

ANALIZY MAKROEKONOMICZNE  
**PRZEGLĄD KWARTALNY**

2 kwietnia 2019



**DEPARTAMENT RYNKÓW FINANSOWYCH I ANALIZ**

[bosbank.analizy@bosbank.pl](mailto:bosbank.analizy@bosbank.pl)

---

**ŁUKASZ TARNAWA**  
Główny Ekonomista

+48 696 405 159  
[lukasz.tarnawa@bosbank.pl](mailto:lukasz.tarnawa@bosbank.pl)

---

**ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA**  
Ekonomista

+48 515 111 698  
[aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl](mailto:aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl)

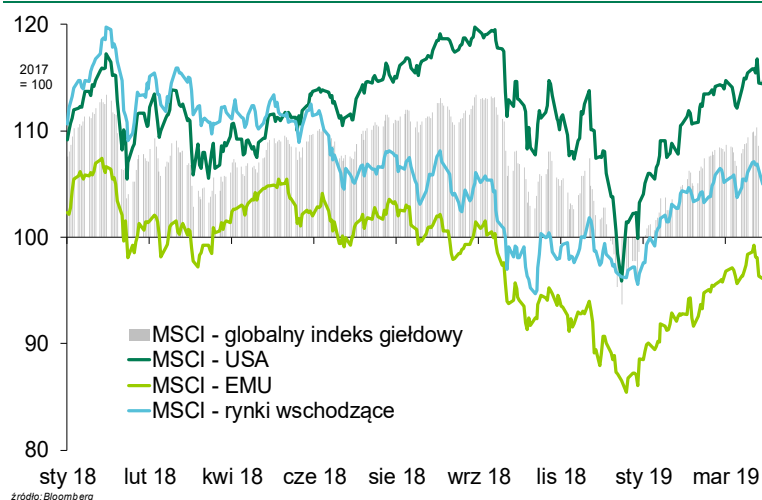
---

- Złagodzenie obaw przed eskalacją protekcjonizmu w globalnym handlu oraz wyraźne złagodzenie retoryki Fed i EBC poskutkowało solidną poprawą nastrojów na globalnym rynku finansowym.
- Dane z gospodarki globalnej wskazują na pogłębienie spowolnienia aktywności w przemyśle (szczególnie w strefie euro) oraz zdecydowanie bardziej stabilną sytuację w sektorze usług, przy wspierającej konsumpcję prywatną korzystnej sytuacji na rynku pracy w gospodarkach rozwiniętych.
- Pod koniec marca zdecydowano o przesunięciu terminu wyjścia Wielkiej Brytanii z UE na 12 kwietnia. Na obecną chwilę nadal trudno założyć, że w najbliższych dniach porozumienie wynegocjowane przez brytyjski rząd uzyska wymaganą większość w Izbie Gmin. Przy tym założeniu w kwietniu albo Wielka Brytania wniesie o dłuższy termin odsunięcia w czasie terminu brexitu, albo dojdzie do tzw. „bezumownego” brexitu. W bazowym scenariuszu oczekujemy odsunięcia brexitu o przynajmniej 12 miesięcy, niemniej skala kryzysu politycznego w Wielkiej Brytanii wskazuje na podwyższone ryzyko dla tego scenariusza.
- Przy założeniu powyższego scenariusza brexitu oraz braku eskalacji działań protekcjonistycznych w relacjach handlowych między USA a Unią Europejską (cła na samochody) oczekujemy wyhamowania dotychczasowego pogorszenia sytuacji w gospodarce globalnej, choć tempo wzrostu gospodarki globalnej będzie się w 2019 r. cały czas obniżało.
- W warunkach spowolnienia aktywności gospodarki globalnej (głównie w strefie euro) i silnego ograniczenia inwestycji publicznych w sektorze samorządów w Polsce oczekujemy obniżenia dynamiki PKB do 4,0% r/r z 5,1% r/r w 2018 r. Skalę tego spowolnienia w istotnym stopniu będzie ograniczać utrzymanie solidnego wzrostu spożycia gospodarstw domowych w warunkach poluzowania polityki fiskalnej w trakcie roku.
- W 2019 r. oczekujemy systematycznego wzrostu wskaźnika inflacji bazowej z tytułu efektów cyklicznych. Jednocześnie prognoza ograniczonego wzrostu cen paliw oraz założenie utrzymania na bardzo niskim poziomie cen energii elektrycznej skutkują prognozą niskiego wskaźnika inflacji średniorocznej na poziomie 1,5% r/r.
- W warunkach niskiego bieżącego poziomu inflacji oczekujemy stabilizacji stóp procentowych NBP na bieżącym poziomie do końca 2019 r.
- Choć w naszej ocenie planowane luzowanie fiskalne nie zagrozi przekroczeniem przez deficyt Sektora Finansów Publicznych progu 3% PKB, to wyraźnie wyższe potrzeby pożyczkowe poskutkują wzrostem rentowności krajowych obligacji skarbowych.

## W I kw. 2019 r. pozytywne odreagowania na globalnym rynku finansowym

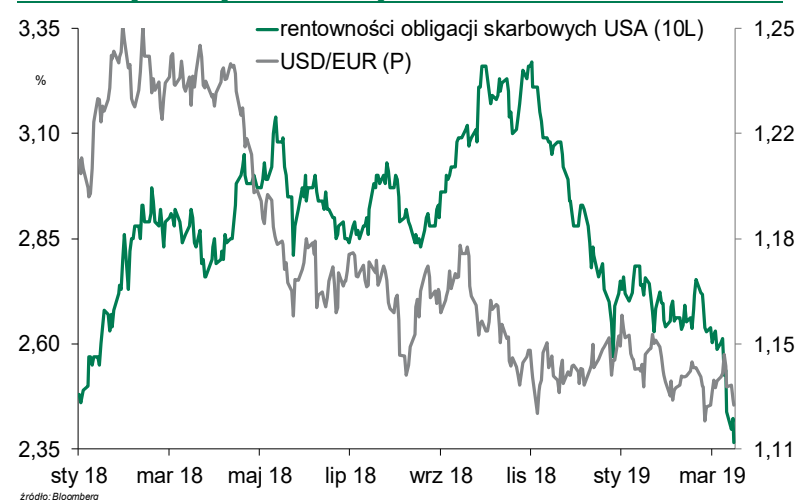
- I kw. 2019 r. przyniósł bardzo wysoką zmienność na globalnym rynku finansowym. Pomimo kolejnych redukcji prognoz wzrostu gospodarczego gospodarki globalnej, spowolnienia gospodarki USA w warunkach okresowego ograniczenia prac rządu federalnego (*shutdown*), komplikującej się sytuacji wokół brexitu, miał miejsce znaczący wzrost cen aktywów o wyższym profilu ryzyka i w dużym stopniu straty z IV kw. ub.r. zostały odrobione.
- Powodem poprawy nastrojów było pewne ograniczenie obaw dot. protekcjonizmu w globalnym handlu i tym samym perspektyw średniokresowych globalnego wzrostu gospodarczego, dzięki korzystnym informacjom nt. negocjacji między USA a Chinami. W kolejnych tygodniach nastroje rynkowe silnie wspierała także powszechna zmiana retoryki największych banków centralnych (w szczególności Fed) zapowiadająca oddalenie perspektywy zacieśnienia polityki pieniężnej.
- Wolniejsze tempo wzrostu gospodarczego oraz perspektywa łagodniejszej polityki pieniężnej głównych banków centralnych poskutkowały silnym spadkiem rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, najsilniejsza skala dostosowania miała miejsce w przypadku papierów amerykańskich.
- Na rynku walutowym zmienność notowań była natomiast sporo niższa, przy powszechnym efekcie złagodzenia retoryki banków centralnych (mniejszy wpływ na relacje cen poszczególnych walut) i ograniczeniu globalnej premii za ryzyko.

W I kw. w większości odreagowanie spadków na giełdach z IV kw. 2018 r.



źródło: Bloomberg

Z początkiem roku pogłębienie spadku rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych

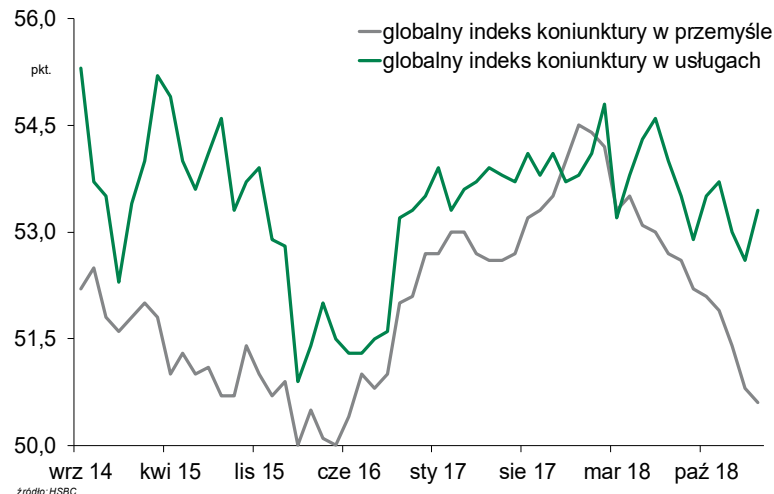


źródło: Bloomberg

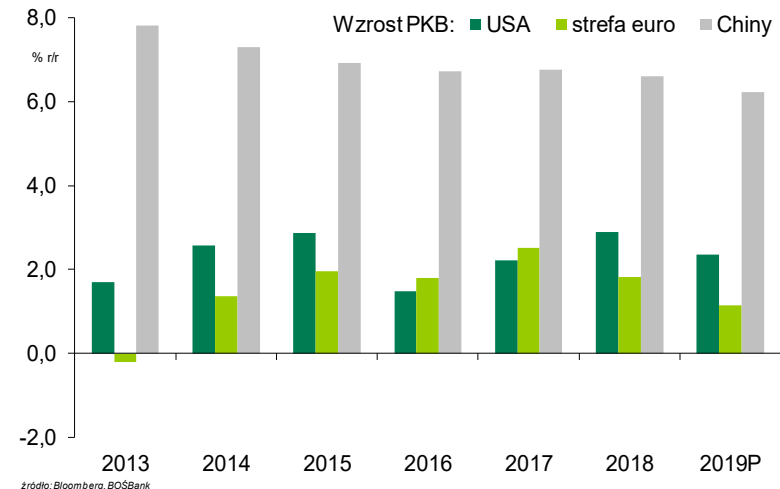
## W I kw. słabsze dane z gospodarki globalnej, ale wciąż szanse na lekkie odreagowanie w kolejnych kwartałach...

- Z początkiem br. dane makroekonomiczne wskazały na dalsze spowolnienie aktywności gospodarczej, przy bardzo silnym pogorszeniu w strefie euro oraz w mniejszym stopniu w USA i Chinach. Choć spore różnice dot. skali spowolnienia utrzymują się, to jednak początek roku przyniósł bardziej powszechny trend obniżenia dynamiki wzrostu.
- W ostatnich miesiącach bardzo silnie pogorszyła się sytuacja w globalnym przemyśle oraz globalnym handlu zagranicznym, przy wciąż sporej odporności sektora usług (także w strefie euro). Dzięki wciąż poprawiającej się, szczególnie na rynkach rozwiniętych, sytuacji na rynku pracy, wzrost gospodarczy stabilizują wydatki gospodarstw domowych, przy większych wyzwaniach po stronie inwestycji prywatnych.
- Te efekty, w połączeniu z zakładanym ograniczeniem czynników ryzyka (dalsze ograniczenie ryzyka protekcjonizmu w globalnym handlu, niepewności dot. brexitu) oraz wygasaniem efektów okresowych (np. problemy sektora motoryzacji w Niemczech, *shutdown* w USA) powinny w II poł. roku skutkować wyhamowaniem dotychczasowego spowolnienia. Perspektywy wzrostu PKB powinny wspierać także luzowanie polityki fiskalnej w wielu regionach (poza USA) oraz oddalenie perspektyw zacieśnienia (Fed, EBC) i luzowanie (chiński bank centralny) polityki monetarnej.
- Z drugiej strony słabe poziomy subindeksów zamówień w przemyśle, spowolnienie wzrostu prywatnych inwestycji (w wyniku dotychczasowej niepewności) oraz globalne spowolnienie w motoryzacji (ograniczenie popytu na samochody w USA oraz Chinach) wskazują, że wzrost gospodarczy będzie wyraźnie niższy. Ponadto, wskazują one na wciąż asymetryczny bilans ryzyka dla prognoz w kierunku niższego wzrostu (szczególnie w Europie).

### Z początkiem br. pogłębienie spowolnienia w globalnym przemyśle, przy stabilnej sytuacji w sektorze usług

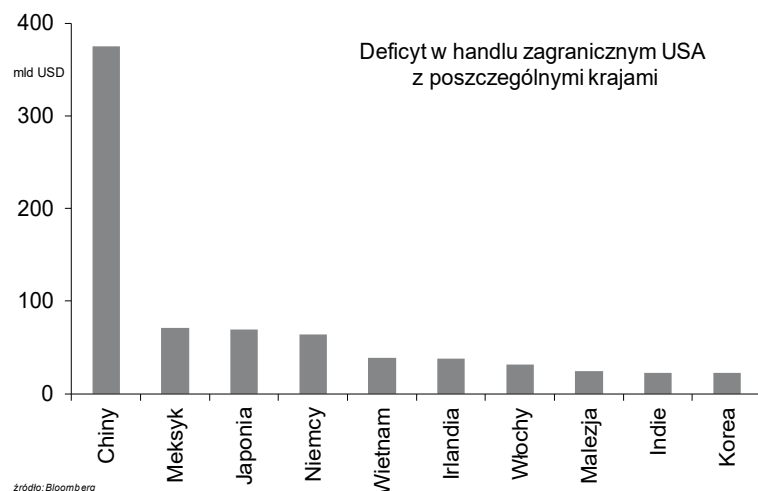


### W 2019 r. oczekiwane lekkie spowolnienie dynamiki PKB w gospodarce globalnej

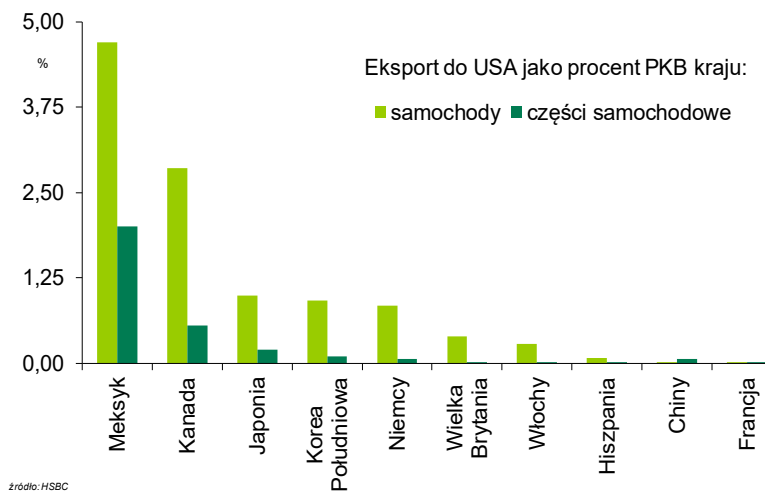


- Wstrzymanie kolejnej podwyżki ceł przez USA na import z Chin i rozpoczęcie negocjacji handlowych między USA a Chinami jest sygnałem ograniczenia ryzyka eskalacji tzw. „wojny handlowej”. Wg bieżących informacji realnym terminem uzgodnienia bilateralnej umowy handlowej jest koniec kwietnia br. Umowa ma zakładać zwiększenie importu Chin z USA, dostosowania w Chinach w kwestii ochrony własności intelektualnej oraz szerszego otwarcia na inwestycje zagraniczne, z kolei USA deklarują rezygnację z (zapowiedzianych w ub.r.) podwyżek stawek celnych.
- Gdyby powyższy scenariusz zmaterializował się, oznaczałoby to korzystniejsze założenia dot. polityki handlowej, wobec tych formułowanych pod koniec ub.r. Ten optymizm hamowany natomiast przez doświadczenie niejednokrotnych zwrotów w negocjacjach handlowych w przeszłości oraz wciąż otwarta kwestia relacji handlowych na linii USA – UE.
- W maju 2019 r. prezydent USA powinien zaproponować ewentualne działania dot. handlu w motoryzacji na podstawie przygotowanego przez administrację raportu (dotychczas nieupublicznionego). Na obecnym etapie podtrzymujemy dotychczasowy scenariusz braku eskalacji „wojny handlowej” USA – UE biorąc pod uwagę zdecydowanie mniejsze niż w przypadku Chin przyzwolenie polityczne i społeczne na eskalację napięć handlowych z UE oraz obawy przed silniejszym negatywnym wpływem ograniczenia aktywności w globalnym handlu.
- Przy bieżących trudnościach europejskiego sektora motoryzacji materializacja tego scenariusza ma kluczowe znaczenie dla perspektyw gospodarczych EMU, jednocześnie dotychczasowy przebieg negocjacji handlowych wskazuje, że scenariusz podwyższenia ceł na import samochodów z UE, nie należy traktować jako całkowicie nierealny.

### Chiny pozostają dla USA najważniejszym krajem z punktu widzenia polityki handlowej...



### ... choć w 2019 r. ważniejszy temat globalnego handlu w motoryzacji – kluczowy dla Europy



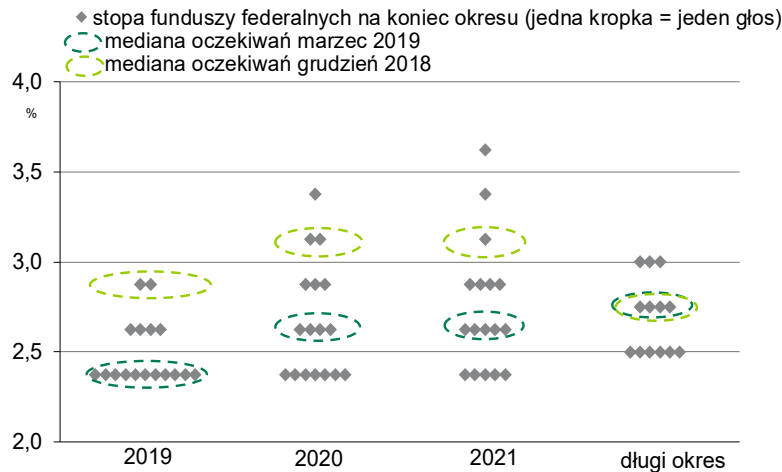
## ... oraz braku scenariusza brexitu bez umowy...

