

ANALIZY MAKROEKONOMICZNE  
**PRZEGLĄD MIESIĘCZNY**

19 grudnia 2017



**DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA AKTYWAMI I PASYWAMI**

**[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**

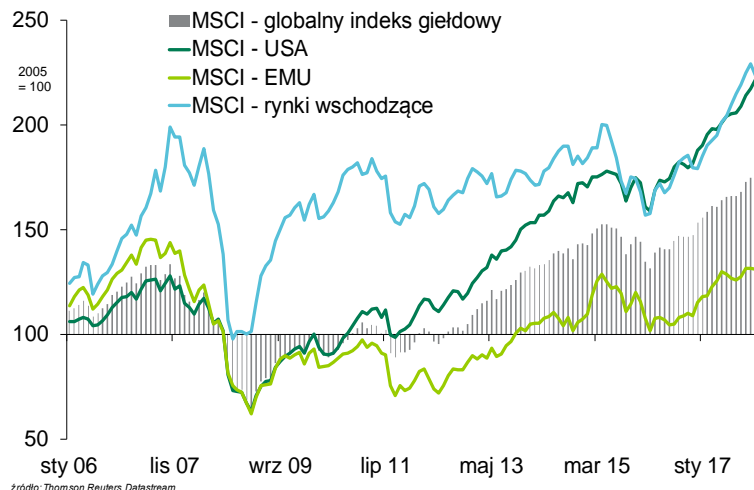
**+48 515 111 698**  
**[janina.swiatkowska@bosbank.pl](mailto:janina.swiatkowska@bosbank.pl)**

---

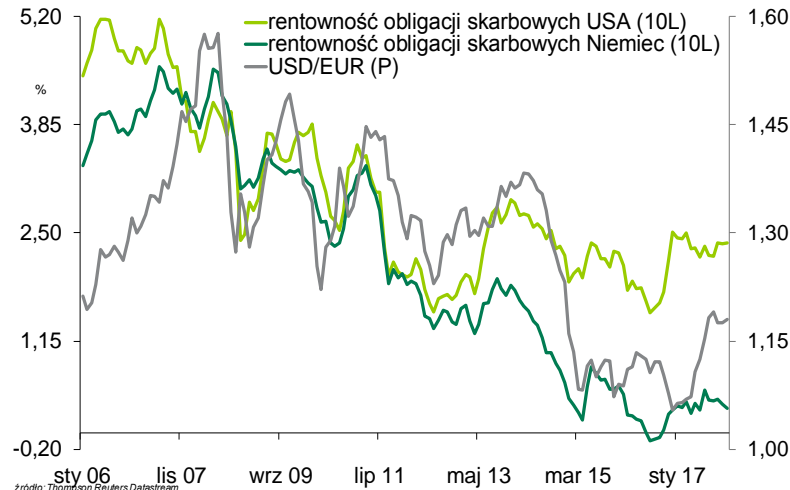
- Pod koniec 2017 r. w warunkach szybko postępującego procesu legislacyjnego ustawy podatkowej w USA utrzymywały się pozytywne nastroje rynkowe globalnie. Zakładając, zgodnie z zapowiedziami, że przegłosowanie ustaw nastąpi do grudnia, oczekujemy pozytywnego wpływu obniżenia obciążeń podatkowych na wzrost PKB w l. 2018-2019, przy prawdopodobnym lekkim przyspieszeniu dynamiki wzrostu PKB w USA w 2018 r. wobec wyniku z 2017 r.
- Utrzymanie korzystnych wyników gospodarczych w USA będzie ograniczało skalę osłabienia dynamiki wzrostu w strefie euro oraz Chinach. Jednocześnie, przy zakładanej korzystnej koniunkturze globalnej oraz jedynie powolnym wzroście inflacji bazowej w gospodarkach rozwiniętych oczekujemy, że w 2018 r. Fed i EBC będą bardzo stopniowo zacieśniać / ograniczać łagodzenie polityki pieniężnej.
- Ryzykiem dla globalnego rynku finansowego pozostanie sytuacja polityczna (głównie w Europie) oraz geopolityczna (Półwysep Koreański). W naszej ocenie negocjacje dot. Brexitu są obecnie najważniejszym źródłem ryzyka, choć silniej na rynki ten czynnik może wpływać dopiero w ostatnich miesiącach 2018 roku.
- W warunkach stabilnej sytuacji na globalnym rynku finansowym i jedynie powolnego tempa zmian w polityce pieniężnej głównych banków centralnych oczekujemy, że kurs złotego będzie w dalszym ciągu wahał się wokół poziomu 4,25 PLN/EUR.
- W 2018 r. oczekujemy lekkiego spadku dynamiki krajowego PKB do 4,0% r/r, przy niższej dynamice spożycia gospodarstw domowych oraz niższej kontrybucji eksportu netto we wzrost. Jednocześnie, jeżeli spełnią się nasze prognozy przyspieszenia dynamiki nakładów brutto na środki trwałe dzięki ożywieniu w inwestycjach przedsiębiorstw, będzie można mówić o wyraźnej poprawie struktury wzrostu.
- Choć warunki cykliczne będą wspierać solidny wzrost inflacji bazowej, szacujemy, że wskaźnik CPI będzie w 2018 r. utrzymywał się blisko poziomu 2,0% r/r. Prognozujemy, że w kolejnych kwartałach silnie obniży się dynamika cen żywności przy niewielkich zmianach dynamiki cen energii.
- Utrzymanie zdecydowanie łagodnej retoryki RPP wskazuje na niskie prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych w I poł. 2018 r. Jednocześnie, biorąc pod uwagę założenie przyspieszenia dynamiki inwestycji firm, utrzymania solidnego tempa wzrostu wynagrodzeń i wyraźnego wzrostu inflacji bazowej, oczekujemy korekcyjnej podwyżki stóp procentowych w skali 25 pkt. baz. pod koniec roku.

- 2017 r. przyniósł dynamiczną, silniejszą wobec oczekiwań sprzed roku, poprawę sytuacji na globalnym rynku finansowym, przy solidnych wzrostach na rynkach giełdowych na większości rynków. Tak silna i powszechna skala wzrostów na giełdach nie była notowana od kryzysu finansowego w l. 2008-2009.
- Istotne zmiany odnotowano także na globalnym rynku walutowym, przy: solidnym (także nieco silniejszym od naszych oczekiwań), wzmocnieniu euro, deprecjacji dolara oraz franka szwajcarskiego i solidnej aprecjacji notowań walut rynków wschodzących. Bardzo niska zmienność cen aktywów o wyższym profilu ryzyka skutkowałą dynamicznym, najsilniejszym od 5 lat, napływem kapitału zagranicznego na rynki wschodzące.
- Pomimo bardzo silnego wzrostu aktywności gospodarczej i spadku globalnej premii za ryzyko, rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych na dłuższym końcu krzywej dochodowości zmieniły się w mijającym roku jedynie nieznacznie, utrzymując się na poziomach niewiele wyższych wobec lokalnych minimów.
- Choć poziomy cen instrumentów finansowych odbiegają od prognoz formułowanych przed rokiem, to generalny kierunek solidnej poprawy nastrojów, w tym napływu kapitału na rynki wschodzące, przy równoczesnym utrzymaniu niskich poziomów rentowności (brak scenariusza „reflation” dla gospodarki globalnej), okazały się zgodne z naszymi przewidywaniami.

### W 2017 r. najsilniejszy od kilku lat, wzrost notowań akcji na rynku światowym...



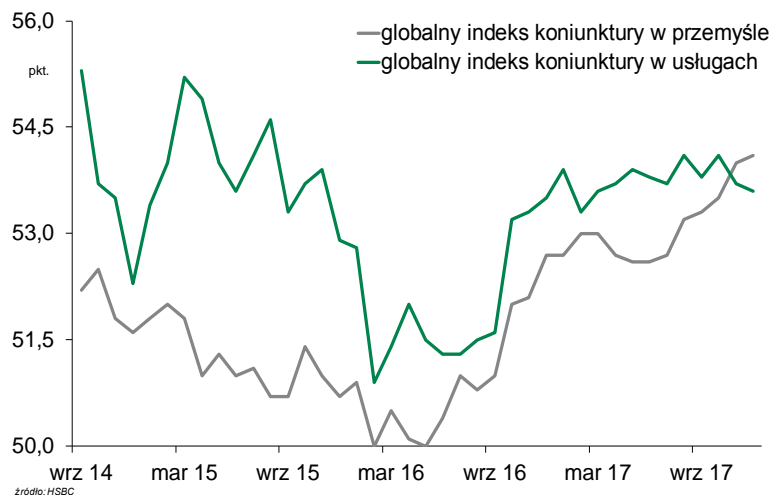
### ...solidne dostosowania także na rynku walutowym, z kolei niewielkie zmiany na rynku obligacji skarbowych



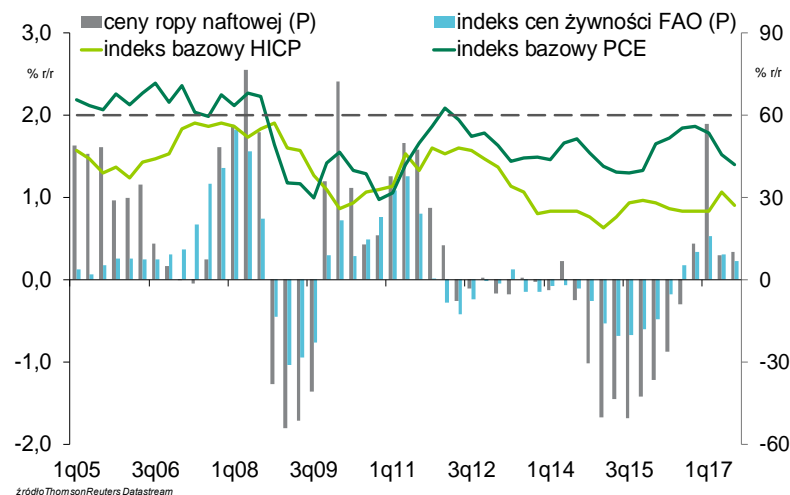
# W 2017 r. dynamiczne ożywienie globalnej aktywności gospodarczej, przy wciąż niskich poziomach inflacji

- Głównym powodem solidnych wzrostów na rynkach giełdowych było dużo silniejsze od powszechnych oczekiwań (zarówno co do skali jak i zasięgu geograficznego) ożywienie globalnego wzrostu gospodarczego.
- Dodatkowo poprawie nastrojów sprzyjał brak materializacji negatywnych, z punktu widzenia rynków finansowych, propozycji wyborczych prezydenta Donalda Trumpa, szczególnie tych silniej zagrażających rynkom wschodzącym. W Europie z kolei czynnikiem najsilniej poprawiającym nastroje był wynik wyborów prezydenckich we Francji i brak przejścia władzy przez antyeuropejską kandydatkę Marie Le Pen. Pojawiające się w II poł. 2017 r. epizody wzrostu ryzyka sytuacji politycznej i geopolitycznej (Korea Płn., Hiszpania) miały jedynie ograniczony negatywny wpływ na sytuację rynkową.
- Oczekiwania na silniejsze ożywienie inflacji wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym okazały się jedynie okresowe. Pomimo generalnej poprawy sytuacji na lokalnych rynkach pracy (dynamiczny spadek stopy bezrobocia), niskie tempo wzrostu wynagrodzeń ograniczało skalę wzrostu inflacji bazowej, a ograniczona skala wzrostu cen surowców na rynku globalnym wskaźników inflacji ogółem. W rezultacie, pomimo dużo lepszych wyników w sferze realnej gospodarki, skala zmian w polityce głównych banków centralnych była w 2017 r. jedynie umiarkowana.
- Ponadto czynniki strukturalne i post-kryzysowe (poziom zadłużenia, wątki demograficzne) utrzymywały niski poziom długookresowych stóp procentowych na rynkach rozwiniętych.

## W 2017 r. silne ożywienie globalnej koniunktury, poprawa aktywności w większości regionów świata...



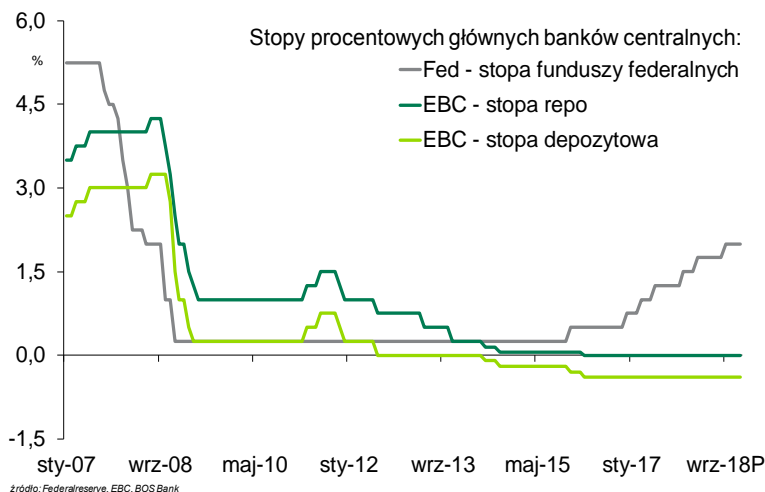
## ...jednak lepsza koniunktura gospodarcza bez wpływu na wskaźniki inflacji w gospodarkach rozwiniętych



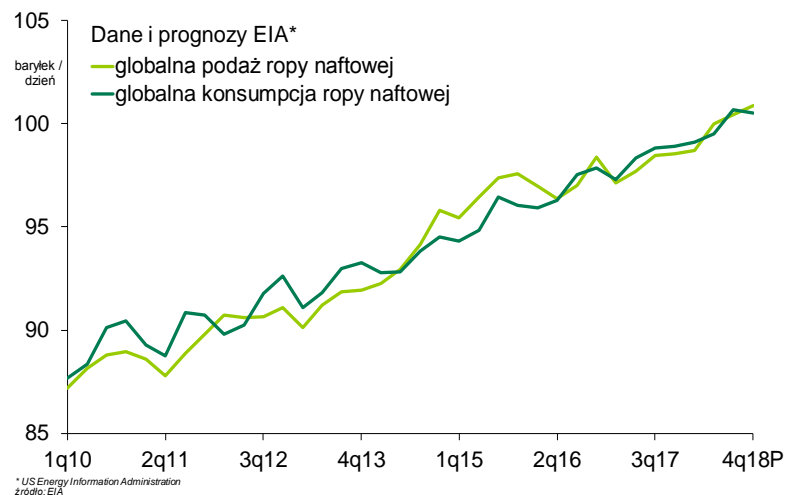
## W 2018 r. wyzwania dla polityki pieniężnej głównych banków centralnych najprawdopodobniej pozostaną najważniejsze dla rynków finansowych

- Biorąc pod uwagę poprawę struktury wzrostu gospodarczego w gospodarkach rozwiniętych w 2017 r. (wzrost inwestycji prywatnych), założenia pozytywnego wpływu ustawy podatkowej w USA i jedynie powolnego spowolnienia wzrostu gospodarczego w Chinach, oczekujemy utrzymania w 2018 r. solidnego wzrostu gospodarki globalnej.
- Zakładamy także, że nadal poprawa aktywności w sferze realnej będzie bardzo powoli przekładała się na wzrost inflacji. Podtrzymujemy także ocenę, że bieżące efekty (głównie o charakterze podażowym) podbijające ceny ropy naftowej mają charakter okresowy. Nie zakładamy, że notowany obecnie dynamiczny wzrost cen surowca jest początkiem nowego trendu wzrostowego cen. Przy zakładanym w 2018 r. wyraźnym wzroście podaży (za prognozami amerykańskiej agencji *Energy Information Administration*) oczekujemy, że ceny ropy naftowej będą stabilizowały się na poziomie lekko powyżej 60 USD/baryłkę.
- Przy powyższym scenariuszu oczekujemy dalszych, bardzo stopniowych zmian w polityce pieniężnej głównych banków centralnych - lekkiego zaostrzenia polityki pieniężnej Fed oraz ograniczenia luzowania polityki EBC.
- Biorąc pod uwagę problemy w zrozumieniu relacji sfery realnej i inflacji (które różnią się od tych powiązań z przeszłości) prognozy są obarczone ryzykiem. Inaczej niż przed rokiem wydaje się, że obecnie scenariusz niskiej inflacji staje się powszechnym scenariuszem rynkowym, co przekłada się na potencjalnie silniejsze reakcje rynkowe na ewentualny szybszy wzrost inflacji niż na niespodziankę w postaci niskiej inflacji. Rynki silniej w 2018 r. mogą natomiast reagować na wszelkie negatywne sygnały płynące ze sfery realnej.

### W 2018 r. prawdopodobne utrzymanie ostrożnych zmian w polityce pieniężnej banków centralnych

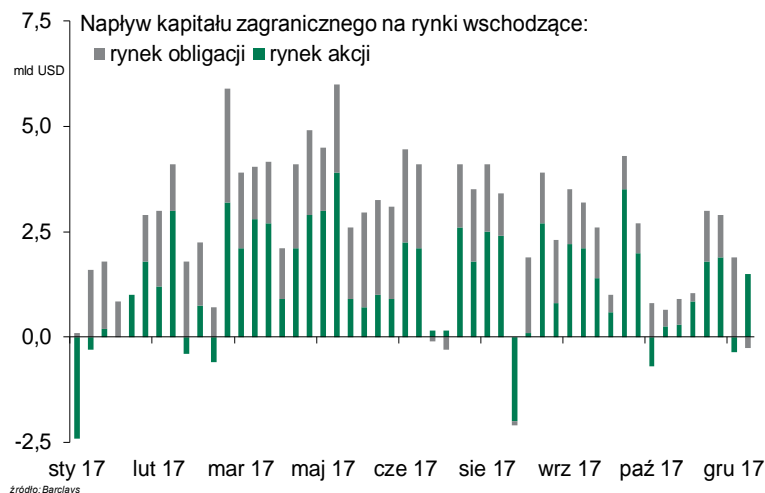


### Zrównoważenie rynku ropy naftowej w 2018 r.

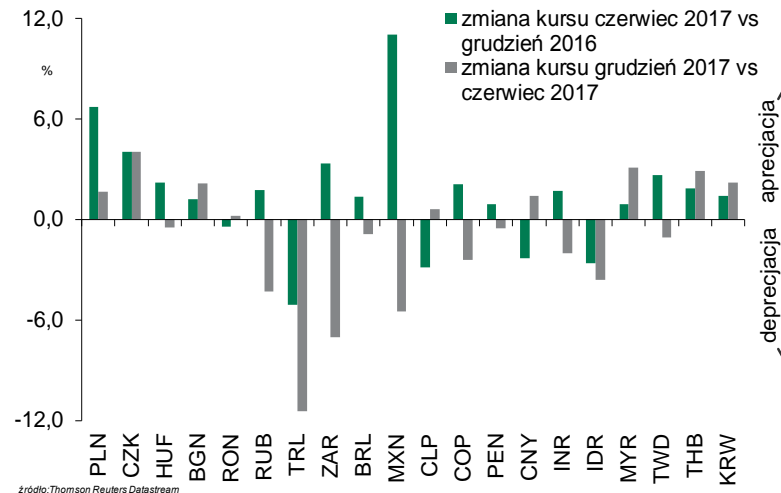


- Zakładamy, że w 2018 r. sytuacja na rynkach wschodzących pozostanie korzystna z uwagi na: założenie utrzymania bardzo ostrożnych zmian w polityce pieniężnej Fed, ograniczonego potencjału do silnego wzmocnienia notowań dolara, utrzymania wyższych (choć już nie rosnących) cen surowców oraz założenia jedynie stopniowego spowolnienia aktywności chińskiej gospodarki.
- Cały czas pozytywnie na aktywa rynków wschodzących powinna wpływać wyraźna poprawa fundamentów tych gospodarek w porównaniu do sytuacji sprzed kilku lat (wynik na rachunku obrotów bieżących, ograniczenie wzrostu zadłużenia).
- Jednocześnie oczekujemy, że skala napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące będzie cały czas stopniowo słabnąć, przy wytracaniu impetu napływu w połowie 2017 r.
- O ile nie zaskoczy negatywnie sytuacja w Chinach, wyzwania polityczne i gospodarcze w poszczególnych krajach nie powinny skutkować wzrostem ryzyka całej grupy rynków wschodzących. Bardziej prawdopodobne wydaje się utrzymanie tendencji z II poł. 2017 r., tj. większej zmienności cen aktywów na poszczególnych rynkach wschodzących.
- Ryzykiem dla rynków wschodzących (oprócz sytuacji chińskiej gospodarki) pozostanie polityka pieniężna Fed w kontekście inflacji, tj. ewentualna konieczność większej skali podwyżek stóp z tytułu wzrostu inflacji, a nie z tytułu poprawy w sferze realnej (jak miało to miejsce w br.).

