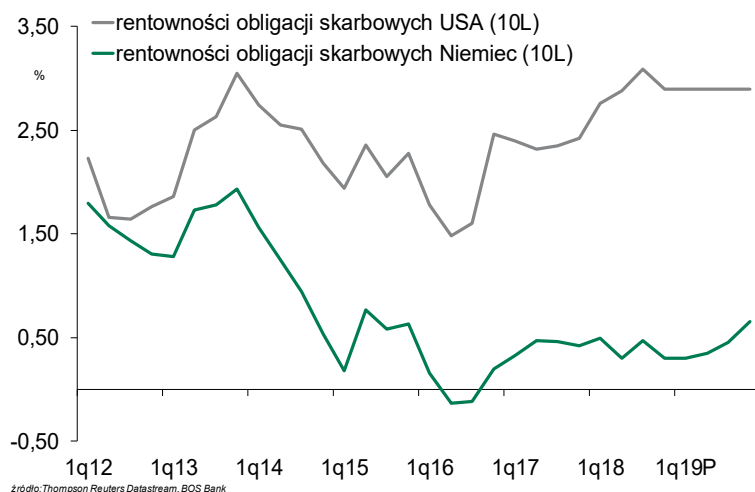
W I. 2017-2018 mniej optymistyczne wyniki gospodarcze krajów wschodzących wobec rynków rozwiniętych



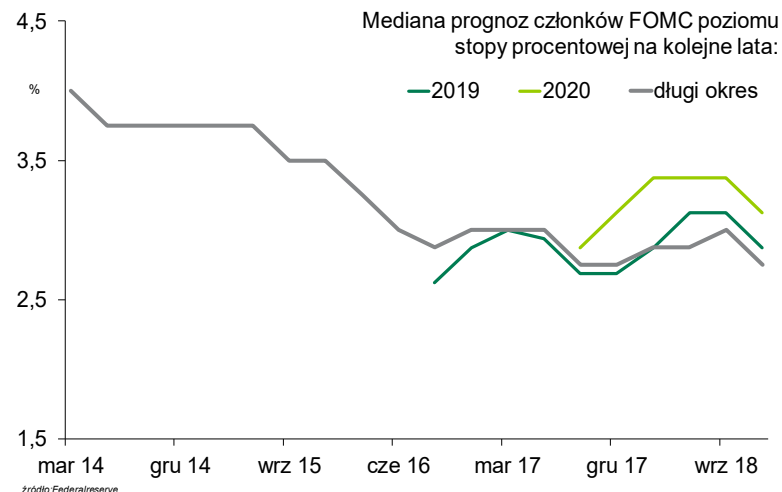
Ograniczony potencjał dla wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych ...

- Biorąc pod uwagę nasze bazowe założenia lekkiego spowolnienia dynamiki wzrostu PKB w USA oraz ograniczonej skali wzrostu inflacji bazowej, oczekujemy stabilizacji rentowności obligacji skarbowych w USA. Ostatnie pewne złagodzenie retoryki FOMC bardziej spójne z naszymi założeniami dot. polityki pieniężnej Fed, powinno wspierać utrzymanie niższych poziomów rentowności wobec wyników obserwowanych w III kw. 2018 r.
- Zakładając wyhamowanie dotychczasowego spadku dynamiki PKB w strefie euro, brak materializacji skrajnie niekorzystnych scenariuszy politycznych i gospodarczych w Europie (Brexit, sytuacja we Włoszech) oraz rozpoczęcia pod koniec 2019 r. podwyżek stóp procentowych EBC oczekujemy lekkiego wzrostu rentowności obligacji niemieckich w II poł. roku. Jednocześnie utrzymujące się wyzwania gospodarcze, ryzyka fiskalne w tzw. gospodarkach peryferyjnych, a przede wszystkim bardzo niski poziom inflacji bazowej i ograniczona przestrzeń dla zacieśnienia polityki pieniężnej znacząco ograniczają potencjał dla wzrostu rentowności obligacji niemieckich.
- Kumulacja opisywanych czynników ryzyka dla rozwoju sytuacji w gospodarce globalnej w 2019 r. przekłada się na przeważające ryzyko niższego poziomu rentowności (w przypadku obu rynków) wobec prognozowanych poziomów. Ewentualna silniejsza skala spowolnienia gospodarki globalnej lub eskalacja kryzysu politycznego w Europie w warunkach silniejszego wzrostu globalnej premii za ryzyko skutkowałaby zapewne silnym wzrostem cen aktywów uważanych za najbardziej bezpieczne.

W scenariuszu bazowym stabilizacja rentowności SPW w USA poniżej 3,0% i lekki wzrost rentowności niemieckich papierów



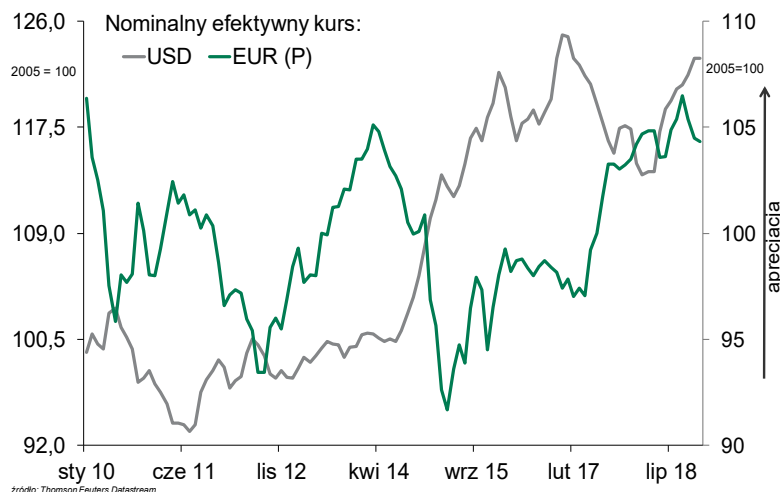
Po raz pierwszy od kilku miesięcy obniżenie oczekiwań FOMC dot. poziomu stóp procentowych Fed



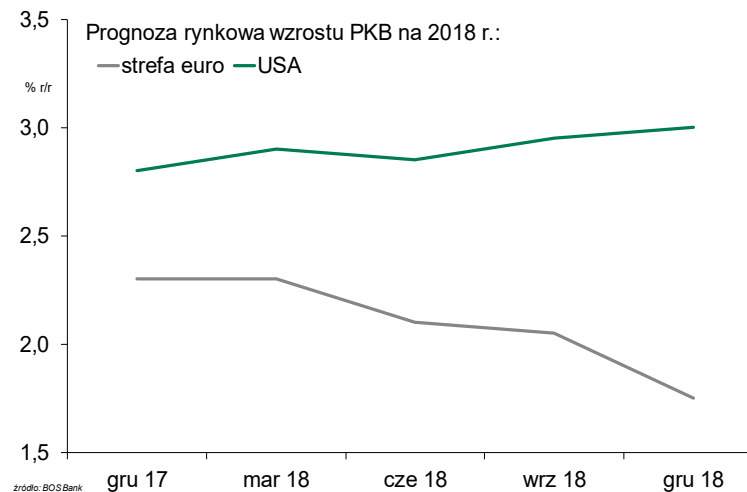
... oraz aprecjacji kursu euro

- Tak jak w 2017 r. zaskakująco dobre dane dot. wzrostu gospodarczego i spadek ryzyka sytuacji politycznej (wybory prezydenckie we Francji) w strefie euro skutkowały solidnym umocnieniem europejskiej waluty, tak rozczarowanie sytuacją gospodarczą i ponownie wyższe ryzyka polityczne (Hiszpania, Włochy, Brexit) skutkowało wyhamowaniem tej aprecjacji w 2018 r. Jednocześnie, większa od oczekiwań skala zacieśnienia polityki Fed w warunkach dynamicznego wzrostu gospodarczego i pogorszenie perspektyw rynków wschodzących skutkowało wzmocnieniem kursu dolara.
- W 2019 r. nie widzimy przestrzeni dla istotnej zmiany notowań kursu USD/EUR. Oczekując wyhamowania trendu spadkowego dynamiki PKB w strefie euro oraz uniknięcia scenariuszy kryzysowych (w kontekście polityki handlowej USA oraz sytuacji politycznej w Europie) oczekujemy lekkiego wzmocnienia notowań euro, przy ograniczeniu aprecjacji dolara z uwagi na wolniejszą skalę zacieśnienia polityki pieniężnej Fed oraz stopniowego hamowania dynamiki wzrostu PKB w USA. Oczekujemy wzrostu kursu euro wobec dolara nieco powyżej poziomu 1,15 USD/EUR.
- Biorąc pod uwagę czynniki ryzyka dla scenariusza bazowego (kumulujące się wokół strefy euro), jak również utrzymujące się wyzwania dla rynków wschodzących (osłabienie walut rynków wschodzących pozytywne dla notowań dolara) bilans ryzyka dla prognozy wskazuje na przeważające ryzyko słabszego poziomu euro wobec dolara. W okresach ewentualnej podwyższonej awersji do ryzyka amerykańska waluta silnie zyskiwałaby na wartości. Podobne efekty skutkują utrzymaniem ryzyka silniejszych notowań franka szwajcarskiego szczególnie wobec euro.

Pod koniec 2018 r. silniejsze osłabienie notowań euro przy stabilnych, solidnych poziomach kursu dolara



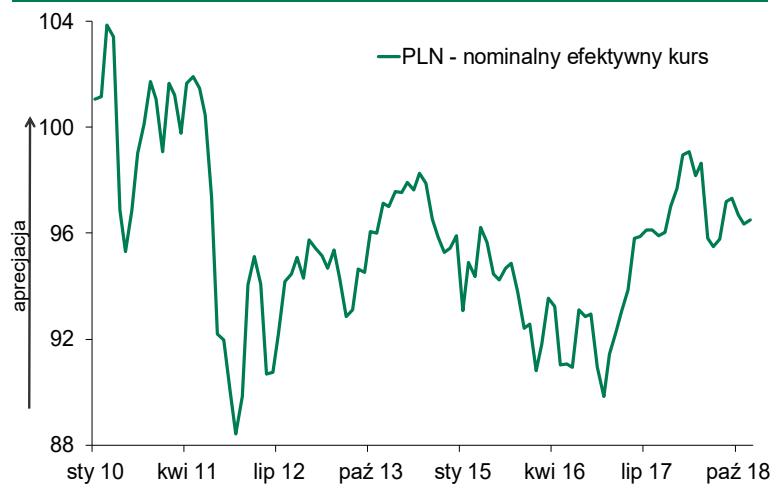
W trakcie 2018 r. scenariusz makroekonomiczny zdecydowanie mniej sprzyjający notowaniom wspólnej waluty



