

## **Początek 2018 roku pod znakiem bardzo dobrych nastrojów na globalnym rynku finansowym**

■ Końcówka 2017 roku oraz pierwsze dni Nowego Roku minęły pod znakiem silnej poprawy nastrojów rynkowych globalnie. Popyt na ryzykowne aktywa finansowe wspierany był przez obserwowane w napływających danych makroekonomicznych postępujące zsynchronizowane ożywienie gospodarcze globalnie, przy dodatkowym pozytywnym impulsie w postaci wejścia w życie reformy podatkowej w USA. W rezultacie w ostatnich dwóch tygodniach miał miejsce wyraźny wzrost notowań akcji na większości rynków, zarówno rozwiniętych, jak i wschodzących, przy kontynuacji napływu kapitału na rynki wschodzące. Na fali tej poprawy, solidny wzrost notowań dotyczył także aktywów na polskim rynku finansowym.

■ Poprawa nastrojów rynkowych osadzona jest w bardzo dobrej ocenie cyklicznej sytuacji gospodarki globalnej. Napływające na przełomie 2017 i 2018 roku dane z głównych gospodarek wspierały ocenę zsynchronizowanego ożywienia w gospodarce światowej. Wśród nich były to: w przypadku USA - bardzo dobre dane z rynku nieruchomości, wysokie odczyty wskaźników koniunktury (przede wszystkim w przemyśle), utrzymanie stopy bezrobocia na historycznie niskim poziomie; w przypadku strefy euro – wzrost grudniowego indeksu PMI *composite* w strefie euro do 58,1 pkt. z 57,5 pkt. na koniec listopada, najwyższego poziomu od 7 lat, przy osiągnięciu przez indeks PMI usługach 80-miesięcznego maksimum na poziomie 56,6 pkt.; z kolei w przypadku Japonii – pozytywna niespodzianka dot. produkcji i sprzedaży detalicznej. Co prawda opublikowane pod koniec minionego tygodnia dane nt. liczby nowych miejsc pracy w sektorach pozarolniczych w USA w grudniu na poziomie 148 tys. okazały się słabsze od oczekiwań (190 tys.), niemniej generalny trend relatywnie silnego wzrostu zatrudnienia został utrzymany, przy stabilizacji poziomu stopy bezrobocia na 17-letnim minimum (4,1%).

■ Na fali generalnego optymizmu rynkowego związanego z korzystnym stanem gospodarki globalnej, bieżącym impulsem wspierającym korzystne nastroje rynkowe było podpisanie tuż przed Świątami reformy podatkowej przez prezydenta Trumpa. W przedświątecznym tygodniu Senat wydłużył do 19 stycznia obowiązywanie prowizorium budżetowego, zawierającego zapisy, które zawiesiły obowiązywanie automatycznych cięć wydatkowych z 2010 r. (PAYGO) w przypadku

**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

[ianina.swiatkowska@bosbank.pl](mailto:ianina.swiatkowska@bosbank.pl)

zwiększenia deficytu budżetowego. To otworzyło drogę do podpisania przez prezydenta ustaw podatkowych, które w krótkim okresie powinny dać dodatkowy impuls pro wzrostowy gospodarce USA.

■ W warunkach powszechnego optymizmu rynkowego na przełomie 2017/2018, w dwutygodniowym okresie (22.12 - 04.01) miało miejsce solidne wzmocnienie giełd akcji globalnie. Syntetyczny indeks notowań akcji MSCI World wzrósł w tym okresie o 2,5%, przy wzroście indeksów MSCI o 2,6% dla rynku USA, o 3% dla strefy euro oraz o 3,7% dla Japonii. Równoległe obserwowana była kontynuacja napływu kapitału na rynki wschodzące, co przyniosło 3-procentowy wzrost indeksu MSCI Emerging Markets oraz umocnienie kursów większości walut na tych rynkach.

■ Dobrych nastrojów rynkowych globalnie nie były w stanie pogorszyć: ani ponowny wzrost napięć na linii USA – Korea Północna, ani zwycięstwo w przedterminowych wyborach regionalnych w Katalonii partii opowiadających się za secesją regionu z Hiszpanii. Uzyskały one większość (70 mandatów) w 135-osobowym parlamencie, uzyskując w wyborach poparcie 47,5%.