## Dynamiczny napływ kapitału zagranicznego na rynki wschodzące w 2017 r., szczególnie w I poł. roku...



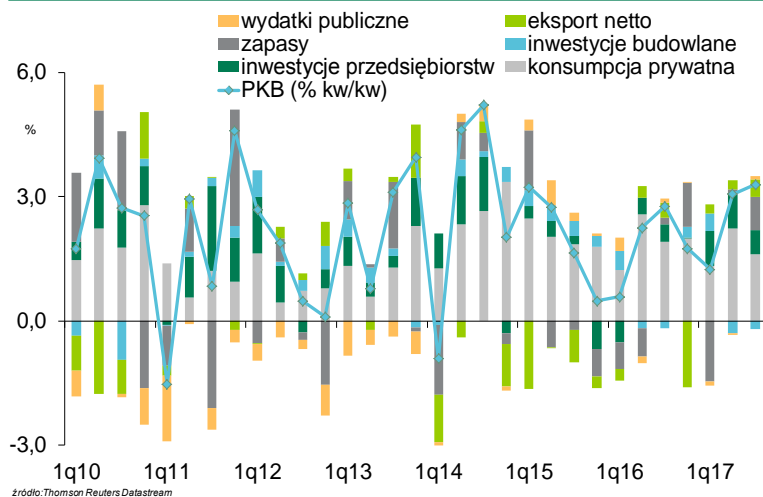
## ... w II poł. roku większa zmienność cen na poszczególnych rynkach



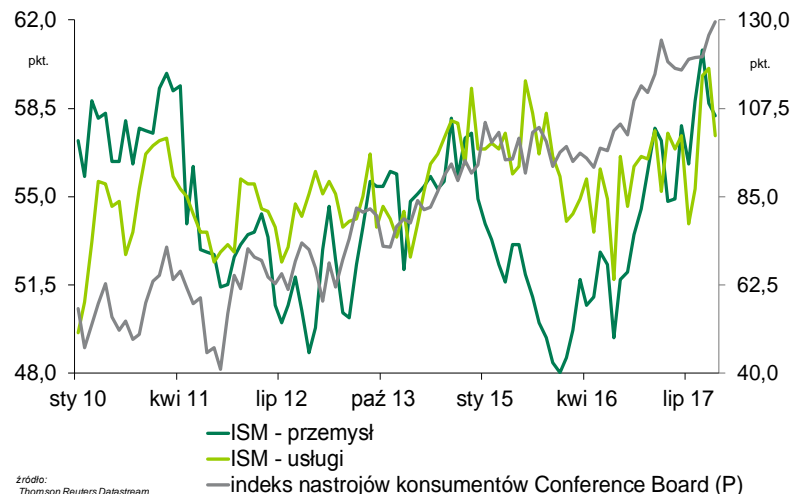
- Ostatnie 18 miesięcy może wskazywać na ograniczony wpływ sytuacji politycznej na sytuację gospodarczą, a II poł. 2017 r. wskazuje na ograniczenie wpływu sytuacji politycznej także na rynki finansowe. Pozostajemy jednak ostrożni co do utrzymania tak wysokiej odporności rynków finansowych, szczególnie jeżeli sytuacja w sferze realnej gospodarki nie będzie dalej zaskakiwać *in plus*, tak jak miało to miejsce w 2017 r.
- Głównym czynnikiem ryzyka (które może materializować się w II poł. 2018 r.) będą negocjacje nad warunkami Brexitu. Wyniki szczytu UE z grudnia 2017 r. (zamknięcie pierwszej fazy negocjacji dot. rozliczeń finansowych, granicy pomiędzy Irlandią i Irlandią Pn., prawa obywateli) w pewnym stopniu ograniczają ryzyko braku porozumienia. Biorąc jednak pod uwagę zdecydowanie trudniejszy temat jakim jest polityka handlowa i krótki okres czasu na wypracowanie porozumienia (Wielka Brytania ma wystąpić z UE w marcu 2019 r.) uważamy, że ryzyko braku porozumienia lub braku umowy przedłużającej proces negocjacyjny, może w II poł. 2018 r. narastać, co może negatywnie wpływać na europejskie aktywa finansowe a w 2019 r., a także na sytuację gospodarczą w Europie (gł. na gospodarkę brytyjską).
- Pod koniec br. prezydent Włoch może rozwiązać parlament i ogłosić wybory parlamentarne, które wg dominujących ocen zewnętrznych ośrodków analitycznych mogą odbyć się w marcu 2018 r. Badania sondażowe wskazują na niskie prawdopodobieństwo wygranej antyeuropejskiej i antysystemowej partii Ruchu 5 Gwiazd, niemniej wskazują także na mocno wyrównane wyniki największych ugrupowań. Taki wynik implikowałby konieczność utworzenia tzw. „wielkiej koalicji” przez partie centro-prawicowe i centro-lewicowe, które w przeszłości raczej wymieniały się władzą. Taka sytuacja implikowałaby podwyższone ryzyko dla samego procesu utworzenia rządu oraz w średnim okresie - dla wdrażania koniecznych reform gospodarczych, w tym reform fiskalnych.
- Trzy miesiące po wyborach parlamentarnych w Niemczech wciąż nie powstał nowy rząd. Podjęcie rozmów koalicyjnych CDU-CSU z SPD daje szansę na ponowne utworzenie tzw. „wielkiej koalicji”, ryzyko dla powodzenia negocjacji jest bardzo wysokie, biorąc pod uwagę istotne różnice programowe (polityka migracyjna, reforma systemu zdrowia, polityka podatkowa), które były istotnym powodem spadku poparcia tych partii w wyborach w 2017 r.
- Bieżące badania sondażowe wskazują na zwycięstwo w wyborach regionalnych w Katalonii (21.12) partii opowiadających się za pozostaniem Katalonii jako integralnej części Hiszpanii. Prawdopodobny jest scenariusz utworzenia koalicji z udziałem wielu małych partii oraz podjęcie rozmów dot. statusu regionu. Ryzyko dla stabilności Katalonii wciąż utrzymuje się, choć wydaje się, że w porównaniu z sytuacją z października, jest one nieco niższe, oczywiście przy założeniu, że wynik wyborów będzie zbliżony do wyniku wskazywanego przez badania sondażowe.
- Trudno obecnie mówić o ustabilizowaniu się sytuacji na Półwyspie Koreańskim, stąd w kolejnych miesiącach nie można wykluczyć wzrostu ryzyka sytuacji geopolitycznej. W tym kontekście zwraca także uwagę notowana w ostatnich miesiącach wyższa niepewność dot. polityki międzynarodowej USA, w tym ponowne nasilenie retoryki krytykującej dotychczasową politykę handlową (trudne dotychczasowe rundy negocjacji dot. zmian w porozumienia NAFTA). Na listopad 2018 r. zaplanowane są także tzw. częściowe wybory do Kongresu USA.

- Po słabszych wynikach aktywności amerykańskiej gospodarki w I kw. 2017 r., w dalszej części roku aktywność gospodarcza w USA przyspieszyła solidnie, przy oczekiwanym wzroście całorocznym PKB na poziomie 2,3% r/r, wobec 1,5% r/r odnotowanych w 2016 r. W 2017 r. notowano stabilne tempo wzrostu konsumpcji prywatnej, lekki wzrost kontrybucji zapasów oraz eksportu netto, przy wyraźnie wyższej kontrybucji inwestycji przedsiębiorstw we wzrost PKB.
- Solidna poprawa aktywności gospodarczej sprzyjała także dalszemu wzrostowi zatrudnienia i spadkowi stopy bezrobocia. W dalszym ciągu jednak spadek bezrobocia w kierunku poziomu szacowanego jako neutralny, nie generował silniejszego wzrostu dynamiki wynagrodzeń.
- Wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia był jednak wystarczającym dla silnej poprawy nastrojów gospodarstw domowych w trakcie 2017 r. Indeksy koniunktury dla sektora przedsiębiorstw wskazują na utrzymujące się bardzo korzystne perspektywy wzrostu w najbliższych miesiącach. Choć wskaźniki listopadowe koniunktury, zarówno w przemyśle, jak i usługach lekko obniżyły się względem lokalnych maksimów z października, wciąż w porównaniach historycznych, utrzymują się na solidnych poziomach.
- Nastroje podmiotów gospodarczych pod koniec roku dodatkowo wspierało wyraźne przyspieszenie procesu legislacyjnego dot. wdrożenia ustaw podatkowych obniżających obciążenia podatkowe dla osób fizycznych oraz firm od 2018 r. Dotychczasowe informacje wskazują na bardzo prawdopodobne uchwalenie ustaw przed końcem 2017 r.

### Od II kw. wyraźnie silniejsze tempo wzrostu PKB w USA



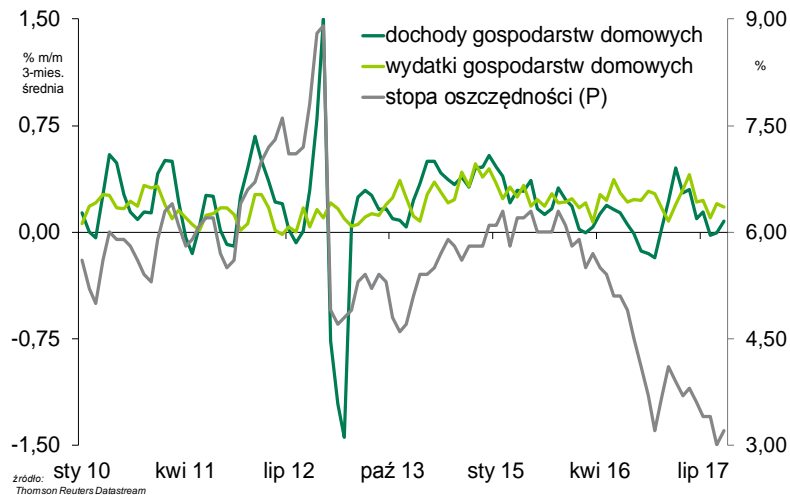
### Wskaźniki koniunktury gospodarczej wskazujące na utrzymanie pozytywnych tendencji także w miesiącach nadchodzących



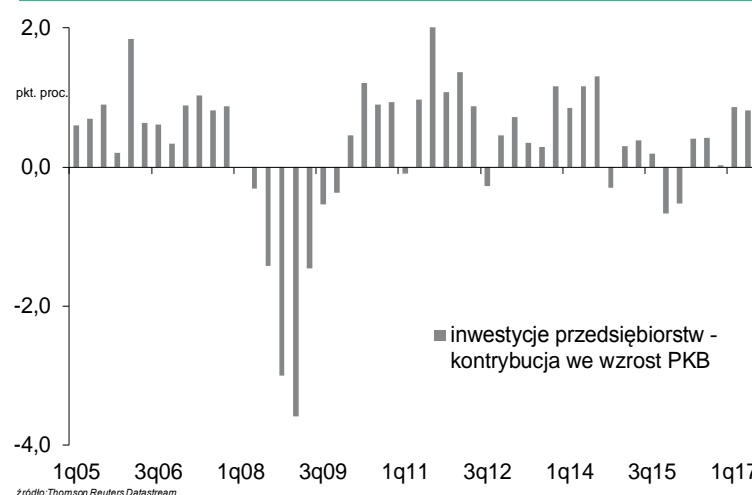


- Dotychczas prezentowane projekty ustaw podatkowych, a przede wszystkim szybsze od oczekiwań tempo procesu legislacyjnego, przekładają się na oczekiwania uchwalenia ustaw dot. reformy podatkowej przed końcem 2017 r. i korektę w górę założeń dot. wzrostu PKB w I. 2018-2019. Zakładamy, że dynamika PKB wzrośnie w 2018 r. w kierunku 2,5% r/r, przy lepszych wynikach inwestycji firm oraz konsumpcji prywatnej. Redukcja obciążeń podatkowych pozwoli bowiem na utrzymanie solidnego wzrostu konsumpcji prywatnej i jednocześnie zwiększenie stopy oszczędności gospodarstw domowych.
- Oceniamy, że ograniczenie obciążeń fiskalnych z nawiązką zrekompensuje negatywny wpływ czynników, które mogą w kolejnych kwartałach obniżyć dynamikę wzrostu PKB: - stopniowego ograniczenia odbudowy inwestycji w sektorze wydobywczym (najważniejszy sektor odbudowy aktywności inwestycyjnej firm w 2017 r.), - spowolnienia aktywności na rynku nieruchomości, - konieczności ograniczenia konsumpcji prywatnej w warunkach bieżącej bardzo niskiej stopy oszczędności gospodarstw domowych, - ograniczonych szans na silniejsze ożywienie popytu zewnętrznego (założenie lekkiego spowolnienia aktywności w strefie euro i Chinach).
- W krótkim okresie wpływ zmian podatkowych na aktywność gospodarki jest jednoznaczny. W dłuższym okresie wciąż jednak ryzyko dla tej oceny utrzymuje się na podwyższonym poziomie. Zgodnie z oceną Fed, nie można na obecnym etapie oszacować, jak zmiany podatkowe wpłyną na stronę podażową gospodarki, przy utrzymujących się problemach w analizach tych zmian na parametry gospodarcze (wydajność pracy, postęp technologiczny, demografia).

## Niższe obciążenia podatkowe pozwolą na zwiększenie stopy oszczędności bez silnego ograniczania konsumpcji...

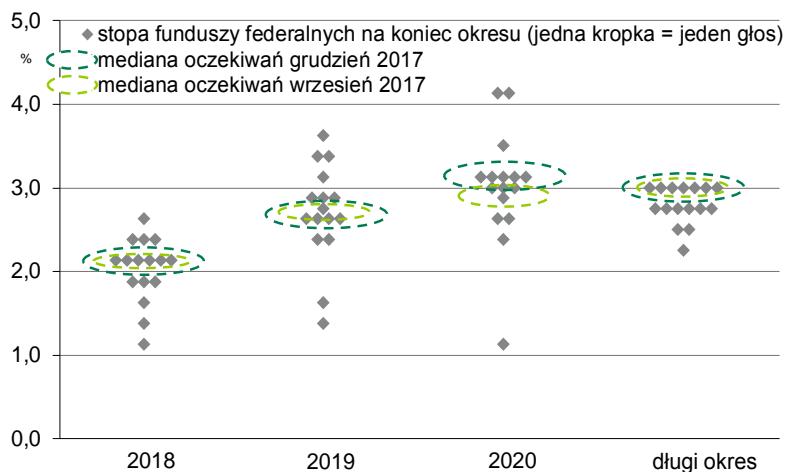


## ... i utrzymanie wyższej dynamiki inwestycji przedsiębiorstw



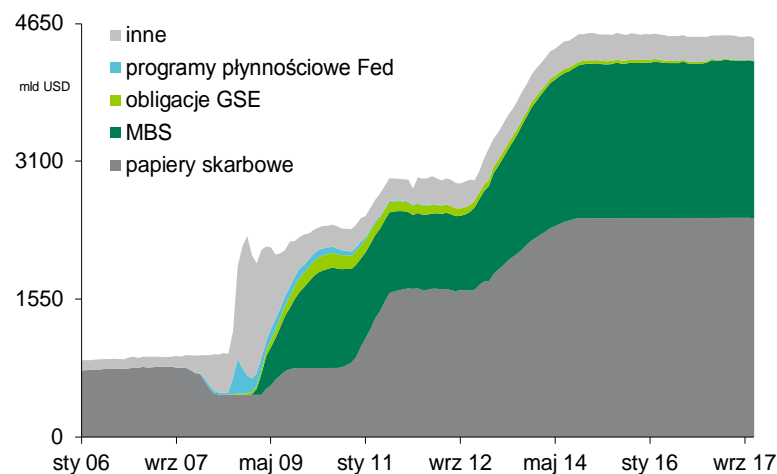
- Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami, na grudniowym posiedzeniu komitet FOMC podwyższył stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym stopę funduszy federalnych do poziomu 1,25% – 1,50%. FOMC utrzymał także harmonogram ograniczania procesu reinwestycji zapadających instrumentów dłużnych aktywów Fed. Mediana prognoz członków FOMC poziomu stóp procentowych na I. 2018-2019 nie zmieniła się względem oczekiwań z września, przy lekkim spadku średniej. Nieznacznie wzrosła mediana oczekiwań poziomu stóp w 2020 r.
- Na oczekiwania dot. poziomu stóp procentowych nie wpłynęła wyraźna korekta w górę prognozy dynamiki PKB i w dół prognozy stopy bezrobocia w najbliższych kwartałach. Taka ocena wynika zapewne z utrzymującego się bieżącego wskaźnika niskiej inflacji i stabilizacji prognoz inflacyjnych pomimo korzystniejszego scenariusza sfery realnej.
- Treść komunikatu oraz wypowiedzi prezes Fed Janet Yellen wskazują na utrzymanie dotychczasowej retoryki i ocenę zasadności dalszego stopniowego zaostrzenia polityki pieniężnej w warunkach korzystnej sytuacji w sferze realnej oraz oczekiwań FOMC stopniowego wzrostu inflacji w kierunku celu Fed w średniej perspektywie.
- Zgodnie z wypowiedziami prezes Fed ustawy podatkowe procedowane obecnie przez Kongres USA są jednym z powodów korekty w górę prognoz wzrostu gospodarczego. Spora liczba członków FOMC w swoich dotychczasowych prognozach uwzględniała już obniżenie podatków, a obecnie te zmiany są już uwzględniane przez zdecydowaną większość członków komitetu. W części korzystniejsze prognozy rozwoju sytuacji gospodarczej to efekt wyraźnego przyspieszenia wzrostu aktywności i zmiana struktury tego wzrostu notowane w 2017 r.