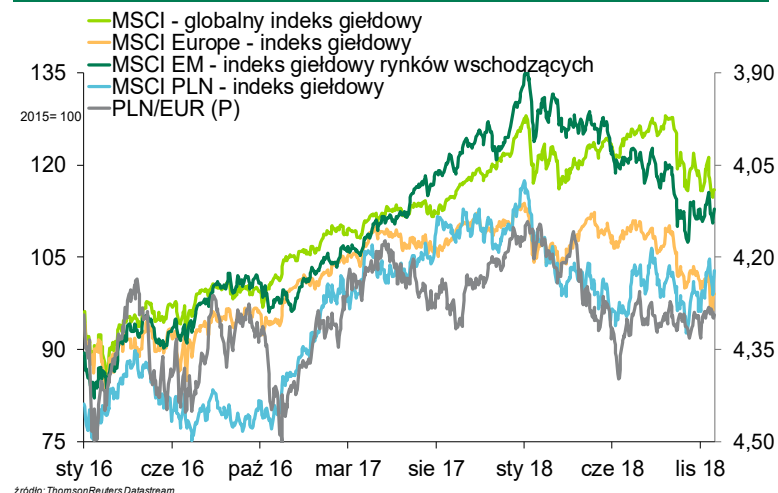
Perspektywa stabilnych notowań kursu złotego

- Biorąc pod uwagę z jednej strony oczekiwane spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego i kumulujące się czynniki ryzyka, z drugiej strony scenariusz bazowy wciąż relatywnie korzystnej sytuacji gospodarczej nie widzimy przesłanek dla istotnych zmian notowań kursu złotego z tytułu czynników zewnętrznych. Sądzymy, że utrzymanie solidnej dynamiki wzrostu PKB w Polsce, równowagi zewnętrznej polskiej gospodarki (niski poziom deficytu w obrotach bieżących), oraz bardzo dobrych wskaźników fiskalnych powinno stabilizować notowania polskiej waluty.
- Z tego względu zakładamy, że w 2019 r. notowania złotego będą utrzymywać się w okolicach 4,25 PLN/EUR, tj. blisko średniorocznych poziomów z 2017 i 2018 r. Jednocześnie utrzymujące się czynniki ryzyka w gospodarce globalnej (głównie w Europie oraz w Chinach) wpływają na utrzymanie asymetrycznego bilansu ryzyka dla prognozy. W przypadku materializacji scenariusza pesymistycznego, szczególnie silniej na wartości traciłby kurs złotego wobec dolara i franka szwajcarskiego (które w warunkach nasilenia globalnej awersji do ryzyka dodatkowo zyskiwałyby na wartości jako bezpieczne waluty).
- Wśród czynników potencjalnie silniej wspierającym złotego w średnim okresie można wskazać natomiast ewentualny pozytywny wpływ programu PPK na polski rynek akcji, jeżeli wzrost oszczędności prywatnych faktycznie skutkowałby silniejszym odbiciem indeksów na GPW, która w minionych latach notowała relatywnie słabsze wyniki w porównaniach międzynarodowych, co ograniczało skalę wzmocnienia kursu złotego.

Oczekiwane utrzymanie stabilnych notowań złotego w 2019 r.



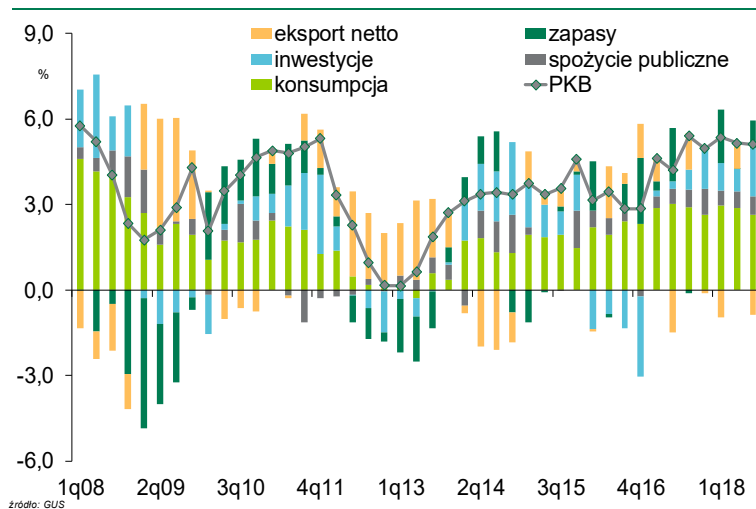
Ryzyka globalne przekładają się na wyższe ryzyko słabszego złotego, potencjalny pozytywny wpływ czynników krajowych



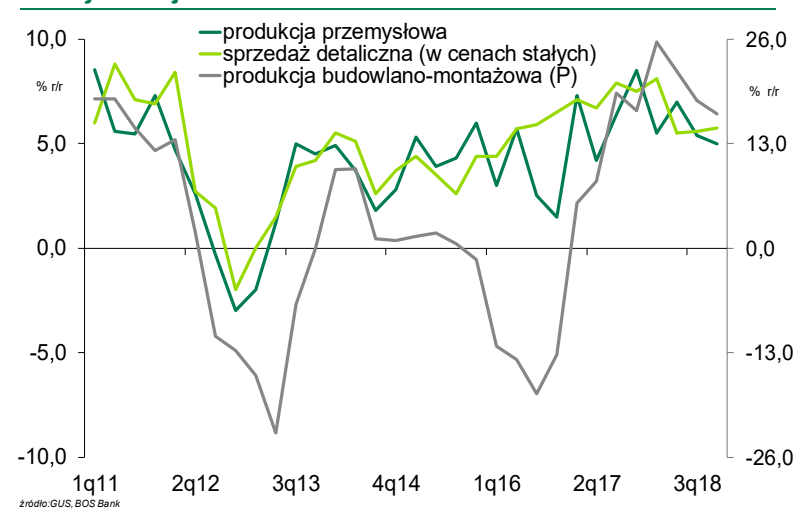
Dynamika PKB w całym 2018 r. na poziomie 5,0% r/r

- W III kw. dynamika wzrostu PKB utrzymała się powyżej 5,0% r/r, pomimo notowanego w tym okresie już wyraźnego pogorszenia miesięcznych dynamik danych ze sfery realnej. Powodem lepszego od oczekiwań wyniku w tym okresie było silniejsze przyspieszenie inwestycji (po ich osłabieniu w II kw.) oraz ponownie wyższa dodatnia kontrybucja zapasów.
- Nie dysponujemy jeszcze pełną strukturą danych za III kw., niemniej na podstawie danych dot. wydatków majątkowych samorządów (JST) oraz budżetu państwa, jak również danych dot. nakładów inwestycyjnych w sektorze przedsiębiorstw, zakładamy, że silniejsze odbicie inwestycji w tym okresie było efektem zarówno wyższej dynamiki inwestycji SFP, jak i sektora przedsiębiorstw. Jednocześnie zakładamy, że w tym okresie obniżyła się z kolei dynamika wzrostu inwestycji w budownictwie mieszkaniowym (dane dot. produkcji budowlano-montażowej oraz nt. rozpoczętych i zakończonych inwestycji mieszkaniowych).
- Biorąc pod uwagę bieżące dane oraz prognozy dalszego spowolnienia dynamiki miesięcznych danych ze sfery realnej, dalszy spadek indeksów koniunktury gospodarczej (indeks PMI w listopadzie poniżej 50 pkt.) oraz założenia niższej kontrybucji zapasów we wzrost, nadal oczekujemy obniżenia dynamiki PKB poniżej 5,0% r/r w IV kw., pomimo lepszych od oczekiwań wyników z III kw. Nie sądzimy natomiast, aby skala tego spadku w ostatnim kwartale roku była na tyle silna, aby wzrost PKB w całym 2018 r. ukształtował się poniżej 5,0%.

W III kw. dynamika PKB cały czas powyżej 5,0% r/r ...



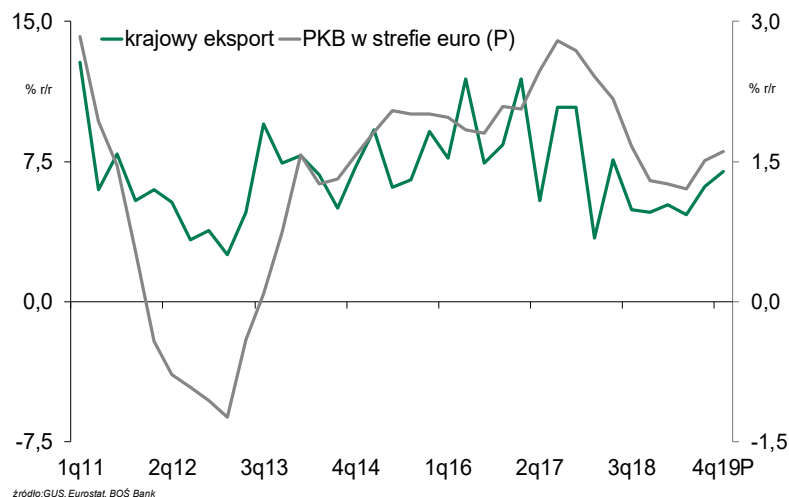
... pomimo wyraźnie słabszych dynamik miesięcznych danych ze sfery realnej



Spowolnienie gospodarki globalnej, a w szczególności w strefie euro, istotnym czynnikiem hamującym tempo wzrostu krajowej gospodarki

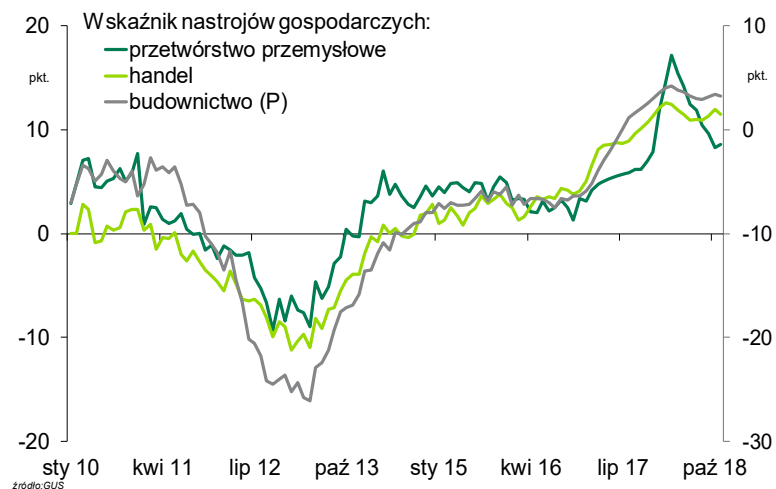
- Niezależnie od bardzo dobrego wyniku polskiej gospodarki w III kw., podtrzymujemy oczekiwania stopniowego spadku dynamiki PKB w kwartałach kolejnych i obniżenia się całorocznego tempa wzrostu w 2019 r. nieznacznie poniżej 4,0% r/r.
- Głównym powodem oczekiwań wolniejszego tempa wzrostu krajowej gospodarki są słabsze perspektywy eksportu z uwagi na zakładane spowolnienie aktywności gospodarki globalnej, w tym (już materializujące się) spowolnienie wzrostu w strefie euro i spójne z tymi założeniami notowane wyraźne pogorszenie wskaźników koniunktury gospodarczej w przemyśle.
- Biorąc pod uwagę powyższe, oczekujemy dalszego spadku na przełomie 2018 i 2019 r. dynamiki eksportu po jego solidnych wzrostach w I. 2016-2017.
- Jednocześnie zakładając jedynie ograniczoną skalę spowolnienia wzrostu na świecie oraz wygasanie czynników okresowych osłabiających popyt zewnętrzny (sytuacja sektora motoryzacyjnego w Niemczech) zakładamy, że skala tego spowolnienia będzie ograniczona. Takie założenie pozwala w bazowym scenariuszu (przy materializacji założeń dot. inwestycji przedsiębiorstw) na utrzymanie dynamiki krajowego wzrostu gospodarczego na solidnym poziomie.