- Przebieg procesu brexitu w brytyjskim rządzie / parlamencie w ostatnich tygodniach nie daje żadnych konkretnych informacji, które pomogłyby w formułowaniu scenariuszy dot. terminu / przebiegu oraz warunków wyjścia Wielkiej Brytanii z UE.
- Na obecnym etapie większość parlamentarna pozostaje przeciwna przyjęciu umowy przygotowanej przez rząd (kolejne odrzucenie umowy w głosowaniu 29 marca), głównie przy zgłaszanych obiekcjach wobec mechanizmu backstop. Większość opowiada się także przeciwko wyjściu Wielkiej Brytanii z UE bez żadnej umowy. Jednocześnie podczas prac parlamentarnych (niewiążących dla rządu) nie uzyskano większości głosów dla żadnego potencjalnego rozwiązania (od odwołania brexitu do konkretnych projektów rozwiązań przyszłych relacji gospodarczo-politycznych). Debata parlamentarna w tej kwestii ma być kontynuowana w pierwszych dniach kwietnia.
- Obecnie obowiązującym terminem wyjścia kraju z UE jest 12 kwietnia, po przesunięciu tego terminu z 29 marca. Biorąc pod uwagę bieżący kryzys polityczny w dalszym ciągu uważamy, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest odsunięcie daty brexitu na dużo późniejszy termin (minimum 12 miesięcy), przeprowadzenie przedterminowych wyborów parlamentarnych oraz rozpoczęcie nowych negocjacji dot. warunków wyjścia Wielkiej Brytanii z UE. Na 10 kwietnia ustalono datę specjalnego szczytu UE dot. brexitu.
- Taki scenariusz wspiera generalnie duża przewaga przeciwników tzw. „bezumownego” wyjścia, przy niskim prawdopodobieństwie uzyskania większości parlamentarnej dla konkretnych rozwiązań, które mogłyby zostać wdrożone w perspektywie kilku tygodni, tak aby możliwe było wyjście kraju z UE przed 22 maja tj. przed wyborami do Parlamentu Europejskiego (dłuższy termin odsunięcia brexitu implikuje konieczność przeprowadzenia w Wielkiej Brytanii wyborów do Parlamentu Europejskiego zaplanowanych na maj 2019 r.).
- Materializacja powyższego scenariusza bazowego skutkowałaby zapewne poprawą nastrojów rynkowych oraz nastrojów przedsiębiorstw. Wydaje się także, że fakt zaplanowanych na maj 2019 r. wyborów do Parlamentu Europejskiego (i koniecznej decyzji czy Wielka Brytania weźmie w nich udział) ogranicza ryzyko scenariusza ponawianego wielokrotnie przesuwania terminu brexitu na krótki okres, także niebezpiecznego z punktu widzenia stabilności gospodarczej.
- Z drugiej strony musimy przyznać, że powyższy scenariusz jest obciążony ryzykiem. Bieżące wydarzenia mają charakter bezprecedensowy, a skala chaosu politycznego - znacząca. Co więcej, przy bieżącym braku zgody do podejmowania jakichkolwiek kroków, fakt, że brak działań może doprowadzić właśnie do scenariusza wyjścia bez umowy, co przekłada się na podwyższone ryzyko takiego scenariusza.

## ... przy sygnalizowanej łagodniejszej polityce pieniężnej Fed...

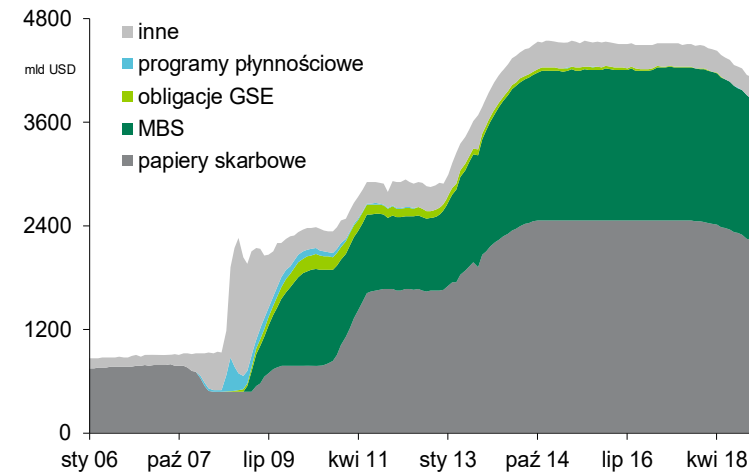
- Z początkiem 2019 r. FOMC zdecydowanie złagodził retorykę, dokonał zmian w zapisach *forward guidance*, wskazując na „cierpliwość co do dalszych zmian w polityce pieniężnej”. Na posiedzeniu w marcu członkowie komitetu istotnie obniżyli prognozy dot. ścieżki stóp procentowych (stabilizacja stóp w br. i podwyżka jedynie o 25 pkt. baz. w 2020 r.)
- Ponadto, FOMC zapowiedział zmiany w polityce bilansu Fed. W III kw. br. zakończy się proces ograniczania sumy bilansowej (od tego momentu FOMC będzie dokonywał zakupu środków o równowartości zapadających instrumentów dłużnych, przy zwiększaniu w strukturze udziału obligacji skarbowych i zmniejszaniu udziału instrumentów MBS).
- Powodem zmiany retoryki była rosnąca niepewność co do rozwoju sytuacji zewnętrznej oraz utrzymująca się niska inflacja, w tym inflacja bazowa.
- Biorąc pod uwagę zmianę retoryki FOMC oraz nasze założenia makroekonomiczne oczekujemy, że do 2020 r. stopy procentowe Fed pozostaną na obecnym poziomie 2,25% - 2,50% dla głównej stopy funduszy federalnych. Choć nasz scenariusz bazowy zakłada ograniczenie czynników ryzyka dla globalnego wzrostu gospodarczego w II poł. roku, to w tym okresie oczekiwane stopniowe hamowanie dynamiki PKB w USA oraz zakładany wciąż wolny wzrost inflacji będą ograniczały skłonność FOMC do zacieśnienia polityki pieniężnej.
- Jednocześnie, zakładając brak materializacji scenariuszy negatywnych, nie widzimy w nadchodzących miesiącach przestrzeni dla obniżki stóp procentowych Fed.

### W 2019 r. istotne ograniczenie oczekiwań FOMC co do skali zacieśnienia polityki pieniężnej...



źródło: Federal Reserve

### ... i zapowiedź wcześniejszego zakończenia procesu redukcji sumy bilansowej Fed



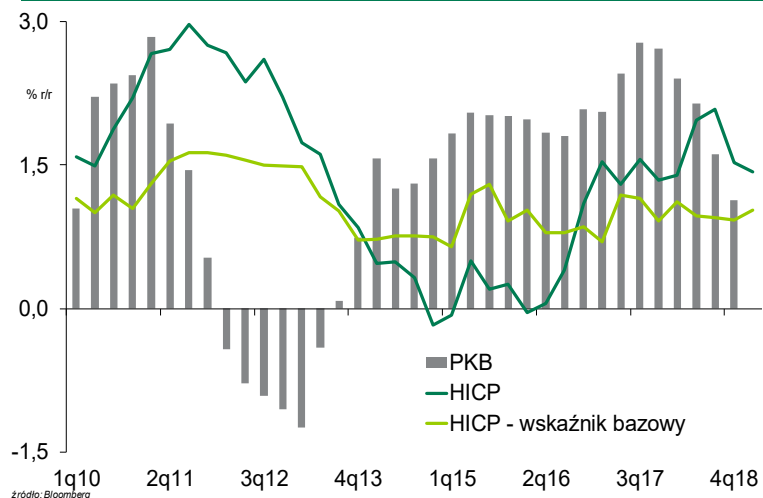
źródło: Federal Reserve

## ... oraz Europejskiego Banku Centralnego

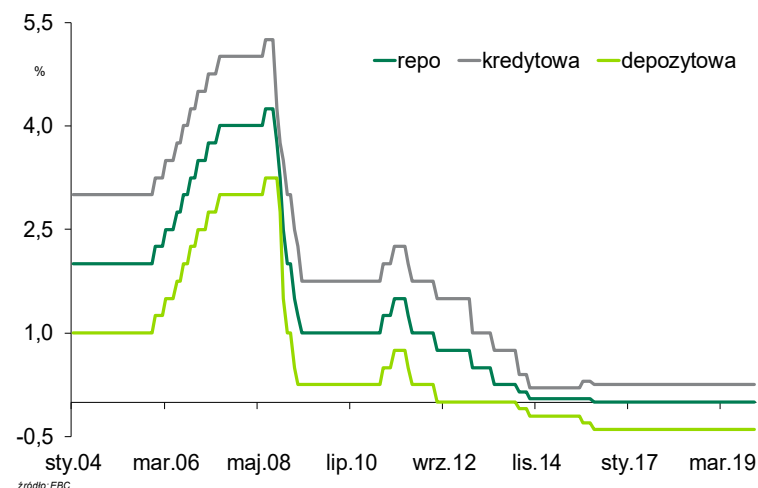


- Na posiedzeniu w marcu rada EBC zmieniła zapisy komunikatu dot. *forward guidance* zapowiadając „stabilizację stóp procentowych przynajmniej do końca br.”, wobec dotychczasowych zapisów wskazujących najwcześniejszy termin podwyżki w IV kw. 2019 r. Ponadto rada ogłosiła przeprowadzenie w III kw. br. trzeciej serii programu TLTRO – dedykowanych pobudzeniu akcji kredytowej dłuższych operacji refinansujących banki komercyjne.
- Celem działań rady było zwiększenie akomodacyjności i poprawa transmisji polityki pieniężnej w warunkach silniejszego od założeń spowolnienia wzrostu gospodarczego w strefie euro i utrzymującego się podwyższonego ryzyka dla prognoz gospodarczych. Przesłanką była też utrzymująca się na bardzo niskim poziomie inflacja bazowa.
- Podczas konferencji prasowej prezes EBC powiedział, że pomimo korekty prognoz rada jako niskie ocenia ryzyko recesji z uwagi na solidną sytuację na rynku pracy i stabilne wydatki gospodarstw domowych, niemniej gdyby sytuacja gospodarcza pogorszyła się silnie od prognoz, bank ma do dyspozycji wiele narzędzi luzowania polityki monetarnej.
- Bieżąca sytuacja gospodarcza oraz decyzja EBC skutkuje zmianą scenariusza bazowego ścieżki stóp procentowych w strefie euro, tj. odsunięciem w czasie prognozowanej podwyżki stóp procentowych. Biorąc pod uwagę założenie odbicia aktywności gospodarczej w strefie euro w II poł. br. zakładamy, że do podwyżki stopy depozytowej może dojść w II kw. 2020 r., z kolei do podwyżki stopy repo - pod koniec 2020 r. Zakładane bardzo wolne tempo zacieśnienia polityki pieniężnej w dłuższej perspektywie wynika z założeń bardzo powolnego wzrostu inflacji.

### Znacząco niższe tempo wzrostu gospodarczego oraz utrzymująca się niska inflacja...



### ... powodem wydłużenia perspektywy stabilnych stóp procentowych EBC

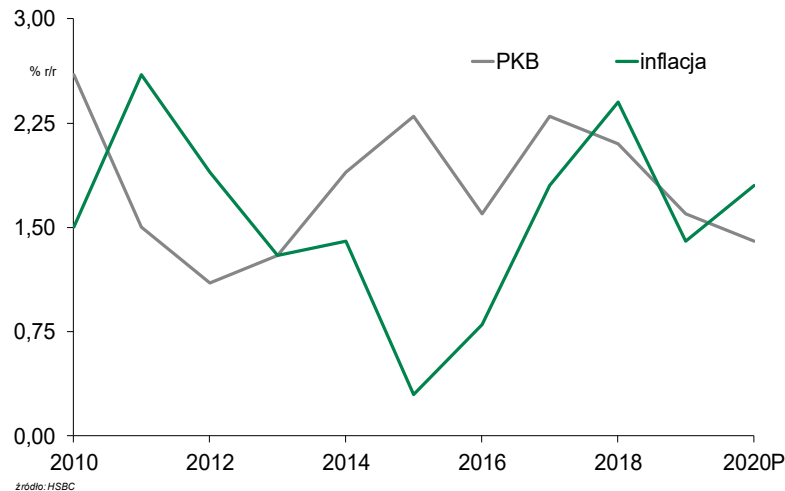




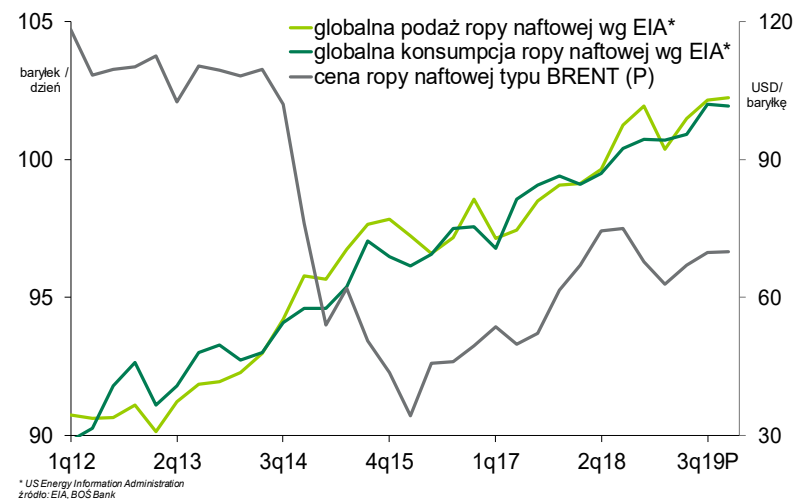
## Zakładane stabilizowanie się cen ropy naftowej blisko 70 USD/baryłkę...

- Po wyraźnym spowolnieniu wskaźników inflacji na rynkach rozwiniętych dzięki silnym spadkom cen energii na przełomie roku (reakcja na korektę spadkową cen ropy naftowej) inflacja w 2019 r. zapewne będzie utrzymywała się na bieżących niższych poziomach, przy prawdopodobnym stopniowym wzroście wskaźników inflacji bazowej z uwagi na korzystną sytuację na rynku pracy i lekkie przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń.
- Wzrost wskaźnika inflacji ogółem hamowany będzie zakładane stabilizowanie się w kolejnych kwartałach notowań ropy naftowej.
- W 2018 r. czynnikiem determinującym podwyższoną zmienność cen surowca były zmieniające się perspektywy podaży (sytuacja w Wenezueli, Iranie, decyzje OPEC). Wg prognoz Energy Information Administration na przełomie roku odnotowano ograniczenie dotychczasowego niedopasowania po stronie podaży i popytu na rynku surowca.
- Zakładając bardziej stabilny wzrost podaży w br. oraz ograniczoną skalę spowolnienia wzrostu popytu (sytuacja w gospodarce globalnej) oczekujemy, że cena ropy będzie w kolejnych kwartałach kształtować się w okolicach poziomu 70 USD/baryłkę.
- W najbliższym czasie nie można natomiast wykluczyć okresowej presji na wzrost cen z powodu ograniczeń podażyowych po silnych powodziach w USA w marcu.

### Stabilizowanie się inflacji na niższym poziomie w krajach rozwiniętych...



### ... w części efektem wyhamowania wzrostu cen ropy naftowej



## ... łagodna retoryka głównych banków centralnych i stabilizowanie się cen surowców pozytywne dla aktywów rynków wschodzących

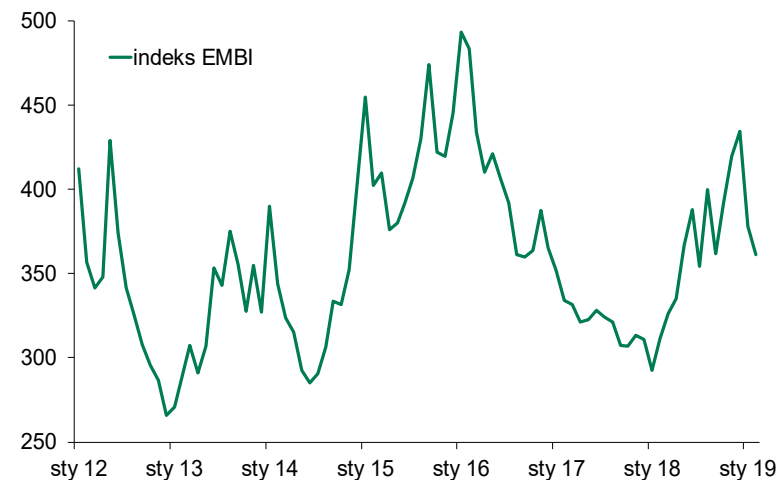
- Niższe ryzyko z tytułu relacji handlowych USA – Chiny, stabilizacja sytuacji na rynku surowców energetycznych, a przede wszystkim wyraźne złagodzenie retoryki Fed było czynnikiem istotnie wspierającym aktywa rynków wschodzących z początkiem 2019 r., po solidnej przecenie z 2018 r. W pierwszych tygodniach br. odnotowano solidny wzrost napływu kapitału zagranicznego na te rynki.
- Jeżeli ostatecznie dojdzie do podpisania umowy handlowej USA – Chiny i ryzyka dla gospodarki chińskiej będą słabnąć, wyższy popyt na aktywa rynków wschodzących w trakcie 2019 r. może utrzymywać się.
- Jednocześnie, jak potwierdza to lekkie osłabienie napływu kapitału w marcu, jeżeli perspektywy gospodarki globalnej będą nadal pogarszać się, efekt wzrostu awersji do ryzyka będzie silniej negatywnie wpływał na te aktywa wobec pozytywnego efektu mniej restrykcyjnej polityki monetarnej w USA.
- Skala tej poprawy z pewnością nie będzie porównywalna z tą notowaną w 2017 r., przy zakładanym w scenariuszu bazowym utrzymaniu wyraźnie niższego wzrostu globalnej gospodarki, jak również notowanego obecnie wyższego niż w tamtym okresie kosztu finansowania. Ponadto cały czas na podwyższonym poziomie utrzymuje się ryzyka sytuacji politycznej w poszczególnych państwach. Choć problemy lokalne poszczególnych rynków wydają się mniejsze niż w 2018 r., to silne spowolnienie aktywności gospodarczej i wzrost kosztu obsługi długu Turcji, jak również dalsza deprecjacja argentyńskiej waluty wskazują, że utrzymują się obszary podwyższonego ryzyka.

### Na przełomie roku wyższy napływ kapitału zagranicznego na rynki wschodzące...



źródło: Barclays

### ... przy pozytywnym wpływie złagodzenia retoryki głównych banków centralnych



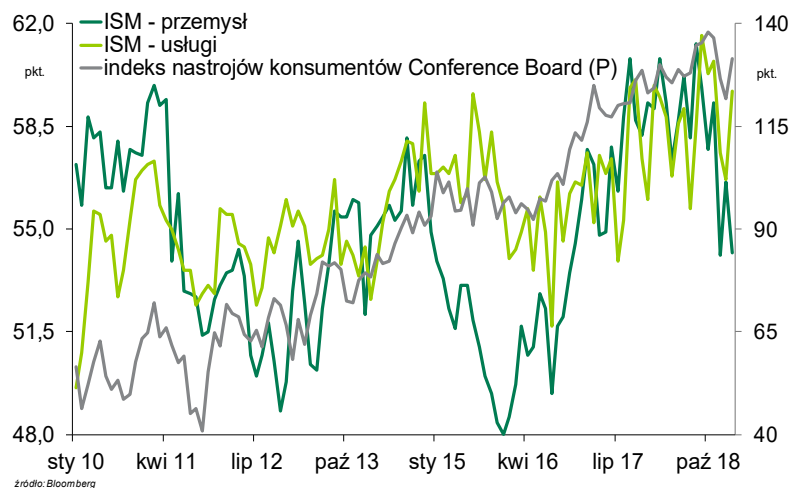
źródło: Bloomberg

## Na przełomie roku także USA w grupie krajów notujący wolniejszy wzrost gospodarczy...

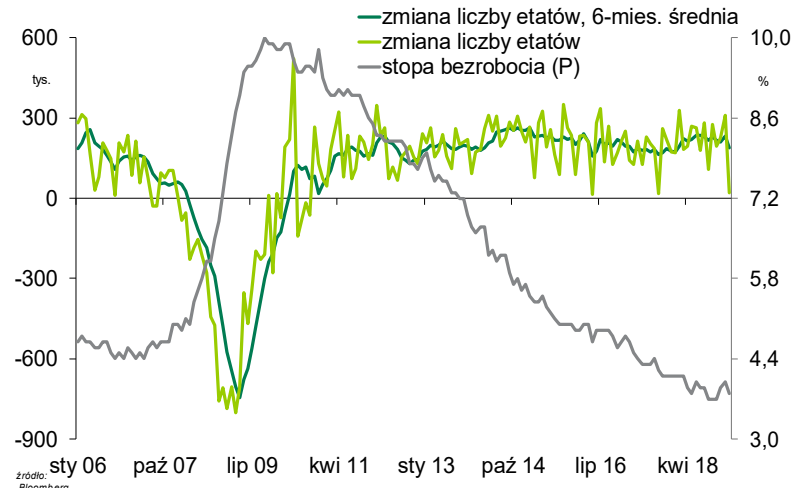


- Gospodarka amerykańska w dalszym ciągu radzi sobie relatywnie dobrze w warunkach globalnego spowolnienia aktywności, choć dane ze sfery realnej wskazują na wyraźnie niższe tempo wzrostu aktywności z początkiem roku. Trudno jednak na obecnym etapie ocenić w jaki stopniu to spowolnienie wynika z okresowego ograniczenia aktywności rządu federalnego (*shutdown*) na przełomie roku, a na ile z globalnego efektu wyraźnie niższej aktywności w przemyśle.
- Choć indeks koniunktury ISM dla sektora przemysłu obniżył się na przełomie roku bardzo mocno, w dalszym ciągu kształtuje się na solidnym poziomie. Aktywność gospodarcza w USA cały czas bowiem jest wspierana przez stabilny popyt krajowy, a stabilna sytuacja gospodarstw domowych skutkuje utrzymaniem indeksów koniunktury w usługach oraz wskaźników koniunktury konsumentów blisko lokalnych maksimum.
- Choć lutowy spadek liczby nowych miejsc pracy może niepokoić – szczególnie w kontekście notowanego globalnego spowolnienia aktywności – to uważamy, że w decydującym stopniu na te dane wpływały efekty jednorazowe (m.in. *shutdown*). Choć spadek dynamiki zatrudnienia w kolejnych miesiącach jest prawdopodobny, póki co nie ma jednoznacznych sygnałów silniejszego spowolnienia aktywności, które płynęłyby z amerykańskiego rynku pracy przy niskim poziomie stopy bezrobocia, wyższym tempie wzrostu wynagrodzeń i wzroście liczby aktywnych zawodowo.
- Oczekujemy, że prawdopodobne solidne spowolnienie dynamiki PKB w I kw. będzie miało charakter okresowy i w II kw. nastąpi odregowanie tego spadku.

