

MAKROskop

Perspektywy na 2018

GOSPODARKA, STOPY I RYNEK FX

Grudzień 2017

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

Bank Zachodni WBK S.A.

ekonomia@bzwbk.pl

(+48) 22 534 18 87

Bank Zachodni WBK

 Grupa Santander

■ Podsumowanie	3
■ 2017: Nasze prognozy a rzeczywistość	5
■ 2018: Nasze prognozy i główne ryzyka	6
■ Środowisko zewnętrzne	7
■ PKB	8
■ Inwestycje i budownictwo	10
■ Konsumpcja	15
■ Handel zagraniczny	17
■ Rynek pracy	20
■ Inflacja	23
■ Polityka pieniężna	27
■ Polityka fiskalna	29
■ Rynek długu	32
■ Rynek walutowy	36
■ Tabela z prognozami	44

- Przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 2017 r. było znacznie silniejsze niż zakładaliśmy. Dynamika PKB wyniosła niemal 5% r/r w III kwartale i zapewne ok. 4,5% w całym roku. Motorem wzrostu był bardzo mocny popyt konsumpcyjny (najpierw dzięki 500+, potem dochodom z pracy i niższej stopie oszczędzania) oraz wyjątkowo sprzyjające otoczenie zewnętrzne (solidne ożywienie w strefie euro), napędzające polski eksport. Długo oczekiwane ożywienie inwestycji zaczęło się materializować w II półroczu 2017 r., ale dość powoli i głównie w sektorze publicznym. Oczekujemy, że wzrost PKB w 2018 r. będzie nadal przyzwoity, bliski 4%, i nadal będzie go napędzać przede wszystkim popyt konsumentów oraz zamówienia eksportowe. Widzimy powody, aby spodziewać się dalszego wzrostu inwestycji, ale dostrzegamy też argumenty świadczące o tym, że ożywienie to będzie umiarkowane, słabsze niż w analogicznym okresie poprzedniego budżetu UE.
- Bezrobocie spadło do rekordowo niskiego poziomu, a niedobór pracowników stał się palącym problemem dla polskich firm i jedną z kluczowych barier rozwijania biznesu. Na szczęście napływ migrantów z Ukrainy na razie nie zwolnił, a stopa aktywności zawodowej do tej pory rosła, co łagodziło problemy. Niemniej, nie zapobiegło to wzrostowi presji płacowej i naszym zdaniem wzrost wynagrodzeń będzie dalej przyspieszał w najbliższym roku, ponieważ nierównowaga między popytem na pracę a jej podażą się nasili.
- Wzrost kosztów pracy przyczyni się zapewne do przyspieszenia wzrostu cen usług, co pchnie w górę inflację bazową w 2018 r. do ok. 2% r/r. Z kolei dynamika CPI będzie się wahać jak na huśtawce, przekraczając cel 2,5% w połowie roku, ale potem wracając nawet poniżej 2% za sprawą wysokiej bazy w cenach żywności i energii.
- Chociaż niektórzy członkowie Rady Polityki Pieniężnej już teraz widzą argumenty za zacieśnieniem polityki pieniężnej, naszym zdaniem prezesowi NBP i większości członków Rady nie zabraknie cierpliwości i pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi dopiero w ostatnim kwartale 2018 r. (kiedy perspektywa trwałego przekroczenia celu w 2019 r. stanie się bardziej realna).
- Sytuacja fiskalna w 2017 r. nie tylko pozostała pod kontrolą, ale ponownie okazała się znacznie lepsza od oczekiwań. Projekt budżetu na 2018 r. zakłada umiarkowany wzrost deficytu, co w sytuacji wyjątkowo szybkiego wzrostu gospodarczego nie jest optymalną strategią, ale dopóki gospodarka ma się dobrze, inwestorzy i agencje ratingowe nie będą się tym martwić.