Przy prognozach dużo niższej dynamiki wzrostu PKB w strefie euro założenie niższego wzrostu krajowego eksportu



źródło: GUS, Eurostat, BOŚ Bank

Wyhamowanie dotychczasowego wzrostu wskaźników koniunktury, silne pogorszenie nastrojów w przemyśle

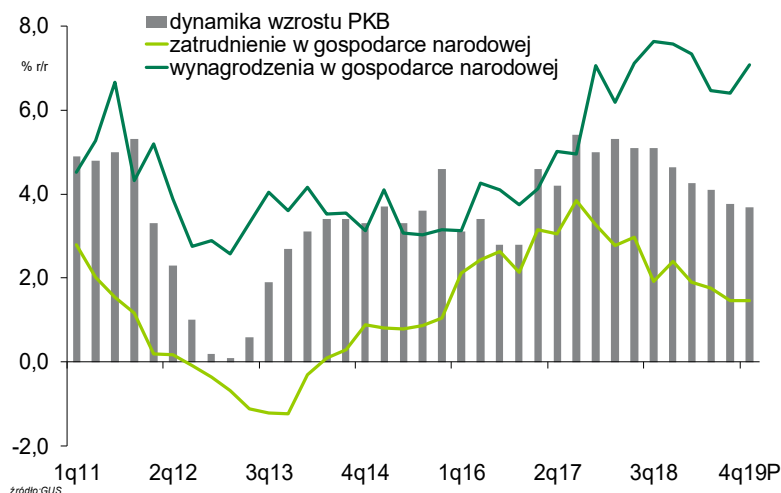


źródło: GUS

Nieznaczne ochłodzenie na krajowym rynku pracy, problem podaży pracy najprawdopodobniej wciąż ważniejszy niż popytu na pracę ...

- Lekkie pogorszenie koniunktury, ale także ograniczenia podażowe będą wg naszych prognoz skutkować dalszym obniżeniem dynamiki wzrostu zatrudnienia w gospodarce narodowej oraz liczby pracujących. Powyższe założenie jest także spójne z sygnalizowanym przez przedsiębiorstwa stabilizowaniem się wskaźników prognoz zatrudnienia.
- Czynniki okresowe / strukturalne cały czas będą natomiast utrudniać precyzyjną ocenę tendencji w zakresie wzrostu zatrudnienia, przy zaburzającym efekcie zmian w formie prawnej zatrudnienia statystyki dot. zatrudnienia w gospodarce narodowej i jednocześnie niedoszacowania statystyk dot. pracujących wg danych BAEL z powodu nieuwzględniania zatrudnianych migrantów. Dodatkowo, inaczej niż w latach ubiegłych tendencje dot. zatrudnienia mogą być czynnikiem wpływającym na cykl koniunkturalny (problem podaży pracy), a nie jedynie skutkiem stanu gospodarki (tj. wpływ na popyt na pracę).
- Przy wygasającym pozytywnym efekcie wpływu zmian formy prawnej zatrudnienia oraz lekkim osłabieniu krajowej koniunktury oczekujemy wyraźnego spadku dynamiki zatrudnienia w stosunku do wyników z 2018 r., niemniej wciąż przy założeniach niezłej sytuacji gospodarczej oraz założenia utrzymującej się migracji pracowników (choć w niższym tempie niż w l. 2016-2018) oczekujemy wyraźnie dodatniej dynamiki zatrudnienia w kwartałach kolejnych.
- Choć firmy sygnalizują wyhamowanie presji na wzrost wynagrodzeń w kwartałach kolejnych, to utrzymujące się problemy po stronie podaży pracy wpłyną w 2019 r. na utrzymanie dynamiki wynagrodzeń na podwyższonym poziomie, niewiele poniżej wyników z 2018 r.

Oczekiwane stopniowe hamowanie dynamiki zatrudnienia i niewielkie spadki dynamiki płac



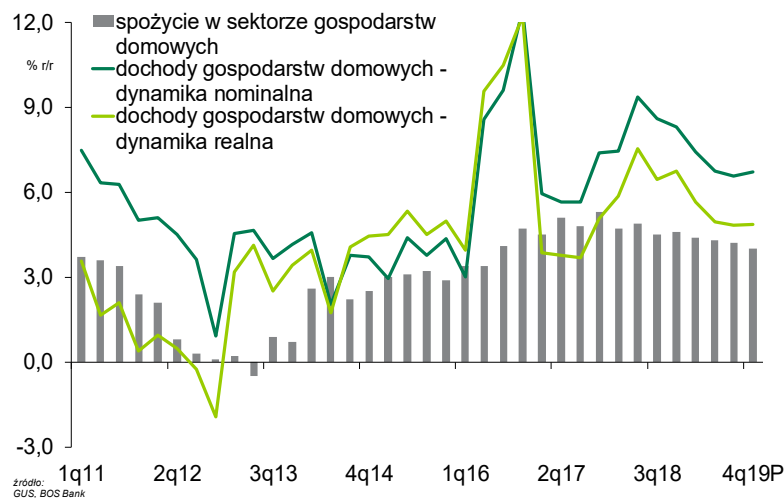
Przedsiębiorstwa sygnalizują ograniczenie dotychczasowego wzrostu prognoz zatrudnienia i zmniejszenie presji płacowej



... i nieco wolniejszy wzrost spożycia gospodarstw domowych

- W 2019 r. oczekujemy dalszego, stopniowego wyhamowania dynamiki spożycia gospodarstw domowych, po jej osłabieniu w III kw. br. W kierunku niższej dynamiki będzie oddziaływać: obniżenie dynamiki dochodów gospodarstw domowych w warunkach nieco niższego popytu na pracę oraz wyhamowania dotychczasowego spadku stopy bezrobocia, jak również konieczność odbudowy oszczędności gospodarstw domowych.
- Jednocześnie w warunkach wciąż solidnego tempa wzrostu gospodarki, wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz świadczeń społecznych, oczekujemy, że skala tego spowolnienia będzie ograniczona, na co – przynajmniej w krótszej perspektywie – wskazują także utrzymujące się na bardzo wysokim poziomie wskaźniki nastrojów konsumentów. Ponadto nasza prognoza utrzymania w 2019 r. niskiego wskaźnika inflacji CPI w dalszym ciągu będzie w ograniczonym stopniu obniżać siłę nabywczą gospodarstw domowych.
- Biorąc pod uwagę lepsze od naszych prognoz dane dot. spożycia gospodarstw domowych w I. 2017-2018 oraz efekty wyższych wydatków publicznych podwyższyliśmy prognozowaną ścieżkę konsumpcji prywatnej także w dłuższym okresie. Przy założeniu, że skala spowolnienia w gospodarce globalnej pozostanie ograniczona, nie przekładając się na dużo silniejsze ograniczenie popytu na pracę, nie oczekujemy w 2019 r. spadku dynamiki spożycia gospodarstw domowych poniżej 4,0% r/r.

Przy wyhamowaniu dynamiki wzrostu dochodów, założenia nieco wolniejszego wzrostu spożycia gospodarstw domowych



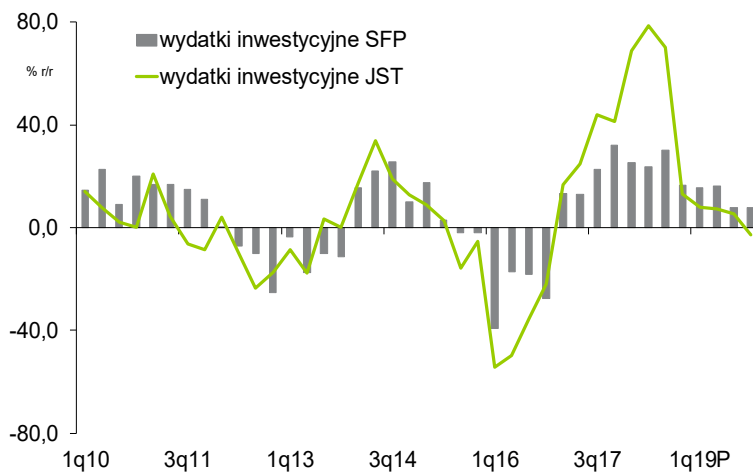
Nastroje konsumentów wskazujące na ograniczoną skalę osłabienia konsumpcji, przynajmniej w krótkiej perspektywie



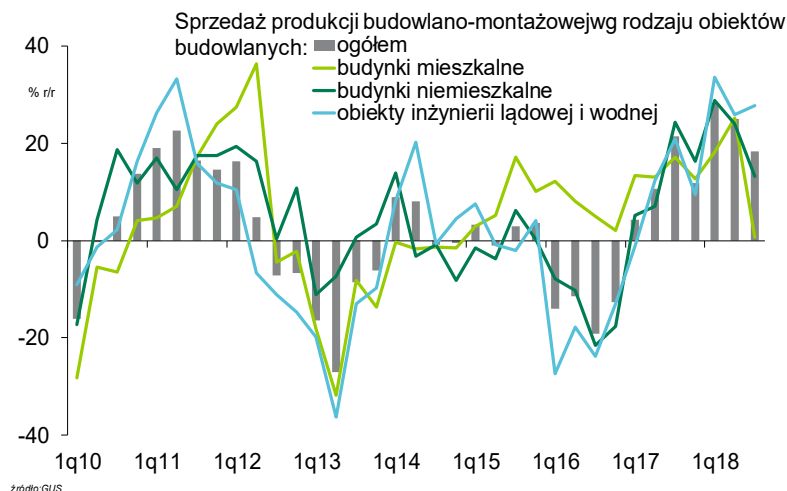
W 2019 r. oczekiwane wolniejsze tempo wzrostu inwestycji publicznych oraz mieszkaniowych ...