**Na przełomie roku wyraźne pogorszenie koniunktury w przemyśle, wciąż niezła sytuacja w sektorze usług**



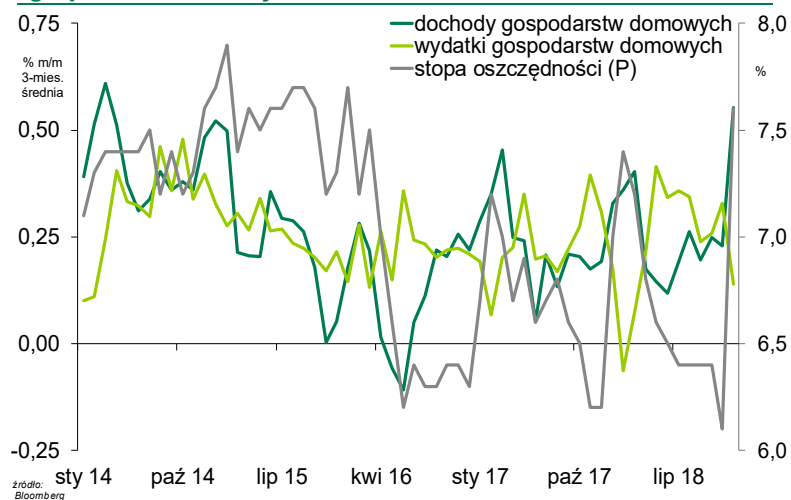
**Oczekiwane jedynie stopniowe tempo obniżenia dynamiki zatrudnienia, pomimo bardzo słabych lutowych danych**



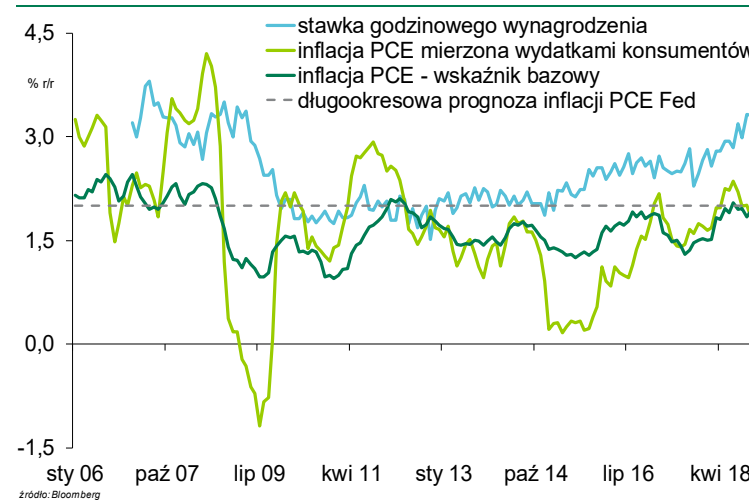
## ... w bazowym scenariuszu zakładana jedynie ograniczona skala spowolnienia wzrostu...

- Choć wyraźne spowolnienie aktywności z początkiem br. będzie miało charakter okresowy, to w trakcie 2019 r. oczekujemy lekkiego spowolnienia wzrostu aktywności gospodarczej w USA w warunkach:
  - stopniowego wygasania pozytywnego wpływu impulsu fiskalnego podbijającego wzrost inwestycji prywatnych i wydatków gospodarstw domowych oraz wydatki publiczne (nasilenie tego efektu w 2020 r.),
  - konieczności trwalszego efektu wzrostu oszczędności gospodarstw domowych, po jej spadku w trakcie 2018 r.,
  - wyższego kosztu finansowania z uwagi na zacieśnienia polityki pieniężnej Fed w I. 2017 – 2018,
  - wolniejszego wzrostu w globalnym handlu, który dotknie także gospodarkę amerykańską, choć w mniejszym stopniu w porównaniu do najbardziej otwartych gospodarek Azji czy Europy.
- Czynnikiem ograniczającym silniejszą skalę spowolnienia będzie nadal poprawiająca się sytuacja dochodowa konsumentów w warunkach przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń oraz założenia ograniczenia ryzyka związanego z gospodarką globalną. Zakładamy, że w 2019 r. dynamika PKB w USA obniży się do 2,3% - 2,5% r/r wobec 2,9% w ub.r.
- Przy dość optymistycznym scenariuszu bazowym uważamy, że bilans ryzyka dla prognoz wskazuje na wyższe ryzyko silniejszego spowolnienia gospodarki, głównie w aspekcie sytuacji zewnętrznej. Ponadto o ile stopniowy wzrost wynagrodzeń będzie wspierał sytuację gospodarstw domowych, to ewentualne jego przyspieszenie i brak wzrostu inflacji mogą silnie negatywnie wpływać na sytuację finansową przedsiębiorstw.

### W trakcie 2019 r. konieczna większa skala oszczędności gospodarstw domowych...



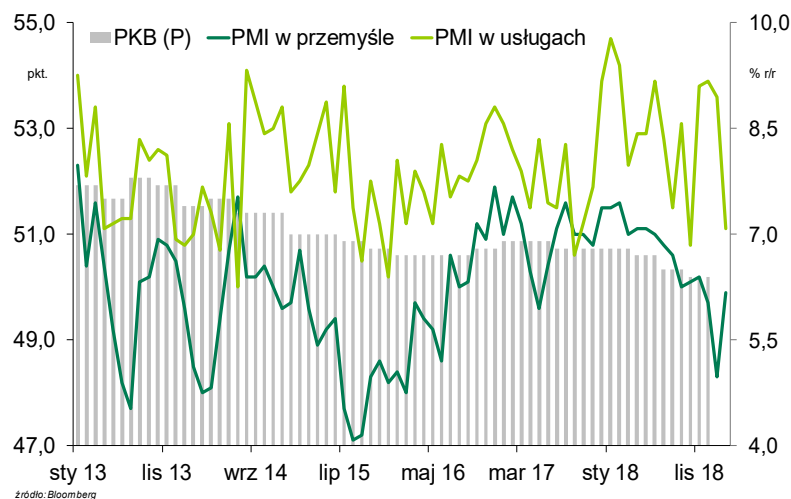
### ... choć przy wyższym wzroście dochodów nie musi skutkować bardzo silnym ograniczeniem konsumpcji prywatnej



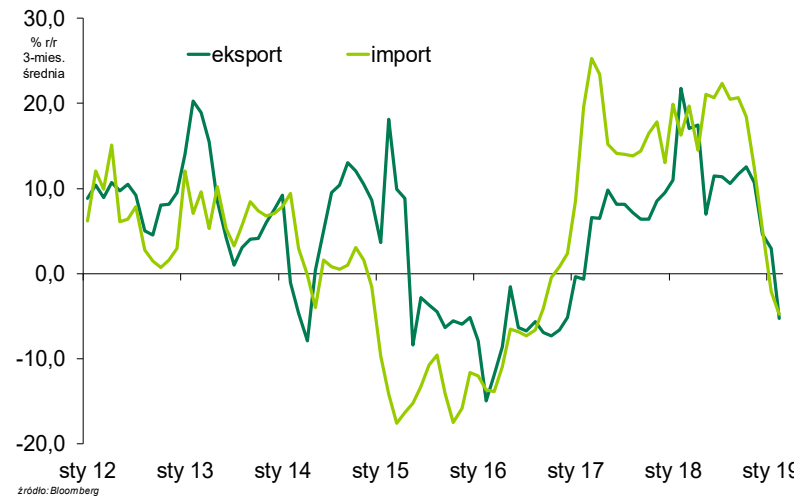
## ... podobnie w przypadku gospodarki chińskiej...

- Rozwój relacji handlowych Chiny – USA jest bardzo istotny z punktu widzenia perspektyw wzrostu gospodarki chińskiej, silniej zależnej od sytuacji zewnętrznej. Dane publikowane pod koniec 2018 r. oraz z początkiem br. wskazują na nasilający się negatywny wpływ sytuacji w globalnym przemyśle na dane dot. handlu zagranicznego w Chinach oraz chińskiego przemysłu.
- Bieżące dane dot. wskaźników koniunktury nie wskazują póki co na perspektywę silnego spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego, przy pewnym wyhamowaniu trendu spadkowego wskaźników koniunktury w przemyśle oraz generalnie dość stabilnej sytuacji w usługach.
- W porównaniu do sytuacji sprzed kilku miesięcy perspektywy relacji handlowych Chiny – USA można uznać za korzystniejsze (rozpoczęcie z początkiem 2019 r. rozmów dot. umowy handlowej i dobrze oceniane przez stronę amerykańską negocjacje), co poprawia perspektywy wzrostu gospodarczego w stosunku do obaw formułowanych przed kwartałem. Jednocześnie przy tej poprawie perspektywy gospodarcze pogarsza silniejsze spowolnienie aktywności gospodarczej w strefie euro, Japonii i części rynków wschodzących.
- Biorąc pod uwagę powyższe podtrzymujemy założenia obniżenia dynamiki PKB w 2019 r. do 6,2% - 6,3% r/r, wobec 6,6% r/r odnotowanych w 2018 r.

**Utrzymujący się trend stopniowego obniżenia dynamiki PKB w Chinach**



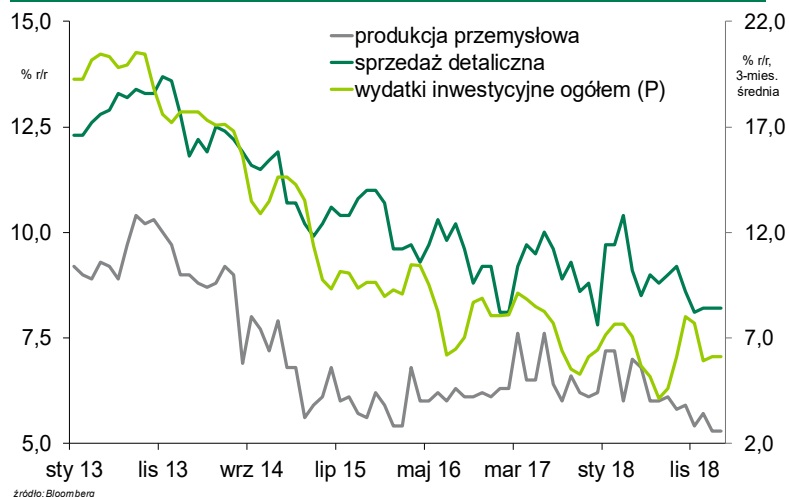
**Na przełomie roku silniejszy negatywny wpływ spowolnienia w globalnym przemyśle**



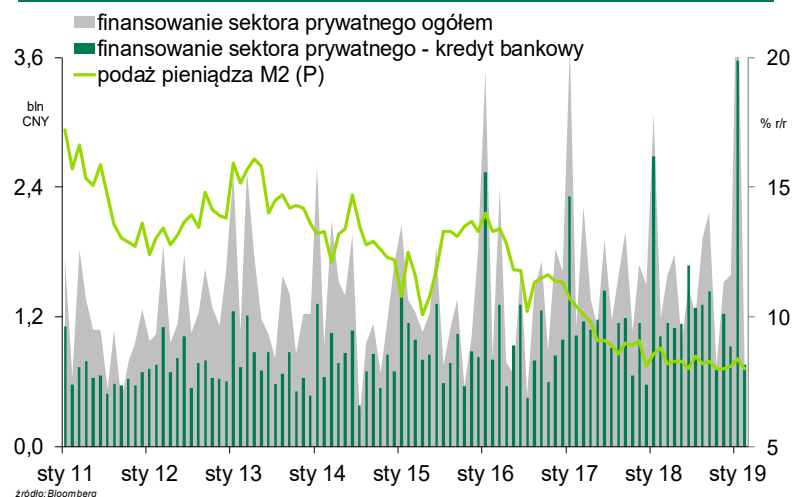
## ... którą stabilizować powinny działania polityki gospodarczej

- Od wielu miesięcy jako najważniejszy czynnik stabilizujący perspektywy gospodarcze Chin wskazywana jest polityka gospodarcza zarówno poprzez luzowanie polityki fiskalnej jak i monetarnej. Na corocznym Ogólnochińskim Zgromadzeniu Przedstawicieli Ludowych władze wyznaczyły cel wzrostu PKB nie niższy niż 6,0% r/r (dotychczas 6,5% r/r) zapowiadając ograniczenie obciążeń podatkowych dla przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych, zwiększenie wydatków publicznych oraz poluzowanie polityki pieniężnej.
- Publikowane na przełomie roku dane dot. statystyk monetarnych wskazują na wzrost dostępności finansowania w gospodarce, jednocześnie przy spójnym z założeniami reform wzroście znaczenia finansowania bankowego sektora prywatnego.
- Jednocześnie przy ograniczonej (porównując historycznie) skali luzowania polityki gospodarczej, dalsze obniżenie dynamiki PKB w kolejnych kwartałach jest bardzo prawdopodobne.
- Zgodnie z formułowanymi deklaracjami, impuls gospodarczy w większym stopniu ma dotyczyć sektora prywatnego, co powinno stabilizować korzystne wskaźniki inwestycji firm i konsumpcji (choć zakończenie programu dopłat do zakupu samochodów będzie pogarszało statystyki wydatków konsumentów). Po sporym spowolnieniu w trakcie 2018 r., w kolejnych miesiącach można także oczekiwać ożywienia inwestycji infrastrukturalnych, niemniej skala tego wzrostu będzie ograniczona ze względu na niechęć władz do zbyt silnego odchodzenia od wdrażanych reform strukturalnych ograniczenia zadłużenia publicznego i przedsiębiorstw publicznych.

### Wyhamowanie spadku dynamiki sprzedaży detalicznej i inwestycji i utrzymanie słabszych danych z przemysłu



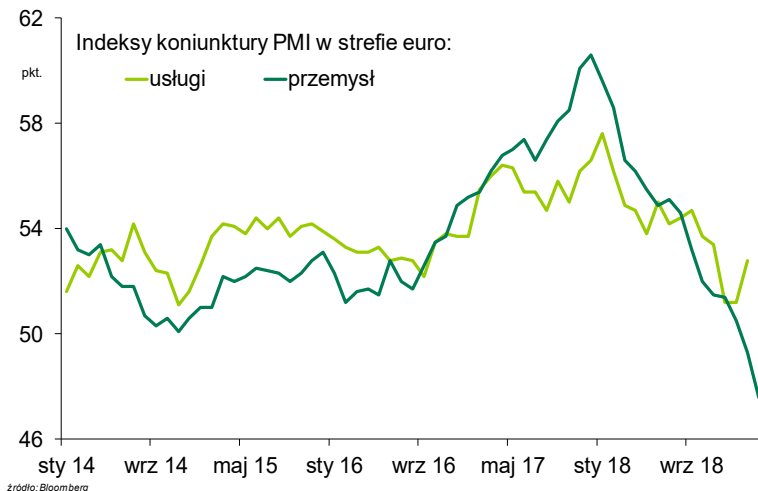
### Wyhamowanie dotychczasowego pogorszenia wskaźników monetarnych i poprawa dostępu do finansowania



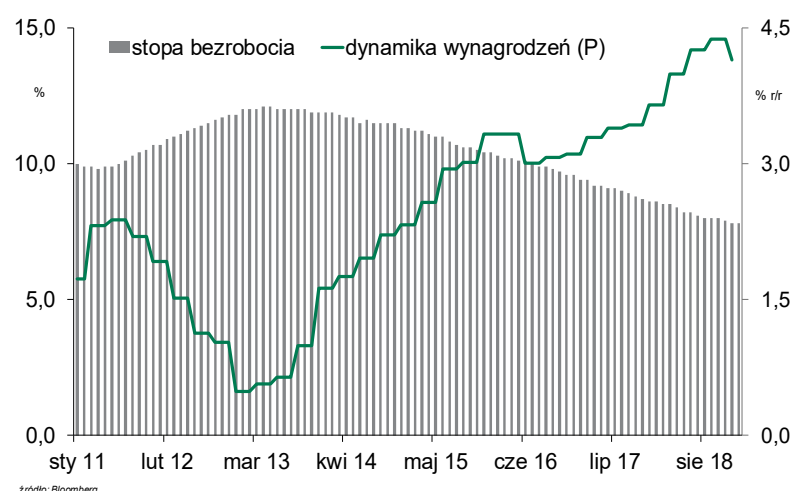
## Istotne wyzwania dla gospodarki strefy euro...

- Na przełomie roku odnotowano silniejsze spowolnienie aktywności gospodarczej w strefie euro, przy tąpnięciu aktywności w przemyśle na co wpływa wyraźne ograniczenie aktywności w globalnym handlu. Ponadto kumulacja czynników niepewności – najsilniejsza w strefie euro – dodatkowo negatywnie wpływa na nastroje podmiotów gospodarczych oraz decyzje inwestycyjne. Przy pewnej poprawie perspektyw relacji handlowych USA – Chiny w dalszym ciągu otwarta pozostaje kwestia relacji handlowych USA – UE, głównie w zakresie polityki handlowej w motoryzacji. Wciąż nie ma także ostatecznych decyzji dot. terminu i warunków brexitu.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia dot. stabilizowania się sytuacji w globalnym handlu i uniknięcia w scenariuszu bazowym brexitu bez umowy uważamy, że w II poł. br. dynamika PKB w strefie euro może lekko przyspieszyć, niemniej przy trendzie spadkowym wzrostu w gospodarce globalnej, skala tej poprawy będzie ograniczona. Zakładamy, że w br. dynamika PKB w strefie euro może tylko minimalnie przekroczyć poziom 1,0% r/r. Sytuację gospodarczą póki co stabilizuje popyt wewnętrzny, wciąż solidna sytuacja na rynku pracy i rosnące tempo dochodów wspiera konsumpcję prywatną. W części krajów w 2019 r. zwiększy się także skala wydatków publicznych.
- Jednocześnie biorąc pod uwagę dotychczasową skalę spowolnienia oraz kumulujące się wokół Europy czynniki ryzyka, założenia dot. gospodarki strefy euro obarczone są wysokim ryzykiem. W przypadku materializacji scenariuszy alternatywnych skala spowolnienia eksportu byłaby dużo silniejsza, skutkując pogorszeniem sytuacji na rynku pracy, wzrostem stopy oszczędności i dostosowaniami także po stronie popytu krajowego.