■ Przy generalnie pozytywnych informacjach dot. gospodarki amerykańskiej i wejścia w życie reformy podatkowej w USA, zaskakująca okazała się skala osłabienia dolara na przełomie roku. W dwutygodniowym okresie dolar w ujęciu kursu efektywnego stracił na wartości 1,5%, przekraczając z początkiem bieżącego roku poziom 1,20 USD/EUR. Trudno jednoznacznie wyjaśnić tak silny impuls deprecjacyjny dolara. Możliwe, że był to efekt przepływów kapitałowych związanych z silnym napływem kapitału na rynki wschodzące, w tym oraz w waluty surowcowe w kontekście wzrostu cen ropy naftowej. Na przełomie roku notowania ropy Brent wzrosły o ponad 6%, sięgając blisko 69 dolarów za baryłkę.

■ Przy obserwowanych solidnych zmianach notowań akcji i kursów walutowych, przełom roku na bazowych rynkach obligacji przebiegł w warunkach wyraźnie mniejszych zmian notowań. Na przestrzeni dwutygodniowego przełomu roku rentowności papierów skarbowych zmieniły się nieznacznie. Odzwierciedla to brak istotnych zmian w zakresie uwarunkowań polityki monetarnej głównych banków centralnych. Choć notowany jest solidny wzrost gospodarczy, nadal perspektywa silnego odbicia inflacji pozostaje odległa, wspierając oczekiwania rynkowe na jedynie stopniowe zacieśnianie polityki monetarnej przez główne banki centralne. Oczekiwania na utrzymanie generalnie słabej presji inflacyjnej wsparła publikacja niskiej inflacji za grudzień w strefie euro. Wg wstępnego szacunku indeks inflacji HICP

obniżył się do 1,4% r/r wobec 1,5% r/r w listopadzie, zaś indeks bazowy HICP, trzeci miesiąc z rzędu utrzymał się na poziomie 0,9%, poniżej oczekiwanego 1,0% r/r. Z kolei, choć w USA, wskaźnik bazowy deflatora PCE wzrósł do 1,5% r/r, wobec 1,4% r/r proc. miesiąc wcześniej (zgodnie z oczekiwaniami), niemniej o perspektywie jedynie umiarkowanego wzrostu cen świadczy utrzymująca się w grudniu stabilna dynamika wynagrodzeń godzinowych w USA, które wzrosły w grudniu w umiarkowanym tempie o 2,5 r/r, wobec 2,4% r/r w listopadzie. Jednocześnie publikacja zapisu z dyskusji komitetu FOMC podczas grudniowego posiedzenia potwierdziła oczekiwany przez rynek cykl stopniowych podwyżek stóp procentowych Fed w 2018 r.

■ W warunkach globalnej poprawy nastrojów rynkowych zyskały na wartości aktywa finansowe we wszystkich głównych segmentach polskiego rynku finansowego. Na przestrzeni ostatnich dwóch tygodni WIG zyskał na wartości 2,5%, zaś kurs złotego w ujęciu efektywnym zyskał blisko 1%. W relacji do euro kurs złotego zbliżył się na koniec minionego tygodnia do poziomu 4,15 PLN/EUR, a w relacji do dolara USA i CHF złoty był najmocniejszy od 3 lat - poniżej 3,45 PLN/USD oraz 3,53 PLN/CHF. Na rynku złotych obligacji skarbowych także miało miejsce wyraźne umocnienie – rentowności papierów skarbowych obniżyły się o ok. 10 pkt. baz., do 3,20% w przypadku papierów 10-letnich. Przy stabilności rentowności obligacji na rynkach bazowych umocnienie polskich papierów skutkowało wyraźnym spadkiem spreadu między ich rentownościami a ich odpowiednikami na rynkach bazowych. Na krótkim końcu krzywej dochodowości spadek rentowności papierów wspierała dodatkowo publikacja grudniowej inflacji, z jej wyraźnym spadkiem do 2,0% w grudniu wobec 2,5% w listopadzie.