- Bardzo istotnym czynnikiem stymulującym wysokie dynamiki wzrostu PKB w 2018 r. był dynamiczny wzrost inwestycji SFP. Oczekujemy, że w 2019 r. kontrybucja inwestycji publicznych we wzrost gospodarczy obniży się.
- Choć w roku wyborczym oczekujemy utrzymania podwyższonych wydatków inwestycyjnych z budżetu państwa, KFD oraz projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE na szczeblu centralnym, to przy zakładanym bardzo silnym spadku dynamiki wydatków inwestycyjnych JST (w roku powyborczym) oczekujemy per saldo niższej dynamiki inwestycji całego sektora publicznego, w szczególności pod koniec 2019 r. Wydatki inwestycyjne JST stanowią blisko połowę wydatków inwestycyjnych wydatków SFP, a powtórzenie wysokich dynamik wzrostu z 2018 r. (przy wysokich bazach odniesienia) nie będzie możliwe w kolejnych kwartałach.
- W przypadku rynku mieszkaniowego, zakładamy utrzymanie niższych dynamik wzrostu (notowanych już w II poł. 2018 r.) z uwagi na cykl budownictwa deweloperskiego, którego szczyt przypadł na okres 2017- I poł. 2018 r. Na takie perspektywy wskazuje struktura danych dot. produkcji budowlano-montażowej oraz statystyki dot. nowo rozpoczynanych inwestycji mieszkaniowych oraz mieszkań oddawanych do użytku.
- Choć budownictwo może w 2019 r. notować jeszcze dwucyfrowe wzrosty (inwestycje drogowe, kolejowe, budynki niemieszkalne), nie oczekujemy już ponad 20-proc. wzrostów, notowanych na przełomie 2017 i 2018 r.

Oczekiwane ograniczenie wydatków JST powinno skutkować niższym tempem wzrostu inwestycji SFP, nawet pomimo kumulacji inwestycji na szczeblu centralnym



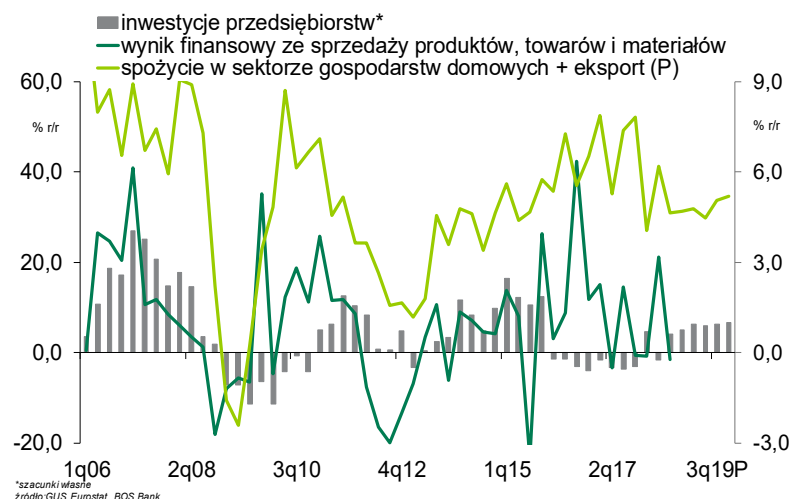
W kolejnych kwartałach oczekiwane wolniejsze wzrosty inwestycji na rynku mieszkaniowym



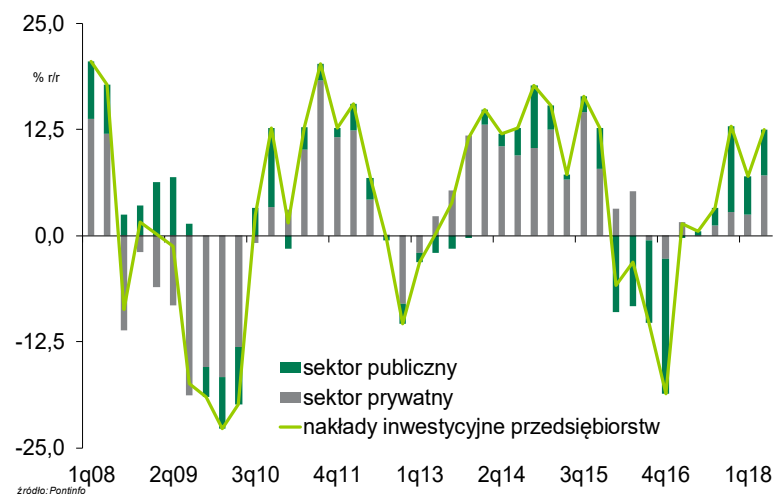
... przy założeniach wyższego wzrostu inwestycji przedsiębiorstw

- W nadchodzących kwartałach oczekujemy przyspieszenia dynamiki inwestycji sektora przedsiębiorstw, po rozczarowujących danych z 2017 r. i początku 2018 r. oraz pewnym ożywieniu tych inwestycji w II i III kw. 2018 r.
- Pomimo lekkiego pogorszenia perspektyw popytowych i wolniejszego wzrostu wyników finansowych firm (utrzymujące się wyzwania po stronie kosztowej) dane dot. nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw wskazują na ich solidne odbicie w kolejnych kwartałach, przede wszystkim z uwagi na dynamiczny wzrost nakładów spółek Skarbu Państwa. To w dużej mierze projekty inwestycyjne tych firm, które tępnęły w I. 2016 – 2017 r. powinny w nadchodzących kwartałach stabilizować krajową koniunkturę, szczególnie przy potencjalnie sprzyjającym efekcie przyspieszenia wydatkowania środków unijnych w ramach współfinansowania projektów dla sektora przedsiębiorstw.
- Dla tej prognozy kluczowe znaczenie ma materializacja scenariusza dot. ograniczonej skali spowolnienia gospodarki globalnej, gdyż silniejsze osłabienie popytu może silniej negatywnie wpływać na inwestycje firm prywatnych. Przy założeniach stosunkowo łagodnej skali spowolnienia popytu oczekujemy bowiem dominującego efektu koniecznego zwiększania mocy wytwórczych firm, których poziom wykorzystania oscyluje już od kilku kwartałów na historycznie wysokich poziomach oraz efektu wykorzystania unijnego współfinansowania. Podobnie w przypadku sytuacji na rynku pracy, ograniczenia podażowe powinny sprzyjać większemu wzrostowi nakładów inwestycyjnych, niemniej gdyby ten czynnik silniej negatywnie wpływał na potencjalne tempo wzrostu gospodarczego, skutkowałby silniejszym spowolnieniem tych inwestycji.

Przy założeniu łagodnej skali spowolnienia popytu, przestrzeń dla wzrostu inwestycji przedsiębiorstw...



... szczególnie silnie stymulowanego wyższymi nakładami spółek Skarbu Państwa i firm korzystających z finansowania UE



W trakcie 2019 r. oczekiwane spowolnienie dynamiki PKB do 4,0% r/r

- W IV kw. 2018 r. oczekujemy spadku dynamiki PKB poniżej 5,0% r/r, po czym w kolejnych kwartałach obniżenia jej w kierunku 4,5% r/r i poniżej 4,0% r/r w II poł. roku.
- W 2019 r. oczekujemy niższej kontrybucji zapasów we wzrost PKB oraz nieco niższej kontrybucji spożycia gospodarstw domowych i eksportu netto. Zakładamy, że kontrybucja inwestycji utrzyma się na stabilnym poziomie, przy zmianie struktury nakładów. Prognozujemy także utrzymanie w roku wyborczym podwyższonej kontrybucji spożycia publicznego.
- Głównym czynnikiem spowolnienia gospodarki krajowej będzie wolniejsze tempo wzrostu gospodarki globalnej i skala tego spowolnienia będzie kluczowa dla materializacji prognozy ograniczonej skali spadku dynamiki PKB w Polsce. W sytuacji realizacji scenariusza silniejszego spadku dynamiki PKB w strefie euro doszłoby bowiem do silniejszego ograniczenia popytu zagranicznego i w konsekwencji silniejszego pogorszenia sytuacji na krajowym rynku pracy, a przede wszystkim silnego obniżenia inwestycji prywatnych firm.
- Z czynników ryzyka wyższej dynamiki wzrostu PKB w 2019 r. należy wskazać ewentualnie większą skalę wydatków sektora finansów publicznych, w szczególności przy bardzo dobrej bieżącej sytuacji fiskalnej. Ten czynnik przekłada się także na wyższe ryzyko dla prognozy ścieżki wzrostu PKB w trakcie roku, tj. wyższej dynamiki w I poł. roku i ewentualnego silniejszego spowolnienia pod koniec roku.

Dynamika PKB i struktura wzrostu

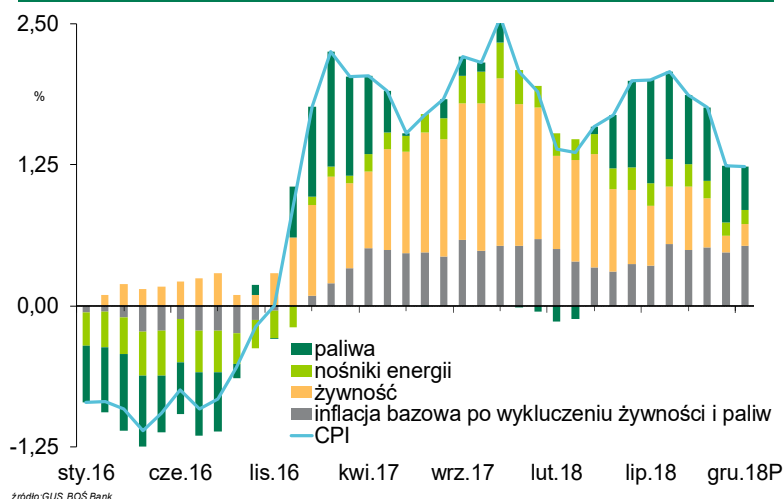
	1q18	2q18	3q18	4q18P	1q19P	2q19P	3q19P	4q19P	2017	2018P	2019P
PKB	5,3	5,1	5,1	4,6	4,5	4,4	3,8	3,6	4,8	5,0	4,0
popyt krajowy	6,6	4,4	6,2	4,7	4,8	4,7	4,0	3,4	4,9	5,5	4,2
spożycie gospodarstw domowych	4,7	4,9	4,5	4,6	4,4	4,3	4,2	4,0	4,9	4,6	4,2
spożycie publiczne	<i>% r/r</i> 3,0	3,5	3,6	3,5	4,8	4,0	3,9	0,5	3,5	3,4	3,1
inwestycje	8,2	4,7	9,9	7,0	7,4	8,3	6,5	6,8	3,9	7,4	7,2
eksport	3,4	7,6	4,9	4,8	5,2	4,6	5,2	6,0	9,5	5,2	5,5
import	5,5	6,5	6,9	5,0	5,7	5,3	5,8	5,9	10,0	6,0	6,0
<i>kontrybucja składowych we wzrost PKB</i>											
spożycie gospodarstw domowych	3,0	2,9	2,7	2,3	2,8	2,5	2,5	2,0	2,8	2,7	2,4
spożycie publiczne	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7	0,3	0,6	0,6	0,7
inwestycje	1,0	0,8	1,7	1,7	0,9	1,3	1,2	1,7	0,7	1,3	1,3
przedsiębiorstw*	<i>pkt.</i> 0,4	-0,2	0,3	0,7	0,5	0,6	0,6	1,0	-0,4	0,3	0,7
mieszaniowe*	<i>proc.</i> 0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,4	0,1	0,2
publiczne*	0,4	0,7	1,1	0,8	0,3	0,6	0,3	0,4	0,7	0,6	0,4
zapasy	1,9	0,0	1,0	-0,1	0,1	0,0	-0,4	-0,5	0,5	0,6	-0,2
eksport netto	-1,0	0,9	-0,9	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	-0,3