## W grudniu niewielkie zmiany oczekiwań FOMC dot. stóp procentowych



źródło: Federal Reserve

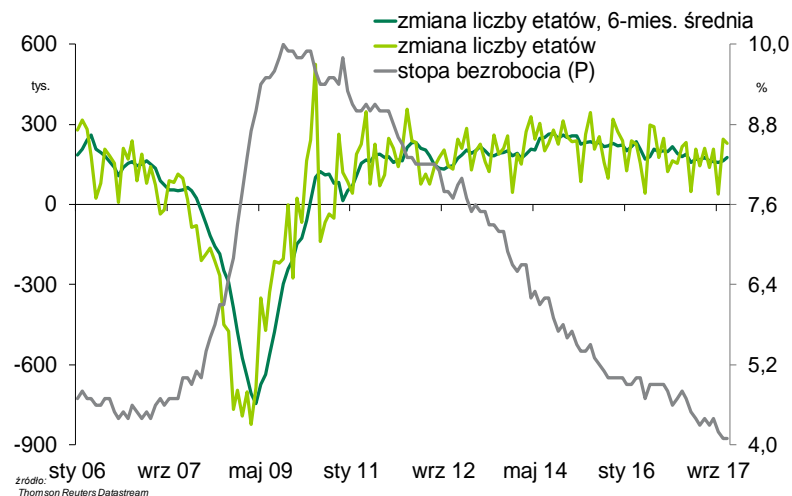
## W 2018 r. nasilenie redukcji wartości aktywów Fed



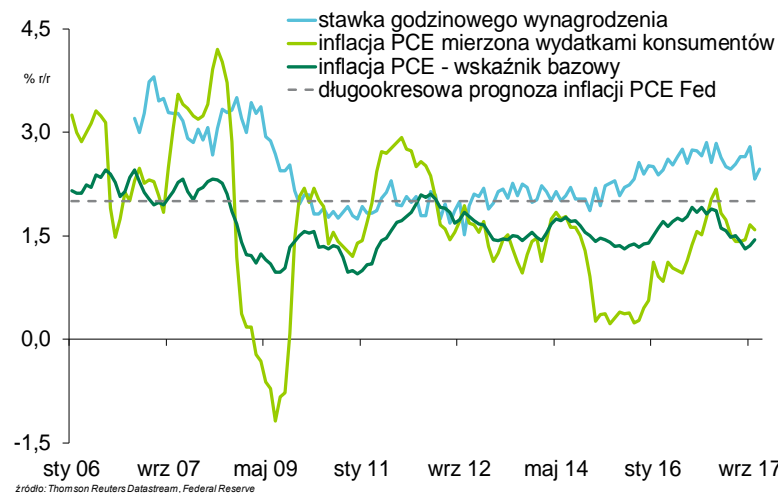
źródło: Federalreserve

- Szybsze tempo prac Kongresu USA nad ustawami podatkowymi i oczekiwania dalszego wzrostu dynamiki PKB w 2018 r. skłania nas do korekty prognozy stóp procentowych Fed. Obecnie oczekujemy, że FOMC podwyższy dwukrotnie w przyszłym roku stopy procentowe, każdorazowo o 25 pkt. baz. do poziomu 1,75% - 2,00% na koniec roku.
- Wyzwania związane, z jednej strony z silnym spadkiem stopy bezrobocia, a z drugiej strony z wciąż niskim poziomem inflacji, będą zapewne utrzymywały się także w najbliższych miesiącach. Prognoza niższej skali podwyżek stóp wobec oczekiwań FOMC (50 pkt. baz. wobec 75 pkt. baz. wg mediany projekcji FOMC) wynika z założeń dłuższego okresu wzrostu inflacji, przy utrzymującym się niskim tempie wzrostu wynagrodzeń. Zgadza się z opinią zewnętrznych ośrodków analitycznych, że struktura inflacji z ostatnich kwartałów, w tym silne zmiany wskaźnika wzrostu cen w edukacji, opiece zdrowotnej wskazują, że notowany w 2017 r. niski poziom inflacji nie musi być jedynie okresowy.
- Biorąc pod uwagę korektę prognozowanej przez nas ścieżki stóp procentowych Fed oraz podtrzymanie w komunikacie zapisów wskazujących na utrzymanie cyklu zaostrenia polityki pieniężnej, oczekujemy, że do kolejnej podwyżki stóp procentowych dojdzie na posiedzeniu w marcu 2018 r.
- Począwszy od marca, posiedzeniom FOMC będzie przewodniczył nowy prezes Jerome Powell. Tak jak wskazywaliśmy wcześniej, nie sądzimy, aby zmiana prezesa miała istotny wpływ na perspektywy polityki pieniężnej biorąc pod uwagę zbliżone poglądy nowego prezesa do poglądów prezesa Yellen. Nieco większy wpływ na decyzje FOMC mogą mieć natomiast pozostałe zmiany w składzie FOMC, przy lekkim wzroście udziału bardziej „jastrzębich” członków.

## Silny spadek bezrobocia argumentem za podwyżkami stóp...

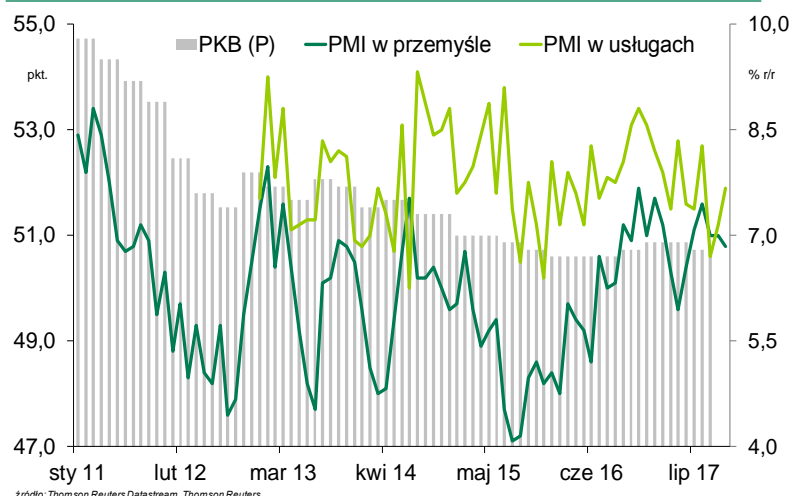


## ... a argumentem przeciw niską inflacją i dynamiką płac

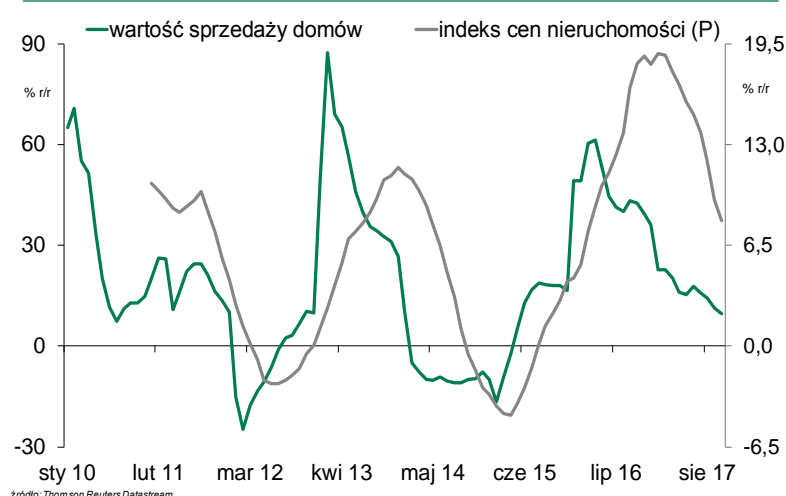


- Dane za 2017 r. wskazują na mniejszą skalę spowolnienia aktywności gospodarczej wobec oczekiwań sprzed roku. Dane dot. indeksów koniunktury gospodarczej wskazują na stabilne krótkookresowe perspektywy aktywności chińskiej gospodarki i możliwe utrzymanie się dynamiki wzrostu PKB w IV kw. br. blisko poziomów z III kw. 6,7-6,8% r/r.
- Przy wolniejszym wzroście inwestycji oraz solidnych dostosowaniach na rynku nieruchomości, aktywność gospodarczą chińskiej gospodarki wspierała silniej rosnąca konsumpcja prywatna oraz eksport (silniejsze ożywienie wzrostu gospodarki globalnej). Stabilne tempo zmian strukturalnych mających na celu ograniczenie skali zadłużenia podmiotów gospodarczych nie miało silnego negatywnego wpływu na gospodarkę, przy utrzymaniu stabilnego popytu na kredyt sektora prywatnego.
- Według analiz zewnętrznych ośrodków analitycznych już w 2017 r. widoczna jest wyraźna zmiana struktury chińskiego przemysłu, przy sporym ograniczeniu aktywności w sekcjach o produkcji mniej przetworzonej oraz zdecydowanej poprawie aktywności w sekcjach produkujących wyroby wysokoprotworzone.

### Stabilne dane dot. aktywności w chińskiej gospodarce w II poł. 2017 r.

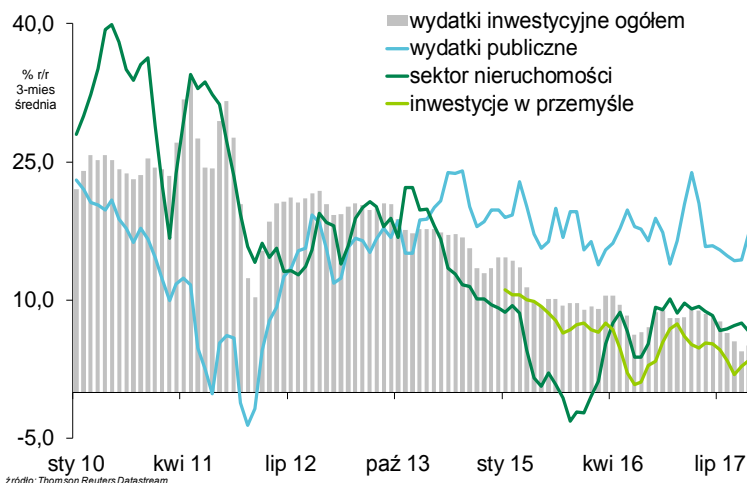


### Silniejsze dostosowania jedynie na rynku nieruchomości mieszkaniowych

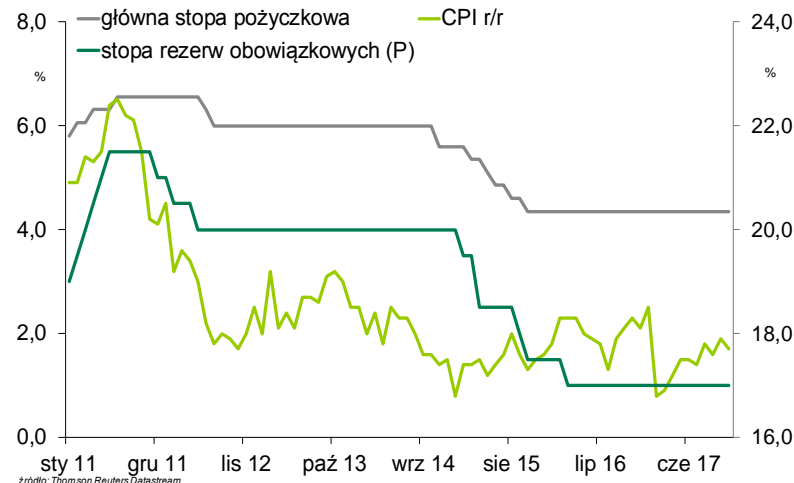


- Biorąc pod uwagę trwający proces reform mających na celu ograniczenie zadłużenia (w szczególności podmiotów publicznych) oraz dostosowania na rynku nieruchomości, oczekujemy dalszego spadku dynamiki inwestycji w 2018 r. co powinno przekładać się na dalszy, powolny spadek dynamiki PKB do 6,5% - 6,6% r/r.
- Inwestycje sektora publicznego pozostaną ważnym buforem w sytuacji materializacji bardziej pesymistycznego scenariusza gospodarczego. Choć nie oczekujemy dalszego przyspieszenia aktywności gospodarki globalnej, eksport powinien nadal stabilizować wyniki gospodarcze, przy wciąż relatywnie silnym popycie zewnętrznym. Cały czas solidnym stabilizatorem aktywności pozostanie konsumpcja prywatna.
- Poza wzrostem znaczenia konsumpcji prywatnej w tworzeniu PKB, zauważalne już w minionych kwartałach strukturalne zmiany w przemyśle, powinny także stanowić silne wsparcie dla aktywności chińskiej gospodarki.
- Biorąc pod uwagę założenia stabilnej sytuacji gospodarczej oraz założenia bardzo stopniowego wzrostu inflacji nie oczekujemy znaczącej skali zaostrzenia polityki pieniężnej przez chiński bank centralny. Zakładamy, że w przyszłym roku, podobnie jak w 2017 r., polityka pieniężna będzie zacieśniania przez kanał rynku międzybankowego (cały czas w tempie zbliżonym do zacieśnienia polityki Fed) oraz przez zmiany regulacyjne.

## Oczekiwane dalsze stopniowe ograniczenie aktywności inwestycyjnej w 2018 r.



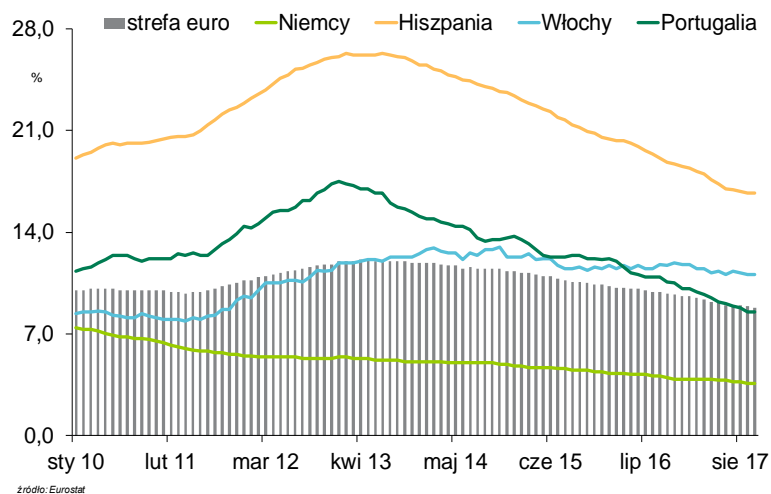
## Stabilna inflacja ogranicza potrzebę zaostrzenia polityki pieniężnej w Chinach



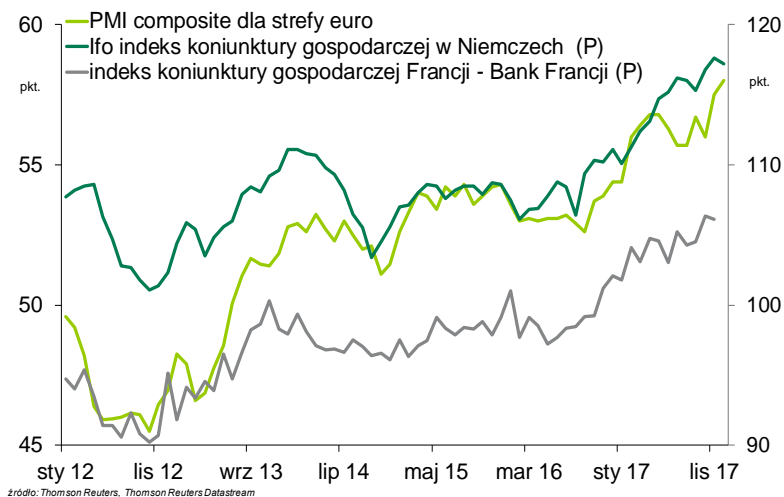
## Zdecydowana poprawa sytuacji gospodarczej w strefie euro w 2017 r.

- Tempo wzrostu aktywności gospodarki strefy euro w br. ukształtowało się na wyraźnie silniejszym poziomie, wobec oczekiwań z początku roku, przy silniejszym ożywieniu w globalnym przemyśle, utrzymującym się wsparciu wydatków publicznych oraz – co najistotniejsze – ugruntowania się trendu wzrostowego prywatnych inwestycji przedsiębiorstw. W I. 2015-2016 permanentnie wskazywano na utrzymujące się ryzyka dla gospodarki strefy euro związane z wciąż niską skalą ożywienia prywatnych inwestycji, stąd poprawa danych przekłada się na utrzymanie generalnie optymistycznego scenariusza makroekonomicznego dla strefy euro.
- Utrwalające się ożywienie aktywności gospodarczej w strefie euro, w szczególności popytu inwestycyjnego przełożyło się także na nasilenie poprawy sytuacji na rynku pracy w 2017 r., przy spadku stopy bezrobocia w większości krajów poniżej kryzysu I. 2011 – 2012, a w części krajów nawet poniżej poziomów sprzed 2009 r.
- Większa równowaga gospodarcza poskutkowała zdecydowanym wyrównaniem tempa wzrostu aktywności gospodarczej wewnątrz strefy euro, przy zdecydowanym przyspieszeniu dynamiki PKB zarówno w gospodarkach centralnych, jak i peryferyjnych.
- Dane dot. indeksów koniunktury gospodarczej wskazują także na perspektywę utrzymania dotychczasowego, dynamicznego tempa wzrostu gospodarczego w ostatnich miesiącach 2017 r., co przekłada się na oczekiwania wzrostu PKB o 2,3% r/r w całym 2017 roku, wobec 1,8% w 2016 r.