■ Generalnie, trudno zanegować, by optymizm rynkowy, notowany na przełomie 2017 i 2018, nie miał solidnego oparcia w korzystnej sytuacji makroekonomicznej, co przy oczekiwaniach na generalnie akomodacyjną politykę monetarną globalnie wspiera notowania aktywów o wyższym profilu ryzyka. Należy jednak wskazać, że przełom roku tradycyjnie charakteryzuje się mniejszą płynnością rynkową, stąd dopiero tendencje rynkowe w kolejnych tygodniach, po powrocie rynków do normalnej płynności, dadzą pełniejszy obraz sytuacji rynkowej globalnie. Nie negujemy scenariusza postępującego globalnego ożywienia, jednak należy pamiętać, że notowania aktywów osiągają kolejne historyczne maksima, silny napływ kapitału na rynki wschodzące trwa od blisko roku, zaś potencjał do dalszych pozytywnych niespodzianek z obszaru gospodarki wydaje się już ograniczony. Jeśli do tego dodać ryzyka europejskie w postaci sytuacji we Włoszech (przedterminowe wybory w marcu, możliwe trudności z utworzeniem trwałej rządowej koalicji), czy

też w Hiszpanii, w naszej ocenie są podstawy do ostrożności co do kontynuacji trendu umocnienia aktywów ryzykownych globalnie. Stąd choć w krótkim okresie trudno wieszczyć silną korektę (nie mówiąc już o scenariuszu kryzysowym) na rynkach, niemniej wyczerpanie potencjału gospodarki globalnej do zaskakiwania *in plus* lub ewentualna kombinacja niekorzystnych informacji o charakterze politycznym z Europy może skutkować większą ostrożnością inwestorów i słabszymi nastrojami na globalnym rynku. Gdyby taki scenariusz był realizowany, zapewne także polskie aktywa finansowe mogły odnotować korektę wobec mocnych poziomów notowań obserwowanych na początku 2018 roku, zbliżając się do naszych - ostrożniejszych od bieżących poziomów - prognoz notowań rodzimych aktywów.

■ W bieżącym tygodniu zaplanowanych jest zdecydowanie mniej, w porównaniu z ostatnim okresem, wydarzeń rynkowych - wśród nich odnotować należy grudniowy wskaźnik inflacji CPI w USA oraz publikację zapisu z dyskusji podczas z grudniowego posiedzenia EBC. W przypadku rynku polskiego na ten tydzień zaplanowane jest posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP utrzyma stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, ze stopą referencyjną NBP na poziomie 1,5%. Nie oczekujemy też istotnych zmian w komunikacie po posiedzeniu Rady. Oceniamy, że Rada podtrzyma ocenę, że „obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną”. Utrzymaniu dotychczasowej łagodnej retoryki Rady zapewne sprzyjać będzie ostatni spadek wskaźnika CPI do 2,0% w grudniu i perspektywa jego dalszego okresowego obniżenia w pierwszych miesiącach 2018 r. Tym samym większość Rady pozostanie w trybie *wait-and-see* podtrzymując przesłanie o stabilizacji stóp NBP w najbliższym czasie.

## Dane i wydarzenia w bieżącym tygodniu

### ■ Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (9-10 stycznia)

**Oczekujemy, że RPP utrzyma stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, ze stopą referencyjną NBP na poziomie 1,5%.** Nie oczekujemy też istotnych zmian w komunikacie po posiedzeniu Rady. Oczekujemy, że Rada podtrzyma ocenę, że „obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną”. Utrzymaniu dotychczasowej łagodnej retoryki Rady zapewne sprzyjać będzie ostatni spadek wskaźnika CPI do 2,0% w grudniu i perspektywa jego dalszego okresowego obniżenia w pierwszych miesiącach 2018 r. Tym samym większość Rady pozostanie w trybie *wait-and-see* podtrzymując przesłanie o stabilizacji stóp NBP w najbliższym czasie.