### Na początku br. tąpnięcie aktywności w przemyśle, lepsza sytuacja w usługach...



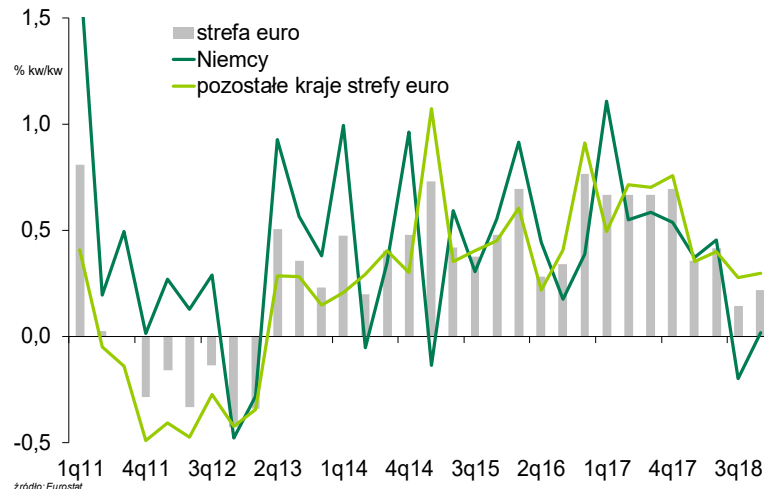
### ... przy wciąż solidnej sytuacji na rynku pracy wspierającej dochody gospodarstw domowych



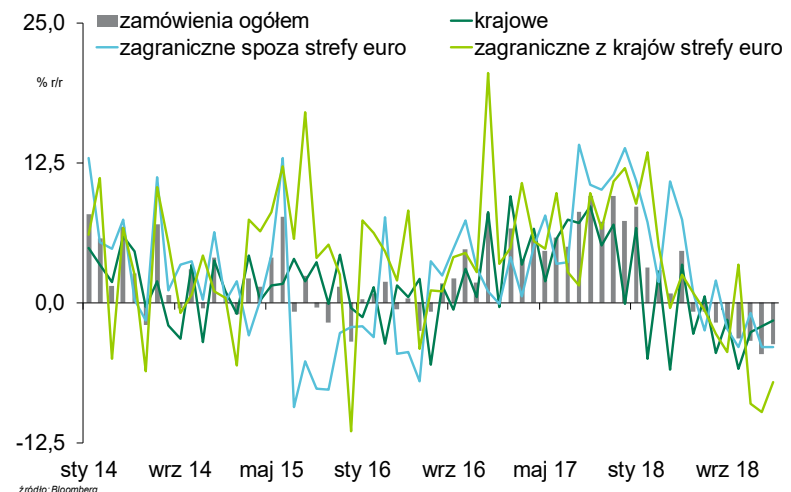
## ... w tym także dla gospodarki Niemiec...

- Biorąc pod uwagę, że głównym źródłem pogorszenia sytuacji jest spowolnienie w globalnym handlu, najsilniejsze dostosowania notuje najbardziej otwarta gospodarka strefy euro – Niemcy, gdzie w II poł. 2018 r. wskaźniki gospodarcze kształtowały się jedynie nieznacznie powyżej technicznych wskaźników recesji. Silne spowolnienie – choć głównie z tytułu czynników wewnętrznych notuje także Francja oraz Włochy.
- Cały czas uważamy, że jeżeli tylko w kolejnych miesiącach niepewność związana globalnym handlem oraz brexitem będzie wygasać, możliwe jest odreagowanie aktywności w niemieckim przemyśle w kolejnych kwartałach. Oczekujemy także odbicia w motoryzacji (najsilniejsze spowolnienie w 2018 r.), przy wygasaniu efektu zmian regulacyjnych, choć globalne obniżenie popytu w motoryzacji będzie hamować skalę tego ożywienia.
- Poza wątkami globalnymi, czynnikiem ryzyka dla gospodarki niemieckiej może być rosnąca dynamika wynagrodzeń. Dopóki będzie ona wspierała wyższe wydatki konsumentów, stanowi istotne wsparcie dla umiarkowanie pozytywnych prognoz. Jeżeli jednak tempo wzrostu wynagrodzeń silniej negatywnie wpłynie na sytuację przedsiębiorstw, może skutkować pogłębieniem spowolnienia gospodarki. Wydaje się jednak, że ten efekt bardziej może potęgować ryzyka związane z sytuacją zewnętrzną.
- Z drugiej strony, przy ograniczonym (jak w przypadku całej strefy euro) potencjale dla wsparcia wzrostu gospodarczego ze strony polityki pieniężnej, bardzo dobra sytuacja fiskalna daje sporą przestrzeń dla silniejszego impulsu fiskalnego w sytuacji materializacji negatywnych scenariuszy zewnętrznych.

### Spowolnienie w globalnym handlu negatywne dla gospodarki strefy euro, najbardziej dla gospodarki Niemiec...



### ... skutkującą tąpnięciem popytu w niemieckim przemyśle

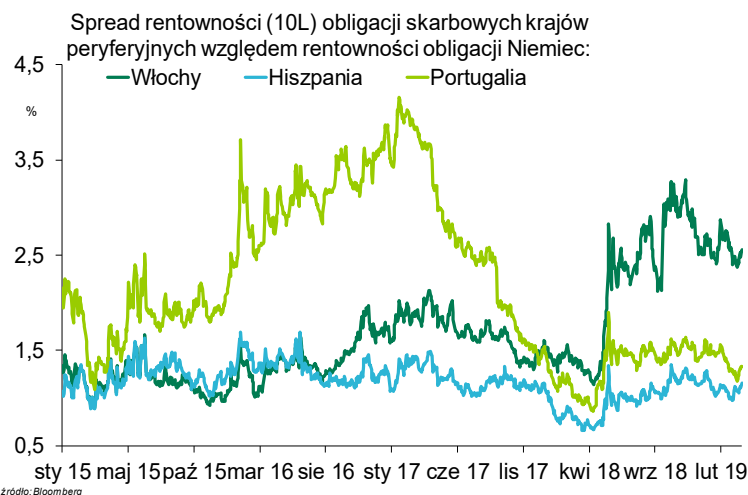




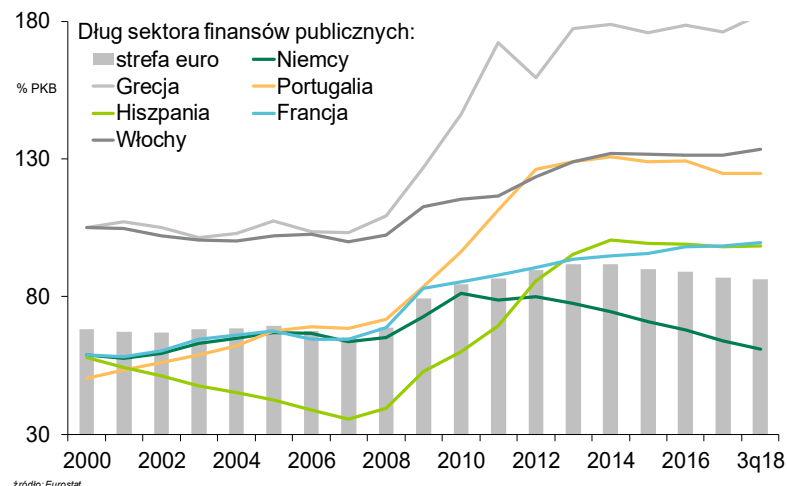
## ... i utrzymujące się średniokresowe ryzyka dla regionu

- W minionych miesiącach nie pojawiały się nowe informacje dot. tzw. krajów peryferyjnych strefy euro, niemniej sytuacja polityczna i gospodarcza Włoch, jak również ryzyka wokół włoskiego sektora bankowego pozostają czynnikiem ryzyka dla scenariusza rozwoju sytuacji w strefie euro. Ryzyko polityczne może wzrosnąć w okresie kolejnej rundy negocjacji dot. poziomu deficytu z instytucjami UE.
- Co istotne, potencjalne czynniki ryzyka mogą się wzajemnie eskalować. Istotnym problemem krajów strefy euro jest ograniczony potencjał do wsparcia gospodarek, zarówno ze strony polityki monetarnej, jak i w większości krajów ze strony polityki fiskalnej. Z kolei silniejsza skala spowolnienia gospodarczego tym bardziej będzie nasilać problemy fiskalne (pogarszając statystyki) oraz polityczne (większa presja rządów na luzowanie polityki fiskalnej).
- Na maj zaplanowane są wybory do Parlamentu Europejskiego, które obecnie, przy problemach społecznych i gospodarczych wielu krajów mogą mieć większe znaczenie dla sytuacji rynkowej i gospodarczej niż miało to miejsce w latach ubiegłych. Wyniki wyborów dadzą także więcej informacji dot. potencjalnych długookresowych celów UE (w zakresie polityki fiskalnej, polityki sektora bankowego i kapitałowego). Jak również wiąże się ze zmianami personalnymi na ważnych stanowiskach - szefa Komisji Europejskiej, przewodniczącego Parlamentu Europejskiego oraz prezesa EBC.

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



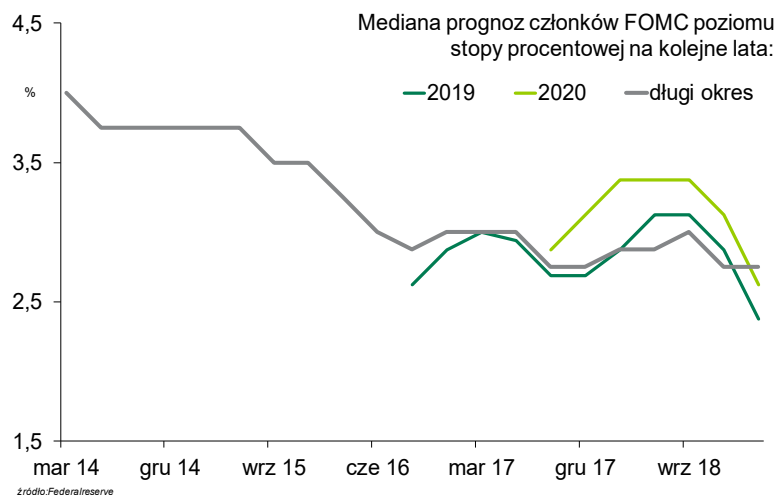
### W przypadku wielu gospodarek strefy euro wciąż bardzo trudna sytuacja fiskalna



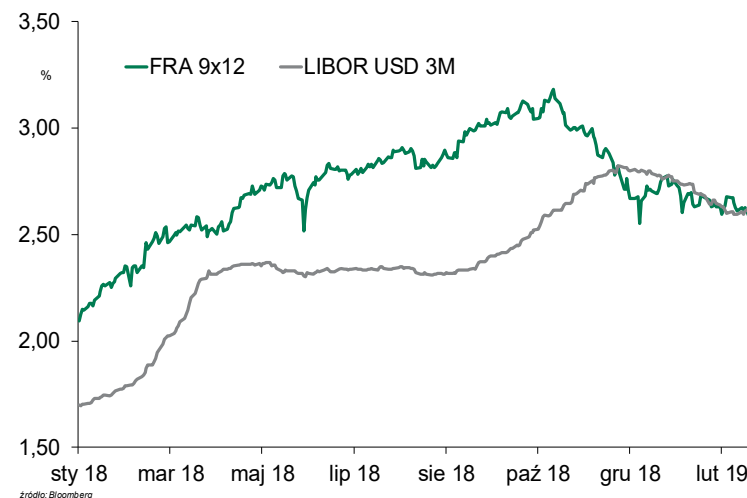
## Silny spadek rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych na początku roku...

- W I kw. br. kontynuowany był silny trend spadkowy rentowności obligacji na rynkach bazowych, w szczególności na rynku amerykańskim. Przy kontynuacji spowolnienia gospodarczego, czynnikiem silnie obniżającym poziom rentowności była wyraźna zmiana retoryki Fed oraz (w mniejszym stopniu) EBC.
- Przy korekcie oczekiwań FOMC co do poziomu stopy procentowej Fed w kierunku stabilizacji w 2019 r., prognozy rynkowe wskazują obecnie na oczekiwania redukcji stóp w średnim okresie.
- Biorąc pod uwagę silniejszą skalę spowolnienia gospodarki globalnej oraz zmianę scenariusza stóp procentowych Fed i EBC skorygowaliśmy lekko w dół prognozowaną ścieżkę rentowności obligacji skarbowych na dłuższym końcu krzywej. Jednocześnie jednak, biorąc pod uwagę umiarkowanie optymistyczny scenariusz rozwoju sytuacji gospodarczej w kolejnych kwartałach, widzimy potencjał dla lekkiego wzrostu rentowności w stosunku do bieżących poziomów. W scenariuszu bazowym nie oczekujemy redukcji stóp procentowych w nadchodzących kwartałach, jednocześnie widzimy potencjał dla wyraźnej poprawy aktywności w strefie euro. W naszej ocenie kluczowe dla kształtowania się długoterminowych stóp procentowych będą perspektywy gospodarcze, przy mniejszym znaczeniu danych inflacyjnych.
- Biorąc pod uwagę asymetryczny bilans ryzyka dla prognoz gospodarczych jako wyższe oceniamy ryzyko silniejszego spadku rentowności w stosunku do ryzyka silniejszego ich wzrostu.

### Z początkiem roku silniejsze ograniczenie oczekiwań członków FOMC dot. poziomu stóp procentowych...



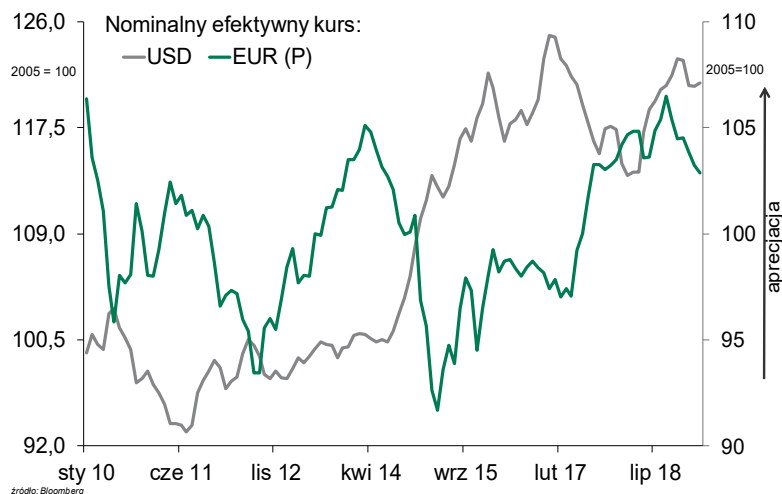
### ... i oczekiwania rynkowe na redukcję stóp



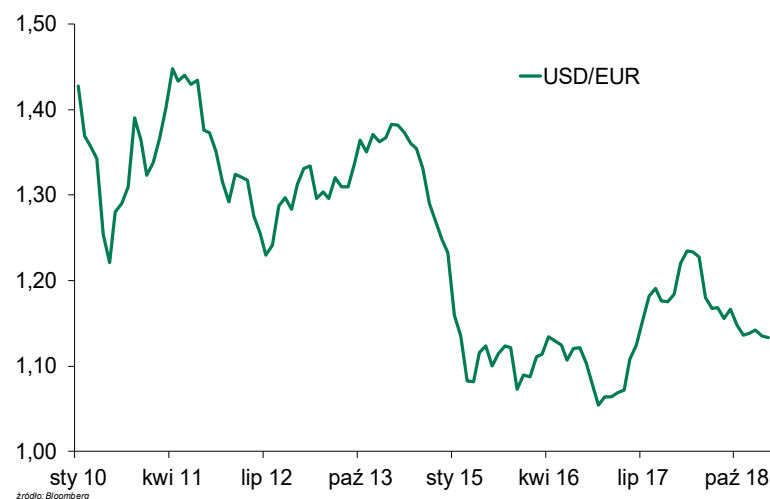
## ... przy mniejszej zmienności na rynku walutowym

- Przy sporej zmienności na rynku akcji oraz rynku obligacji skarbowych, w ostatnich miesiącach notowano niższą zmienność notowań na globalnym rynku walutowym, w tym kursu euro wobec dolara, który w pierwszych miesiącach roku stabilizował się w wąskim przedziale wahań 1,12 – 1,15 USD/EUR.
- Taka sytuacja wynikała z efektu jednokierunkowych zmian w polityce pieniężnej banków centralnych oraz znoszących się efektów: negatywnego dla dolara ograniczenia wzrostu globalnej premii za ryzyko w I kw. 2019 r. oraz negatywnego dla euro bardzo silnego spowolnienia aktywności gospodarczej oraz aprecjacji funta brytyjskiego (wzrost oczekiwań rynkowych na odsunięcie w czasie brexitu).
- Biorąc pod uwagę większą przestrzeń dla poprawy sytuacji gospodarczej w strefie euro (wobec dotychczasowej silnej skali spowolnienia) widzimy potencjał do lekkiej aprecjacji kursu euro wobec dolara w II poł. br. oraz lekkiego osłabienia notowań dolara z tytułu dalszego lekkiego spadku globalnej awersji do ryzyka.
- Jednocześnie jednak w sytuacji materializacji scenariusza silnego spowolnienia gospodarki, wzrost globalnej awersji do ryzyka skutkowałby silnym wzmocnieniem dolara i silnym spadkiem notowań kursu euro wobec dolara.

### W I kw. 2019 r. silniejsze osłabienie euro, głównie wobec funta brytyjskiego oraz jena japońskiego...



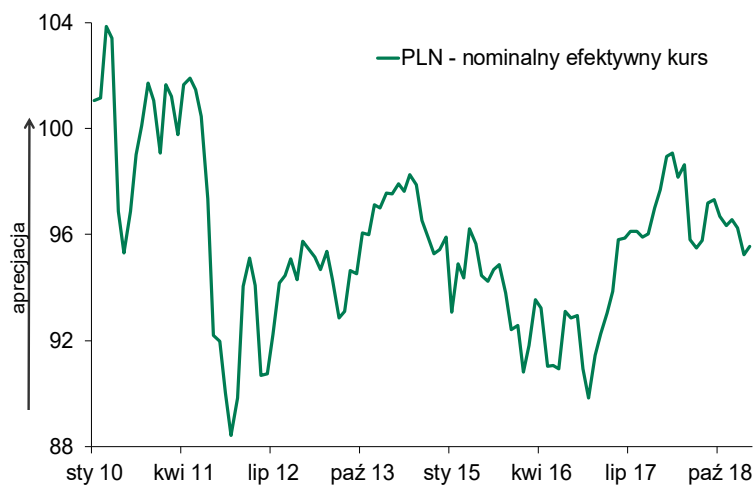
### ... przy niewielkiej skali deprecjacji euro wobec dolara



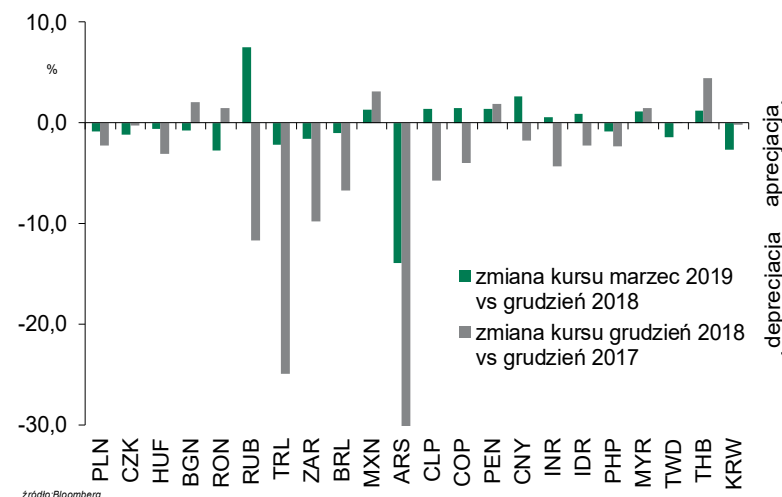
## Oczekujemy utrzymania ograniczonej zmienności kursu złotego

- Notowania kursu złotego już od wielu miesięcy podlegają niewielkim zmianom. Kurs złotego wobec euro praktycznie od połowy 2018 r. oscyluje bardzo blisko poziomu 4,30 PLN/EUR. Wyraźne ograniczenie zmienności w br. notuje także większość walut rynków wschodzących, po okresie podwyższonej zmienności z I. 2017-2018. Wydaje się, że taka sytuacja jest wypadkową: - niższego ryzyka sytuacji wewnętrznej w wybranych krajach, - ograniczenie ryzyka związanego z polityką pieniężną Fed, - ograniczenie ryzyka „wojny handlowej”.
- Niższa zmienność kursu złotego oraz walut rynków wschodzących jest także spójna z niższą zmiennością na rynkach wielu walut rynków rozwiniętych, pomimo wskazywanego wzrostu zmienności na przełomie roku na globalnym rynku akcji oraz obligacji.
- W scenariuszu bazowym oczekując pewnego ograniczenia ryzyka dot. skali spowolnienia gospodarki globalnej widzimy potencjał dla lekkiej aprecjacji notowań złotego (głównie w relacji do dolara i franka szwajcarskiego) choć skala tego potencjalnego wzmocnienia będzie ograniczona, co powinno skutkować utrzymaniem ograniczonej zmienności kursu.
- Bilans ryzyka dla rozwoju sytuacji globalnej przekłada się na wyższe ryzyko słabszego poziomu złotego. Podtrzymujemy ocenę, że potencjalnym pozytywnym czynnikiem dla polskiej waluty może być natomiast ewentualne silniejsze odbicie krajowego rynku akcji, jeżeli program PPK okazałby się w dłuższym okresie sukcesem.