### Solidna poprawa sytuacji na rynku pracy w większości krajów strefy euro w 2017 r.

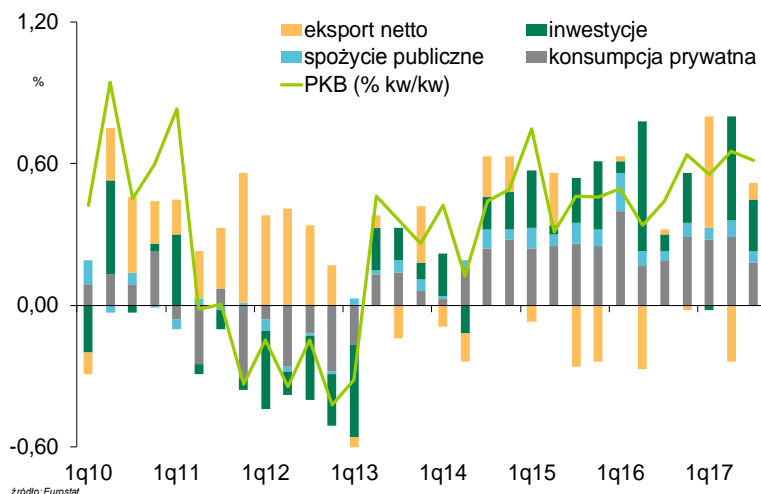


### Wskaźniki koniunktury gospodarczej wskazują na bardzo pozytywne perspektywy wzrostu w krótkim okresie

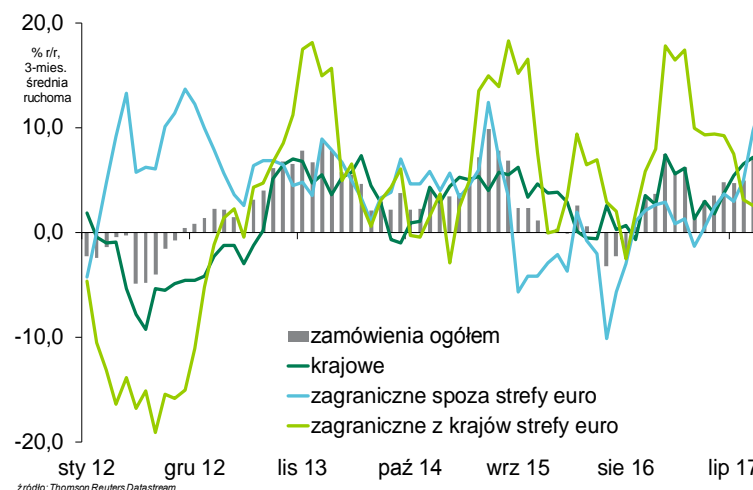


- Przy utrzymujących się generalnych pozytywnych perspektywach wzrostu aktywności w strefie euro, struktura wzrostu PKB w III kw. 2017 r., w tym niższa kontrybucja inwestycji i konsumpcji prywatnej oraz wyższa eksportu netto i zapasów wskazuje na możliwość lekkiego wyhamowania tempa wzrostu aktywności w strefie euro w 2018 r.
- W szczególności solidne obniżenie dynamiki wzrostu popytu krajowego odnotowano w przypadku niemieckiej gospodarki. O ile dynamika zamówień w niemieckim przemyśle utrzymuje się na solidnym poziomie, to już w zdecydowanie większym stopniu wspierana jest popytem zagranicznym spoza strefy euro. W średnim okresie w większym stopniu negatywnie na tempo wzrostu aktywności może wpływać odnotowana w br. silna aprecjacja notowań euro, przy lekkim spowolnieniu wzrostu aktywności gospodarki chińskiej.
- Ponadto utrzymujące się wciąż ograniczone tempo wzrostu kredytu dla sektora prywatnego (bardzo powolna poprawa tych wskaźników na przestrzeni ostatnich dwóch lat) będzie hamować silniejsze ożywienie aktywności gospodarczej, podobnie jak utrzymujące się podażowe post-kryzysowe ograniczenia europejskich gospodarek (podaż pracy, wydajność pracy, delewarowanie sektora bankowego, wyzwania dla sektora bankowego związane z niskimi stopami procentowymi).
- Zakładamy, że w 2018 r. dynamika wzrostu PKB w strefie euro obniży się do 2,0% r/r.

**Silne tempo wzrostu PKB w III kw. przy nieco gorszej strukturze tego wzrostu**

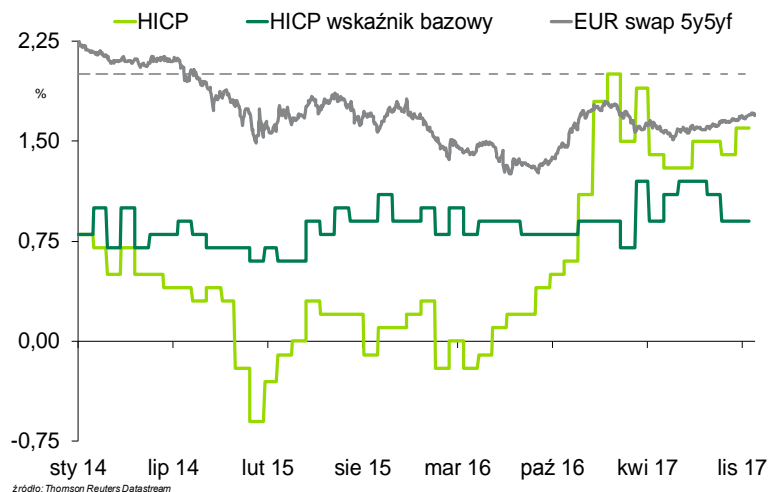


**Solidne tempo wzrostu wynagrodzeń w niemieckim przemyśle wspierane głównie zamówieniami zagranicznymi**

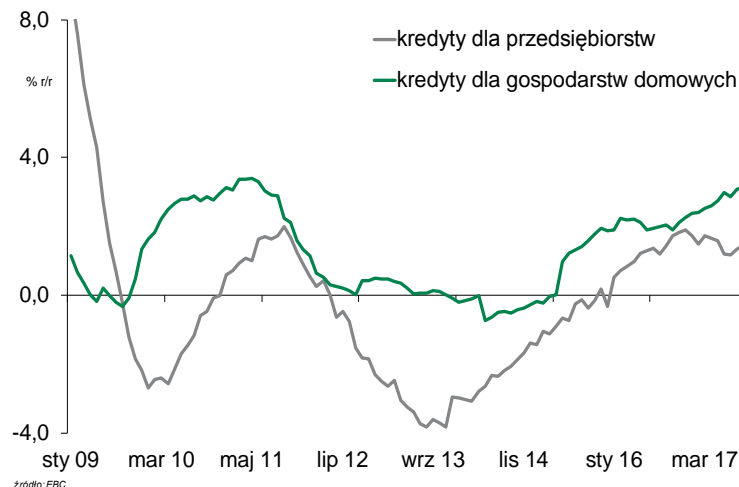


- Podczas grudniowego posiedzenia rada Europejskiego Banku Centralnego nie zmieniała parametrów polityki pieniężnej, utrzymując stopy procentowe na niezmiennym poziomie (w tym stopę repo na poziomie 0,0% i stopę depozytową na poziomie -0,40%) oraz plan skupu aktywów (30 mld EUR miesięcznie od stycznia do września 2018 r. lub dłużej, tak długo, aż rada jako trwałe oceni dostosowanie ścieżki inflacji odpowiadające celowi inflacyjnemu).
- **W** komunikacie po posiedzeniu rada podtrzymała dotychczasowe, łagodne nastawienie. Rada EBC: - utrzymała zapis *forward guidance* dot. długiego okresu stabilizacji stóp procentowych; - podtrzymała opcję dalszego wydłużenia programu skupu aktywów; - utrzymała asymetryczny bilans ryzyka dla perspektyw programu QE (wskazanie jedynie na możliwość zwiększenia skali programu); - podtrzymała zapowiedź długiego okresu reinwestycji zapadających aktywów po zakończeniu programu QE.
- **W** najnowszej prognozie makroekonomicznej EBC znacząco podwyższył ścieżkę wzrostu PKB, przy obniżeniu prognozy inflacji bazowej. Podczas konferencji prasowej prezes Mario Draghi podkreślał wyraźną poprawę sytuacji gospodarczej, która daje więcej pewności co do oczekiwanego trwalszego wzrostu inflacji w średnim okresie. W dalszym ciągu wzrost inflacji pozostaje jednak zbyt słaby. Lepsze dane makroekonomiczne zwiększają prawdopodobieństwo wzrostu inflacji, niemniej same w sobie nie są celem polityki pieniężnej EBC, z tego względu konieczne jest utrzymanie znaczącej skali luzowania polityki pieniężnej. Argumentem za utrzymaniem luźnej polityki pieniężnej jest także bardzo powolny wzrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego.

## Bardzo niska inflacja i brak silniejszego ożywienia oczekiwają inflacyjnych argumentem za łagodną polityką pieniężną EBC



## Luźne warunki monetarne ważne dla nasilenia ożywienia akcji kredytowej dla sektora prywatnego

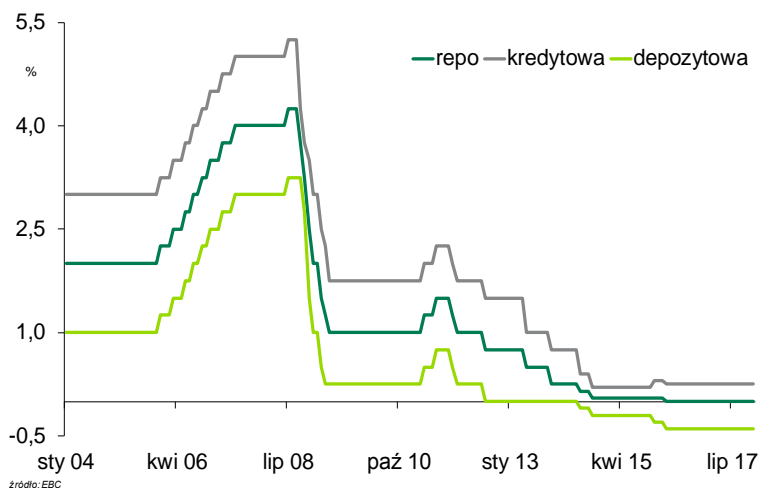




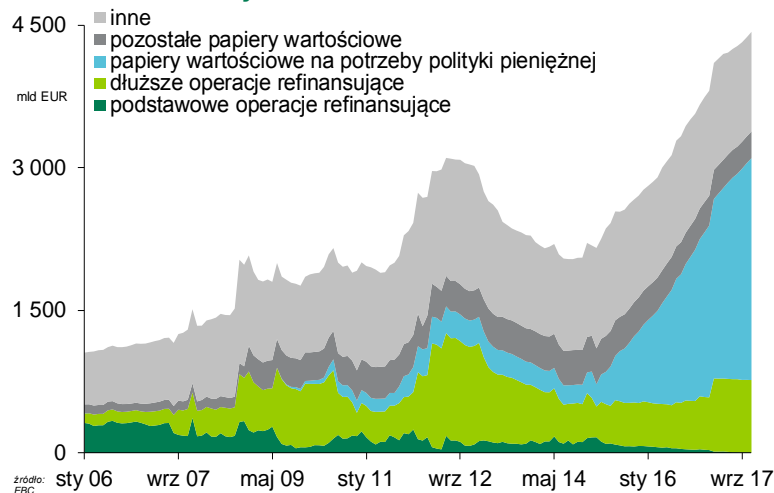
# Oczekujemy zakończenia programu skupu aktywów w 2018 r., przy stabilizacji stóp procentowych EBC

- Problem z jednej strony solidnych danych ze sfery realnej, silnej poprawy sytuacji na rynku pracy, a z drugiej strony niskiej dynamiki wynagrodzeń oraz niskiego poziomu inflacji pozostanie istotnym wyzwaniem dla polityki pieniężnej EBC.
- Z tego względu na obecnym etapie prognozy dot. ewentualnego wydłużenia programu skupu aktywów poza wrzesień 2018 r. obarczone są bardzo dużą niepewnością. Biorąc pod uwagę bardzo korzystne dane ze sfery realnej oraz oczekiwania tylko niewielkiej skali spadku dynamiki PKB w trakcie 2018 r. skłaniamy się obecnie ku prognozie zakończenia we wrześniu programu skupu aktywów (dotychczas oczekiwaliśmy kolejnego wydłużenia programu o 3-6 miesięcy). Przy założeniu utrzymania korzystnej sytuacji gospodarczej możliwe jest odejście w I poł. 2018 r. od asymetrycznego bilansu ryzyka dla zmian programu skupu aktywów.
- Jednocześnie, biorąc pod uwagę założenia bardzo powolnego wzrostu inflacji, w dalszym ciągu uważamy, że perspektywa podwyżek stóp procentowych, w tym stopy depozytowej, pozostaje odległą, zgodnie z zapisami komunikatu rady EBC dot. *forward guidance*. Podtrzymujemy oczekiwania, że do końca 2018 r. stopy procentowe EBC, w tym stopa depozytowa, zostaną utrzymane nie bieżącym poziomie.

## Oczekujemy stabilizacji stóp procentowych EBC, także stopy depozytowej, do końca 2018 r.



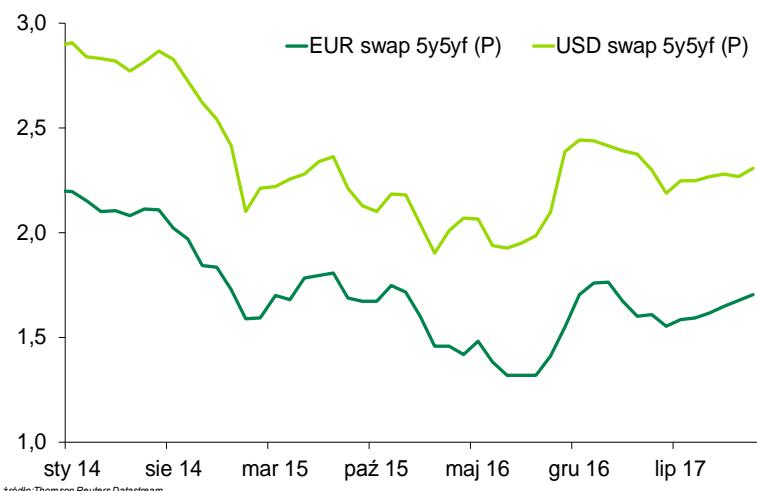
## W 2018 r. EBC może zakończyć program skupu aktywów przy kontynuacji w dłuższym okresie reinwestycji zapadających instrumentów dłużnych



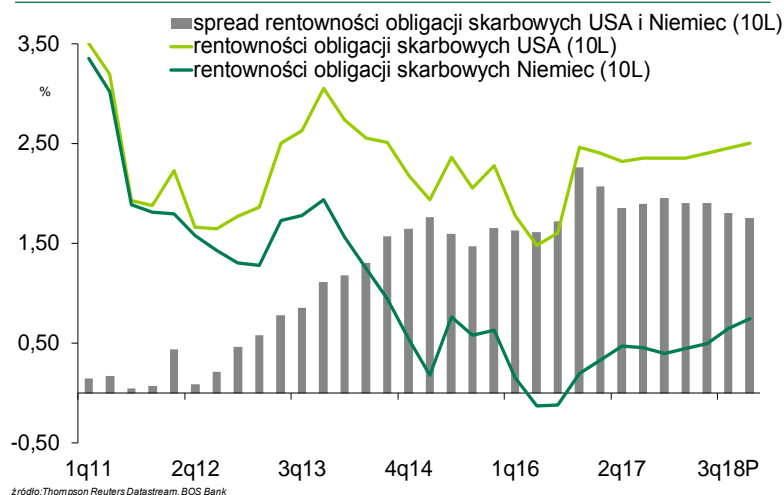
# Oczekujemy powolnego wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych w 2018 r.

- W 2017 r. poziom rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych utrzymywał na niskim poziomie, przy lekkim spadku rentowności amerykańskich obligacji (ograniczenie oczekiwań na silniejsze ożywienie aktywności i inflacji w reakcji na zapowiedzi wyborcze Donalda Trumpa) i wzrost rentowności niemieckich papierów (poprawa sytuacji gospodarczej, spadek ryzyka politycznego po wyborach prezydenckich we Francji).
- W 2018 r. oczekujemy tylko stopniowego wzrostu rentowności obligacji na dłuższym końcu krzywej przy zmianach w polityce pieniężnej Fed i EBC, ale z drugiej strony utrzymującym się wpływie efektów obniżających długookresowe stopy procentowe: wysokiego poziomu zadłużenia gospodarek rozwiniętych, trendów demograficznych, niskiej wydajności pracy i ograniczonego wzrostu wynagrodzeń. Oczekujemy, że podwyżki stóp procentowych FOMC oraz wzrost oczekiwań na podwyżki stóp EBC (w 2019 r.) będą nadal silniej wpływały na krótki koniec krzywej dochodowości.
- Oczekujemy dalszego spadku spreadu między rentownościami 10-letnich papierów amerykańskich i niemieckich z uwagi na silniejszy wpływ perspektywy zakończenia programu skupu aktywów EBC oraz fazę cyklu gospodarczego silniej sprzyjającej wzrostowi rentowności, przy czynnikach strukturalnych wpływających na utrzymanie zdecydowanie wyższego poziomu spreadu. Silniejszy wzrost rentowności niemieckich papierów spowodować będzie z kolei podwyższone ryzyko sytuacji politycznej w Europie.
- Bilans ryzyka dla prognozy wskazuje na ryzyko wyższych rentowności. O ile jeszcze przed rokiem wyflaszczenie krzywej dochodowości nie było tak powszechnie oczekiwane, obecna wycena wskazuje na dość powszechne oczekiwania dot. oddziaływania efektów strukturalnych i średnioterminowych.