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

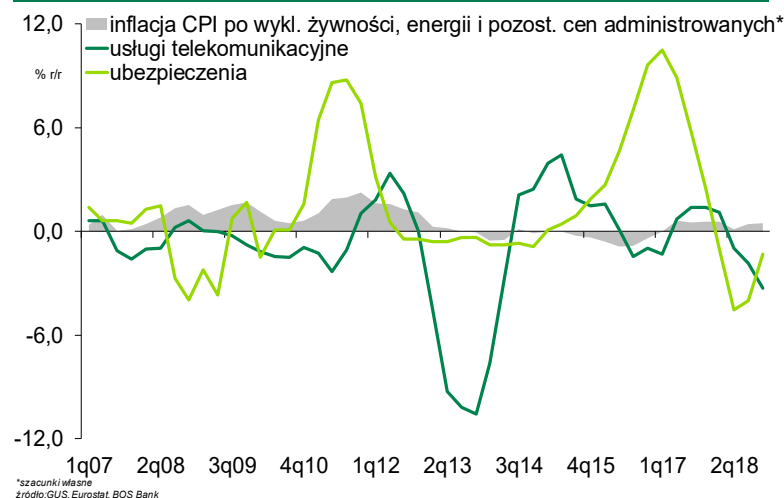
Na koniec grudnia inflacja CPI wyraźnie poniżej 1,5% r/r

- Szacujemy, że grudniowa inflacja CPI ukształtuje się na poziomie nieco powyżej 1,0% r/r, nawet zakładając stosunkowo wysoką miesięczną dynamikę cen żywności (po jej bardzo niskim odczycie w listopadzie). Poza utrzymującymi się efektami wysokiej bazy odniesienia, grudniową inflację silnie zaniżać będą wyraźne obniżki cen paliw notowane w ostatnich tygodniach roku.
- To głównie silniejsza od założeń korekta spadkowa cen paliw (w warunkach dynamicznego spadku cen ropy naftowej w IV kw.) i w mniejszym stopniu niższy wskaźnik inflacji bazowej są powodem korekty prognozy inflacji w ostatnich miesiącach 2018 r. wobec prognozy sprzed kwartału. W listopadzie odnotowano bowiem spadek inflacji bazowej, który był wynikiem skokowego spadku (w skali miesiąca) cen usług telekomunikacyjnych oraz opłat za telewizję.
- W 2018 r. skala wzrostu inflacji bazowej, w tym przede wszystkim węższego wskaźnika inflacji wykluczającego poza żywnością i energią towary i usługi o wysokim wpływie na ceny decyzji administracyjnych okazała się niższa wobec naszych wcześniejszych oczekiwań pomimo bardzo korzystnej sytuacji popytowej oraz wysokiego wzrostu kosztów wynagrodzeń.

Efekty bazy dla cen żywności powodem silnego spadku inflacji CPI w IV kw. 2018 r. ...



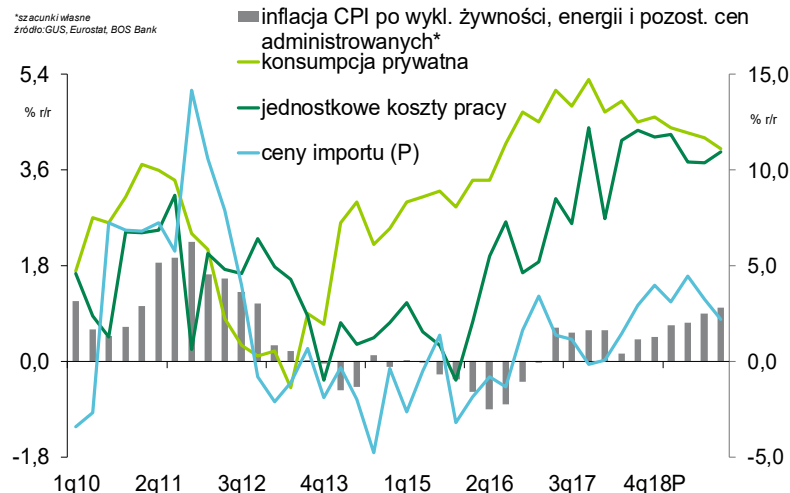
... przy wyraźnym wyhamowaniu wzrostu inflacji bazowej



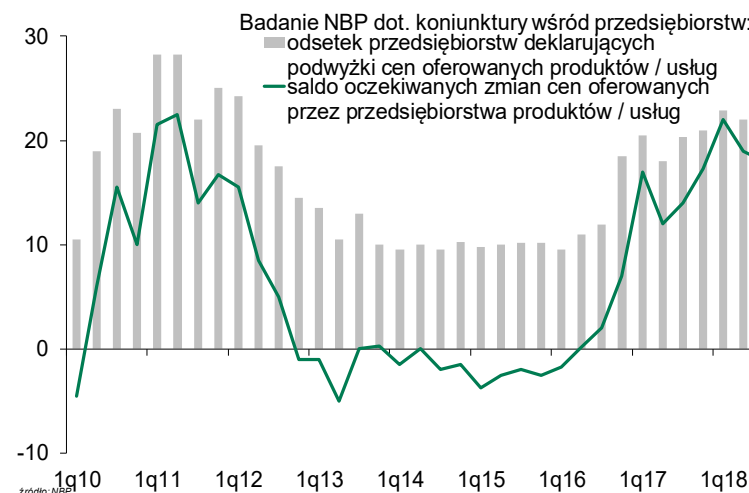
Pomimo wyhamowania w II poł. 2018 r., w 2019 r. oczekujemy wzrostu inflacji z tytułu efektów popytowych i kosztowych...

- Przy trendzie wzrostowym większości kategorii, wyhamowanie wzrostu indeksu inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii oraz towarów i usług o wysokim wpływie decyzji administracyjnych na ceny, było w decydującym stopniu efektem silnego spadku indeksu cen w kilku kategoriach, głównie: usług telekomunikacyjnych, ubezpieczeń oraz opłat telewizyjnych (w kategorii usługi kultury). W naszej ocenie solidne spadki indeksów w tych kategoriach wpływały czynniki strukturalne oraz okresowe (efekty bazy).
- Zakładamy, że powyższe efekty nie będą zjawiskiem trwałym i w powyższych grupach towarów i usług indeksy cen będą w 2019 r. rosły. Biorąc pod uwagę powyższe oraz przy: - wciąż sprzyjającym otoczeniu makroekonomicznym (nieznaczne spowolnienie dynamik spożycia gospodarstw domowych), - podwyższonej dynamiki kosztowej przedsiębiorstw (koszty pracy, niepewność dot. ostatecznych rozstrzygnięć co do cen energii elektrycznej dla firm), - lekkim wzroście dynamiki cen importu oczekujemy, że w kolejnych kwartałach indeks CPI po wykluczeniu cen żywności, energii oraz pozostałych cen administrowanych będzie rósł.
- Jednocześnie cały czas efekt umiarkowanej skali wzrostu cen towarów importowanych będzie ważnym czynnikiem ograniczającym skalę wzrostu tego indeksu (wyraźnie poniżej l. 2011-2012).

W 2019 r. oczekiwany dalszy wzrost inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii i pozostałych cen administrowanych



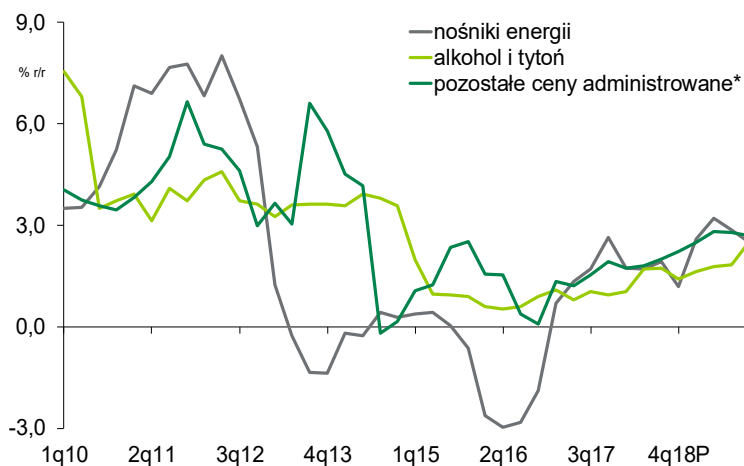
Utrzymująca się tendencja podwyżek cen towarów i usług oferowanych przez przedsiębiorstwa



...przy założeniu ograniczonej skali podwyżek cen administrowanych

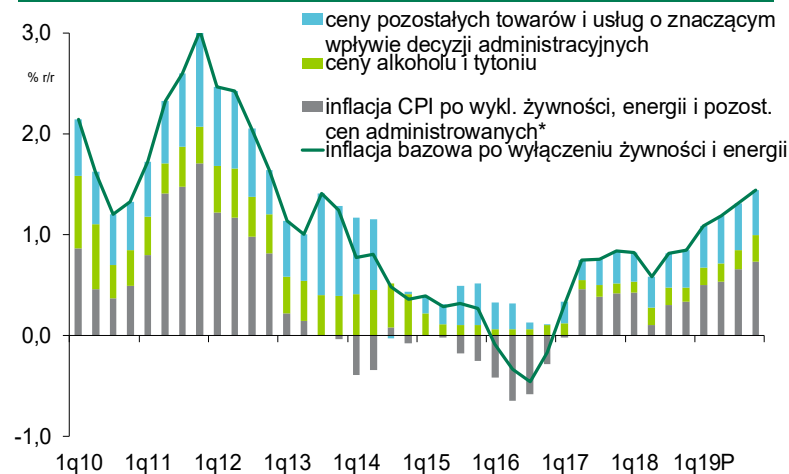
- Biorąc pod uwagę brak zmian stawek akcyzy na tytoń i alkohol oczekujemy niewielkiej skali zmian indeksu cen w tej grupie towarów.
- Zakładamy, że w roku wyborczym cały czas będzie utrzymywało się ograniczone przyzwolenie polityczne dla wyższej skali wzrostu cen w grupie pozostałych dóbr i usług o wysokim wpływie decyzji administracyjnych na ceny (komunikacja miejska, edukacja, opłaty związane z mieszkaniem). W takim kierunku będzie także oddziaływać sygnalizowane ograniczenie podwyżek cen energii elektrycznej dla samorządów.
- Przy założeniach dot. wskaźnika inflacji bazowej w grupie towarów i usług najsilniej zależnych od czynników makroekonomicznych oraz założeniach dot. ograniczonego wzrostu cen administrowanych, oczekujemy wzrostu wskaźnika inflacji bazowej po wykluczeniu żywności i energii do 1,5% r/r pod koniec 2019 r.
- W scenariuszu bazowym założyliśmy nieco wyższe wzrosty cen energii elektrycznej dla firm oraz samorządów w porównaniu do wzrostów cen w latach minionych. Jeżeli faktycznie ostatecznie także ceny w tej grupie odbiorców nie zmieniają się, wzrośnie ryzyko ukształtowania się inflacji bazowej poniżej poziomu prognozowanego w scenariuszu bazowym.