Z początkiem 2019 r. ograniczona zmienność notowań złotego...



... podobnie jak większości walut rynków wschodzących, po okresie podwyższonej zmienności notowań kursów w 2018 r.

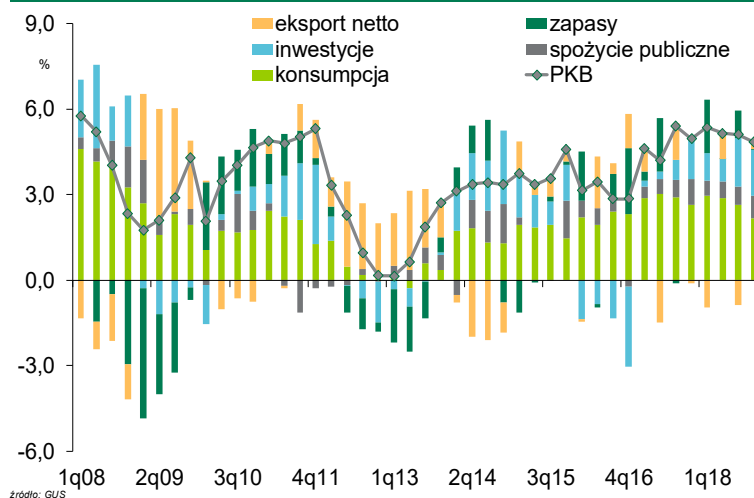


## Jedynie nieznacznie niższe tempo wzrostu polskiej gospodarki na przełomie 2018 i 2019 r.



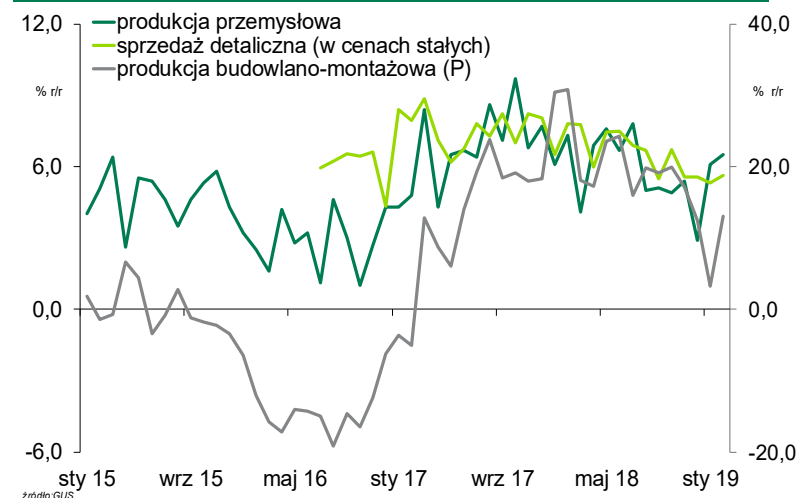
- W IV kw. 2018 r. dynamika PKB obniżyła się poniżej 5,0% r/r po sześciu kwartałach wzrostu w tempie powyżej tego poziomu. Niższa dynamika wzrostu PKB jest już od dawna formułowanym scenariuszem spowolnienia dotychczas dynamicznego wzrostu gospodarczego. Napływające dane i informacje wskazują na nieco sprzeczne sygnały dot. krajowej sytuacji gospodarczej.
- Z negatywnych sygnałów można wskazywać na: - silne spowolnienie wzrostu PKB w IV kw. 2018 r. w ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z wahań sezonowych, - silniejsze spowolnienie wzrostu aktywności w strefie euro oraz w globalnym przemyśle pod koniec 2018 r., - wyraźnie słabsze wskaźniki nastrojów krajowych przedsiębiorstw (w szczególności w przetwórstwie przemysłowym), - słabsze wyniki finansowe przedsiębiorstw w ostatnim kwartale 2018 r. (przy utrzymaniu podwyższonej dynamiki kosztów, niższe tempo wzrostu przychodów).
- Jednocześnie wiele danych oraz informacji z początku roku zaskakuje zdecydowanie pozytywnie: - dużo silniejsze od oczekiwań tzw. „twarde” dane dot. krajowej produkcji w przetwórstwie przemysłowym, - solidne dane dot. wzrostu eksportu w IV kw. ub.r., - wzrost popytu na pracę i wyższe tempo wzrostu wynagrodzeń na początku br., - poprawa dynamiki wzrostu sprzedaży detalicznej w styczniu i lutym, - silny wzrost produkcji budowlano-montażowej w lutym.

**Pod koniec 2018 r. spadek dynamiki PKB poniżej 5,0% r/r przy niższym wzroście konsumpcji prywatnej i inwestycji**



źródło: GUS

**Z początkiem br. lepsze dane dot. sprzedaży detalicznej, zaskakująco dobre dane z przemysłu i zmienne z budownictwa**

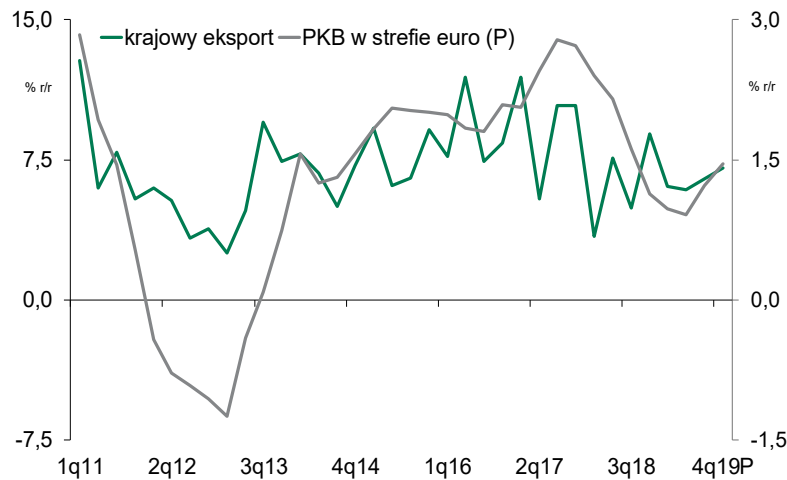


źródło: GUS

## Poluzowanie polityki fiskalnej ogranicza skalę spowolnienia aktywności z tytułu sytuacji zewnętrznej...

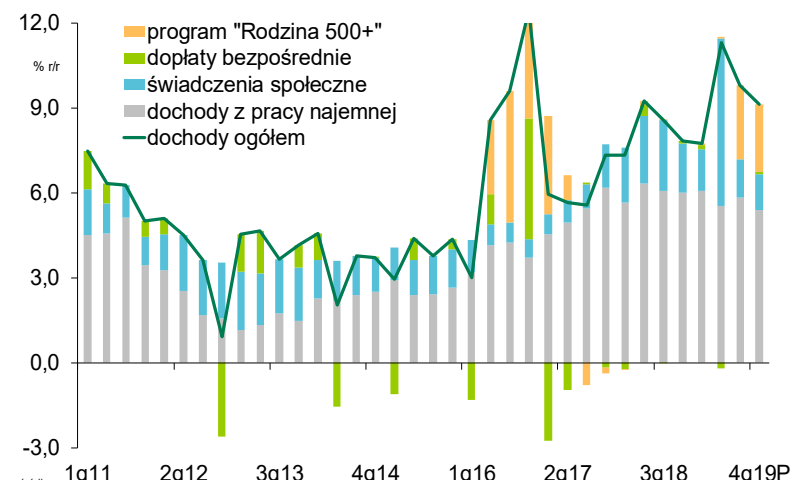
- Niezależnie od często sprzecznych danych i informacji bieżących i potencjalnych różnicach w opóźnieniach wpływu czynników wpływających na koniunkturę podtrzymujemy nasz scenariusz wolniejszego tempa wzrostu PKB w 2019 r. w warunkach zdecydowanie niższego tempa wzrostu gospodarki globalnej i niższego wzrostu publicznych inwestycji infrastrukturalnych (po wyborach samorządowych na jesieni ub.r.).
- Przy z jednej strony wciąż dużej odporności krajowej gospodarki na spowolnienie gospodarki strefy euro, a z drugiej strony gorszych perspektywach wzrostu w Europie, czynnikiem ograniczającym ryzyka dla prognozy ograniczonej skali spowolnienia aktywności w kwartałach kolejnych jest zapowiedziane poluzowanie polityki fiskalnej. Pod koniec lutego partia rządząca zapowiedziała:
  - wypłatę tzw. „trzynastej” emerytury w maju br. (z celem utrzymania takiej wypłaty w latach kolejnych),
  - rozszerzenia od III kw. br. programu „Rodzina 500+” na każde pierwsze dziecko,
  - obniżenia stawki podatku PIT do 18% z obecnych 19% i podwyższenie kwoty kosztów uzyskania przychodów (od października),
  - zerowa stawka PIT dla zatrudnionych poniżej 26 roku życia (od października),
  - zwiększenie wydatków na komunikację miejską (lokalne i regionalne przewozy).

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



źródło: GUS, Eurostat, BOŚ Bank

**... ale impuls fiskalny silnym wsparciem dla dochodów gospodarstw domowych i konsumpcji prywatnej**

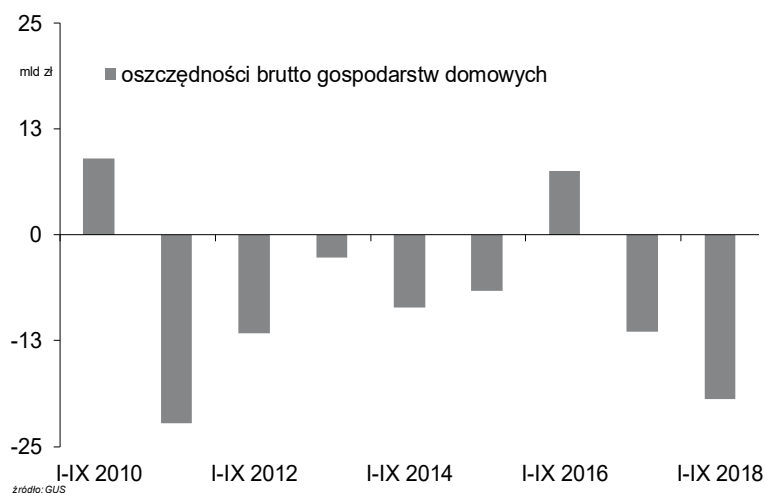


źródło: GUS, BOŚ Bank

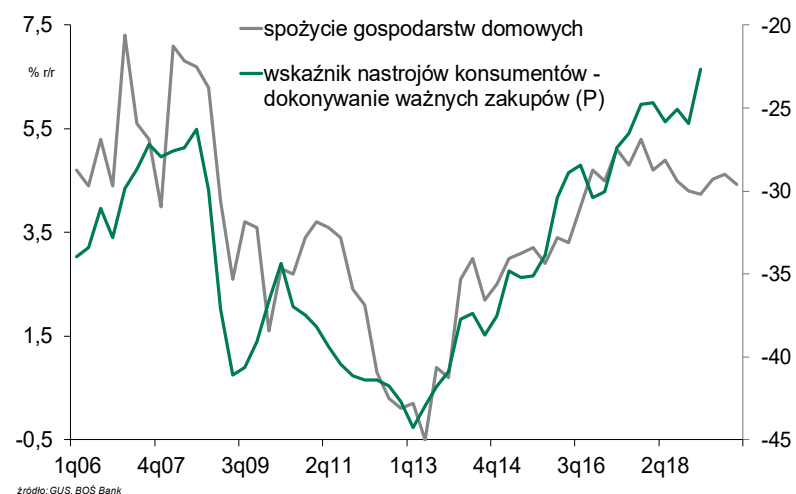
## ... silnie wspierając wydatki gospodarstw domowych...

- Pomimo solidnego wzrostu dochodów oraz utrzymujących się bardzo dobrych nastrojów konsumentów, w II poł. 2018 r. dynamika spożycia gospodarstw domowych zaczęła obniżać się. W naszej ocenie taka sytuacja wynikała z opóźnionych efektów odbudowy oszczędności gospodarstw domowych, z uwagi na wyraźny spadek stopy oszczędzania w I. 2017-2018.
- Choć dość wyraźne nasilenie spadku dynamiki konsumpcji prywatnej w IV kw. ub.r. w warunkach oczekiwanego spowolnienia gospodarczego mogłoby zapowiadać silniejsze dostosowania w tym zakresie, to silny impuls dochodowy z tytułu luzowania polityki fiskalnej te ryzyka zdecydowanie ogranicza. Przy ograniczonej skali spadku dynamiki dochodów z pracy najemnej, bardzo silny wzrost transferów społecznych będzie skutkował wzrostem dynamiki dochodów gospodarstw domowych do poziomów notowanych na przełomie 2016 i 2017 r.
- Wzrost stopy oszczędności (porównując do poprzedniej edycji programu „Rodzina 500+”) wydaje się bardzo prawdopodobny. Nawet jednak przy takim założeniu silna skala transferu środków powinna utrzymywać dynamikę spożycia gospodarstw domowych w okolicach 4,5% r/r. Efekt pro-konsumpcyjny wspiera także fakt solidnego wzrostu dochodów w grupie społecznej o niższych potrzebach oszczędzania (emeryci). Co więcej, wydaje się, że w kolejnej rundzie programu „Rodzina 500+” wpływ wypłaty środków na wyższe wydatki może być szybszy w porównaniu z sytuacją z 2016 r.

### Konieczność odbudowy oszczędności gospodarstw domowych powodem ograniczenia wydatków gospodarstw domowych



### Nastroje konsumentów silnym wsparciem dla prognoz solidnego wzrostu konsumpcji prywatnej



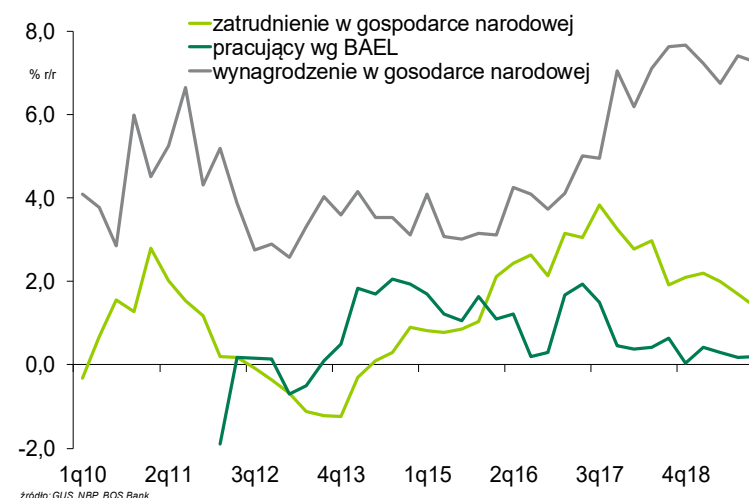
## ... przy wciąż solidnej sytuacji na rynku pracy z początkiem 2019 r.

- W 2019 r. oczekujemy niższej dynamiki zatrudnienia oraz pracujących w warunkach nasilających się ograniczeń po stronie podażowej oraz nieco wolniejszego popytu na pracę z uwagi na oczekiwane spowolnienie aktywności gospodarki. Biorąc pod uwagę wolniejszy wzrost migracji (sygnały hamowania dotychczas silnej tendencji wzrostowej pod koniec ub.r.) oraz wygaśnięcie efektu zmian formy prawnej zatrudnienia na statystyki dot. zatrudnienia, oczekujemy silniejszego spadku dynamiki zatrudnienia w gospodarce narodowej wobec dynamiki pracujących (dotychczas dynamika pracujących wyraźnie poniżej dynamiki zatrudnienia).
- Pomimo niższego tempa wzrostu zatrudnienia oczekujemy utrzymania podwyższonej dynamiki wynagrodzeń (ponad 7,0% r/r) z uwagi na utrzymującą się przewagę negocjacyjną pracowników wynikającą z ograniczeń po stronie podaży pracy.
- Wyniki badania NBP nastrojów przedsiębiorstw oraz dane dot. zatrudnienia i wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw z początku br. wskazują na utrzymujący się w pierwszych miesiącach roku wysoki popyt na pracę i stabilne, wysokie tempo wzrostu płac. Te informacje potwierdzają z jednej strony ograniczone ryzyka krótkookresowe dla wzrostu gospodarczego z tytułu sytuacji na rynku pracy, z drugiej strony wskazują na utrzymujące się wyzwania średniookresowe dla przedsiębiorstw (problemy ze znalezieniem pracowników, tempo wzrostu kosztów pracy).
- Podtrzymujemy zatem naszą ocenę, że przy pozytywnych perspektywach krótkookresowych, sytuacja na krajowym rynku pracy pozostaje bardzo ważnym czynnikiem ryzyka dla gospodarki w dłuższym horyzoncie.

**Wg badania NBP z początkiem 2019 r. firmy oczekują wysokiego wzrostu zatrudnienia oraz wynagrodzeń**



**W kolejnych kwartałach oczekujemy niższego tempa wzrostu zatrudnienia ale utrzymania wysokiej dynamiki płac**

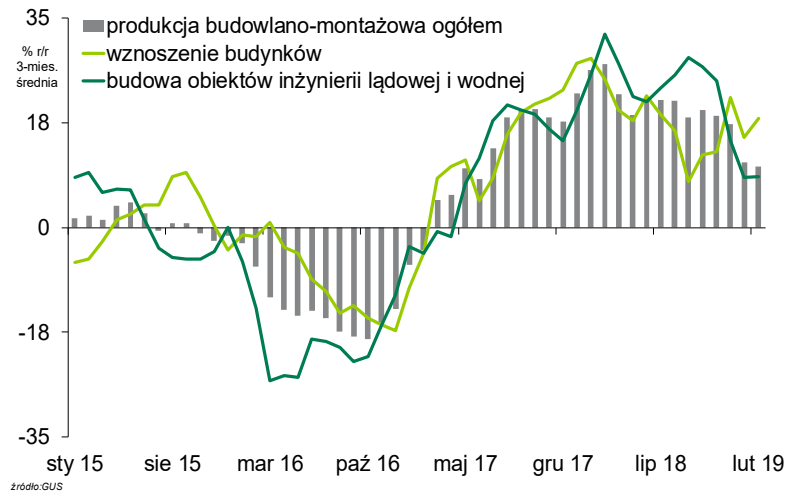




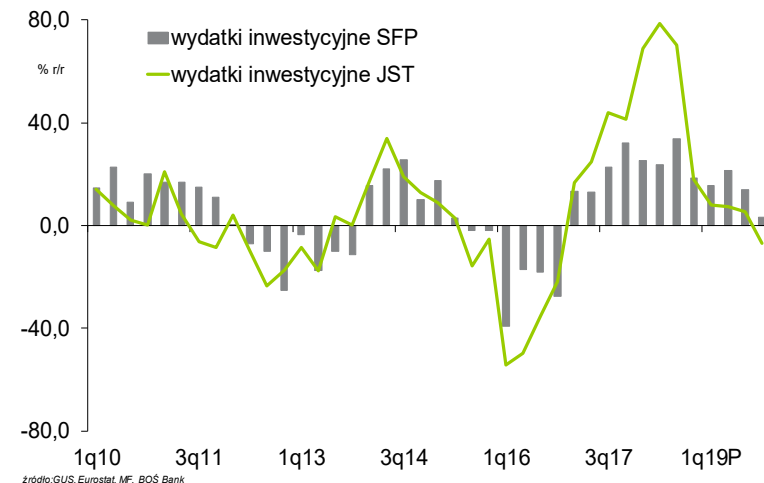
## W 2019 r. oczekiwana niższa kontrybucja we wzrost inwestycji SFP...