## Bardzo wolny proces wzrostu rynkowych oczekiwań inflacyjnych...

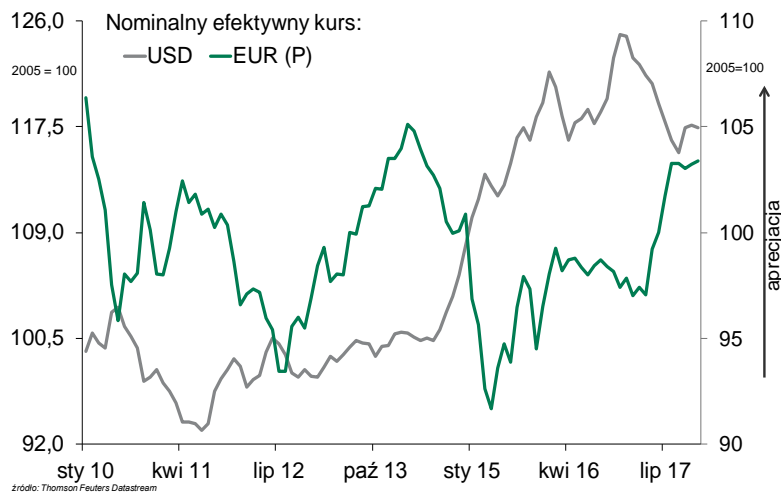


## ...w efekcie jedynie powolny wzrost rentowności SPW

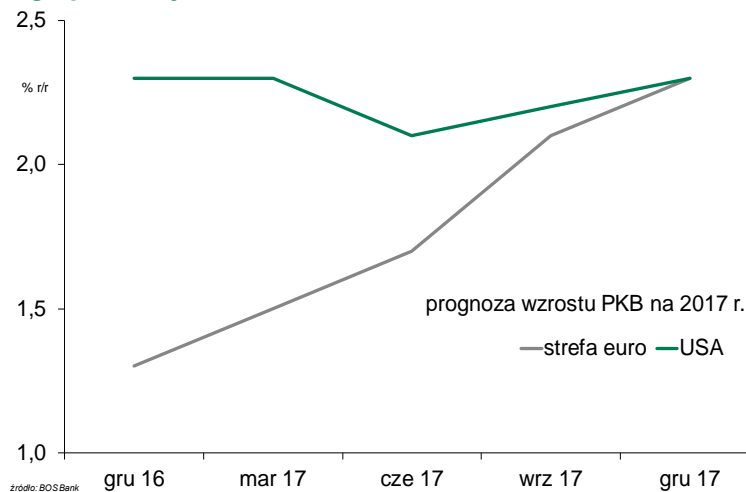


- W 2017 r. miało miejsce solidne osłabienie notowań dolara (ograniczenie oczekiwań na pro-dolarowe reformy administracji prezydenta Trumpa) oraz silną aprecjację notowań euro (silna poprawa sytuacji gospodarczej, spadek ryzyka politycznego po wyborach prezydenckich we Francji).
- Uważamy, że w 2018 r., wciąż czynnikami determinującymi kształtowanie się kursu USD/EUR pozostaną dywergencja polityki pieniężnej Fed i EBC oraz sytuacja polityczna w Europie.
- Biorąc pod uwagę założenia utrzymującego się ryzyka politycznego w Europie (trudny proces formowania rządu w Niemczech, wybory parlamentarne we Włoszech, wybory lokalne w Katalonii, trudny proces negocjacji dot. Brexitu) oraz utrzymanie dywergencji polityki pieniężnej Fed i EBC nie oczekujemy już dalszego wzmocnienia notowań kursu euro. Jednocześnie uważamy, że wyhamowanie dotychczasowego trendu wzmocnienia walut rynków wschodzących będzie wspierało wycenę amerykańskiej waluty. Niemniej przy założeniu ostrożnej skali zacieśnienia polityki pieniężnej Fed nie oczekujemy kolejnej fali silnego wzmocnienia notowań dolara. Oczekujemy, że w kurs euro wobec dolara w 2018 r. powinien stabilizować się poniżej poziomu 1,20 USD/EUR.
- Poprawa sytuacji gospodarczej i finansowej strefy euro, ograniczenie luzowania polityki pieniężnej EBC będą trwale wspierać kurs euro także wobec franka szwajcarskiego. Jednocześnie jednak pozostajemy ostrożni co do skali wzmocnienia wspólnej waluty wobec franka biorąc pod uwagę utrzymujący się znaczący poziom aktywów zagranicznych w bilansie SNB oraz bieżący bardzo niski poziom globalnej premii za ryzyko.

## Silne dostosowanie notowań euro oraz dolara w 2017 r. ...

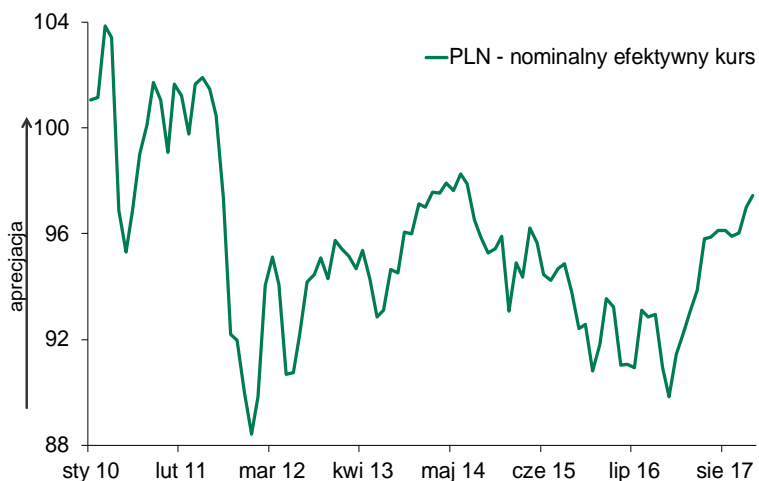


## ... m.in. dzięki sporemu zaskoczeniu skalą ożywienia aktywności gospodarczej w strefie euro



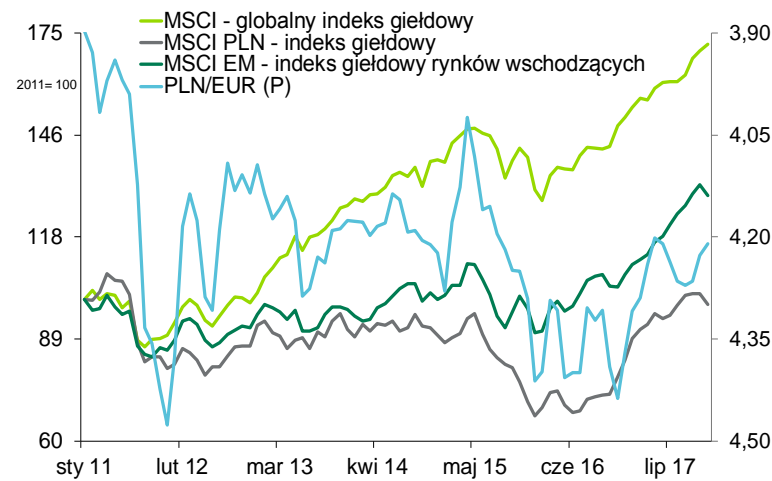
- W 2017 r. odnotowano solidną aprecjację notowań złotego o ponad 8% w ujęciu nominalnego efektywnego kursu złotego. Silna aprecjacja złotego wynikała przede wszystkim z efektów zewnętrznych (powrót kapitału na rynki wschodzące po odplywie z końca 2016 r.). W mniejszym stopniu pozytywnie na notowania złotego wpływały czynniki krajowe, tj. silne wzrost indeksów warszawskiej giełdy w reakcji na wzrost oczekiwań na reformę OFE, ostateczne wygaśnięcie obaw dot. przewalutowania kredytów frankowych, silne przyspieszenie wzrostu gospodarczego.
- Biorąc pod uwagę korzystną sytuację fundamentalną (solidny wzrost PKB, równowaga zewnętrzna, wskaźniki fiskalne) oraz nasze założenia utrzymania bardzo ostrożnych zmian w polityce pieniężnej głównych banków centralnych oczekujemy utrzymania silniejszych notowań kursu złotego w 2018 r.
- Jednocześnie jednak uważamy, że przy bieżących bardzo niskich poziomach globalnej premii za ryzyko i ograniczonej przestrzeni dla pozytywnych niespodzianek gospodarki globalnej, trudno oczekiwać silnej poprawy rynkowej i dalszego wzmocnienia złotego, szczególnie przy utrzymującym się podwyższonym ryzyku geopolitycznym i politycznym w Europie. Zakładamy, że w kolejnych kwartałach skala napływu kapitału na rynku wschodzące może w dalszym ciągu stopniowo słabnąć.
- Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach kurs złotego będzie się wahał wokół poziomu 4,25 PLN/EUR, podobnie jak w II poł. 2017 r.

## W I poł. br. bardzo silna aprecjacja notowań złotego i utrzymanie mocniejszego kursu w II poł. roku



źródło: Thomson Reuters Datastream

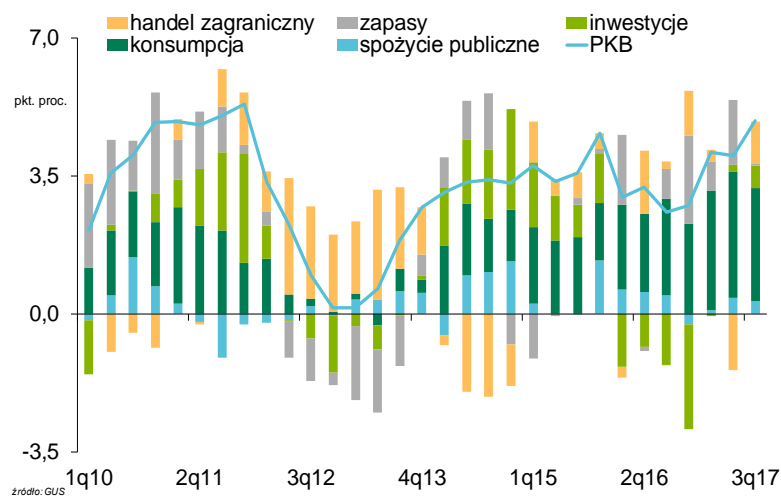
## Aprecjacja złotego efektem zarówno czynników zewnętrznych, jak i krajowych.



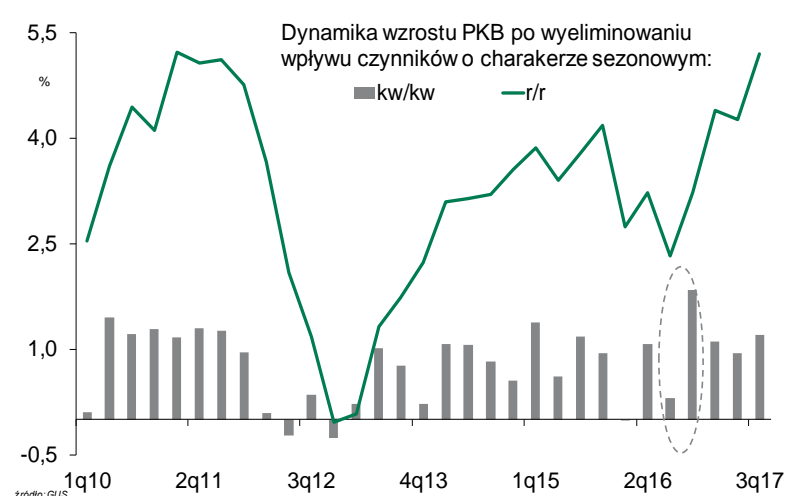
źródło: Thomson Reuters Datastream

- W III kw. br. dynamika wzrostu PKB silnie przyspieszyła do 4,9% r/r, przy lekkim wzroście dynamiki inwestycji, minimalnym spadku dynamiki spożycia gospodarstw domowych i silniejszej od prognoz kontrybucji eksportu netto we wzrost (efekt wyższej dynamiki eksportu).
- Choć w III kw. dynamika wzrostu inwestycji silniej ugruntowała się na dodatnich poziomach, niemniej, pomimo świetnych danych dot. wzrostu produkcji budowlano-montażowej, ponownie ukształtowała się lekko poniżej oczekiwań.
- Dane dot. wydatków inwestycyjnych jednostek samorządu terytorialnego oraz budżetu państwa, jak również struktura danych dot. produkcji budowlano-montażowej, wskazują na utrzymanie solidnego wzrostu inwestycji publicznych oraz inwestycji mieszkaniowych, co przy niewielkim wzroście dynamiki inwestycji ogółem implikuje wciąż słabe dane dot. inwestycji sektora przedsiębiorstw.
- Pomimo oczekiwanego dalszego wzrostu dynamiki inwestycji, utrzymania solidnej dynamiki wzrostu eksportu, oczekujemy spadku dynamiki PKB w IV kw. w kierunku 4,5% r/r przy nieco niższej dynamice spożycia gospodarstw domowych, utrzymaniu niższej kontrybucji zapasów we wzrost oraz niższej kontrybucji eksportu netto.
- Warto przypomnieć, że solidny wzrost dynamiki PKB w III kw. względem II kw. (o blisko 1 pkt. proc.) nie wynikał głównie z silnego bieżącego przyspieszenia aktywności, lecz z utrzymania tego wzrostu na podwyższonym poziomie i z bardzo niskiej statystycznej bazy odniesienia. W IV kw. oczekujemy stabilnej, wysokiej dynamiki wzrostu w ujęciu kwartalnym, co przy skokowym wzroście bazy odniesienia powinno przełożyć się na niższą roczną dynamikę wzrostu PKB.

### W III kw. skokowy wzrost dynamiki PKB...



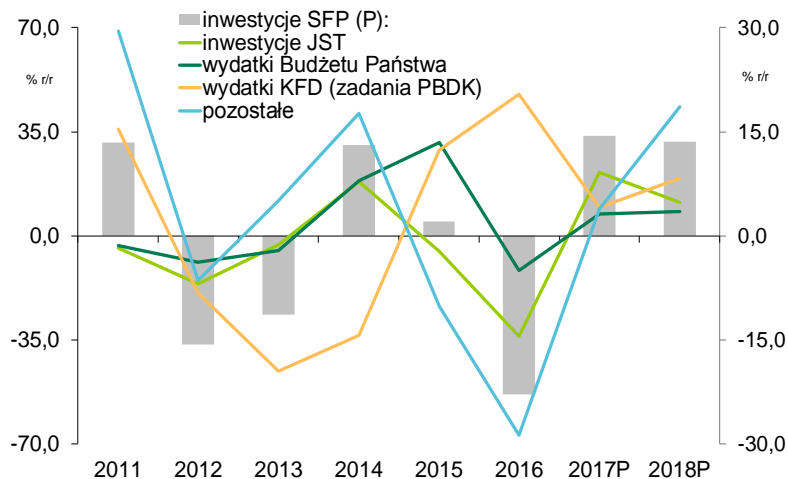
### ...w części efektem bardzo niskiej bazy odniesienia



# W I. 2017-2018 solidny wzrost inwestycji publicznych i mieszkaniowych

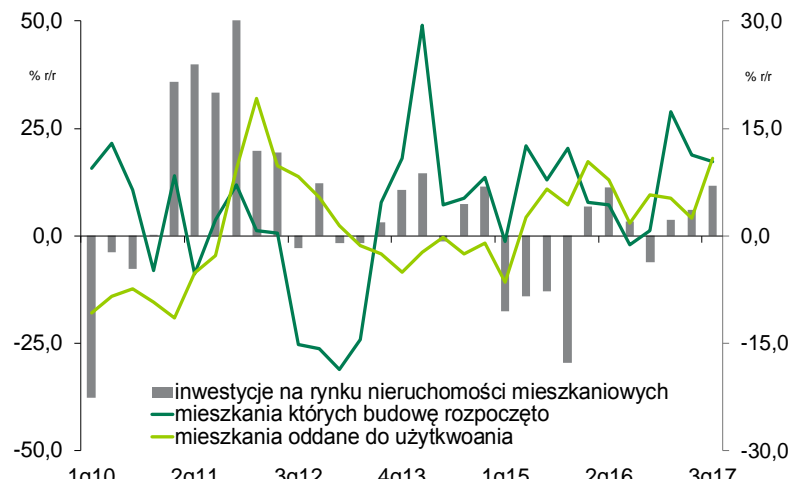
- Dane dot. wydatków sektora SFP w I poł. br., dane dot. wydatków JST oraz wydatków majątkowych budżetu państwa za okres I – III kw. pozwalają komfortowo podtrzymywać prognozę solidnego wzrostu dynamiki inwestycji publicznych w 2017 r. Na poziom wydatków publicznych bardzo duży wpływ ma cykl wydatkowania środków z budżetu UE (struktura wydatków JST oraz KFD), stąd biorąc pod uwagę wysoką dynamikę podpisywanych umów na dofinansowanie unijne, można oczekiwać solidnego wzrostu tych wydatków także w 2018 r.
- Dalsze przyspieszenie dynamiki inwestycji publicznych będzie w 2018 r. hamowała zdecydowanie wyższa baza odniesienia oraz zakładana przez nas chęć większego wyrównania skali wydatkowania środków na przestrzeni kilku lat, aby ograniczyć ryzyka kumulowania nierównowag. W naszej ocenie jest możliwe silniejsze przyspieszenie wydatków inwestycyjnych sektora w 2018 r., gdyby ponownie „zawiodły” inwestycje sektora przedsiębiorstw.
- W trakcie 2017 r. odnotowano systematyczny wzrost dynamiki inwestycji na rynku mieszkaniowym. Biorąc pod uwagę dane z rynku mieszkaniowego (rozpoczęte budowy mieszkań, mieszkania oddane do użytkowania), wpływ programów publicznych, oczekujemy utrzymania wyższej kontrybucji tej grupy inwestycji we wzrost inwestycji ogółem.

**W 2017 r. skokowe odbicie dynamiki inwestycji SFP, w 2018 r. oczekujemy utrzymania podwyższonej dynamiki wzrostu**



źródło: GUS, Eurostat, MF, BOS Bank

**Korzystna sytuacja na rynku mieszkaniowym czynnikiem podwyższającym dynamikę inwestycji**

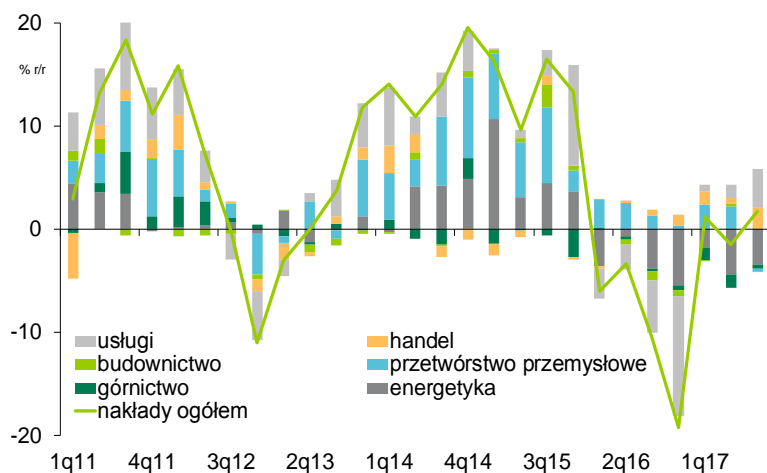


źródło: GUS, Eurostat

## W 2018 r. oczekujemy wzrostu dynamiki inwestycji przedsiębiorstw

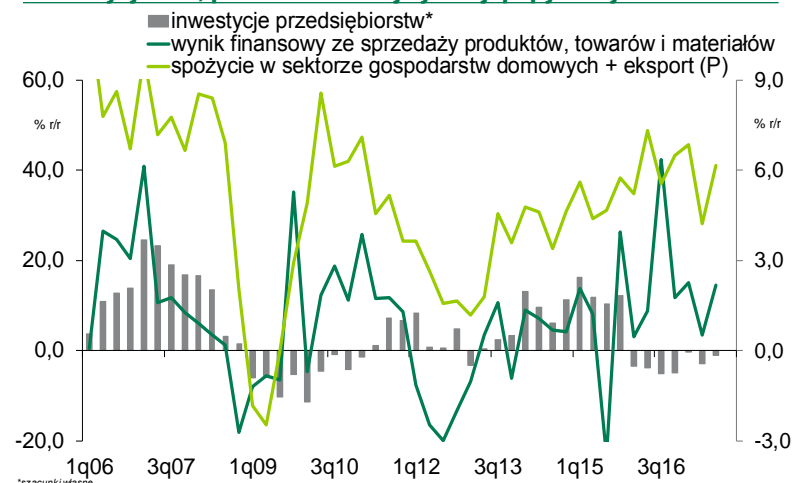
- Przy dość komfortowej prognozie inwestycji publicznych oraz rynku mieszkaniowego, wciąż utrzymuje się podwyższone ryzyko prognozy inwestycji przedsiębiorstw, nigdy bowiem w przeszłości nie mieliśmy do czynienia z sytuacją utrzymującego się solidnego wzrostu popytu, stabilnego wzrostu wyników finansowych firm oraz tak słabych danych dot. inwestycji firm.
- Badania ankietowe wskazują na utrzymujący się problem wysokiej niepewności działalności przedsiębiorstw w aspekcie regulacyjno-podatkowym. Z drugiej strony, dane GUS dot. nakładów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach wskazują, że cały czas najsilniej wyniki inwestycji firm zaniżają sektory o wyższym udziale własności publicznej (górnictwo, energetyka) przy nieco lepszej sytuacji w sektorach o wyższym udziale własności prywatnej.
- Choć wciąż ograniczone plany inwestycyjne firm (wg badania NBP) wskazują na ryzyko dla prognozy, to oczekujemy wyraźnego wzrostu dynamiki inwestycji firm w 2018 r. W pierwszym rzędzie oczekujemy wzrostu inwestycji firm publicznych, po silnej skali spadków w l. 2016 -2017 (zgodnie z wynikami badania NBP). Oczekujemy także wyższej dynamiki inwestycji firm prywatnych w warunkach utrzymującej się korzystnej koniunktury i wysokiego poziomu wykorzystania mocy wytwórczych.
- Zakładamy, że dynamika inwestycji wzrośnie wyraźnie wobec wyników z l. 2016-2017 niemniej nie wzrośnie do poziomów z l. 2014-2015.