- Złoty okazał się być jedną z najmocniejszych walut rynków wschodzących do euro i do dolara w 2017 r. Po ponad dwóch latach większych wahań, w ostatnich miesiącach EUR/PLN był wyraźnie stabilniejszy. Wygląda na to, że rynek wycenił już większość czynników ryzyka ze strony tak sytuacji globalnej (normalizacja polityki pieniężnej w USA czy perspektywa wyjścia Wielkiej Brytanii z UE) jak i polskiej polityki. Sądzymy, że w nadchodzącym roku kurs może oscylować w dość wąskim pasmie, podobnie jak miało to miejsce w latach 2013-2014.
- W nadchodzącym roku spodziewamy się wzrostu rentowności na całej długości krzywej. W naszej opinii ruch ten będzie skoncentrowany w pierwszej połowie roku, kiedy to mimo przejściowego powrotu inflacji CPI do ok. 2%, nasilenie presji płacowej i wzrost inflacji bazowej mogą sprzyjać wznowieniu spekulacji nt. podwyżek stóp procentowych (niewykluczony jest nieskuteczny wniosek o podwyżkę już w I kwartale). W połączeniu ze spodziewaną kontynuacją normalizacji polityki pieniężnej w USA może to pchnąć w górę całą krzywą rentowności. Wyższymi rentownościami będzie też naszym zdaniem sprzyjać wyraźnie większa podaż papierów skarbowych w pierwszym kwartale.
- W drugim półroczu spodziewamy się częściowego odreagowania wzrostu rentowności w długim końcu krzywej. Będzie temu sprzyjać oczekiwane przez nas nieznaczne osłabienie koniunktury w strefie euro.
- Jednocześnie oczekujemy kontynuacji widocznego w 2017 roku procesu ograniczania kosztu ryzyka kredytowego (odzwierciedlonego przez wysokość spreadów asset swap oraz spreadów rentowności wobec niemieckich Bundów) za sprawą wciąż dobrze wyglądających wskaźników fiskalnych.



Wskaźnik	Nasza prognoza (rok temu)	Rzeczywistość
PKB	Ożywienie w kształcie litery V ze spowolnieniem w II kw. pod wpływem ujemnego efektu dni roboczych. Skala ożywienia zależy głównie od inwestycji, wzrost PKB powyżej 3% ponownie w IV kw.	Wzrost gospodarczy znacząco przegonił nasze prognozy (wyniesie zapewne ok. 4,5% r/r wobec oczekiwanego 2,7%), pomimo powolnego ożywienia w inwestycjach.
Struktura PKB	Mocna konsumpcja, przynajmniej w I poł. 17. Eksport netto z neutralny, pomimo ożywienia w handlu zagranicznym. Inwestycje w górę w II poł. 2017 r. po przyspieszeniu absorpcji środków unijnych.	Konsumpcja była nawet mocniejsza niż oczekiwaliśmy, inwestycje faktycznie drgnęły w II półroczu. Zmiana zapasów zaskoczyła w górę drugi rok z rzędu, a wkład eksportu netto był bliski neutralnego.
Rynek pracy	Bezrobocie blisko naturalnej stopy. Wzrost zatrudnienia ograniczony przez zasoby siły roboczej. Przyspieszenie płac.	Utrzymał się silny popyt na pracę, więc bezrobocie spadło bardziej od prognoz, a niedobór pracowników się pogłębił. Presja płacowa nasiliła się istotnie dopiero pod koniec roku.
Inflacja	Mocny skok w I kw. 17 do 1,5% wskutek wzrostu cen surowców. Stabilizacja w dalszej części roku.	Silniejszy wzrost inflacji na początku roku, a potem jej stabilizacja. Wyższe ceny paliw i żywności pchnęły CPI do celu 2,5% w listopadzie, ale inflacja bazowa nie przekroczyła 1% r/r.
Polityka pieniężna	Stopy stabilne przez cały rok. RPP pod presją na przełomie 2016 i 2017 ze względu na niski wzrost PKB.	Wzrost PKB szybko zaskoczył na plus, ale RPP przyjęła podejście „wait-and-see”, deklarując stabilność stóp do końca 2018 r.
Polityka fiskalna	Deficyt budżetu centralnego w miarę bezpieczny na 3% PKB przy sprzyjającej strukturze wzrostu (konsumpcja). Deficyt finansów publicznych nieco powyżej 3% ze względu na deficyt w samorządach.	Deficyt budżetu centralnego może być nawet o połowę mniejszy niż początkowo planowano. Saldo całego sektora publicznego mogłoby być nawet poniżej 2% PKB, chyba że MF ponownie zdecyduje się na pewne przesunięcia, aby „odciążyć” kolejny rok fiskalny.
Rynek stopy procentowej	W 2017 krótki koniec zaczynie wyceniać podwyżki stóp (w 2018). Długi koniec pod wpływem presji na globalnym rynku.	Gołębie nastawienie RPP osłabiało oczekiwania podwyżek stóp. Globalna presja na polskie rentowności nie zmaterializowała się, a świetne wyniki budżetu były wspierającym czynnikiem lokalnym.
Rynek walutowy	Cykliczność złotego nie będzie wsparciem na początku 2017, pewna poprawa w II poł. roku	Złoty umocnił się dzięki poprawie perspektyw makro i fiskalnych i spadku ryzyka geopolitycznego. Przejściowa korekta w II półroczu.