- Na przełomie roku odnotowano spowolnienie dynamiki produkcji budowlano-montażowej, w głównej mierze przy silniejszym osłabieniu aktywności w firmach specjalizujących się w budowie inżynierii lądowej i wodnej. Taka sytuacja jest zgodna z założeniami wolniejszego wzrostu publicznych inwestycji infrastrukturalnych po tym, jak te inwestycje dynamicznie rosły w 2017 r. oraz w I poł. 2018 r.
- Powodem takiej sytuacji jest wyraźne osłabienie dynamiki wzrostu wydatków JST, które kumulowały inwestycje przed wyborami samorządowymi na jesieni 2018 r. Ponadto na minione kwartały przypadła także okres najsilniejszego wykorzystania środków z UE w zakresie inwestycji publicznych, co przy wyższych bazach, przekłada się na wolniejsze tempo ich wzrostu w kwartałach kolejnych.
- Zakładamy, że na poziomie centralnym (KFD, FK, wydatki inwestycyjne budżetu państwa) tempo wzrostu wydatków przyspieszy, niemniej przy bardzo silnym dostosowaniu w zakresie inwestycji samorządów (które stanowią ok. połowy wszystkich inwestycji publicznych) dynamika inwestycji sektora publicznego w br. wyraźnie obniży się.
- Efekty cykliczne, wyższa baza odniesienia oraz negatywne efekty po stronie kosztowej wpłyną naszym zdaniem także na nieco wolniejsze tempo wzrostu inwestycji mieszkaniowych, jednocześnie przy zdecydowanie mniejszej skali tego dostosowania w porównaniu do inwestycji infrastrukturalnych.

### Slabsze wzrosty produkcji budowlanej w zakresie publicznych inwestycji infrastrukturalnych po wyborach samorządowych...



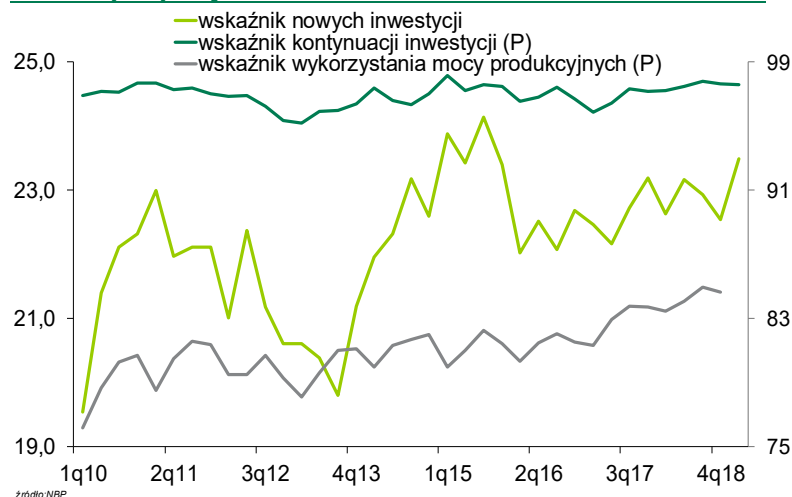
### ... niższe tempo wzrostu inwestycji JST i tym samym całego sektora SFP w 2019 r.



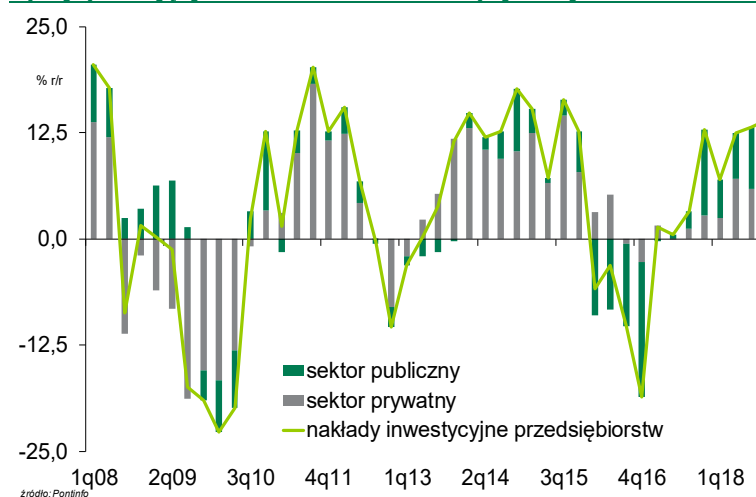
## ... i wyższa inwestycji przedsiębiorstw

- Pomimo niższej kontrybucji inwestycji publicznych we wzrost PKB oczekujemy jedynie niewielkiego spadku dynamiki nakładów brutto na środki trwałe ogółem, oczekując wyższej dynamiki wzrostu inwestycji sektora przedsiębiorstw, na co także wskazujemy już od wielu miesięcy. Zakładamy, że ograniczona skala spadku popytu (szczególnie krajowego), bardzo wysokie poziomy wykorzystania mocy wytwórczych, większa skala wykorzystania współfinansowania ze środków UE, czy też zwiększenie skali inwestycji pro-ekologicznych będą w najbliższych kwartałach wspierały silniejszy wzrost inwestycji firm.
- Spójne z powyższymi założeniami są plany inwestycyjne firm wg badania NBP koniunktury w sektorze przedsiębiorstw oraz dane GUS wskazujące na utrzymującą się wysoką dynamikę nakładów inwestycyjnych firm średnich i dużych.
- Podtrzymujemy także ocenę, że ostrożne średnio- i długookresowe nastroje firm będą hamowały dynamiczną skalę odbicia aktywności (problemy podaży pracy, negatywnie oceniana niestabilność przepisów oraz dynamiczny wzrost kosztów działalności). Biorąc pod uwagę słabsze dane dot. wyników finansowych firm pod koniec 2018 r., słabsze prognozy wzrostu gospodarki globalnej z początkiem 2019 r. lekko obniżyliśmy oczekiwania co do skali dalszego odbicia inwestycji firm w kwartałach kolejnych.

### Badania NBP potwierdziły ugruntowujące się plany inwestycyjne firm w perspektywie 2019 r...



### ... przy stabilnym wzroście nakładów w firmach publicznych, i przyspieszających nakładach w firmach prywatnych



## Podtrzymujemy prognozę wzrostu PKB w 2019 r. na poziomie 4,0% r/r



- Podtrzymujemy naszą dotychczasową prognozę spowolnienia dynamiki PKB do 4,0% r/r na co w decydującym stopniu wpływać będzie utrzymujące się niższe tempo wzrostu gospodarki globalnej (utrzymanie niższej dynamiki wzrostu eksportu oraz ograniczenie kontrybucji zapasów we wzrost) i ograniczenie inwestycji sektora finansów publicznych.
- Ograniczać skalę spowolnienia gospodarki będzie z kolei solidne tempo wzrostu inwestycji firm, utrzymanie podwyższonej dynamiki spożycia gospodarstw domowych oraz wyższe tempo wzrostu spożycia publicznego przy kumulacji wydatków przed wyborami parlamentarnymi na jesieni br. Bardziej importochłonna struktura inwestycji (inwestycje przedsiębiorstw vs budowlane inwestycje publiczne) będzie stymulować wzrost importu, niemniej oczekiwane ograniczenie kontrybucji najbardziej importochłonnej składowej PKB – zapasów – przekłada się na oczekiwaną poprawę wyniku eksportu netto w 2019 r.
- Choć dane z gospodarki globalnej z ostatnich tygodni uzasadniałyby korektę w dół prognoz wzrostu gospodarczego, to silniejsza od założeń skala luzowania polityki fiskalnej oraz spora odporność gospodarki polskiej z początkiem 2019 r. wskazują, że utrzymanie dynamiki wzrostu PKB na poziomie nie niższym niż 4% r/r jest bardzo realne.

### Dynamika PKB i struktura wzrostu

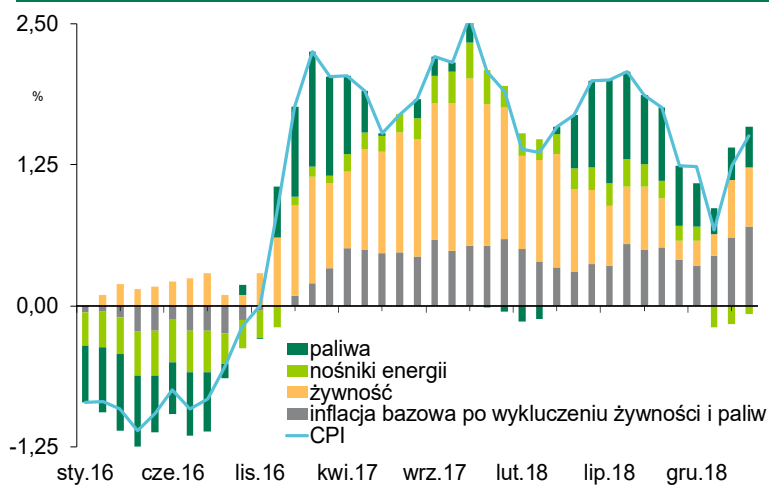
	1q18	2q18	3q18	4q18	1q19P	2q19P	3q19P	4q19P	2017	2018	2019P
<b>PKB</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>	<b>4,0</b>
popyt krajowy	6,6	4,4	6,2	4,8	3,9	4,9	4,3	3,8	4,9	5,5	4,2
spożycie gospodarstw domowych	4,7	4,9	4,5	4,3	4,2	4,5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

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

## Z początkiem 2019 r. wyższa zmienność wskaźnika CPI

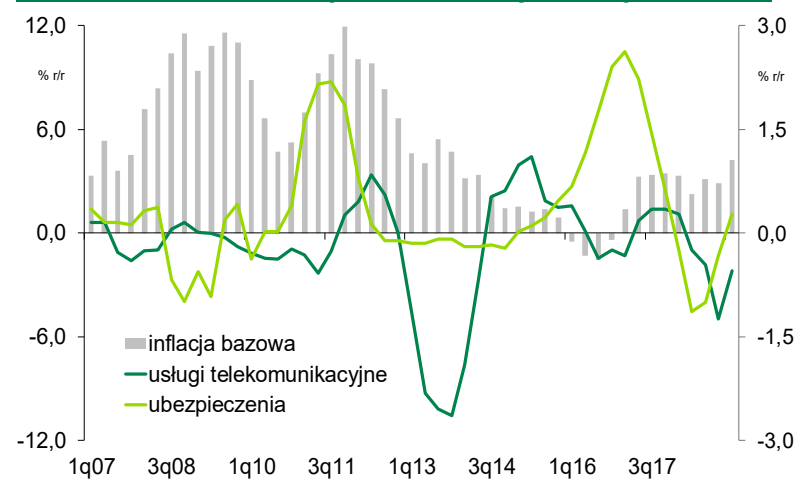
- W I kw. br. wskaźnik inflacji CPI ukształtował się na poziomie 1,2% r/r, przy wyższej zmienności indeksu w poszczególnych miesiącach oraz wyższej zmienności kontrybucji poszczególnych składowych indeksu CPI.
- W przypadku cen żywności, paliw oraz nośników energii w styczniu odnotowano solidny spadek rocznego indeksu, po czym od lutego wyraźny wzrost kontrybucji. W przypadku cen żywności i paliw taka sytuacja była pochodną układu baz odniesienia oraz przyspieszenia miesięcznego wzrostu cen żywności od lutego (gł. żywności przetworzonej) oraz wyhamowania wcześniejszych spadków cen paliw.
- Na sporą zmienność cen nośników energii wpływały kwestie związane z działaniami rządowymi wpływającymi na ceny energii elektrycznej. Ustawowe zamrożenie taryf na sprzedaż energii elektrycznej w 2019 r., przy obniżeniu z początkiem roku stawek akcyzy za energię elektryczną i opłaty przesyłowej, poskutkowało skokowym spadkiem cen energii elektrycznej od stycznia 2019 r.
- Z kolei w przypadku inflacji bazowej po wykluczeniu żywności i energii już od stycznia notowany był trwały trend wzrostowy. Na ten efekt wpłynął nieco wyższy wzrost cen w kategoriach dóbr i usług o dużym udziale decyzji administracyjnych na ceny (m.in. wzrost opłat za wywóz śmieci), kontynuacja stopniowego, generalnego wzrostu cen w kategoriach o wyższym wpływie silnego popytu i wysokiej dynamiki płac, ale przede wszystkim solidne odbicie cen za usługi telekomunikacyjne oraz (w mniejszej skali) ubezpieczenia tj. w kategoriach, które w 2018 r. silnie obniżyły indeks inflacji bazowej.

W I kw. inflacja CPI oscylująca wokół 1,5% r/r



źródło: GUS, BOŚ Bank

Z początkiem br. wyraźne odbicie cen usług telekomunikacyjnych, które w ub.r. silnie zaniżyły wskaźnik inflacji bazowej

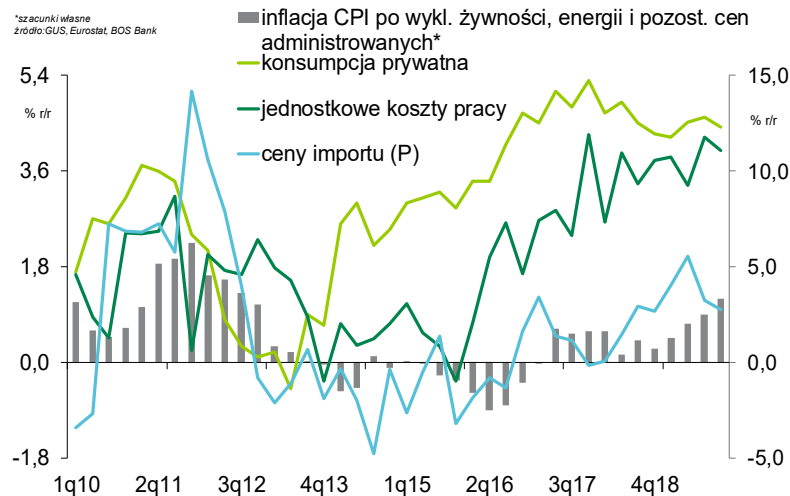


\*szacunki własne  
źródło: GUS, Eurostat, BOŚ Bank

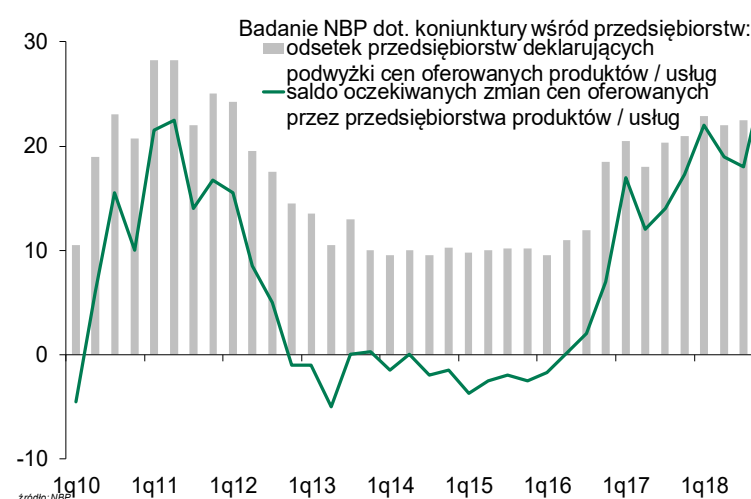
## W 2019 r. oczekiwany dalszy wzrost inflacji bazowej...

- W minionych miesiącach wskazywaliśmy na kumulację obniżek cen w wybranych kategoriach (np. usługi telekomunikacyjne, opłaty za telewizję, ubezpieczenia), które silnie obniżały wskaźnik inflacji bazowej pomimo sytuacji makroekonomicznej generalnie sprzyjającej wzrostowi tego wskaźnika.
- Dane za I kw. 2019 r. potwierdzają tezę, że wygasanie tego efektu i wzrost rocznych dynamik cen w tych kategoriach skutkuje odbiciem indeksu inflacji CPI po wykluczeniu cen żywności, energii oraz cen administrowanych.
- Szacujemy, że czynniki makroekonomiczne (utrzymanie solidnego wzrostu konsumpcji prywatnej, podwyższone tempo wzrostu kosztów pracy, a dodatkowo notowany pod koniec 2018 r. wzrost cen złotych importu) skutkują dalszym wzrostem cen w tych kategoriach dóbr i usług na które najsilniejszy wpływ mają efekty cykliczne. Takie założenia wspierają także wyniki badania NBP wśród przedsiębiorstw wskazujące na dalszy wzrost odsetka firm planujących podwyżki własnych towarów i usług.
- Ponadto nieunikniony, średnioterminowy wzrost cen energii oraz utrzymanie wyższej dynamiki kosztów pracy, przy założeniu jedynie stopniowego hamowania krajowego wzrostu gospodarczego, skutkuje dalszym, stopniowym wzrostem inflacji bazowej w dłuższym okresie (tj. w 2020 r.).