### W l. 2016-2017 słabsze wyniki inwestycyjne w przedsiębiorstwach publicznych, które obecnie wskazują na wzrost planów inwestycji



źródło: GUS, BOS Bank

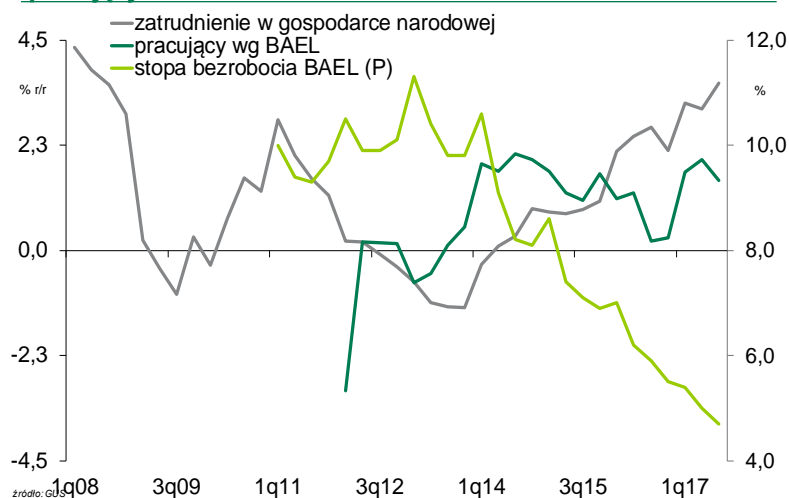
### W przeszłości brak analogicznej sytuacji silnego spadku inwestycji firm, pomimo świetnej sytuacji popytowej



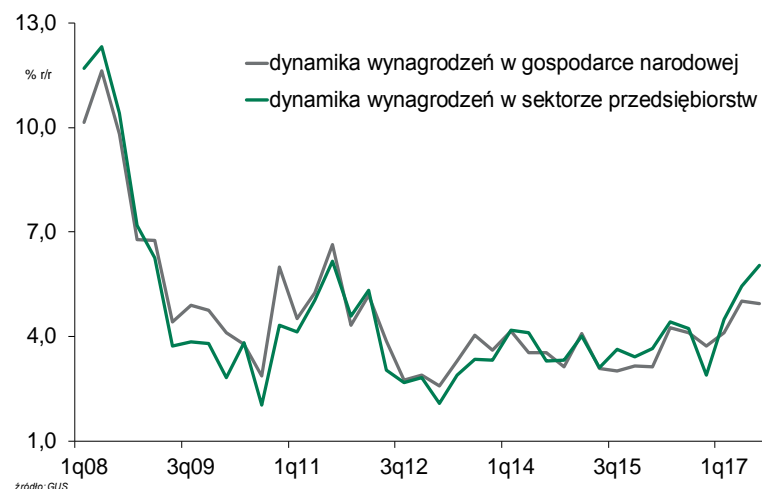
\*szacunki własne  
źródło: GUS, Eurostat, BOS Bank

- W II poł. 2017 r. utrzymywał się solidny wzrost zatrudnienia oraz wzrost dynamiki wynagrodzeń. Zakładamy, że w 2018 r. utrzyma się silny popyt na pracę, niemniej oczekujemy wolniejszego tempa tego wzrostu przy: - wyższej bazie odniesienia, - ograniczeniu wpływu zmiany formy prawnej zatrudnienia (wpływ na dynamiki zatrudnienia w gospodarce narodowej i sektorze przedsiębiorstw) - oraz przy rosnących wyzwaniach po stronie podaży pracy.
- Biorąc pod uwagę wyraźną poprawę sytuacji negocjacyjnej po stronie pracowników, oczekujemy wzrostu dynamiki wynagrodzeń w kierunku 6,5% r/r w 2018 r. Notowany w III kw. kolejny skokowy wzrost dynamiki wynagrodzeń koncentrował się w sektorze przedsiębiorstw. W części taka sytuacja jest pochodną fazy cyklu koniunkturalnego i stanowi zapewne efekt wyprzedzający dla szeregu danych dot. gospodarki narodowej. Przy ograniczeniach podaży pracy, zapowiedzianych podwyżkach płac w edukacji, w kwartałach kolejnych oczekujemy także silniejszego wzrostu dynamiki wynagrodzeń w gospodarce narodowej. Jednocześnie przy mniej optymistycznych średniookresowych prognozach firm (badanie NBP) nie zakładamy dynamicznego, dwucyfrowego wzrostu wynagrodzeń.
- Utrzymująca się migracja pracowników z Europy Wschodniej będzie zapewne częściowo ograniczała problemy podaży pracy i hamowała skalę wzrostu wynagrodzeń. Rosnące problemy firm ze znalezieniem pracowników pozostaną jednak średniookresowym czynnikiem ryzyka dla gospodarki. O ile potencjał dla wzrostu inwestycji zwiększających wydajność pracy oraz większa elastyczność zatrudnienia wpływająca na dalszy wzrost podaży pracy, wydaje się wciąż bardzo duży, to utrzymująca się niepewność otoczenia firm w dłuższym okresie może hamować decyzje rozwojowe i skutkować ograniczeniem aktywności w dłuższym okresie.

## W 2018 r. oczekujemy wolniejszego wzrostu zatrudnienia i liczby pracujących...



## ... przy dalszym wzroście dynamiki wynagrodzeń





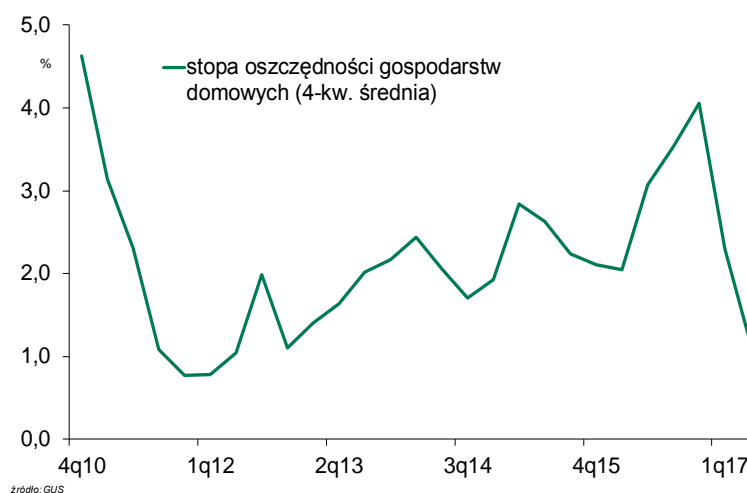
# Podtrzymujemy prognozę stopniowego hamowania dynamiki konsumpcji gospodarstw domowych w 2018 r.

- Solidny wzrost dochodów gospodarstw domowych w trakcie 2016 r. („Rodzina 500+”), silny wzrost zatrudnienia i wyraźnie przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń w 2017 r. przełożyło się na solidny (blisko 5-procentowy) wzrost spożycia gospodarstw domowych. Dynamika konsumpcji w br. kształtuje się powyżej naszych wcześniejszych prognoz z uwagi na większe opóźnienia wydatkowania przez gospodarstwa domowe środków z tytułu świadczeń rodzinnych.
- Pomimo dalszego wzrostu dochodów z pracy oraz świadczeń społecznych, wygasanie wpływu programu „Rodzina 500+” na dynamikę dochodów (ale nie ich poziom), powinno skutkować wyraźnie niższą dynamiką dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych względem maksimum z przełomu 2016 i 2017 r.
- Niższa dynamika wzrostu dochodów do dyspozycji przełoży się na stopniowy spadek dynamiki spożycia gospodarstw domowych w kierunku 4,0% r/r w 2018 r. Tak jak wypłata świadczeń w 2016 r. skutkowała przyrostem oszczędności gospodarstw domowych, tak w I poł. 2017 r. to właśnie te oszczędności w części finansowały podwyższoną konsumpcję gospodarstw domowych, a taki efekt nie może być kontynuowany.
- Biorąc pod uwagę mniejszy niż w I. 2006-2007 optymizm przedsiębiorstw nie zakładamy, aby skala poprawy sytuacji na rynku pracy sięgnęła poziomów sprzed kryzysu. Ponadto wzrost konsumpcji, w porównaniu z okresem przedkryzysowym będzie hamować mniejsza skala finansowania wydatków kredytem, nie tylko konsumpcyjnym, ale także hipotecznym (w I. 2006-2007 wysoka wartość udzielanych kredytów przeznaczana nie tylko na zakup nieruchomości, ale także na wydatki stricte konsumpcyjne, np. urządzenie mieszkania).

## W I. 2017 – 2018 wzrost dynamiki dochodów głównie z pracy, przy zdecydowanie niższym wzroście świadczeń



## W I poł. 2017 r. wydatki konsumpcyjne w części finansowane oszczędnościami nagromadzonymi w 2016 r.



## W 2018 r. utrzymanie dynamiki wzrostu PKB w okolicach poziomu 4,0% r/r

- Prognozujemy, że w 2018 r. dynamika wzrostu PKB będzie cały czas oscylować wokół poziomu 4,0% r/r.
- Przy wyhamowaniu kontrybucji spożycia gospodarstw domowych oczekujemy dalszego wzrostu kontrybucji inwestycji w warunkach zakładanego wzrostu inwestycji przedsiębiorstw.
- Po silnym wyhamowaniu kontrybucji zapasów we wzrost w 2017 r., w 2018 r. oczekujemy utrzymania niższej kontrybucji przy stabilnym popycie i ograniczonych szansach dynamicznego ożywienia popytu po 2018 r.
- W warunkach utrzymania korzystnych perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro oczekujemy utrzymania solidnego wzrostu sprzedaży eksportowej. Jednocześnie, choć sama dynamika popytu krajowego ogółem nie wzrośnie w 2018 r. istotnie, to zdecydowanie bardziej importochłonna struktura tego popytu (tj. silniejszy wzrost bardziej importochłonnej kategorii inwestycji przedsiębiorstw) powinna w naszej ocenie wpływać na silniejszy wzrost importu i tym samym dalsze lekkie pogorszenie kontrybucji eksportu netto we wzrost.
- Bilans ryzyka dla prognozy oceniamy jako zrównoważony, przy utrzymującym się ryzyku prognozy inwestycji firm, z drugiej strony ryzyku silniejszego wzrostu dochodów z pracy i konsumpcji prywatnej oraz inwestycji sektora publicznego.

### W 2018 r. oczekiwane utrzymanie dynamiki wzrostu PKB wokół poziomu 4,0% r/r

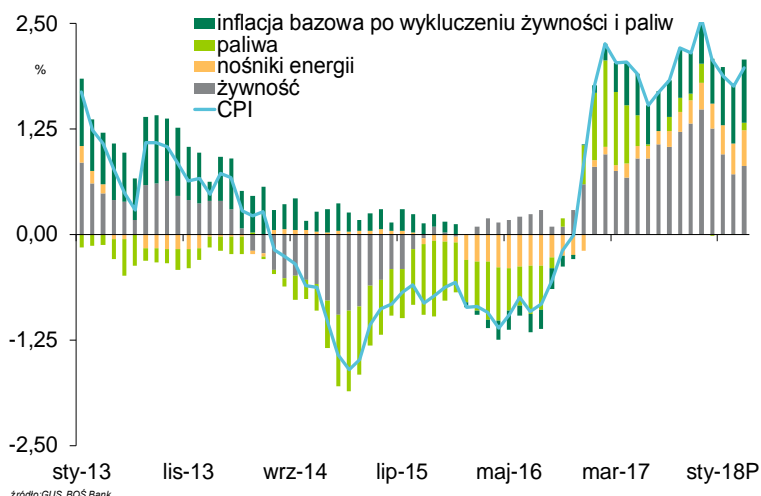
	1q17	2q17	3q17	4q17P	1q18P	2q18P	3q18P	4q18P	2016	2017P	2018P
<b>PKB</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>
popyt krajowy	3,9	5,5	3,9	4,0	4,0	4,1	4,5	4,8	2,2	4,3	4,4
spożycie gospodarstw domowych	4,7	4,9	4,8	4,5	4,0	3,7	3,9	3,9	3,9	4,7	3,9
spożycie publiczne	<i>% r/r</i> 0,5	2,1	1,9	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	1,7	1,9	3,0
inwestycje	-0,5	0,9	3,3	4,8	6,1	7,4	7,9	7,7	-7,9	2,7	7,4
eksport	9,6	3,1	7,6	8,1	8,1	8,9	7,8	7,5	8,8	7,1	8,1
import	9,7	6,0	5,7	7,4	8,0	9,6	9,3	9,3	7,9	7,2	9,1
<i>kontrybucja składowych we wzrost PKB</i>											
spożycie gospodarstw domowych	3,0	3,2	2,9	2,2	2,6	2,2	2,4	1,9	2,3	2,8	2,3
spożycie publiczne	0,1	0,4	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,3	0,3	0,5
inwestycje	-0,1	0,2	0,6	1,2	0,7	1,2	1,3	1,9	-1,6	0,5	1,3
przedsiębiorstw*	<i>pkt.</i> 0,0	-0,4	0,0	0,0	0,3	0,6	0,7	1,2	-0,6	0,0	0,8
mieszkańciew*	<i>proc.</i> 0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2
publiczne*	-0,1	0,5	0,5	0,9	0,3	0,4	0,5	0,5	-1,0	0,4	0,4
zapasy	0,7	1,6	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	1,2	0,5	0,1
eksport netto	0,3	-1,4	1,1	0,6	0,3	-0,1	-0,5	-0,5	0,7	0,2	-0,2

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

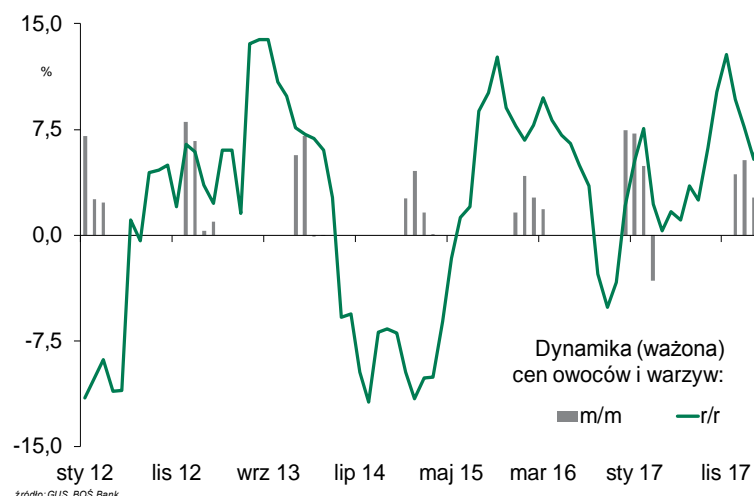
## W I kw. 2018 r. oczekujemy spadku inflacji CPI poniżej 2% r/r

- Podtrzymujemy oczekiwania dot. skokowego spadku wskaźnika inflacji CPI na przełomie 2017 i 2018 r., niemniej silny wzrost listopadowego wskaźnika inflacji implikuje wyższy poziom tego indeksu w nadchodzących miesiącach. Oczekujemy, że w grudniu 2017 r. inflacja CPI obniży się do poziomu 2,0% - 2,1% r/r, po czym w I kw. obniży się poniżej 2% r/r, wobec wcześniejszych prognoz spadku w kierunku 1,5% r/r.
- Na kształtowanie się inflacji na przełomie 2017 i 2018 r. dominujący wpływ będą miały wysokie bazy odniesienia sprzed roku, przede wszystkim gwałtowny wzrost na przełomie 2016 i 2017 cen owoców i warzyw. Przed rokiem bardzo niekorzystne warunki pogodowe w Europie skutkowały skokowym wzrostem cen importowanych owoców i warzyw silnie podbijając dynamikę cen żywności. Zakładając brak anomalii pogodowych oczekujemy skokowego spadku indeksu cen w tej grupie w grudniu i w pierwszych miesiącach 2018 r.
- Wyższy poziom wskaźnika inflacji pod koniec 2017 r. wynika natomiast z nieco wyższej ścieżki cen paliw w warunkach notowanego w ostatnich tygodniach wyraźnego wzrostu cen ropy naftowej jak również z silniejszego wzrostu cen żywności. Utrzymujące się bardzo wysokie ceny masła, pomimo spadku cen masła w handlu hurtowym, silny listopadowy wzrost cen jaj (seria problemów podażowych w kilku krajach UE).
- Jednocześnie analiza danych dot. cen żywności z rynku hurtowego (dane Ministerstwa Rolnictwa) z cenami detalicznymi wg GUS wskazuje na wzrost marży w handlu żywnością w większości kategorii produktów żywnościowych, co także wpływa na nieco wyższą dynamikę cen żywności w II poł. 2017 r.