W 2019 r. umiarkowane wzrosty cen w grupie towarów i usług o istotnym wpływie decyzji administracyjnych na ceny



*szacunki własne
źródło: GUS, Eurostat, BOS Bank

Wzrost inflacji bazowej głównie przy założeniu wpływu czynników makroekonomicznych

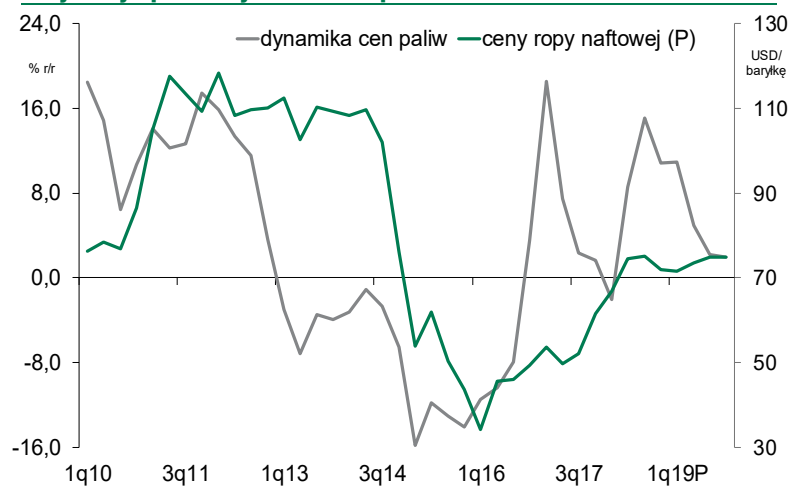


*szacunki własne
źródło: GUS, NBP, Eurostat, BOS Bank

Napływające informacje wspierające scenariusz bazy braku znaczącej podwyżki cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych

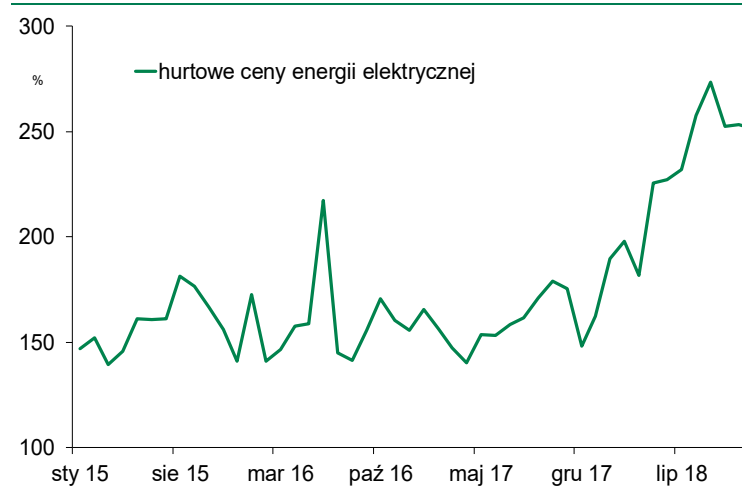
- Biorąc pod uwagę nasze założenia dot. kształtowania się cen ropy naftowej, jak również uwzględniając wejście w życie tzw. opłaty paliwowej z początkiem 2019 r. nie oczekujemy dalszego spadku cen paliw, wobec notowanych spadków w ostatnich tygodniach 2018 r. i przewidujemy ich lekki wzrost w trakcie roku.
- Takie założenie implikuje prognozę nieznacznego spadku rocznej dynamiki cen paliw w ujęciu średniorocznym, przy wyraźnym spadku tej dynamiki w trakcie roku (wraz z silnym wzrostem statystycznej bazy odniesienia pod koniec roku).
- W przypadku cen energii, jak i całego indeksu CPI w 2019 r., kluczową kwestią pozostają rozstrzygnięcia dot. zmian cen energii elektrycznej. Na podstawie dotychczas dostępnych informacji możemy podtrzymać nasz dotychczasowy scenariusz braku wysokich podwyżek cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych, przy braku przyzwolenia politycznego na podwyżki tych cen w roku wyborczym.
- Niezależnie od ostatecznego rozstrzygnięcia (braku podwyżki, obniżenie akcyzy, rekompensat) ich wpływ nie powinien skutkować wzrostem indeksu cen nośników energii. Biorąc pod uwagę dotychczasowe informacje dot. ewentualnego mechanizmu rekompensat wzrostu cen energii sądzimy, że fakt rozliczania tej rekompensaty przez firmy energetyczne na fakturze odbiorców implikowałby brak wpływu podwyżki ofertowej ceny na indeks CPI. Zakładamy, że ten transfer środków publicznych zostanie potraktowany analogicznie do leków refundowanych.

Przy wysokich bazach odniesienia w trakcie 2019 r. oczekiwany wyraźny spadek dynamiki cen paliw



źródło: GUS, Thompson Reuters Datastream, BOŚ Bank

W II poł. 2018 r. gwałtowny wzrost cen hurtowych energii

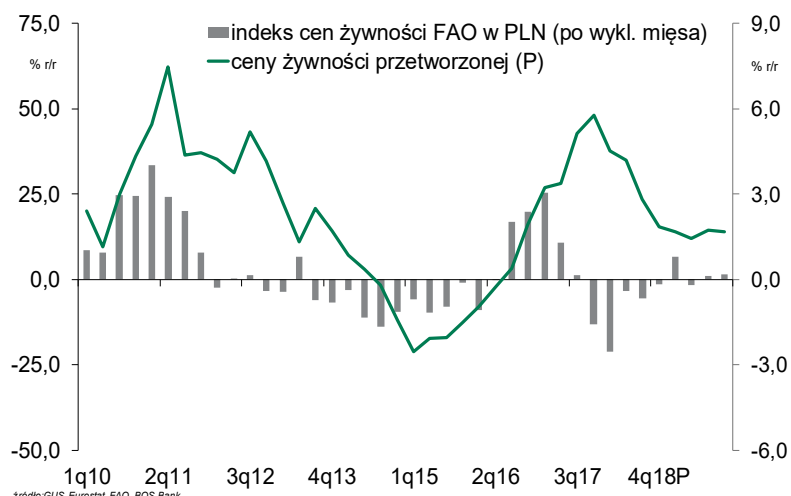


źródło: Bloomberg

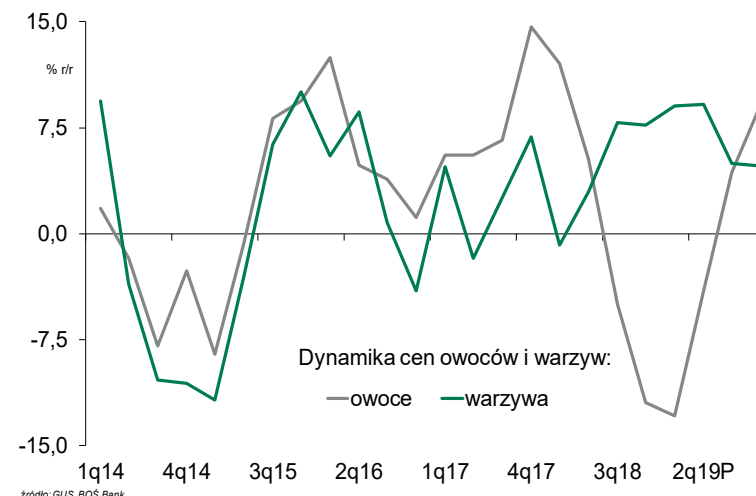
W 2019 r. oczekiwane utrzymanie niskiej dynamiki cen żywności przetworzonej, w trakcie roku rosnąca dynamika cen owoców i warzyw

- W 2019 r. oczekujemy stopniowego wzrostu dynamiki cen żywności, po jej solidnym spadku w trakcie 2018 r. Oczekujemy, że w ujęciu średniorocznym dynamika cen żywności może lekko obniżyć się wobec wyników z 2018 r.
- Oczekujemy stabilizacji dynamiki cen żywności przetworzonej przy: - wygaśnięciu efektów wysokiej bazy odniesienia (ten efekt skutkował silnym spadkiem dynamiki w II poł. 2018 r.) - bieżących niskich poziomach cen surowców żywnościowych, - założenia jedynie niewielkiego potencjału dla wzrostu cen surowców w całym 2019 r. W przypadku cen mięsa oczekujemy lekkiego wzrostu dynamiki cen w trakcie roku, po wyraźnym jej spadku na przełomie 2018 i 2019 r. Cały czas utrzymuje się wysoka niepewność prognozy z uwagi na ryzyka związane z ASF na rynku wieprzowiny.
- W trakcie 2019 r. oczekujemy wzrostu indeksu cen w grupie owoców i warzyw. Biorąc pod uwagę bardzo korzystne warunki atmosferyczne w 2018 r. i bardzo niskie ceny owoców w połowie i na jesieni 2018 r., założenie dot. zbiorów i cen bliższych przeciętnym implikuje solidny wzrost rocznej dynamiki cen w trakcie 2019 r. Ten efekt powinna w nieznacznym stopniu ograniczać (pod koniec roku) stosunkowo wysoka baza odniesienia dla cen warzyw bulwiastych (którym w II poł. 2018 r. zaszkoziła susza).
- W kwestii notowanego w br. wzrostu różnicy między cenami detalicznymi i hurtowymi na rynku żywności zakładamy, że w 2019 r. te wyższe różnice mogą jeszcze utrzymywać się przy utrzymujących się wyzwaniach kosztowych (tempo wzrostu płac, ryzyka dla cen energii). Jednocześnie nie zakładamy dalszego ich wzrostu gdyż w 2018 r. wyższym „marżom” sprzyjały obniżające się ceny surowców / ceny hurtowe żywności.

Sytuacja na rynku surowców żywnościowych przesłanką dla prognozy stabilnych dynamik cen żywności przetworzonej



Bardzo dobry urodzaj owoców w 2018 r. powodem większej zmienności rocznego indeksu cen w I. 2018 – 2019



Oczekiwana stabilizacja wskaźnika CPI w 2019 r. w przedziale 1,5% - 2,0% r/r



- Szacujemy, że średnioroczny wskaźnik inflacji CPI w 2019 r. wyniesie 1,8% r/r, tj. ukształtuje się na zbliżonym poziomie do wyniku za 2018 r. szacowanego przez nas na 1,6% r/r. W stosunku do 2018 r. oczekujemy nieco niższego wzrostu cen żywności oraz paliw, przy wyższym indeksie inflacji bazowej.
- W trakcie roku oczekujemy relatywnie stabilnego poziomu wskaźnika inflacji, pozostającego poniżej poziomu 2,0% r/r. Szacujemy, że w trakcie roku wyraźnie obniży się kontrybucja we wzrost inflacji CPI cen paliw, przy wzroście kontrybucji pozostałych kategorii.
- Bilans ryzyka dla prognozy inflacji CPI uważamy generalnie za symetryczny, przy zrównoważonych ryzykach dla cen surowców na rynkach światowych, ryzykach wyższego wzrostu cen w kategoriach inflacji bazowej silniej obniżających się w trakcie 2018 r., jednocześnie ryzyku niższego efektu kosztowego z tytułu wzrostu cen energii dla firm (jeżeli zgodnie z pojawiającymi się informacjami w 2019 r. żadne podmioty gospodarcze nie zostaną objęte podwyżkami cen).