### W 2019 r. czynniki cykliczne wsparciem dla wzrostu inflacji...



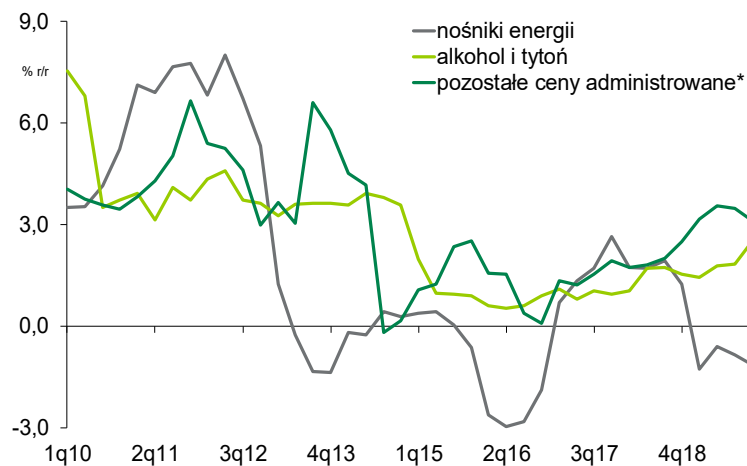
### ... co potwierdzają także plany przedsiębiorców



## ... stabilizacja cen energii elektrycznej na bardzo niskim poziomie...

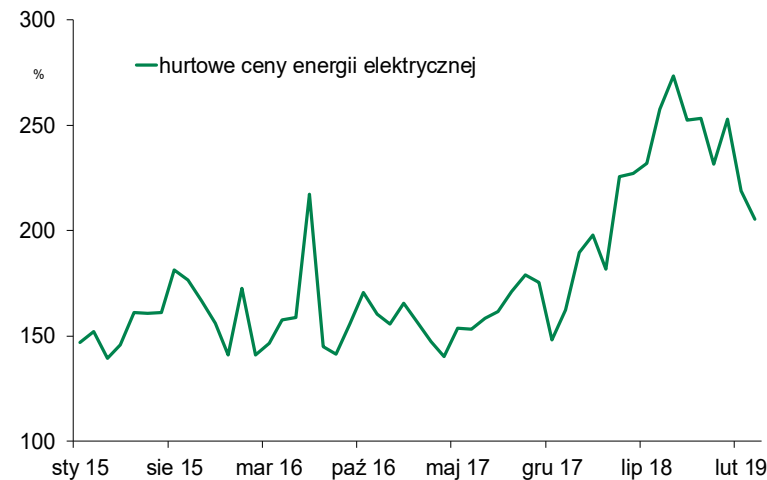
- Usankcjonowanie przez Urząd Regulacji Energetyki w zatwierdzonych w marcu taryfach dystrybucyjnych (obowiązujących od kwietnia br.) znaczącej części obniżki opłaty przesyłowej, przy jednoczesnym ustawowym zamrożeniu taryf za sprzedaż oraz niższej stawce akcyzy implikuje prognozę utrzymania bardzo niskich cen energii elektrycznej przez cały 2019 r. Choć ceny lekko wzrosną w kwietniu br., to pozostaną na poziomie wyraźnie niższym wobec grudnia 2018 r. Przy braku informacji dot. zmian ustawowych w tym zakresie przyjęliśmy, że taka sytuacja utrzyma się do końca br.
- Jednocześnie zakładamy, że w związku ze strukturalnymi uwarunkowaniami wzrostu cen energii na rynku hurtowym, w kolejnych latach utrzymanie cen na poziomie z br. nie będzie możliwe i po okresie wyborczym dojdzie do silniejszego, choć zapewne stopniowanego ich wzrostu. Z tego względu oczekujemy silniejszego wzrostu cen energii z początkiem 2020 r.
- Z początkiem br. odnotowano wzrost pozostałej grupy towarów i usług administrowanych (opłaty związane z mieszkaniem, opłaty za komunikację). Biorąc pod uwagę okres wyborczy, nie sądzimy, aby skala wzrostu cen w kolejnych kwartałach silnie przyspieszyła (do poziomów notowanych jeszcze przed kilkoma laty). Jednocześnie, podobnie jak w przypadku cen energii, dotychczasowe ograniczenia wzrostu cen w tej grupie towarów i usług, przy pro-wzrostowych efektach wyższych kosztów pracy, energii i regulacji związanych z ochroną środowiska, będą w naszej ocenie skutkować trwalszym trendem wzrostowym ich cen w dłuższym okresie (tj. po 2019 r.).

**W roku wyborczym ograniczona skala wzrostu cen w grupie towarów i usług o istotnym wpływie decyzji administracyjnych**



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

**Pomimo korekcyjnego spadku, oczekiwane utrzymanie średniokresowego wzrostu cen energii elektrycznej**

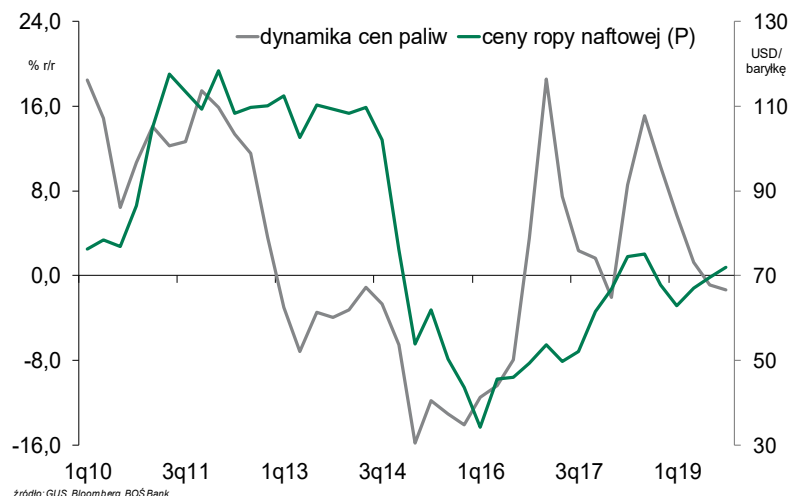


źródło: Bloomberg

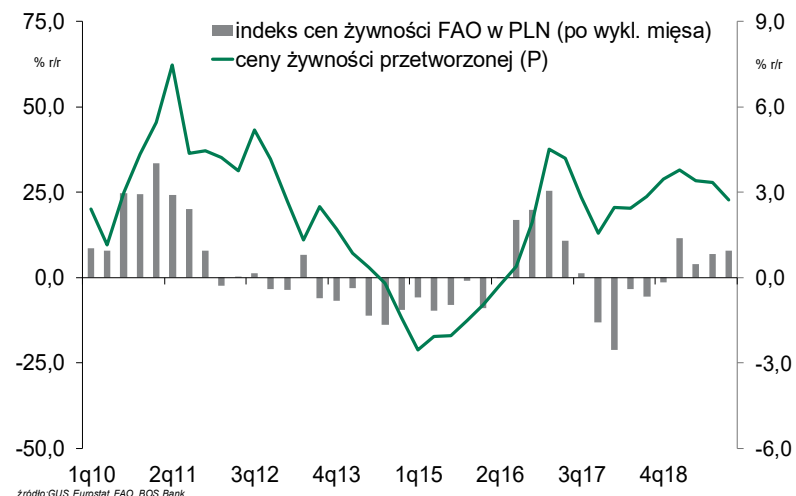
## ... umiarkowany wzrost cen towarów zależnych od cen globalnych surowców...

- Biorąc pod uwagę założenia stabilizowania się cen ropy naftowej blisko poziomu 70 USD/baryłkę, oczekujemy stopniowego spadku rocznej dynamiki cen paliw. Odwrotny kierunek zmian rocznej dynamiki cen paliw (spadek w trakcie roku) do kierunku zmian poziomu cen ropy naftowej (wzrost cen w 2019 r.) wynika z układu baz odniesienia, tj. silniejszego wzrostu cen ropy naftowej na rynku globalnym w II poł. ub.r.
- W trakcie 2019 r. oczekujemy dużo stabilniejszego tempa wzrostu cen żywności przetworzonej po podwyższonej zmienności tego indeksu w I. 2017-2018 (silny wzrost w 2017 r. oraz solidny spadek w 2018 r.).
- W prognozach zakładamy utrzymanie niewielkiego wzrostu cen surowców żywnościowych ogółem, co przy zakładanym utrzymaniu wyższego wpływu na ceny detaliczne efektów kosztowych przekłada się na umiarkowanego wzrosty cen żywności przetworzonej w kwartałach kolejnych.
- Opisywane w 2018 r. wyższe ryzyka dla prognozy cen żywności przetworzonej utrzymują się, przy wyższej zmienności samych cen surowców żywnościowych (w ub.r. efekty pogodowe, globalnej polityki handlowej skutkujące wyższą zmiennością cen, także w ujęciu geograficznym oraz pomiędzy poszczególnymi grupami surowców) oraz większym niż w minionych latach wpływie pozostałych kosztów działalności na ceny detaliczne.

**Przy cenie ropy stabilizującej się wokół 70 USD/baryłkę, wyraźny spadek rocznej dynamiki cen paliw w trakcie 2019 r.**



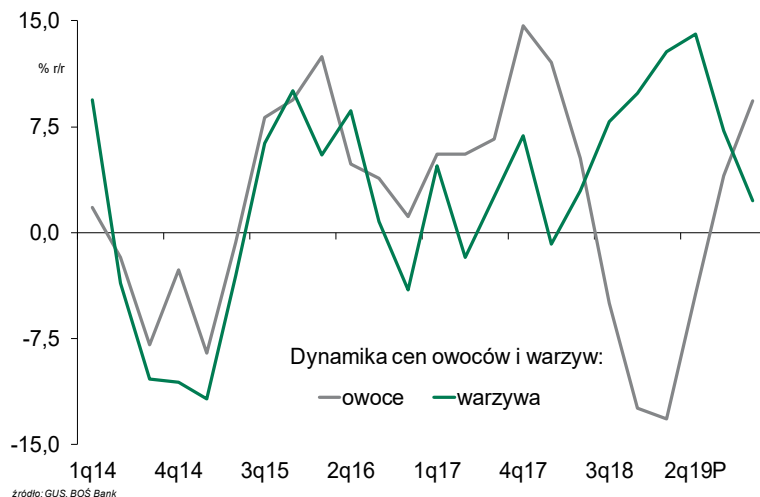
**W kolejnych kwartałach zakładane niewielkie wzrosty cen surowców żywnościowych i umiarkowane tempo wzrostu cen żywności przetworzonej**



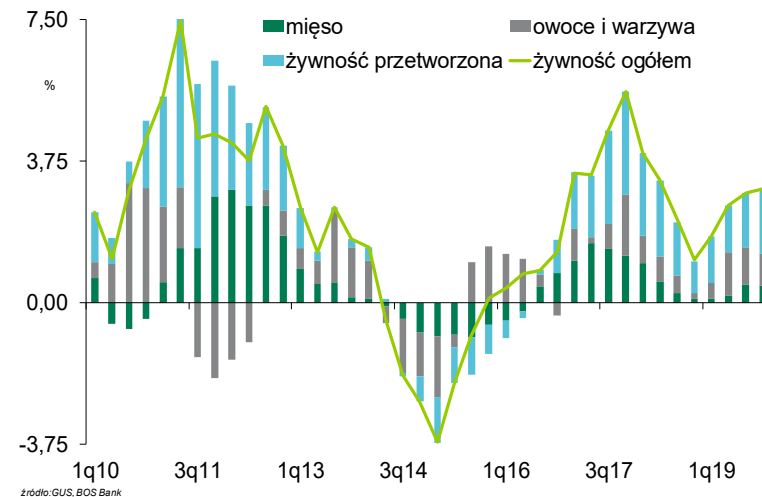
## ... i wysoka zmienność dynamiki cen owoców i warzyw – wpływ efektów pogodowych z ub.r.

- Sporych zmian indeksów cen oczekujemy w grupie owoców i warzyw. Zakładając stabilne warunki meteorologiczne w 2019 r. taka sytuacja będzie w decydującym stopniu efektem sytuacji z 2018 r. i zmieniających się baz odniesienia.
- Szybkie ocieplenie na wiosnę ub.r. oraz słoneczne i ciepłe lat sprzyjało bardzo dobremu urodzajowi owoców, co bardzo silnie obniżyło indeks cen w tej grupie w trakcie 2018 r. Jednocześnie bardzo niska skala opadów w III kw. ub.r. skutkowałą nieurodzajem, ograniczeniem podaży i wzrostem cen warzyw bulwiastych, co pod koniec ub.r. silnie podbiło indeks cen warzyw. Przy odmiennych bazach odniesienia oczekujemy w tym roku odwrócenia tych tendencji tj. wzrostu dynamiki cen owoców i spadku dynamiki cen warzyw. Przy zdecydowanie większej skali zmian cen owoców, łączna kontrybucja owoców i warzyw będzie podwyższała indeks wzrostu cen żywności ogółem w 2019 r.
- W trakcie roku w niewielkim stopniu będzie rosła kontrybucja cen żywności przetworzonej oraz cen mięsa. Zakładamy, że przy solidnym spadku cen zarówno wieprzowiny oraz drobiu, w kolejnych kwartałach ceny te będą stopniowo rosnąć, choć potencjalne czynniki ryzyka (gł. dla wieprzowiny) wskazują na ryzyko niższej dynamiki cen wobec prognozy bazowej.

### 2019 kolejnym rokiem wysokiej zmienności cen owoców i warzyw...



### ... w trakcie roku stopniowy wzrost rocznej dynamiki cen żywności





## W 2019 r. średnioroczny indeks CPI na poziomie 1,5% r/r

- Po okresowym spadku inflacji CPI w na początku br. silniej poniżej 1,5% r/r i odreagowaniu inflacji powyżej tego poziomu w marcu, od II kw. oczekujemy stabilizacji indeksu CPI na poziomie lekko powyżej 1,5% r/r.
- Uwzględniając obecny stan wiedzy dot. efektu zmian regulacji w obszarze cen energii elektrycznej (przyjęty obecnie efekt netto spadku cen energii wobec poprzedniego założenia o zamrożeniu cen energii) skorygowaliśmy w dół naszą prognozę średniorocznego wskaźnika CPI do 1,5% wobec 1,8% prognozowanego przed kwartałem oraz 1,7% w 2018 r.
- Oczekujemy, że w stosunku do danych za 2018 r., zmieni się dość istotnie struktura CPI. Średnioroczny indeks cen żywności w 2019 r. może ukształtować się na poziomie sprzed roku, przy innym układzie w trakcie roku. W bieżącym roku oczekujemy wyraźnego wzrostu inflacji bazowej, który z kolei będzie mitygowany wyraźnie niższą kontrybucją cen energii (zarówno paliw jak i nośników energii).
- Bilans ryzyka dla prognoz inflacji CPI w 2019 r. uważamy za zrównoważony.
- Jednocześnie, perspektywa wzrostu cen nośników energii w dłuższym horyzoncie oraz oczekiwania jeszcze lekkiego wzrostu inflacji bazowej będą w naszej ocenie powodem silniejszego wzrostu inflacji po 2019 r., w tym wzrostu indeksu powyżej poziomu celu inflacyjnego RPP już w I kw. 2020 r.

### W 2019 r. oczekiwana stabilizacja indeksu CPI na poziomie lekko powyżej 1,5% r/r

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

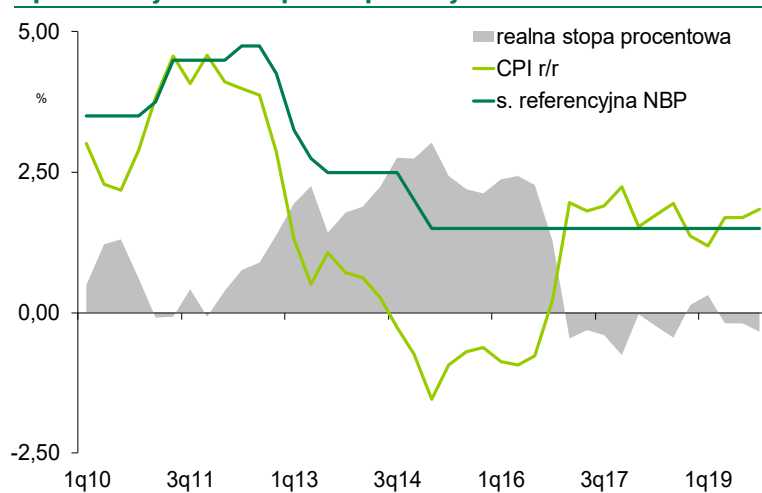
\*szacunki własne

źródło: GUS, BOŚ Bank

## W 2019 r. stabilne stopy procentowe NBP

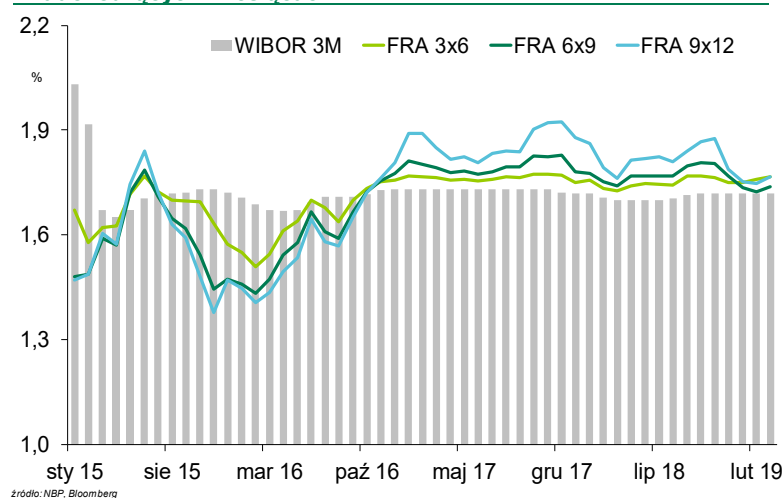
- Z początkiem br. RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie (1,5% dla stopy repo) utrzymując jednocześnie łagodną retorykę i zapowiedź „stabilizacji stóp procentowych” w br. lub nawet w dłuższym horyzoncie.
- Ograniczenie oczekiwań dot. silniejszego wzrostu inflacji CPI w 2019 r. (pod koniec ub.r. niepewność dot. cen energii elektrycznej) poskutkowało osłabieniem jakichkolwiek oczekiwań rynkowych na zacieśnienie polityki pieniężnej.
- Biorąc pod uwagę naszą prognozę stabilizowania się inflacji poniżej 2,0% r/r w nadchodzących miesiącach oczekujemy stabilizacji stóp procentowych NBP do końca 2019 r. Jednocześnie, przy ograniczeniu ryzyka dot. skali spowolnienia krajowej gospodarki oraz przy ostrożności większości członków Rady co do luzowania polityki pieniężnej, uważamy że prawdopodobieństwo obniżki stóp jest niskie.
- Jednocześnie biorąc pod uwagę nasze założenia dot. silniejszego wzrostu inflacji CPI z początkiem 2020 r. uważamy, że w średnim okresie zacieśnienie polityki pieniężnej jest prawdopodobne. Niezależnie od bieżącej retoryki większości członków RPP, gł. prezesa NBP, sądzimy, że silniejszy wzrost inflacji bazowej oczekiwany w 2019 r. i przyspieszenie wzrostu inflacji CPI w 2020 r. poskutkują wzrostem obaw w Radzie przed silniejszym wzrostem indeksu i tym samym zacieśnieniem polityki pieniężnej. O ile nie dojdzie do silniejszego spowolnienia gospodarczego, bieżący wskaźnik inflacji pozostanie kluczowym czynnikiem wpływającym na decyzje Rady.

Przy niskiej inflacji w 2019 r. scenariusz stabilizacji stóp procentowych bardzo prawdopodobny



źródło: GUS, NBP, BOS Bank

Powszechne oczekiwania stabilizacji stóp procentowych w nadchodzących miesiącach

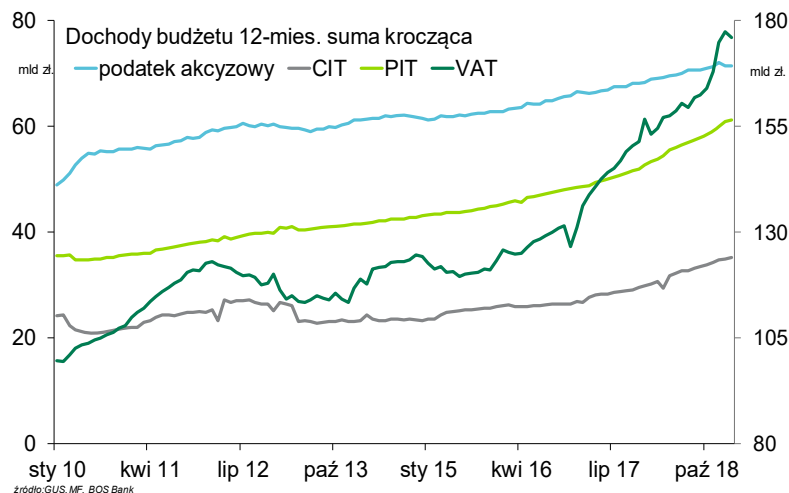


źródło: NBP, Bloomberg

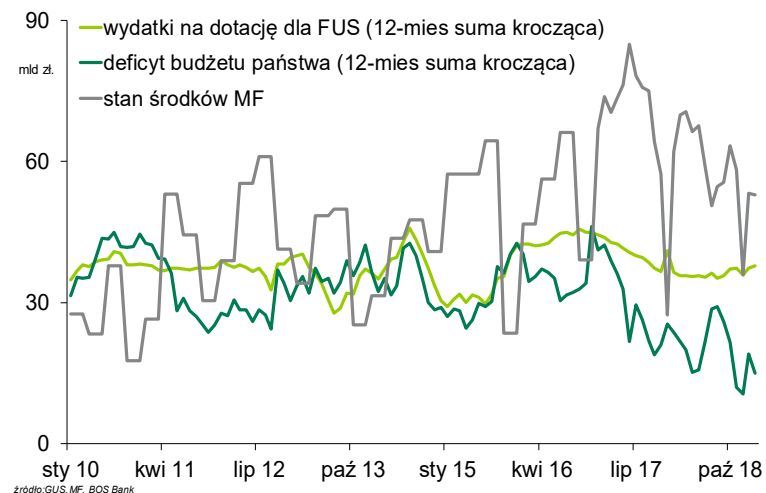
## Przy ograniczeniu dotacji dla FUS możliwe utrzymanie deficytu budżetu w 2019 r. na poziomie zgodnym z ustawą budżetową...