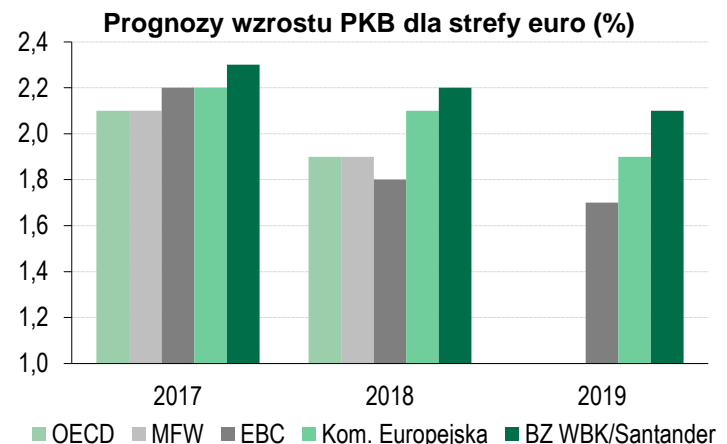


Wskaźnik	Nasza prognoza (w skrócie)	Ryzyko
PKB	Wzrost PKB minął już punkt szczytowy w cyklu, ale powinien pozostać przyzwoity, blisko 4%, wspierany przez korzystne otoczenie zewnętrzne i akomodacyjną politykę gospodarczą.	Dominują ryzyka zewnętrzne, np. nieoczekiwane spowolnienie w Europie. Ograniczenia podaży pracy mogą hamować wzrost gospodarczy nawet przy silnym popycie.
Struktura PKB	Konsumpcja pozostanie głównym motorem wzrostu. Inwestycje urosną ale umiarkowanie, głównie dzięki wydatkom samorządów. Eksport netto znów blisko neutralnego, a zapasy lekko negatywne.	Największa niepewność wciąż dotyczy perspektyw inwestycji, zwłaszcza w sektorze prywatnym. Wzrost napięcia USA-Korea Płn. mógłby zaburzyć handel międzynarodowy i pośrednio nasz eksport.
Rynek pracy	Stopa bezrobocia spadnie, ustanawiając nowe rekordy. Niedobór pracowników pogłębia się we wszystkich branżach, spowalniając wzrost zatrudnienia i zwiększając presję płacową, ale również przyczyniając się do wzrostu aktywności zawodowej.	Jeśli stopa aktywności zawodowej spadnie znacząco po obniżeniu wieku emerytalnego, nierównowaga popytu i podaży na rynku pracy może być jeszcze głębsza.
Inflacja	CPI przekroczy cel 2,5% w połowie roku, po czym cofnie się do 2% w II półroczu. Inflacja bazowa stopniowo w górę do 2% pod wpływem rosnących kosztów pracy i wzrostu PKB powyżej potencjału.	Kolejny mocny wzrost cen surowców i żywności (lub ponownie poważne anomalie pogodowe) mogłyby wypchnąć CPI wyraźnie powyżej celu.
Polityka pieniężna	Inflacja blisko celu i rosnąca presja płacowa pogłębią różnice głosów w RPP i w końcu przesądzą o podwyżce stóp przed końcem roku, prawdopodobnie w listopadzie.	Gdyby krajowa gospodarka ponownie zaskoczyła mocno na plus (w tym głównie wzrost płac i inflacji), termin podwyżki stóp mógłby się przybliżyć (lipiec?).
Polityka fiskalna	Budżet państwa nadal pod kontrolą, mimo iż przestrzeń do dalszego zwiększania ściągальności podatków wydaje się ograniczona.	Spowolnienie wzrostu jest ryzykiem dla budżetu, ponieważ poprawa sytuacji to w części zasługa czynników cyklicznych. Jednak wzrost ściągальności podatków ma też częściowo charakter strukturalny.