W 2019 r. oczekiwana stabilizacja indeksu CPI w przedziale 1,5% - 2,0% r/r

% r/r średnio w okresie	1q18	2q18	3q18	4q18P	1q19P	2q19P	3q19P	4q19P	2017	2018P	2019P
CPI	1,5	1,7	1,9	1,5	1,8	1,8	1,8	1,9	2,0	1,6	1,8
żywność i napoje bezalkoholowe	4,0	3,3	2,2	1,1	1,1	1,9	2,4	2,8	4,2	2,6	2,0
alkohol i wyroby tytoniowe	1,0	1,7	1,7	1,4	1,6	1,8	1,8	2,5	1,0	1,5	1,9
paliwa	-2,0	8,6	15,1	10,9	10,9	5,0	2,2	1,9	7,5	8,1	5,0
nośniki energii	1,7	1,7	1,9	1,2	2,6	3,2	2,9	2,5	1,6	1,6	2,8
ceny administrowane (poza nośnikami energii, alkoholem i wyrobami tytoniowymi)*	1,7	1,8	2,0	2,2	2,5	2,8	2,8	2,7	1,5	1,9	2,7
inflacja CPI po wykl. cen żywności, energii, alkoholu i wyrobów tytoniowych, cen administrowanych*	0,6	0,1	0,4	0,5	0,7	0,7	0,9	1,0	0,4	0,4	0,8
inflacja bazowa po wykl. żywności i energii	0,8	0,6	0,8	0,9	1,1	1,2	1,3	1,5	0,7	0,8	1,3

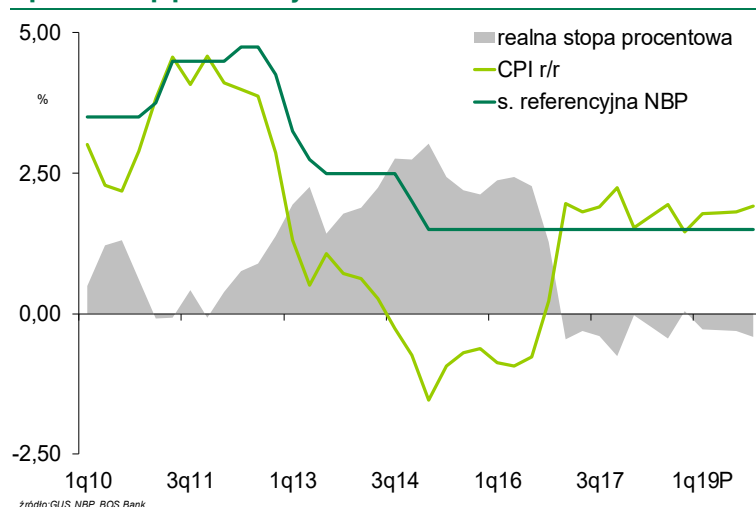
*szacunki własne

źródło: GUS, BOŚ Bank

W 2019 r. stabilne stopy procentowe NBP

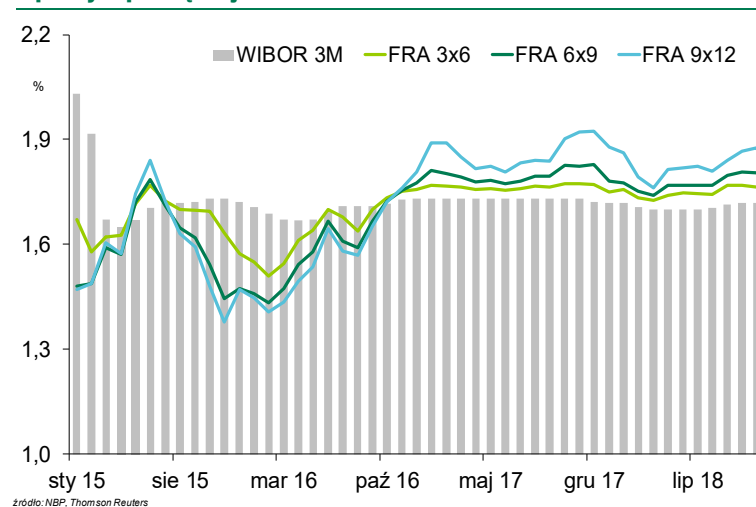
- Po okresowym wzroście oczekiwań rynkowych na szybsze podwyżki stóp procentowych w 2019 r. (okresowy wzrost prognoz inflacyjnych antycypujących wysoką skalę wzrostu cen energii elektrycznej), napływające zapowiedzi ograniczenia wzrostu cen oraz silniejszy spadek inflacji CPI pod koniec 2018 r. poskutkowały wyraźnym spadkiem tych oczekiwań.
- Biorąc pod uwagę, że bieżące dane inflacyjne są najistotniejszym czynnikiem wpływającym na decyzje dot. polityki pieniężnej większości członków RPP sądzymy, że prognoza utrzymującej się inflacji CPI w 2019 r. poniżej 2,0% r/r implikuje bardzo niskie prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych w 2019 r. Jednoznaczną preferencją Rady dla scenariusza stabilizacji stóp w 2019 r. potwierdza także utrzymanie bardzo łagodnej retoryki i *de facto* zapowiedź prezesa NBP A. Glapińskiego stabilnych stóp w przyszłym roku.
- Jednocześnie, zakładając, że w dłuższym okresie wzrosty rynkowe cen energii będą przekładać się na wyższe podwyżki cen zarówno dla firm, jak i konsumentów zakładamy silniejsze odbicie inflacji CPI po 2019 r. i zacieśnienie polityki pieniężnej w 2020 r. w warunkach silniejszego spadku realnych stóp procentowych. Ponadto wydaje się, że dla Rady będzie także istotne zakładane przez nas rozpoczęcie na przełomie 2019 i 2020 r. procesu podwyżek stóp procentowych w strefie euro co pozwala podtrzymać prognozę zacieśnienia krajowej polityki pieniężnej w dłuższym horyzoncie.

Prognoza niskiej inflacji CPI w 2019 r. implikująca stabilny poziom stóp procentowych NBP



źródło: GUS, NBP, BOS Bank

Po okresowym wzroście, wygaszenie oczekiwań na zacieśnienie polityki pieniężnej NBP w 2019 r.

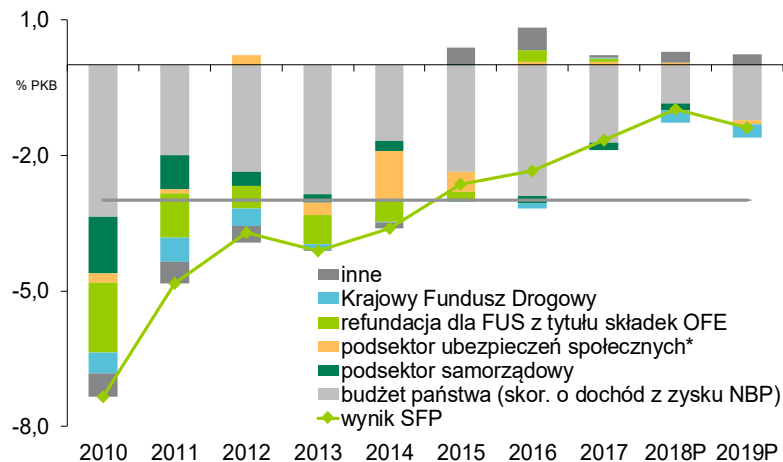


źródło: NBP, Thomson Reuters

W I. 2018 – 2019 deficyt SFP bliżej 0% niż 3,0% PKB

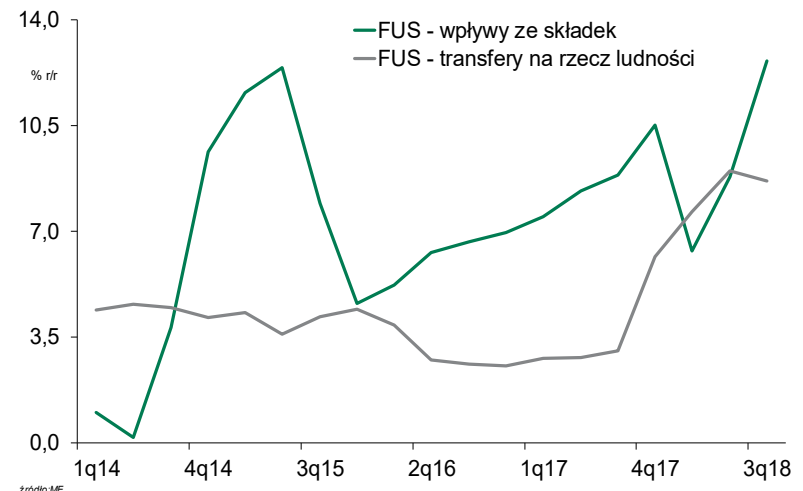
- Szacujemy, że w I. 2018 – 2019 deficyt sektora finansów publicznych (SFP) będzie wahał się wokół 1,0% PKB przy stopniowym trendzie wzrostowym od 2019 r. Dużo niższy poziom deficytu SFP wobec wcześniejszych prognoz to efekt: - lepszej od założeń sytuacji makroekonomicznej (w tym wyższego wzrostu spożycia gospodarstw domowych) stymulującego dochody budżetowe oraz niższego wykonania wydatków budżetu państwa, - lepszego wyniku JST (pomimo kumulacji wydatków inwestycyjnych), - dużo lepszego od oczekiwań wyniku FUS.
- Największą (co do skali) niespodzianką jest bardzo dobry wynik FUS (również po wykluczeniu środków z tzw. suwaka oraz anulowania pożyczki z budżetu państwa). Pomimo wyraźnego wzrostu wydatków (z uwagi na obniżenie wieku emerytalnego oraz silniejszych oznak negatywnych efektów demograficznych), bardzo silny wzrost wpływów ze składek poskutkowało dalszą poprawą wyniku FUS w 2018 r. Taka sytuacja jest efektem zmian w formie prawnej zatrudnienia (rosnący udział oskładkowanych umów o pracę), a w części także wyższym tempem wzrostu zatrudnienia w 2018 r. najprawdopodobniej przy rosnącym znaczeniu zatrudnienia migrantów. Te efekty nie odwrócą trendu pogorszenia wyniku FUS, przy narastaniu negatywnych efektów demograficznych, stąd w 2019 r. oczekujemy ponownego wzrostu deficytu SFP, szczególnie przy wciąż wysokiej skali wydatków publicznych w roku wyborczym.
- Biorąc pod uwagę powyższe oraz oczekując niewielkiej skali spowolnienia wzrostu PKB w 2019 r. oczekujemy lekkiego wzrostu deficytu SFP w 2019 r. do 1,3% PKB z ok. 1,0% PKB w 2018 r. Przy solidnym wzroście PKB i niskim poziomie deficytu oczekujemy spadku poziomu długu SFP wyraźnie poniżej poziomu 50% PKB.