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń w nadchodzącym tygodniu

wtorek 9. stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
08:00	GER	Produkcja przemysłowa, listopad	-1,4% m/m; 2,7% r/r	1,8% m/m; 4,0% r/r	-
11:00	EMU	Stopa bezrobocia, listopad	8,8%	8,7%	-
środa 10. stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
02:30	CHN	Wskaźnik inflacji CPI, grudzień	1,7% r/r	1,9% r/r	-
-	PL	<b>Decyzja RPP dot. poziomu stóp procentowych</b>	<b>1,50%</b>	<b>1,50%</b>	<b>1,50%</b>
16:00	PL	<b>Konferencja prasowa po posiedzeniu RPP</b>	-	-	-
czwartek 11. stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa, listopad	0,2% m/m; 3,7% r/r	0,6% m/m; 3,2% r/r	-
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 6.01	242 tys.	-	-
14:30	EMU	Zapis z dyskusji podczas posiedzenia EBC w grudniu 2017 r.	-	-	-
piątek 12. stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
-	CHN	Eksport / import, grudzień	12,3% r/r / 17,7% r/r	10,0% r/r / 14,8% r/r	-
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna, grudzień	0,8% m/m	0,4% m/m	-
14:30	USA	Inflacja CPI, grudzień	0,4% m/m; 2,2% r/r	0,2% m/m; 2,1% r/r	-
14:30	USA	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy, grudzień	0,1% m/m; 1,7% r/r	0,2% m/m; 1,7% r/r	-
poniedziałek 15. stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ Bank
14:00	PL	<b>Wskaźnik inflacji CPI, grudzień (ost.)</b>	<b>2,0% r/r (wst.)</b>	<b>2,0% r/r</b>	<b>2,0% r/r</b>
14:00	PL	<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących, listopad</b>	<b>575 mln EUR</b>	<b>385 mln EUR</b>	<b>726 mln EUR</b>

\* mediana ankiety Parkietu dla danych krajowych

## Krajowe dane i wydarzenia makroekonomiczne – styczeń

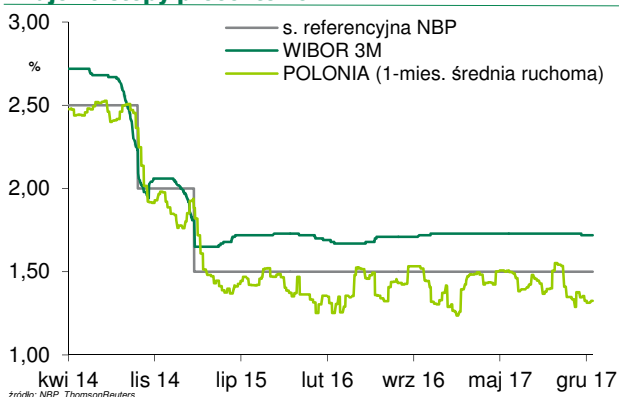
Wskaźnik		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ Bank
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	grudzień	2.01	54,2 pkt.	55,0 pkt.	
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	grudzień	03.01	2,5% r/r	2,5% r/r	
Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej	PL	styczeń	9-10.01	1,50%		1,50%
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	grudzień	15.01	2,5% r/r (wst.)		2,5% r/r
Saldo w obrotach bieżących	PL	listopad	15.01	575 mln EUR		726 mln EUR
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	grudzień	16.01	0,9% r/r		0,9% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	grudzień	17.01	4,5% r/r		4,5% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	grudzień	17.01	6,5% r/r		6,8% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	grudzień	19.01	9,1%		1,0%
Produkcja budowlano-montażowa	PL	grudzień	19.01	19,8% r/r		7,0% r/r
Wskaźnik cen produkcji w przemyśle, PPI	PL	grudzień	19.01	1,8% r/r		0,5% r/r
Sprzedaż detaliczna (w cenach stałych)	PL	grudzień	19.01	8,8% r/r		5,8% r/r
Stopa bezrobocia	PL	grudzień	24.01	6,5%		6,6%

## Najważniejsze dane i wydarzenia makroekonomiczne z zagranicy – styczeń

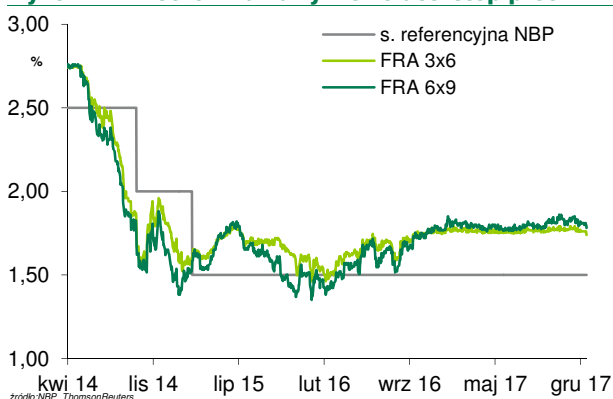
Wskaźnik		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury ISM - przemysł	USA	grudzień	3.01	58,2 pkt.	59,7 pkt.	
Wskaźnik inflacji bazowej HICP	EMU	grudzień	5.01	0,9% r/r	0,9% r/r	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	USA	grudzień	5.01	252 tys.	148 tys.	
Stopa bezrobocia	USA	grudzień	5.01	4,1%	4,1%	
Indeks koniunktury ISM – usługi	USA	grudzień	5.01	57,4 pkt.	55,9 pkt.	
PKB	CHN	IV kw.	18.01	6,7% r/r		-
Indeks koniunktury PMI - przemysł (wst.)	EMU	styczeń	24.01	60,6 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI - usługi (wst.)	EMU	styczeń	24.01	56,6 pkt.		-
PKB	USA	IV kw.	26.01	3,2% kw/kw anual.		-
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	USA	grudzień	29.01	1,5% r/r		-
Wskaźnik inflacji bazowej HICP	EMU	styczeń	31.01	0,9% r/r		-