### Na przełomie 2017 i 2018 r. oczekiwany spadek inflacji CPI poniżej 2,0% r/r

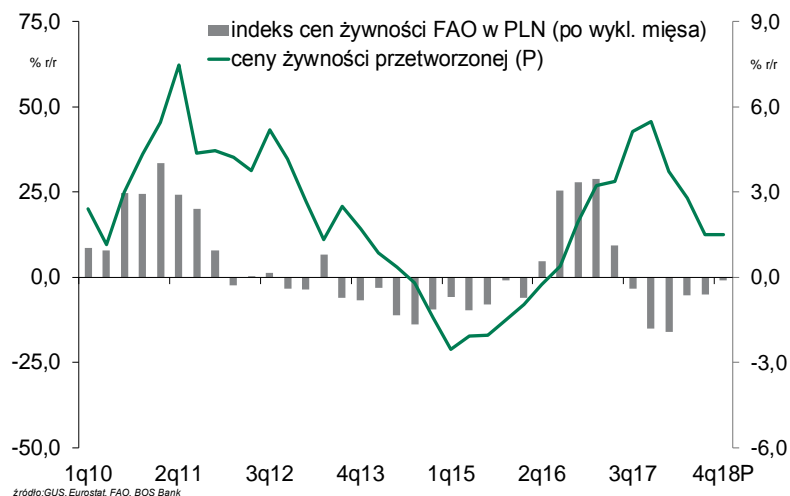


### Głównym powodem spadku wskaźnika CPI bardzo wysoka baza odniesienia dla cen owoców i warzyw

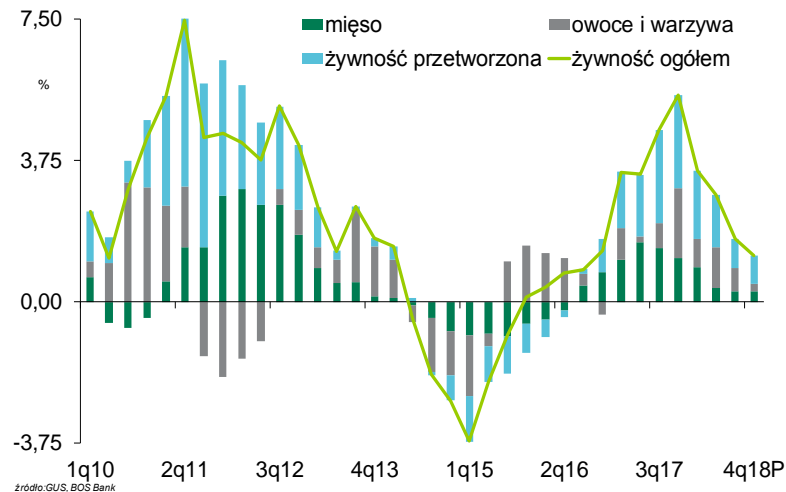


- Choć dynamika cen żywności w br. ukształtowała się na poziomie wyższym wobec naszych oczekiwań, cały czas oczekujemy wyhamowania tej dynamiki w trakcie 2018 r. Szacujemy, że kontrybucja żywności we wzrost inflacji CPI obniży się w 2018 r. do ok. 0,5 pkt. proc., wobec 1,0 pkt. proc. w br.
- Na silny wzrost dynamiki cen żywności w 2017 r. istotnie wpłynął wzrost cen żywności przetworzonej, co pozostaje spójne z notowanym w II poł. 2016 r. wzrostem globalnego indeksu cen żywności. Od połowy br. indeks ten zmienia się już nieznacznie, co w połączeniu z roczną aprecjacją złotego wobec dolara, przekłada się na solidne spadki wskaźników złotych surowców żywnościowych i tym samym w przyszłym roku będzie skutkować solidnym spadkiem dynamiki rocznej cen żywności przetworzonej. Podobnych tendencji oczekujemy w przypadku cen mięsa.
- Inflację cen żywności w 2018 r. powinny także obniżyć niższe wzrosty cen w kategorii warzyw i owoców. W przypadku cen owoców, po nieurodzaju w 2017 r. (wiosenne przymrozki) założenie bardziej standardowych warunków podażowych powinno poprzez wyższą bazę odniesienia silniej obniżać dynamikę cen w II poł. roku. W przypadku warzyw w takim kierunku powinno oddziaływać wygasanie efektu z 2017 r. niskich baz odniesienia dla grupy warzyw bulwiastych.
- Czynnikiem ryzyka dla prognozy cen detalicznych żywności pozostaje kwestia marż w handlu detalicznym, które wzrosły wyraźnie w IV kw. 2017 r., szczególnie przy dużo łatwiejszym podwyższaniu marż w warunkach wygasającego wzrostu cen surowców.

**Spadek cen surowców żywnościowych w II poł. br. argumentem za solidnym spadkiem cen żywności w 2018 r.**

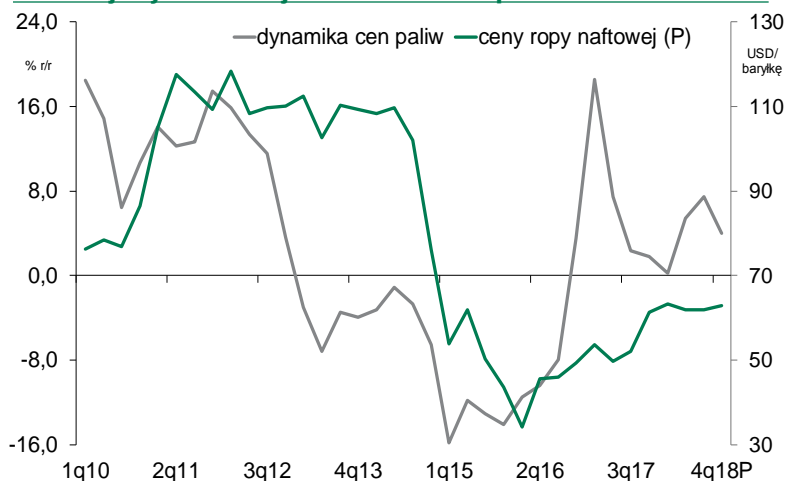


**W 2018 r. oczekujemy niższej skali wzrostu cen we wszystkich grupach żywnościowych**



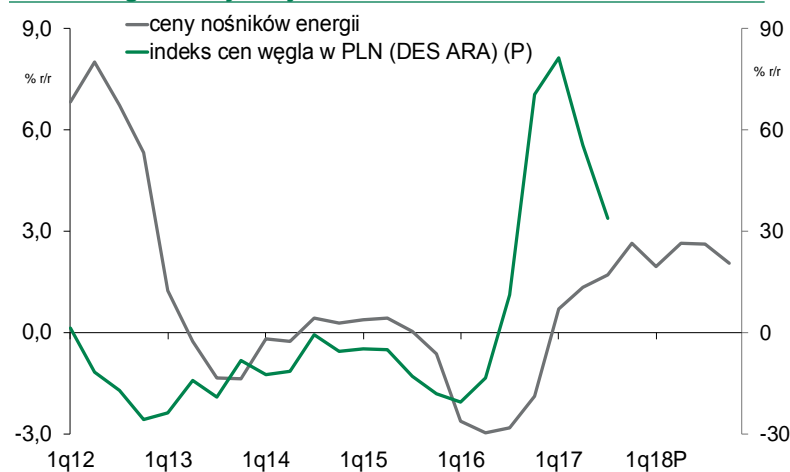
- Biorąc pod uwagę nasze założenia dot. kształtowania się cen ropy naftowej oczekujemy w kolejnych kwartałach wyraźnie niższej zmienności dynamiki cen paliw w porównaniu do okresu 2013-2016. Po wygaśnięciu efektu wysokiej bazy odniesienia z przełomu 2016 i 2017 r., zakładamy od II kw. 2018 r. utrzymywanie się dynamiki wzrostu cen paliw w przedziale 4% r/r – 9% r/r.
- Szacujemy, że w całym roku kontrybucja wzrostu cen paliw we wzrost indeksu CPI lekko obniży się do ok. 0,2 pkt. proc. z 0,35 pkt. proc. w 2017 r.
- W kolejnych kwartałach oczekujemy tylko lekkiego (w ujęciu średniorocznym) wzrostu cen nośników energii. Przez większą część 2018 r. będą utrzymywały się wyższe dynamiki wzrostu cen opału. Na 2018 r. zakładamy także podwyżkę cen gazu dla odbiorców detalicznych. Z kolei w kierunku spadku indeksu będzie oddziaływał brak podwyżki cen energii elektrycznej w 2018 r., zgodnie z zatwierdzonymi w połowie grudnia przez URE taryfami za energię elektryczną dla odbiorców indywidualnych
- Szacujemy, że kontrybucja nośników energii do inflacji CPI wzrośnie do ok. 0,25 pkt. proc., wobec 0,2 pkt. proc. w 2017r. i wobec kontrybucji wahającej się wokół 0 pkt. proc. w l. 2013 – 2016.

### Zakładając ograniczony potencjał dla wzrostu cen ropy naftowej oczekujemy niewielkiej skali wzrostu cen paliw



źródło: GUS, Thomson Reuters Datastream, BOS Bank

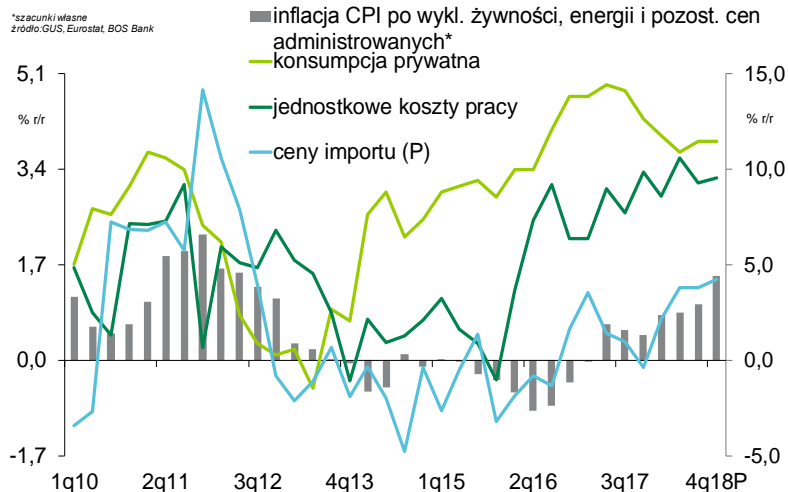
### W 2018 r. utrzymanie wyższych cen opału z powodu wzrostu cen węgla, hamulcem silniejszego wzrostu cen brak podwyżki cen energii elektrycznej



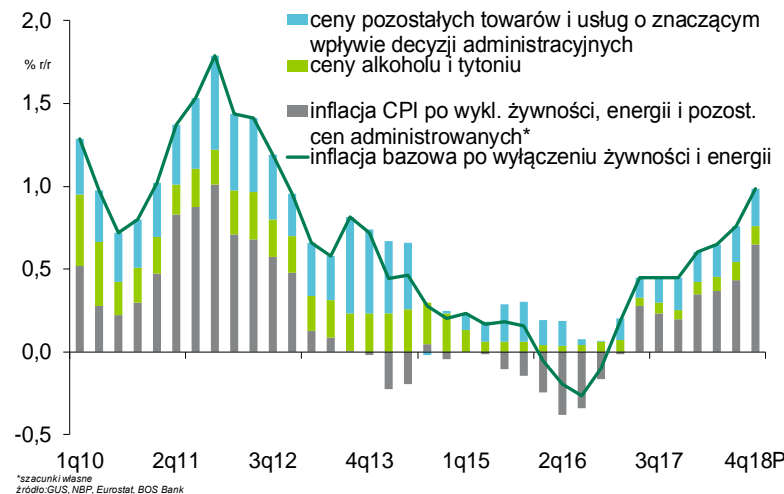
źródło: GUS, Thomson Reuters

- Biorąc pod uwagę utrzymujące się od kilku kwartałów wysokie tempo wzrostu popytu konsumpcyjnego (nawet po spowolnieniu oczekiwanym w 2018 r.), oczekiwane utrzymanie wyższego tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy, oczekujemy dalszego wzrostu inflacji w kategoriach najsilniej zależnych od czynników cyklicznych tj. inflacji CPI po wykluczeniu cen żywności, energii oraz pozostałych towarów i usług o istotnym wpływie decyzji administracyjnych. Z kolei czynnikiem, który będzie hamował skalę wzrostu cen w tej grupie będzie oczekiwane utrzymanie relatywnie niskiego wzrostu cen towarów importowanych, przy ograniczonym wzroście cen energii, niskim tempie wzrostu cen zagranicą oraz stabilnym kursie złotego.
- Szacujemy, że kontrybucja tak skonstruowanego indeksu inflacji wzrośnie w 2018 r. do 0,5 pkt. proc. z 0,2 pkt. proc. w 2017 r., przy wzroście tego indeksu pod koniec roku do poziomu niewiele niższego wobec maksimum z 2011 r.
- Powyższe efekty będą skutkowały wzrostem wskaźnika inflacji bazowej po wykluczeniu cen żywności i energii w kierunku 1,3% r/r, wobec 0,7% r/r w 2017 r. W przypadku tego (szerszego) wskaźnika skalę wzrostu będzie ograniczać utrzymanie niskiego wzrostu cen w grupie towarów i usług charakteryzujących się istotnym wpływem decyzji administracyjnych na ceny. Kolejny rok z rządu w 2018 r. nie jest planowany wzrost akcyzy na wyroby tytoniowe, oczekujemy także utrzymania niższego wzrostu cen w takich kategoriach jak utrzymanie mieszkania, opłaty za przedszkola, czy leki, biorąc pod uwagę wybory samorządowe na jesieni 2018 r. oraz brak przyzwolenia politycznego na poziomie centralnym na zbyt silne tempo wzrostu kosztów utrzymania.

## Wyższe koszty pracy i silny popyt konsumpcyjny determinujące silniejszy wzrost cen towarów i usług



## Wzrost inflacji bazowej pod wpływem efektów cyklicznych, utrzymanie ograniczonego wzrostu podwyżek administracyjnych



## W 2018 r. inflacja CPI blisko 2,0% r/r, przy silnej zmianie struktury indeksu

- Szacujemy, że w 2018 r. inflacja CPI będzie utrzymywać się w okolicach 2,0% r/r.
- Przy stabilizacji wskaźnika inflacji CPI oczekujemy zdecydowanej zmiany struktury indeksu, tj. wzrostu kontrybucji inflacji bazowej oraz wyraźnego spadku kontrybucji inflacji cen żywności.
- Bilans ryzyka dla prognozy uważamy za zbilansowany. Najważniejszym czynnikiem ryzyka wyższego wzrostu cen jest niepewność związana z wpływem rosnących kosztów pracy na ceny detaliczne, szczególnie w kategoriach o mniejszym wpływie efektów cyklicznych na ceny (np. żywności). Z kolei w kierunku potencjalnie niższego wzrostu inflacji może oddziaływać kumulacja negatywnych efektów podażowych na rynku żywności (bieżący wzrost cen jaj, owoców, masła), które mogą przekładać się na późniejszy, jednocześnie silniejszy efekt spadku dynamiki cen silniej zaniżając wskaźnik inflacji w II poł. 2018 r.

### W 2018 r. wskaźnik CPI wahający się w okolicach 2,0% r/r, przy sporej zmianie struktury indeksu wobec 2017 r.

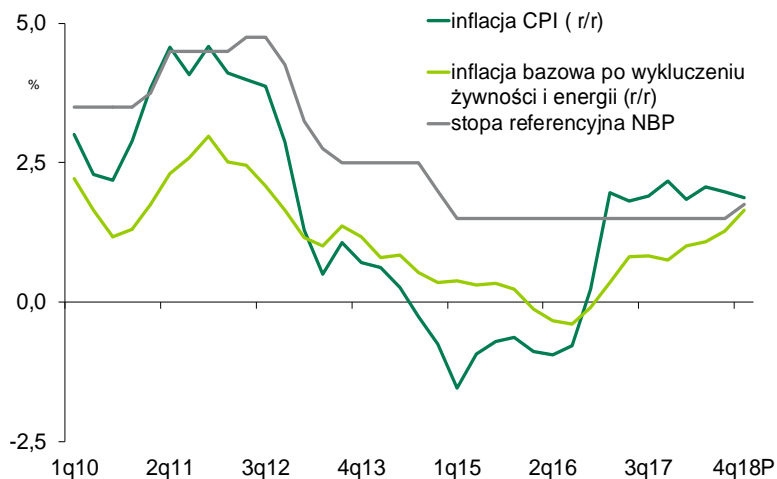
% r/r średnio w okresie	1q17	2q17	3q17	4q17P	1q18P	2q18P	3q18P	4q18P	2016	2017P	2018P
<b>CPI</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>
żywność i napoje bezalkoholowe	3,4	3,4	4,6	5,5	3,5	2,8	1,6	1,2	0,8	4,2	2,3
alkohol i wyroby tytoniowe	1,1	0,8	1,0	0,9	1,2	1,3	1,7	1,7	0,7	1,0	1,5
paliwa	18,6	7,5	2,3	1,8	0,2	5,4	7,5	4,0	-6,6	7,5	4,3
nośniki energii	0,7	1,3	1,7	2,7	2,0	2,6	2,6	2,0	-2,7	1,6	2,3
ceny administrowane (poza nośnikami energii, alkoholem i wyrobami tytoniowymi)*	1,3	1,2	1,5	2,0	1,9	2,1	2,3	2,5	0,9	1,5	2,2
inflacja CPI po wykl. cen żywności, energii, alkoholu i wyrobów tytoniowych, cen administrowanych*	0,0	0,6	0,5	0,5	0,8	0,9	1,0	1,5	-0,7	0,4	1,0
<b>inflacja bazowa po wykl. żywności i energii</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>

\*szacunki własne

źródło: GUS, BOŚ Bank

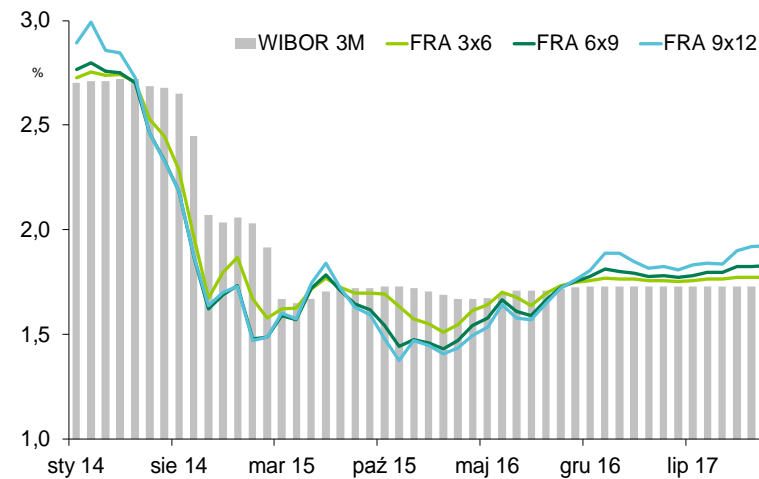
- Na posiedzeniu w grudniu RPP utrzymała na niezmiennym poziomie stopy procentowe NBP w tym stopę referencyjną na poziomie 1,5%. Rada utrzymała bardzo łagodną retorykę, co prawdopodobnie wynika z utrzymujących się słabych danych dot. inwestycji, przy mniejszym wpływie bieżącego wzrostu inflacji i przyspieszenia dynamiki płać.
- Podtrzymujemy prognozę korekcyjnej podwyżki stóp procentowych NBP o 25 pkt. baz. w IV kw. 2018 r. do 1,75% dla stopy referencyjnej. Sądzymy, że Rada zdecyduje się na lekkie zaostrenie polityki pieniężnej biorąc pod uwagę prognozy: - trwalszego wzrostu inflacji CPI w kierunku 2,0% r/r, przy silnym wzroście inflacji bazowej, - wzrostu dynamiki wynagrodzeń, - utrzymania wysokiej dynamiki PKB, w szczególności silniejszego wzrostu inwestycji firm.
- Uważamy, że pomimo utrzymania inflacji CPI poniżej celu inflacyjnego RPP (2,5% r/r), Rada zdecyduje się na lekkie zaostrenie polityki pieniężnej z uwagi na szersze spectrum argumentów natury makro-ostrożnościowej, wydłużający się okres silnie ujemnej realnej stopy procentowej, czy też postępujące ożywienie aktywności na rynku nieruchomości mieszkaniowych.
- Sądzymy, że wraz z trwalszym wzrostem inflacji i wzrostem dynamiki inwestycji firm, zmieni się bilans ryzyka dla ewentualnego błędu w polityce pieniężnej (niewielkie ryzyko negatywnych konsekwencji dla gospodarki z tytułu zaostrenia polityki pieniężnej vs ryzyko reputacji RPP w sytuacji silniejszego wzrostu inflacji w przyszłości).
- Bilans ryzyka dla prognozy wskazuje na wyższe ryzyko braku podwyżki stóp biorąc pod uwagę dotychczasową wysoką odporność Rady na rosną bieżącą inflację, przy naszych założeniach inflacji utrzymującej się poniżej 2,5% r/r.