Silniejszy spadek deficytu SFP w I. 2018-2019 ...



*skorygowany o anulowanie FUS pożyczki z budżetu państwa
źródło: MF, BGK, BFG, Eurostat, ZUS, BOŚ Bank

... przy dobrych wynikach FUS pomimo wyraźnego wzrostu wypłat emerytur

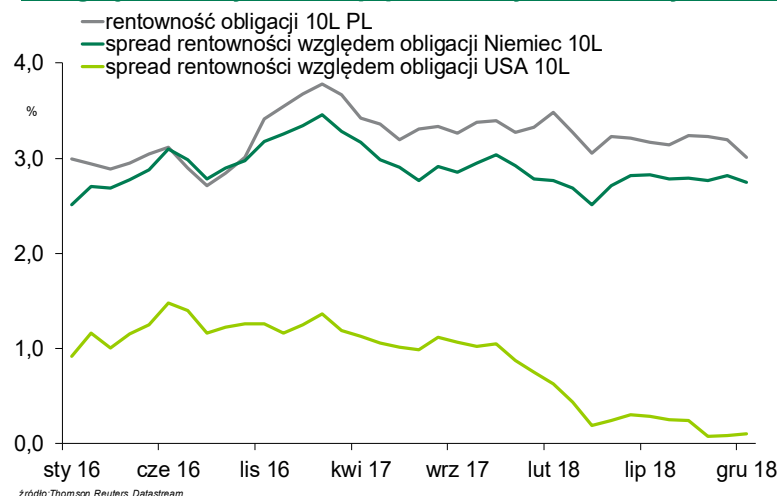


źródło: MF

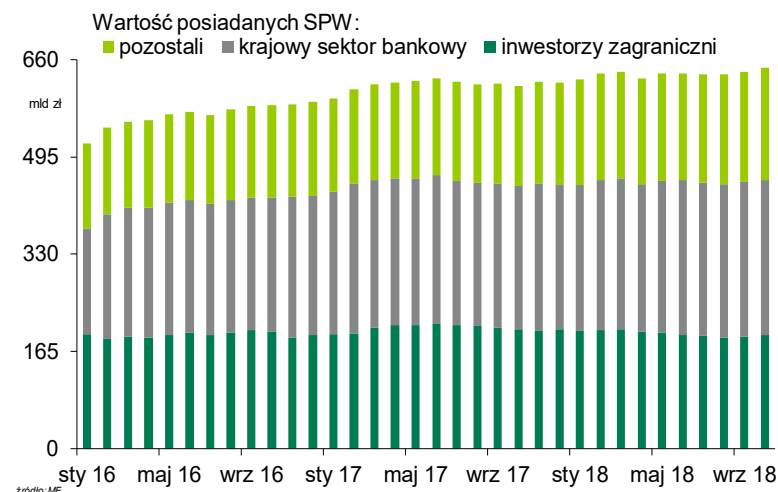
W II poł. 2019 r. silniejszy wzrost rentowności obligacji skarbowych

- W 2018 r. rentowności obligacji skarbowych ukształtowały się na poziomie wyraźnie niższym od oczekiwań. Na niższe poziomy rentowności wpłynęły: - stabilizacja stóp procentowych NBP oraz przestanie RPP co do długiego okresu stabilnych stóp (wpływające też na dłuższy koniec krzywej i na silny spadek spreadów wobec obligacji na rynkach bazowych); - niskie potrzeby pożyczkowe w warunkach korzystnej sytuacji fiskalnej, - wysoki popyt na krajowe SPW za strony sektora bankowego (brak obciążenia tych aktywów podatkiem bankowym), co istotnie ograniczało wzrost rentowności w okresie wzrostu globalnej premii za ryzyko i wyprzedaży obligacji przez inwestorów zagranicznych.
- Pomimo bardzo niskich rentowności SPW w 2018 r. oczekujemy ich wzrostu w 2019 r, szczególnie w dalszej części roku, w głównej mierze z tytułu założeń dot. perspektyw inflacyjnych po 2019 r. Przy naszej prognozie silniejszego wzrostu inflacji w 2020 r., rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych EBC na przełomie 2019 i 2020 r. oczekujemy w średnim okresie wzrostu rentowności na dłuższym końcu krzywej w warunkach już zdecydowanie mniej jednoznacznych oczekiwań dot. krótkoterminowych stóp procentowych NBP w długim okresie. Na krótkim końcu krzywej oczekujemy mniejszej skali wzrostu rentowności, przy oczekiwanych przez nas podwyżkach stóp dopiero w 2020 r.
- W 2019 r. oczekujemy lekkiego wzrostu potrzeb pożyczkowych, choć sytuacja fiskalna pozostanie bardzo korzystna.
- Jako wyższe oceniamy ryzyko niższego poziomu rentowności jako wypadkowej: - ryzyka późniejszego terminu podwyżek stóp procentowych EBC i NBP, - niższych rentowności na rynku bazowym, - ryzyka silniejszego wzrostu spreadu wobec rynków bazowych, gdyby wzrost globalnej awersji do ryzyka okazał się silniejszy wobec naszych założeń.

W trakcie 2018 r. silny spadek spreadu rentowności krajowych obligacji skarbowych wobec papierów na rynkach bazowych



Solidny, rosnący popyt na obligacje skarbowe ze strony krajowego sektora bankowego



Wskaźniki krajowe		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	1,6	1,4	3,3	3,8	3,1	4,8	5,0	4,0
Popyt krajowy	% r/r	-0,5	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,5	4,4
Spożycie indywidualne	% r/r	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,9	4,6	4,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,9	7,4	7,2
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	2,1	2,0	-1,3	0,6	0,8	0,1	-0,2	-0,2
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1 629	1 657	1 720	1 800	1 861	1 989	2 115	2 241
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,7	-1,1
	mld EUR	-14,5	-5,0	-8,5	-2,4	-2,2	0,7	-3,4	-5,7
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	15,1	15,7	16,5	13,0	10,0	11,1	12,5	16,5
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r, real.	0,0	2,5	3,6	4,3	4,4	3,2	5,3	4,9
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,0	-1,1	0,2	0,9	2,3	3,3	2,4	1,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	12,8	13,5	12,3	10,5	8,9	7,3	6,1	5,6
Inflacja CPI	% r/r, śr.	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	1,8
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,8	1,3
Depozyty ogółem	mld PLN	828,5	875,3	956,4	1 027,2	1 123,5	1 170,7	1 256,1	1 330,6
	% r/r	5,9	5,7	9,3	7,4	9,4	4,2	7,3	5,9
Kredyty ogółem	mld PLN	899,6	933,0	996,3	1 065,3	1 117,2	1 159,1	1 228,7	1 299,7
	% r/r	1,7	3,7	6,8	6,9	4,9	3,8	6,0	5,8
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,3	-1,7	-0,9	-1,4
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	53,7	55,7	50,2	51,1	54,1	50,5	49,2	48,3
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	2,75	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%, k.o.	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,70	1,70
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	3,07	2,99	1,78	1,56	2,01	1,69	1,45	1,90
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	3,17	3,77	2,13	2,21	2,87	2,66	2,25	2,90
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	3,72	4,32	2,51	2,94	3,62	3,29	3,00	3,70
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,09	4,15	4,26	4,26	4,42	4,17	4,25	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	3,10	3,01	3,51	3,90	4,18	3,48	3,70	3,63
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,39	3,38	3,54	3,94	4,12	3,57	3,73	3,71

Założenia zewnętrzne		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
PKB - USA	% r/r	2,2	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	2,9	2,5
PKB - strefa euro	% r/r	-0,8	-0,2	1,4	2,0	1,9	2,5	1,9	1,4
Inflacja (CPI) - USA	% r/r, śr.	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,4	1,8
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, śr.	2,5	1,4	0,4	0,0	0,2	1,5	1,7	1,4
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	1,50	2,50	3,00
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	2,80	3,05
Obligacje USA 10L	%, k.o.	1,77	3,05	2,18	2,28	2,46	2,42	2,90	2,90
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,75	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0,35	-0,15
Obligacje GER 10L	%, k.o.	1,30	1,94	0,54	0,63	0,20	0,42	0,30	0,70
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0,75	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,32	1,37	1,22	1,09	1,05	1,20	1,15	1,17
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	111,7	108,7	98,9	52,4	43,8	54,3	72,1	73,7

% 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 (gt. WPR) oraz rachunku kapitałowego (fundusze strukturalne)

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

Źródła danych historycznych: NBP, GUS, Thomson Reuters

Wskaźniki krajowe		1q18	2q18	3q18	4q18P	1q19P	2q19P	3q19P	4q19P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	5,3	5,1	5,1	4,6	4,5	4,4	3,8	3,6
Popyt krajowy	% r/r	6,6	4,4	6,2	4,7	4,8	4,8	4,1	3,8
Spożycie indywidualne	% r/r	4,7	4,9	4,5	4,6	4,4	4,3	4,2	4,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	8,2	4,7	9,9	7,0	7,4	8,3	6,5	6,8
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-1,3	0,7	-1,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,4	-0,2
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB mld EUR	-0,2	0,0	-0,4	-0,7	-0,8	-1,0	-1,2	-1,1
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r, real.	4,6	5,3	5,6	5,8	5,5	4,6	4,5	5,1
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,8	3,0	1,9	2,1	1,6	1,6	1,4	1,3
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	6,6	5,8	5,7	5,8	5,8	5,3	5,2	5,5
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	1,3	2,0	1,9	1,2	1,9	1,8	1,8	1,9
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	0,7	0,6	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,6
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.	1,70	1,70	1,72	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,47	1,61	1,54	1,45	1,55	1,60	1,75	1,90
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,34	2,53	2,53	2,25	2,45	2,65	2,80	2,90
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	3,16	3,20	3,24	3,00	3,20	3,35	3,50	3,70
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,21	4,36	4,27	4,25	4,28	4,28	4,26	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	3,41	3,74	3,68	3,73	3,73	3,72	3,70	3,66
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,58	3,77	3,76	3,74	3,75	3,74	3,72	3,71

Założenia zewnętrzne		1q18	2q18	3q18	4q18P	1q19P	2q19P	3q19P	4q19P
PKB - USA	% r/r	2,6	2,9	3,0	3,2	3,2	2,7	2,3	2,0
PKB - strefa euro	% r/r	2,4	2,2	1,7	1,3	1,3	1,2	1,5	1,6
Stopa funduszy federalnych Fed*	%, k.o.	1,75	2,00	2,25	2,50	2,75	2,75	3,00	3,00
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	2,80	2,85	2,85	3,05	3,05
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,76	2,88	3,09	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-0,35	-0,35	-0,35	-0,30	-0,15
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,49	0,30	0,47	0,30	0,35	0,40	0,55	0,70
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,23	1,17	1,16	1,14	1,15	1,15	1,15	1,16
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	66,9	74,5	75,1	71,9	71,5	73,5	74,8	75,0

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

* górna granica przedziału celu Fed (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: 929 476 710 zł wpłacony w całości.