## Rynki finansowe

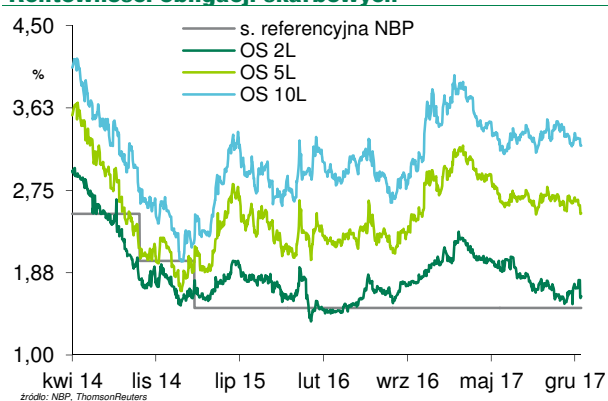
### Krajowe stopy procentowe



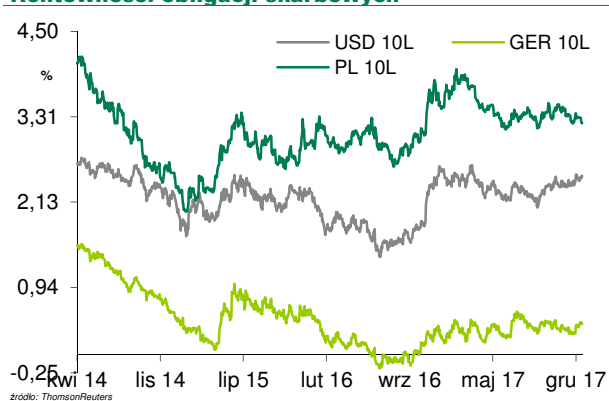
### Rynek FRA - oczekiwania rynkowe dot. stóp proc.