Rynek stopy procentowej	Pierwsza połowa roku będzie okresem wzrostu krótkiego końca krzywej w ślad za rosnącą inflacją. Długi koniec powinien podążać w górę za rynkami bazowymi, w wolniejszym tempie.	Mocniejsza presja na wzrost krajowej krzywej gdyby normalizacja polityki pieniężnej na świecie mocno pchnęła w górę rentowności na rynkach bazowych.
Rynek walutowy	Stabilizacja PLN w wąskim przedziale, jako że poprawa fundamentów makro i niepewność polityczna są już wycenione.	Korekta na światowych giełdach mogłaby negatywnie wpłynąć na waluty rynków wschodzących.

- Na początku 2018 r. nastroje przedsiębiorców w UE są bardzo dobre. Ocena produkcji w przemyśle zbliża się do poziomów widzianych ostatni raz w szczycie z lat 2006-2007. Optymizm firm dotyczący produkcji obecny jest już od 49 miesięcy, co jest najdłuższą serią odkąd dostępne są porównywalne dane (tj. od 1985).
- Wskaźnik nowych zamówień też zbliża się do poziomów z lat 2006-2007. Okres ekspansji zamówień był znacznie krótszy niż dla produkcji. Zauważmy, że w ostatnich miesiącach trend wzrostowy produkcji i zamówień jest szybszy niż w latach 2006-2007 przy wysokim wykorzystaniu mocy produkcyjnych (ale mniejszym niż dekadę temu). Tempo poprawy wykorzystania mocy jest jednak wyraźnie wolniejsze niż w przypadku zamówień i produkcji.
- W połączeniu z informacją, że wzrost PKB w UE był ostatnio napędzany głównie przez popyt wewnętrzny, a wzrost kredytu nie przekraczał 2% r/r, zakładamy, że te pozytywne tendencje mogą być kontynuowane w 2018.
- Sytuacja w USA wygląda podobnie, ale w odróżnieniu od Europy, gospodarka notuje rekordowo niskie bezrobocie i umiarkowany wzrost płac. Azja może być najmniej stabilnym elementem światowej gospodarki głównie z powodu sytuacji w Chinach. Są one obecnie w trakcie przejścia od gospodarki nastawionej na eksport do ukierunkowanej na popyt wewnętrzny, co wiąże się z tym, że zarządzać trzeba napięciami na rynku finansowym i nieruchomości.