- Według wstępnych danych deficyt budżetu państwa w 2018 r. wyniósł 10,4 mld zł., zdecydowanie poniżej oczekiwań. Wydaje się, że częściowo na tak dobry wynik wpłynęło odsunięcie w czasie zwrotów z podatku VAT, przy bardzo silnym wzroście dochodów w grudniu ub.r. oraz dość słabych danych w tej kategorii z początkiem br.
- Solidne tempo wzrostu konsumpcji prywatnej będzie wspierało w 2019 r. wzrosty dochodów z podatku VAT, niemniej już wolniejszy przyrost tych dochodów z tytułu działań uszczelniających system oraz przesunięcie dochodów pomiędzy 2018 a 2019 r. może skutkować niższą dynamiką tego wzrostu. W warunkach obniżenia akcyzy na energię elektryczną zakładamy nieznaczny tylko wzrost (w skali roku) dochodów z akcyzy, a przy większych wyzwaniach dla wyników finansowych firm oczekujemy tylko nieznacznego wzrostu podatku CIT (choć po bardzo dobrych I. 2017-2018). Nadal oczekujemy dynamicznego wzrostu dochodów z PIT przy solidnym wzroście funduszu płac, ten wzrost spowolni w IV kw. 2019 r. zakładając, że redukcja podatku PIT i wyższe koszty uzyskania przychodu wejdą w życie od 1 października br.
- Przy tych założeniach (ostrożnych przy przyjętym scenariuszu makroekonomicznym, ale mało konserwatywnych w kontekście ryzyka silniejszego spowolnienia gospodarki), uważamy, że realizacja deficytu budżetu państwa zgodnie z przyjętymi założeniami będzie możliwa jedynie przy ograniczeniu wydatków np. z tytułu dotacji dla FUS (w skali 10-15 mld zł.). W minionych dwóch latach wyniki finansowe FUS zaskakiwały wyraźnie *in plus*. Przy wyższych ryzykach dla rynku pracy trudno zakładać, że ponownie sporo niższe będą potrzeby FUS. Możliwe jest natomiast „wypychanie” finansowania FUS do sektora bankowego lub/i finansowanie FUS z tzw. pożyczki tj. wykorzystania środków MF.

W 2019 r. oczekiwany wolniejszy wzrost dochodów z podatków



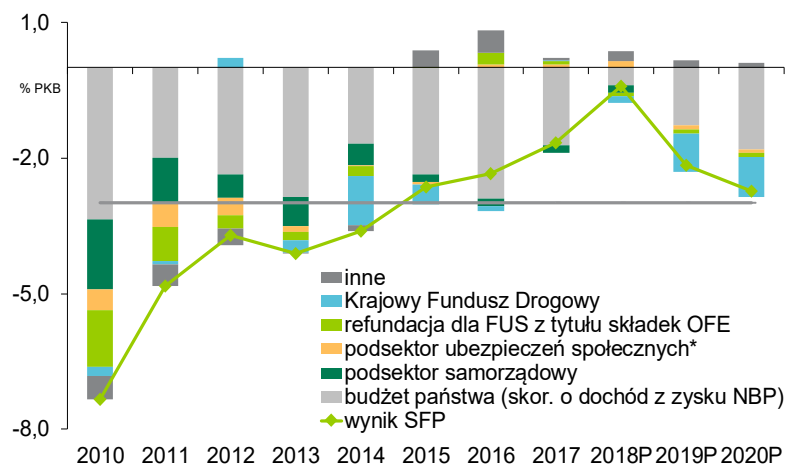
Ograniczenie wydatków budżetowych na dotacje dla FUS umożliwi nieprzekroczenie poziomu deficytu budżetu państwa



## ... ale nieunikniony skokowy wzrost deficytu SFP do ponad 2,0% PKB

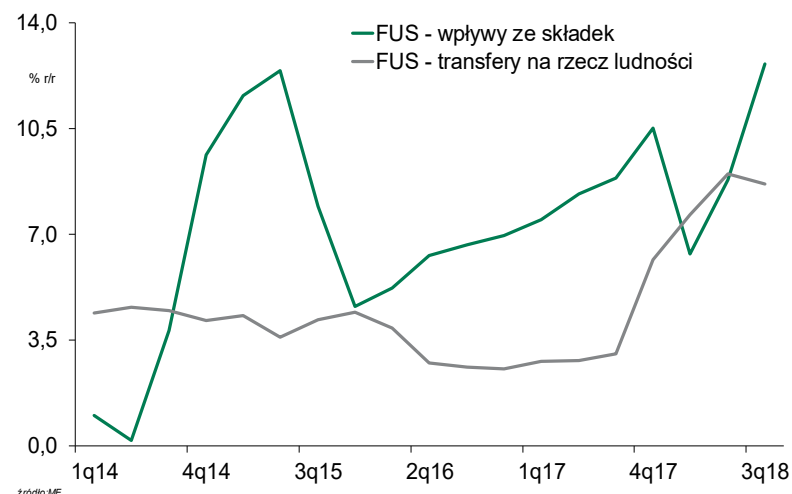
- Niezależnie od przesunięcia wydatków z budżetu państwa, impuls fiskalny wpłynie na wyraźnie wyższy poziom deficytu całego sektora finansów publicznych w kolejnych latach (w sytuacji ograniczenia dotacji dla FUS prawdopodobny wzrost deficytu podsektora ubezpieczeń społecznych).
- Wg wstępnych danych deficyt SFP w ub.r. silnie obniżył się do historycznie niskiego poziomu 0,4% PKB. W 2019 r. oczekujemy skokowego wzrostu deficytu powyżej 2,0% PKB zakładając: - realizację wszystkich zapowiadanych działań fiskalnych, - mniej spektakularne wyniki FUS (dalszy wzrost dynamiki wydatków i wolniejszy wzrost wpływów ze składek), - wolniejsze tempo wzrostu gospodarczego.
- W I. 2017-2018 bardzo pozytywny wpływ na wskaźniki fiskalne miały wyniki finansowe FUS. Pomimo szybkiego wzrostu wydatków, świetna sytuacja na rynku pracy, zmiany regulacyjne rynku pracy (ograniczenie nieoskładkowanych umów) oraz nasilenie migracji zarobkowej poskutkowało bardzo dobrym wynikiem FUS. W naszej ocenie taka sytuacja nie będzie zjawiskiem trwałym, przy nasilających się negatywnych efektach podażowych na rynku pracy.
- W kolejnych latach systematycznie pogarszające się perspektywy demograficzne będą skutkowały dalszym wzrostem deficytu SFP, choć nadal uważamy, że poziom deficytu nie przekroczy 3% PKB, przy prawdopodobnym ograniczeniu po wyborach parlamentarnych transferów socjalnych (np. rezygnacja z wypłat tzw. „trzynastych” emerytur). Ponadto kwotowy poziom świadczenia w ramach programu „Rodzina 500+” implikuje, że jeżeli nie będzie ono waloryzowane, w kolejnych latach jego udział w wydatkach będzie obniżał się.

### Luzowanie fiskalne powodem oczekiwanego skokowego wzrostu deficytu SFP od 2019 r...



\*skorygowany o anulowanie FUS pożyczki z budżetu państwa  
źródło: MF, BgK, BFG, Eurostat, ZUS, BOS Bank

### ... przy założeniu, że wyniki FUS nie będą tak silnie ograniczały deficytu jak w I. 2017-2018



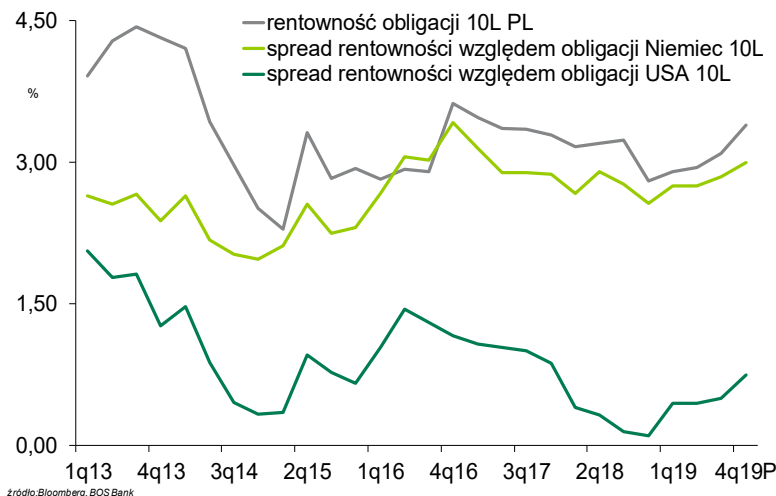
źródło: MF

## W II połowie roku oczekiwany silniejszy wzrost rentowności obligacji skarbowych

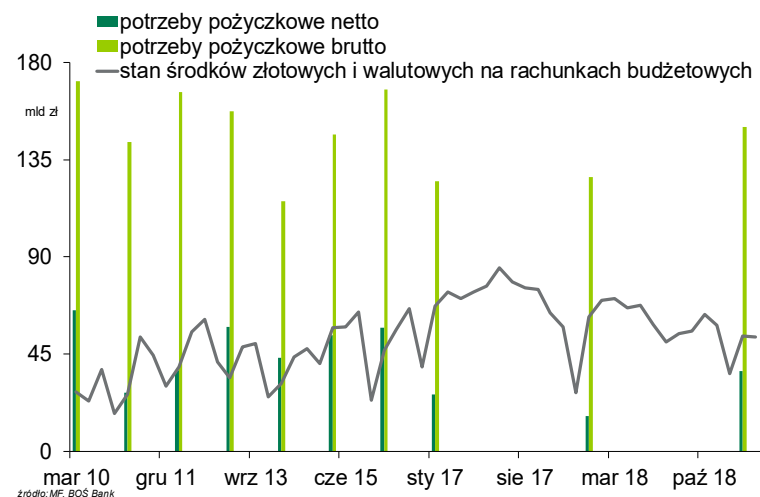


- Choć sytuacja na bazowych rynkach obligacji skarbowych wskazywałaby na materializujące się ryzyka niższego poziomu rentowności krajowych obligacji skarbowych, to silniejsze poluzowanie polityki fiskalnej i oczekiwane wyraźne zwiększenie potrzeb pożyczkowych w naszej ocenie będzie skutkowało wzrostem rentowności obligacji skarbowych. O ile nie przewidujemy ryzyka przekroczenia deficytu SFP poziomu 3% PKB, to skala wzrostu deficytu wobec świetnych wyników z I. 2017 – 2018 będzie skutkowało wzrostem podaży długu.
- Podtrzymujemy także naszą ocenę, że perspektywa silniejszego wzrostu inflacji CPI z początkiem 2020 r., może pod koniec 2019 r. wpływać na spadek cen obligacji skarbowych w warunkach rosnącej niepewności co do perspektyw krajowej polityki pieniężnej w dłuższym okresie.
- Biorąc pod uwagę powyższe oczekujemy w II poł. roku wzrostu rentowności obligacji skarbowych oraz spreadów tych rentowności wobec ich odpowiedników na rynkach bazowych.
- Teoretycznie bilans ryzyka dla prognoz globalnych wskazuje na ryzyk niższego poziomu rentowności rynków bazowych. Należy jednak pamiętać, że w sytuacji materializacji bardziej pesymistycznych scenariuszy, silnie wzrosłaby awersja do ryzyka (póki co jej ograniczony wzrost) przewyższając pozytywny efekt spadku rentowności obligacji na rynkach bazowych. Ponadto, silniejsza skala spowolnienia gospodarczego z pewnością dużo bardziej komplikowałaby krajowe perspektywy fiskalne, co dodatkowo zwiększałoby presję na ceny polskich obligacji skarbowych.

### W trakcie 2019 r. oczekujemy silniejszego wzrostu rentowności krajowych obligacji skarbowych...



### ... m.in. przy zdecydowanie wyższych potrzebach pożyczkowych SFP



Wskaźniki krajowe		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	% r/r	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>	<b>4,0</b>
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	7,3	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	0,0
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	mld PLN	<b>1 629</b>	<b>1 657</b>	<b>1 720</b>	<b>1 800</b>	<b>1 861</b>	<b>1 989</b>	<b>2 116</b>	<b>2 241</b>
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,7	-1,3
	mld EUR	-14,5	-5,0	-8,5	-2,4	-2,2	0,7	-3,4	-7,3
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	5,4	5,6
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,0	-1,1	0,2	0,9	2,3	3,3	2,4	1,8
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, śr.	<b>12,8</b>	<b>13,5</b>	<b>12,3</b>	<b>10,5</b>	<b>8,9</b>	<b>7,3</b>	<b>6,1</b>	<b>5,7</b>
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.	<b>3,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,4
Depozyty ogółem	mld PLN	<b>828,5</b>	<b>875,3</b>	<b>956,4</b>	<b>1 027,2</b>	<b>1 123,5</b>	<b>1 170,7</b>	<b>1 277,0</b>	<b>1 351,5</b>
	% r/r	5,9	5,7	9,3	7,4	9,4	4,2	9,1	5,8
Kredyty ogółem	mld PLN	<b>899,6</b>	<b>933,0</b>	<b>996,3</b>	<b>1 065,3</b>	<b>1 117,2</b>	<b>1 159,1</b>	<b>1 242,1</b>	<b>1 313,0</b>
	% r/r	1,7	3,7	6,8	6,9	4,9	3,8	7,2	5,7
<b>Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)</b>	% PKB	<b>-3,7</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-2,2</b>
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	53,7	55,7	50,2	51,1	54,1	50,5	48,9	48,5
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
<b>Stopa referencyjna NBP</b>	%, k.o.	<b>4,25</b>	<b>2,50</b>	<b>2,00</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	2,75	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	<b>4,11</b>	<b>2,71</b>	<b>2,06</b>	<b>1,72</b>	<b>1,73</b>	<b>1,72</b>	<b>1,72</b>	<b>1,70</b>
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	3,07	2,99	1,78	1,56	2,01	1,69	1,33	1,80
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	3,17	3,77	2,13	2,21	2,87	2,66	2,13	2,65
<b>Obligacje skarbowe 10L</b>	%, k.o.	<b>3,72</b>	<b>4,32</b>	<b>2,51</b>	<b>2,94</b>	<b>3,62</b>	<b>3,29</b>	<b>2,81</b>	<b>3,40</b>
<b>PLN/EUR</b>	PLN, k.o.	<b>4,09</b>	<b>4,15</b>	<b>4,26</b>	<b>4,26</b>	<b>4,42</b>	<b>4,17</b>	<b>4,30</b>	<b>4,25</b>
PLN/USD	PLN, k.o.	3,10	3,01	3,51	3,90	4,18	3,48	3,76	3,70
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,39	3,38	3,54	3,94	4,12	3,57	3,82	3,73

Założenia zewnętrzne		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P
PKB - USA	% r/r	2,2	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	2,9	2,4
PKB - strefa euro	% r/r	-0,8	-0,2	1,4	2,0	1,9	2,5	1,8	1,1
Inflacja (CPI) - USA	% r/r, śr.	2,0	1,5	1,5	0,2	1,3	2,1	2,4	1,7
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, śr.	2,5	1,3	0,3	0,2	0,4	1,4	1,4	1,4
<b>Stopa funduszy federalnych Fed**</b>	%, k.o.	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,50</b>	<b>0,75</b>	<b>1,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	2,60
Obligacje USA 10L	%, k.o.	1,77	3,05	2,18	2,28	2,46	2,42	2,70	2,65
<b>Stopa repo EBC</b>	%, k.o.	<b>0,75</b>	<b>0,25</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,30
Obligacje GER 10L	%, k.o.	1,30	1,94	0,54	0,63	0,20	0,42	0,24	0,35
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,75
<b>USD/EUR</b>	USD, k.o.	<b>1,32</b>	<b>1,37</b>	<b>1,22</b>	<b>1,09</b>	<b>1,05</b>	<b>1,20</b>	<b>1,15</b>	<b>1,15</b>
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	111,7	108,7	98,9	52,4	43,8	54,3	71,0	67,5

% 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, Bloomberg

Wskaźniki krajowe		1q18	2q18	3q18	4q18	1q19P	2q19P	3q19P	4q19P
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	% r/r	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>
Popyt krajowy	% r/r	6,6	4,4	6,2	4,8	4,8	4,8	4,1	3,8
Spożycie indywidualne	% r/r	4,7	4,9	4,5	4,3	4,4	4,3	4,2	4,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	8,2	4,7	9,9	6,7	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	-0,1	-0,6	-0,7	-0,6	-1,0	-1,0	-1,3
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r, real.	4,6	5,3	5,6	6,2	6,0	5,2	5,8	5,5
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,8	3,0	1,9	2,1	2,2	2,0	1,7	1,4
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, śr.	<b>6,6</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, k.o.	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	0,7	0,6	0,8	0,6	1,3	1,5	1,6	1,8
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
<b>Stopa referencyjna NBP</b>	%, k.o.	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	<b>1,70</b>	<b>1,70</b>	<b>1,72</b>	<b>1,72</b>	<b>1,72</b>	<b>1,70</b>	<b>1,70</b>	<b>1,70</b>
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,47	1,61	1,54	1,33	1,68	1,60	1,65	1,80
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,34	2,53	2,53	2,13	2,21	2,25	2,40	2,65
<b>Obligacje skarbowe 10L</b>	%, k.o.	<b>3,16</b>	<b>3,20</b>	<b>3,24</b>	<b>2,81</b>	<b>2,84</b>	<b>2,95</b>	<b>3,10</b>	<b>3,40</b>
<b>PLN/EUR</b>	PLN, k.o.	<b>4,21</b>	<b>4,36</b>	<b>4,27</b>	<b>4,30</b>	<b>4,30</b>	<b>4,28</b>	<b>4,27</b>	<b>4,25</b>
PLN/USD	PLN, k.o.	3,41	3,74	3,68	3,76	3,84	3,77	3,73	3,70
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,58	3,77	3,76	3,82	3,85	3,78	3,74	3,73

Założenia zewnętrzne		1q18	2q18	3q18	4q18	1q19P	2q19P	3q19P	4q19P
PKB - USA	% r/r	2,6	2,9	3,0	3,1	2,7	2,5	2,2	2,1
PKB - strefa euro	% r/r	2,4	2,1	1,6	1,1	1,0	0,9	1,2	1,5
<b>Stopa funduszy federalnych Fed*</b>	%, k.o.	<b>1,75</b>	<b>2,00</b>	<b>2,25</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	2,81	2,60	2,60	2,60	2,60
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,76	2,88	3,09	2,70	2,41	2,50	2,60	2,65
<b>Stopa repo EBC</b>	%, k.o.	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-0,30	-0,30	-0,30
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,49	0,30	0,47	0,24	-0,07	0,20	0,25	0,35
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
<b>USD/EUR</b>	USD, k.o.	<b>1,23</b>	<b>1,17</b>	<b>1,16</b>	<b>1,15</b>	<b>1,12</b>	<b>1,14</b>	<b>1,14</b>	<b>1,15</b>
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	66,9	74,5	75,1	67,7	63,4	67,0	69,7	70,0

% 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, Bloomberg

**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.