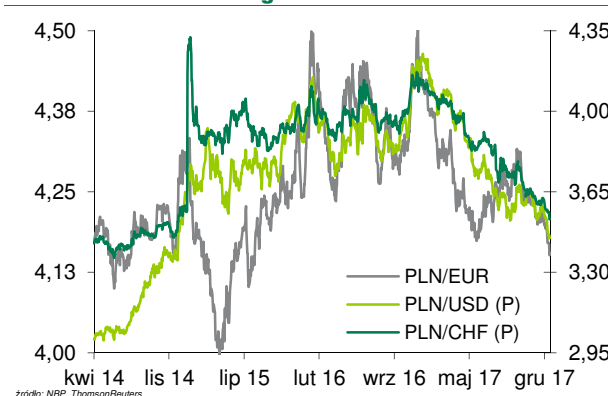
### Rentowności obligacji skarbowych



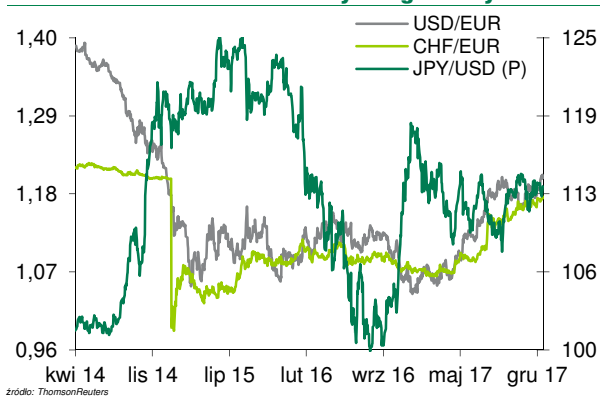
### Rentowności obligacji skarbowych



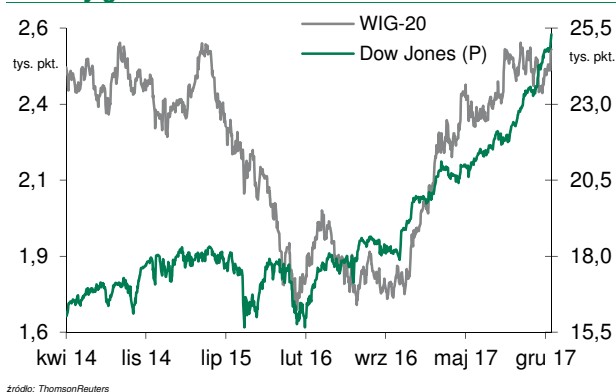
### Notowania kursu złotego



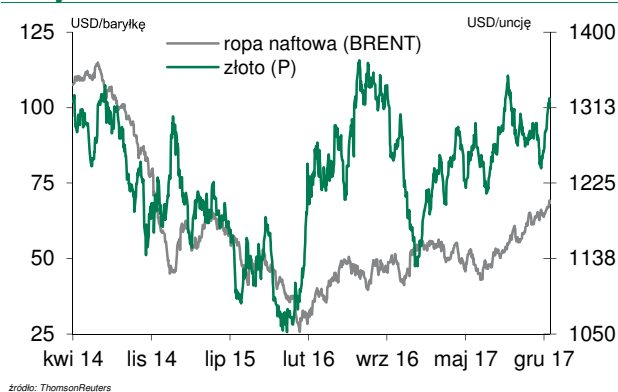
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełdowe



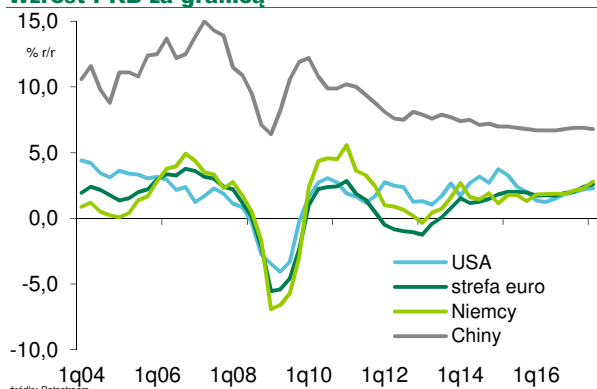
### Ceny surowców



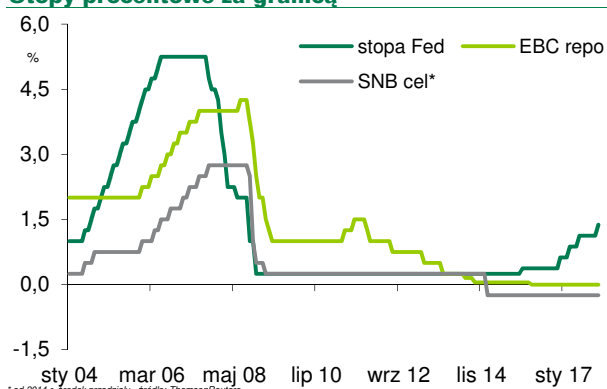


## Sfera realna

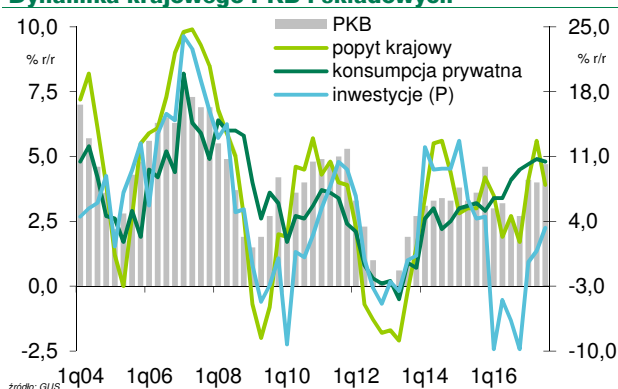
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