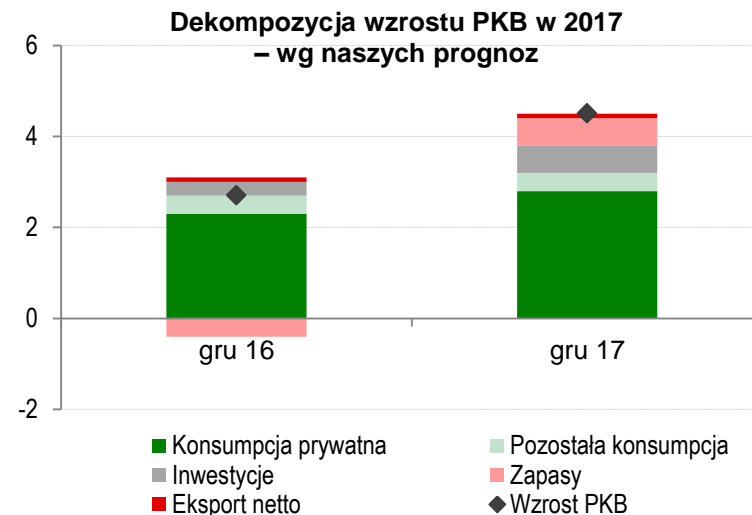
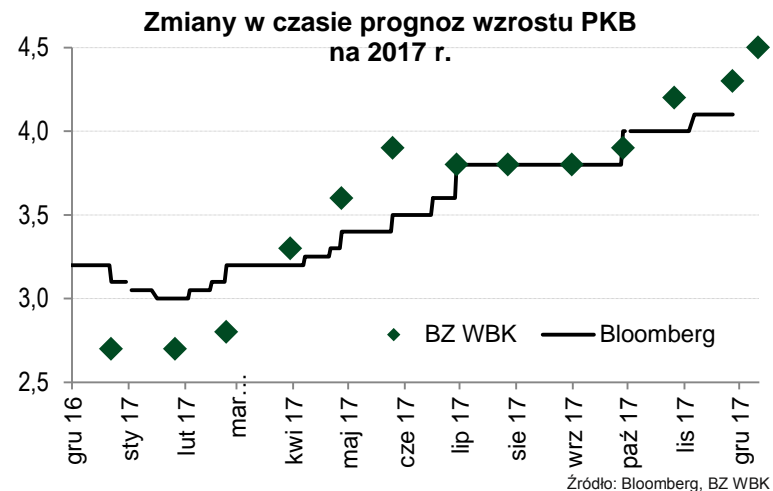


Źródło: Komisja Europejska

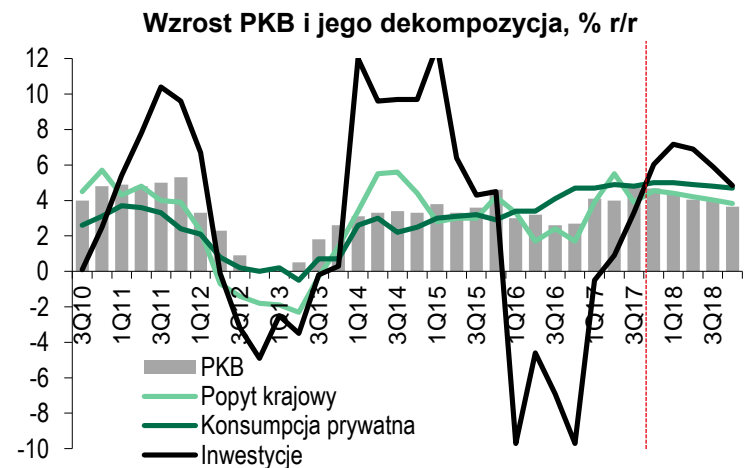
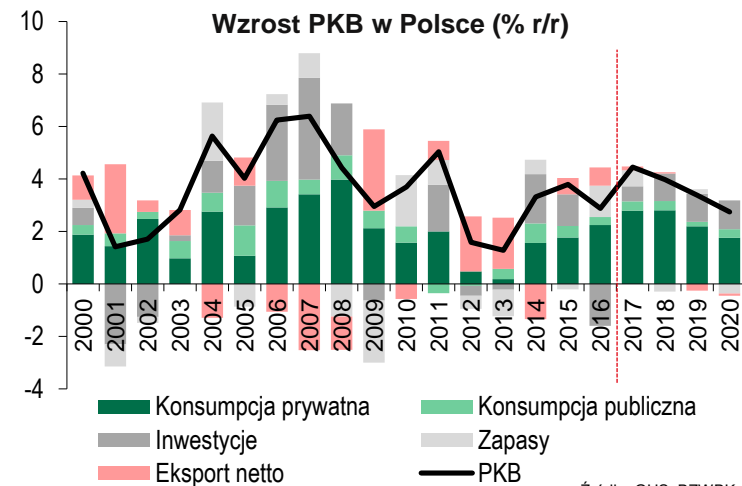