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



źródło: GUS, NBP, BOS Bank

## Ugruntowujące się oczekiwania rynkowe na lekkie zaostrenie polityki pieniężnej w dłuższym horyzoncie



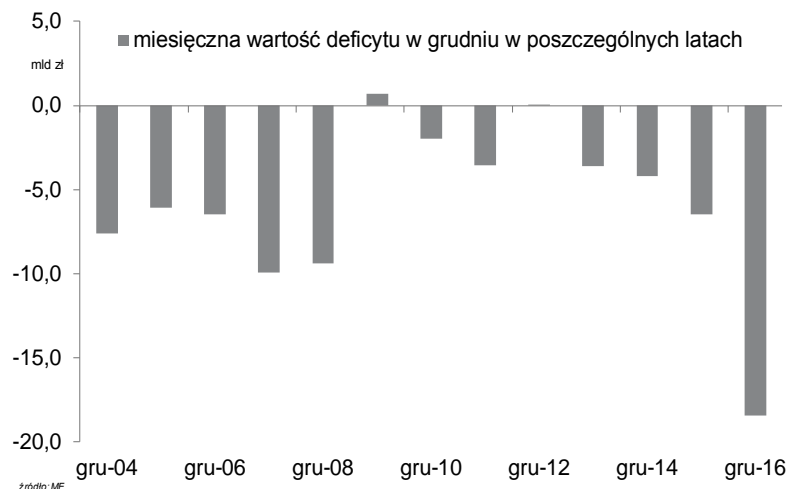
źródło: NBP, Thomson Reuters



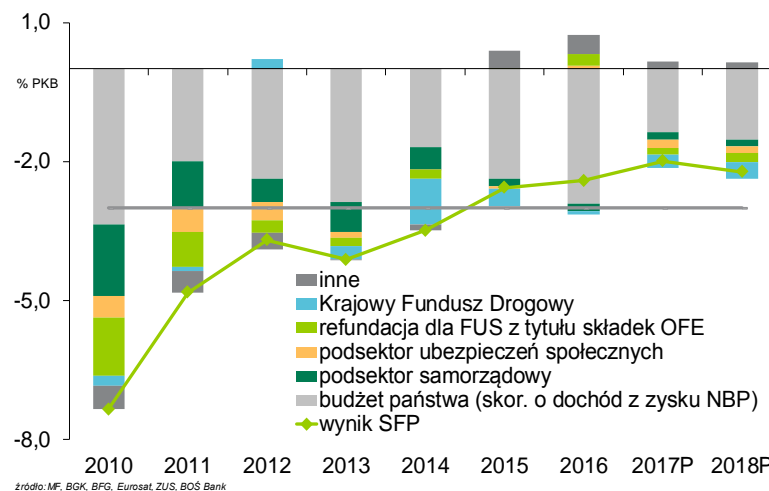
## W I. 2017-2018 deficyt SFP bezpiecznie poniżej 3,0% PKB

- Do października br. budżet państwa notował nadwyżkę. Oczekujemy, że w całym br. budżet zamknie się deficytem w wysokości ok. 20 mld zł, choć prognoza rocznego wyniku budżetu wciąż obarczona jest dużą niepewnością z uwagi na wyraźny wzrost znaczenia wyniku grudniowego na całoroczny wynik budżetu.
- W 2018 r. oczekujemy wyższego deficytu na poziomie ok. 30 mld zł (przy technicznym założeniu, zgodnym z założeniami ustawy budżetowej, braku dochodów z zysku NBP) Choć korzystne warunki makroekonomiczne oraz poprawa ściągalsności podatku VAT będą cały czas wspierały lepsze wyniki fiskalne, to w 2018 r. oczekujemy wolniejszego wzrostu dochodów z VAT (wyhamowanie dynamiki wzrostu konsumpcji w ujęciu nominalnym), wyższej dotacji dla FUS z uwagi na wyraźny wzrost kosztów obniżenia wieku emerytalnego.
- Szacujemy, że w I. 2017 – 2018 deficyt SFP będzie oscylował wokół poziomu 2,0% PKB (lekki wzrost w 2018 r. wobec prognozy na 2017 r.) w warunkach wyraźnie niższego poziomu deficytu budżetu państwa. Według naszych szacunków skala spadku deficytu będzie silniejsza wobec lekkiego pogorszenia wyniku sektora JST oraz KFD (zwiększenie skali wydatków majątkowych) oraz podsektora ubezpieczeń społecznych (pozytywny wpływ korzystnej sytuacji na rynku pracy, koszty reformy emerytalnej uwzględnione w wydatkach budżetu państwa).
- Oczekujemy spadku długu SFP w relacji do PKB w I. 2017-2018 w kierunku 52% PKB, wobec 54,1% w 2016 r. w warunkach: niskiego wzrostu potrzeb pożyczkowych (niskie deficyty SFP), - solidnej dynamiki wzrostu PKB, - aprecjacji notowań złotego i spadku wyceny złotowej zadłużenia zagranicznego (deprecjacja złotego pod koniec 2016 r.).

### Całoroczny wynik budżetu państwa bardzo silnie zależny od wyniku z ostatniego miesiąca roku

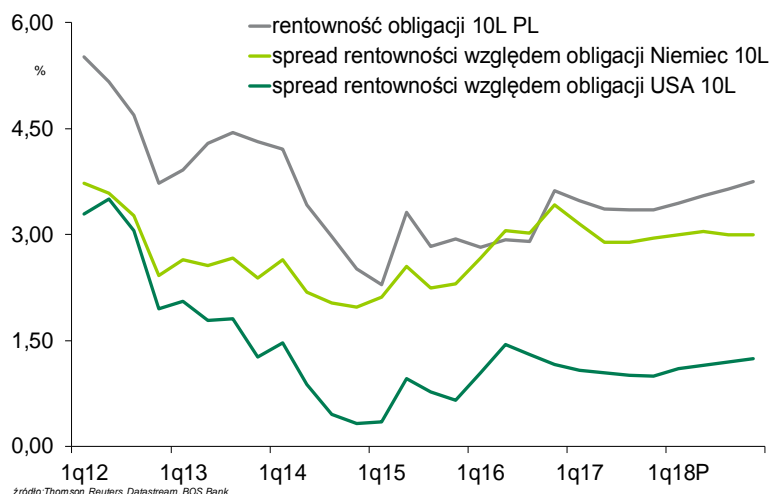


### W I. 2017-2018 deficyt SFP bezpiecznie poniżej 3% PKB

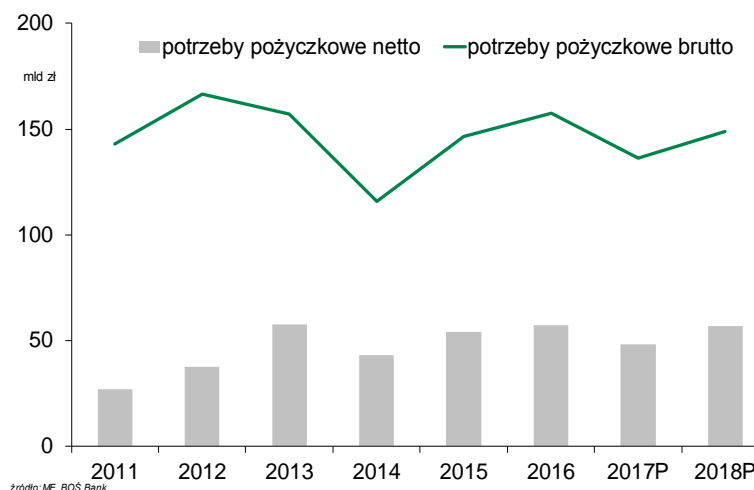


- W 2017 r. miał miejsce solidny spadek rentowności obligacji skarbowych w warunkach: spadku rentowności obligacji amerykańskich, spadku globalnej premii za ryzyko (silny spadek spreadu rentowności krajowych papierów wobec rynków bazowych), ograniczenia oczekiwań co do zacieśnienia polityki pieniężnej NBP (krótki koniec krzywej).
- Oczekując w dłuższym okresie stopniowego wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, oczekujemy także lekkiego wzrostu rentowności krajowych papierów. Choć nie zakładając scenariuszy kryzysowych nie przewidujemy silnego wzrostu spreadu obligacji krajowych względem papierów na rynkach bazowych, to generalnie ryzyko wzrostu globalnej premii za ryzyko (m.in. ryzyka geopolityczne i polityczne w Europie) mogą lekko podwyższyć poziom rentowności krajowych papierów, wobec bardzo dobrych nastrojów rynkowych z 2017 r.
- Przy tylko lekkim wzroście potrzeb pożyczkowych w 2018 r. i generalnie korzystnej bieżącej sytuacji fiskalnej oczekujemy neutralnego wpływu podaży SPW w 2018 r. na ceny obligacji.
- W trakcie 2018 r. oczekujemy silniejszego wzrostu rentowności na krótkim końcu krzywej, biorąc pod uwagę oczekiwania dot. zaostrzenia polityki pieniężnej NBP pod koniec br.
- Przy już mniejszych ryzykach spadku rentowności obligacji na rynkach bazowych tym mniejsze widzimy szanse na niższe poziomy rentowności krajowych SPW. Ryzyko niższych rentowności widzimy z kolei na krótkim końcu krzywej z uwagi na bilans ryzyka dla prognozy stóp procentowych NBP. Cały czas czynnikiem ryzyka dla prognozy rentowności pozostaje skala popytu banków komercyjnych na papiery 2-letnie.

## W 2018 r. oczekujemy stopniowego wzrostu rentowności na dłuższym końcu krzywej dochodowości



## W 2018 r. lekki wzrost potrzeb pożyczkowych, niemniej z bardzo niskiego poziomu w 2017 r.



Wskaźniki krajowe		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	% r/r	<b>5,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>2,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>
Popyt krajowy	% r/r	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,2	4,3	4,4
Spożycie indywidualne	% r/r	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,7	3,9
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	2,7	7,4
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0,8	2,1	2,0	-1,4	0,5	0,7	0,0	-0,4
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	mld PLN	<b>1 567</b>	<b>1 629</b>	<b>1 657</b>	<b>1 720</b>	<b>1 799</b>	<b>1 859</b>	<b>1 979</b>	<b>2 102</b>
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2
	mld EUR	-19,7	-14,5	-5,0	-8,5	-2,4	-1,3	-0,6	-0,5
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	14,3	15,1	15,7	16,5	13,0	10,0	11,0	13,0
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r, real.	0,9	0,0	2,5	3,6	4,3	4,4	2,8	4,6
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	1,9	0,0	-1,1	0,2	0,9	2,3	3,2	1,8
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, śr.	<b>12,5</b>	<b>13,4</b>	<b>13,4</b>	<b>11,4</b>	<b>9,7</b>	<b>8,2</b>	<b>6,8</b>	<b>6,3</b>
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.	<b>4,3</b>	<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>1,8</b>
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	2,4	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,6	1,3
Depozyty ogółem	mld PLN	<b>782,2</b>	<b>828,5</b>	<b>875,3</b>	<b>956,4</b>	<b>1 027,2</b>	<b>1 122,9</b>	<b>1 174,1</b>	<b>1 239,7</b>
	% r/r	11,0	5,9	5,7	9,3	7,4	9,3	4,6	5,6
Kredyty ogółem	mld PLN	<b>885,3</b>	<b>900,6</b>	<b>933,1</b>	<b>996,5</b>	<b>1 065,5</b>	<b>1 118,2</b>	<b>1 154,5</b>	<b>1 228,9</b>
	% r/r	14,8	1,7	3,6	6,8	6,9	4,9	3,3	6,4
<b>Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)</b>	% PKB	<b>-4,8</b>	<b>-3,7</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,2</b>
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	54,1	53,7	55,7	50,2	51,1	54,1	52,3	51,9
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	6,00	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,75
<b>Stopa referencyjna NBP</b>	%, k.o.	<b>4,50</b>	<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>1,75</b>
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	3,00	2,75	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50	0,75
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	<b>4,99</b>	<b>4,11</b>	<b>2,71</b>	<b>2,06</b>	<b>1,72</b>	<b>1,73</b>	<b>1,73</b>	<b>1,95</b>
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	4,91	3,07	2,99	1,78	1,56	2,01	1,70	2,35
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	5,32	3,17	3,77	2,13	2,21	2,87	2,70	3,15
<b>Obligacje skarbowe 10L</b>	%, k.o.	<b>5,88</b>	<b>3,72</b>	<b>4,32</b>	<b>2,51</b>	<b>2,94</b>	<b>3,62</b>	<b>3,35</b>	<b>3,70</b>
<b>PLN/EUR</b>	PLN, k.o.	<b>4,42</b>	<b>4,09</b>	<b>4,15</b>	<b>4,26</b>	<b>4,26</b>	<b>4,42</b>	<b>4,25</b>	<b>4,25</b>
PLN/USD	PLN, k.o.	3,42	3,10	3,01	3,51	3,90	4,18	3,59	3,63
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,63	3,39	3,38	3,54	3,94	4,12	3,68	3,74

Założenia zewnętrzne		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
PKB - USA	% r/r	1,6	2,2	1,7	2,6	2,9	1,5	2,3	2,3
PKB - strefa euro	% r/r	1,7	-0,8	-0,2	1,4	2,0	1,8	2,3	2,0
Inflacja (CPI) - USA	% r/r, śr.	3,2	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,3
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, śr.	2,7	2,5	1,4	0,4	0,0	0,2	1,5	1,5
<b>Stopa funduszy federalnych Fed**</b>	%, k.o.	<b>0,25</b>	<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>2,00</b>
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	1,60	2,05
Obligacje USA 10L	%, k.o.	1,88	1,77	3,05	2,18	2,28	2,46	2,35	2,50
<b>Stopa repo EBC</b>	%, k.o.	<b>1,00</b>	<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>
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0,33	-0,30
Obligacje GER 10L	%, k.o.	1,82	1,30	1,94	0,54	0,63	0,20	0,40	0,75
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0,75	-0,75
<b>USD/EUR</b>	USD, k.o.	<b>1,30</b>	<b>1,32</b>	<b>1,37</b>	<b>1,22</b>	<b>1,09</b>	<b>1,05</b>	<b>1,19</b>	<b>1,17</b>
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	111,4	111,7	108,7	98,9	52,4	43,8	54,2	62,6

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

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

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

Źródła danych historycznych: NBP, GUS, Thomson Reuters

Wskaźniki krajowe		1q17	2q17	3q17	4q17P	1q18P	2q18P	3q18P	4q18P
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	% r/r	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>
Popyt krajowy	% r/r	3,9	5,5	3,9	4,0	4,0	4,1	4,5	4,8
Spożycie indywidualne	% r/r	4,7	4,9	4,8	4,5	4,0	3,7	3,9	3,9
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,5	0,9	3,3	4,8	6,1	7,4	7,9	7,7
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0,2	-1,5	1,0	0,5	0,2	-0,2	-0,7	-0,7
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB mld EUR	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r, real.	2,1	3,1	3,0	3,3	4,4	4,6	4,6	4,8
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	3,2	3,0	3,6	3,1	1,9	1,9	1,6	1,8
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, śr.	<b>8,0</b>	<b>7,0</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>	<b>6,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,3</b>
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, k.o.	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	0,6	0,8	1,0	0,9	0,9	1,1	1,3	1,6
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75
<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>1,75</b>
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	<b>1,73</b>	<b>1,73</b>	<b>1,73</b>	<b>1,73</b>	<b>1,73</b>	<b>1,75</b>	<b>1,75</b>	<b>1,95</b>
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	2,03	1,90	1,72	1,70	1,75	1,90	2,10	2,35
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,89	2,72	2,68	2,70	2,85	2,95	3,10	3,15
<b>Obligacje skarbowe 10L</b>	%, k.o.	<b>3,48</b>	<b>3,36</b>	<b>3,35</b>	<b>3,35</b>	<b>3,45</b>	<b>3,55</b>	<b>3,65</b>	<b>3,70</b>
<b>PLN/EUR</b>	PLN, k.o.	<b>4,22</b>	<b>4,23</b>	<b>4,31</b>	<b>4,25</b>	<b>4,25</b>	<b>4,25</b>	<b>4,25</b>	<b>4,25</b>
PLN/USD	PLN, k.o.	3,95	3,71	3,65	3,59	3,63	3,56	3,60	3,63
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,95	3,87	3,76	3,68	3,70	3,71	3,73	3,74

Założenia zewnętrzne		1q17	2q17	3q17	4q17P	1q18P	2q18P	3q18P	4q18P
PKB - USA	% r/r	2,0	2,2	2,3	2,5	2,6	2,3	2,0	2,0
PKB - strefa euro	% r/r	2,0	2,3	2,5	2,4	2,4	2,1	1,9	1,7
<b>Stopa funduszy federalnych Fed*</b>	%, k.o.	<b>1,00</b>	<b>1,25</b>	<b>1,25</b>	<b>1,50</b>	<b>1,75</b>	<b>1,75</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	1,60	1,85	1,85	2,05	2,05
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,40	2,32	2,35	2,35	2,35	2,40	2,45	2,50
<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.	-	-	-	-0,33	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,33	0,47	0,46	0,40	0,45	0,50	0,65	0,75
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
<b>USD/EUR</b>	USD, k.o.	<b>1,07</b>	<b>1,14</b>	<b>1,18</b>	<b>1,19</b>	<b>1,17</b>	<b>1,20</b>	<b>1,18</b>	<b>1,17</b>
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	53,7	49,7	52,1	61,4	63,3	62,0	62,0	63,0

% 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 (szerokość przedziału 25 pkt. baz.)

Źródła danych historycznych: NBP, GUS, Thomson Reuters

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

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

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