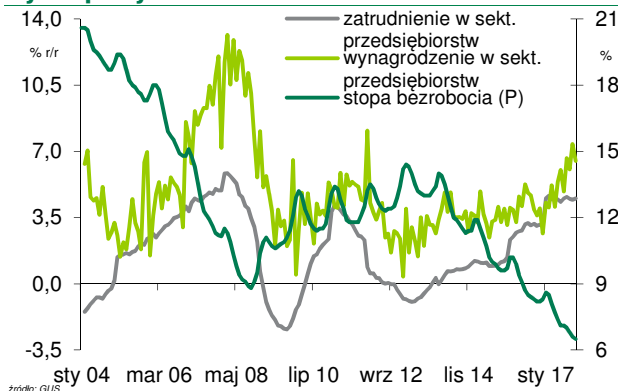
### Dynamika krajowego PKB i składowych



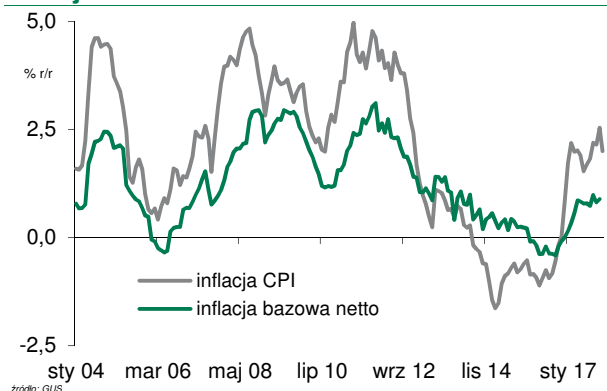
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



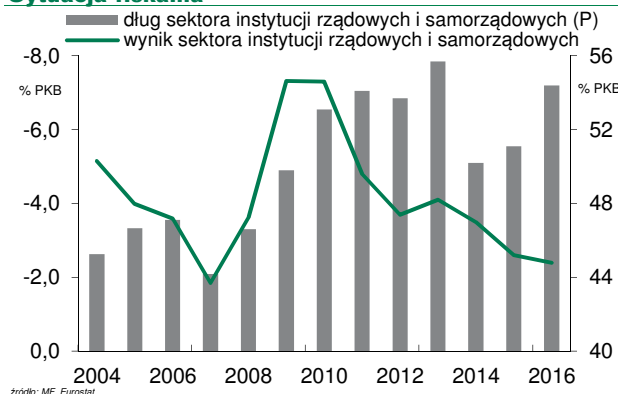
### Rynek pracy



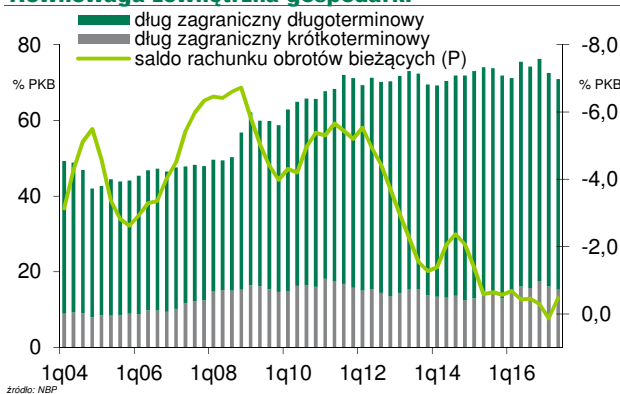
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Rynek finansowy

Wskaźnik		gru 17	2017-12-20	2018-01-05	sty 18	lut 18	mar 18
Stopa lombardowa NBP	%	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa referencyjna NBP	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Stopa depozytowa NBP	%	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%	1,72	1,72	1,72	1,73	1,73	1,73
Obligacje skarbowe 2L	%	1,69	1,73	1,62	1,75	1,75	1,75
Obligacje skarbowe 5L	%	2,66	2,66	2,51	2,75	2,80	2,85
Obligacje skarbowe 10L	%	3,29	3,35	3,23	3,40	3,40	3,45
PLN/EUR	PLN	4,17	4,20	4,15	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,48	3,55	3,45	3,57	3,60	3,60
PLN/CHF	PLN	3,57	3,59	3,53	3,64	3,65	3,66
USD/EUR	USD	1,20	1,187	1,203	1,19	1,18	1,18
Stopa Fed	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	1,65	1,75	1,85
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,30	-0,30	-0,30
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	2,42	2,51	2,49	2,30	2,35	2,35
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,42	0,40	0,44	0,40	0,40	0,45

Źródła danych historycznych: NBP, 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.