Źródło: Bloomberg, BZ WBK

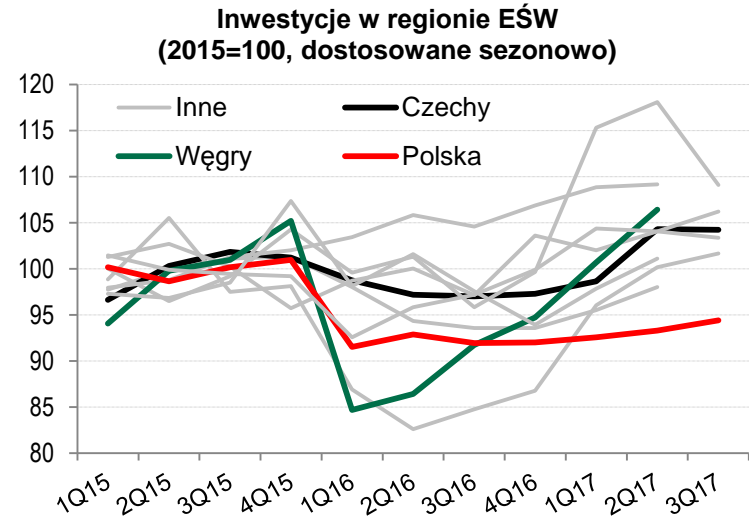
- W 2017 r. gospodarka urosła o ok. 4,5% r/r, czyli znacznie lepiej niż rok temu spodziewaliśmy się my i większość analityków rynkowych.
- Przez cały rok nasze prognozy i konsensus Bloomberga goniły wzrost PKB, a najnowszą rewizję prognozy w górę dostarczamy w tym raporcie. Pod koniec zeszłego roku byliśmy bardziej pesymistyczni od rynku i spodziewaliśmy się, że wzrost PKB może być niższy od 3% r/r. Od kwietnia jesteśmy natomiast od konsensusu bardziej optymistyczni.
- W [Perspektywach na 2017](#), przedstawiliśmy naszą prognozę zakładającą, że IV kw. 2016 r. wyznaczy dołek koniunktury, a po nim zobaczymy ożywienie w kształcie litery V, z dominującą rolą konsumpcji prywatnej i słabym wzrostem inwestycji, które odbiją dopiero w II połowie 2017 r. Kierunek zmian się potwierdził, ale zdecydowanie nie doceniliśmy siły ożywienia.
- W 2017 r. konsumpcja prywatna doda do wzrostu PKB ok. 2,8 punktu procentowego (w Perspektywach na 2017 r. spodziewaliśmy się wkładu 2,3pp), inwestycje wniosą 0,6pp (spodziewaliśmy się 0,3pp). Trafna była nasza prognoza neutralnego wkładu eksportu netto do wzrostu. Najbardziej nietrafione było nasze oczekiwanie co do spadku wkładu zapasów do wzrostu PKB. Teraz spodziewamy się, że dodadzą do PKB 0,6pp, rok temu, że odejmą 0,4pp. Uważaliśmy, że po mocnym wzroście zapasów w 2016 r. (+1,2pp do wzrostu PKB), silniejszy popyt na polskie produkty spowoduje zmniejszenie stanów w magazynach.



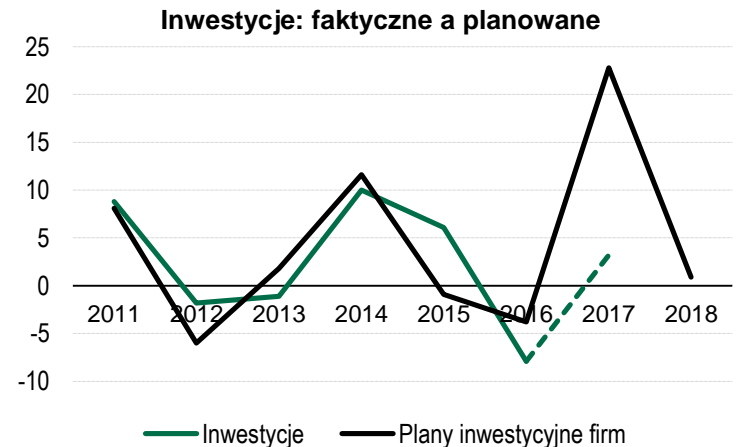
- Na 2018 r. spodziewamy się lekkiego spowolnienia PKB do 4,0% r/r średniorocznie. Obecny konsensus Bloomberg'a to 3,7% r/r.
- Głównym silnikiem wzrostu pozostanie konsumpcja prywatna, wspierana świetną sytuacją rynku pracy i wysokim wzrostem dochodów do dyspozycji. Inwestycje ulegną wzmocnieniu, ale naszym zdaniem ich wzrost będzie ograniczany przez wyczerpanie wolnych mocy produkcyjnych w budownictwie. Zarówno eksport, jak i import pokażą solidną stopę wzrostu dzięki dobrej koniunkturze za granicą, ożywieniu w handlu międzynarodowym i silnemu popytowi krajowemu. Wkład eksportu netto będzie jednak ponownie bliski zera. Spodziewamy się też pewnego spadku zapasów.
- Na kolejnych slajdach bardziej szczegółowo opisujemy nasze prognozy poszczególnych komponentów wzrostu: inwestycji, konsumpcji i rynku pracy, handlu zagranicznego.



- W III kw. 2017 r., inwestycje wzrosły o 3,3% r/r po 6 kwartałach ujemnego lub minimalnego wzrostu. Ożywienie w inwestycjach wreszcie nadeszło, choć jest wciąż dość niemrawe.
- Spadek inwestycji w 2016 r. był widoczny prawie we wszystkich gospodarkach Europy Śr.-Wschodniej. Jednakże inne kraje regionu doświadczyły cyklu w kształcie litery U, a ich inwestycje już wróciły do poziomu z 2015 r. W Polsce zachowanie inwestycji lepiej można opisać literą L, a w III kw. 2017 r. nadal byliśmy ok. 5% niżej niż w 2015 r.
- Sytuacja finansowa polskich firm jest dobra, warunki finansowania korzystne, a banki widzą rosnący popyt na kredyty inwestycyjne; wartość umów na finansowanie unijne znacząco wzrosła w 2017 r.; wykorzystanie mocy produkcyjnych w gospodarce jest wysokie, więc inwestycje są potrzebne, by sprostać rosnącemu popytowi. Te czynniki sprawiają, że wierzymy w mocniejsze odbicie inwestycji w nadchodzących kwartałach.
- Z drugiej strony, firmy nie planują wyraźnego skoku inwestycji w 2018 r. Widzimy też ograniczony potencjał do dalszego wzrostu produkcji budowlanej, co naszym zdaniem wpłynie na przystopowanie inwestycji w budynki w 2018 r. Dodatkowo, rosnące koszty surowców budowlanych mogą przyczynić się do zmniejszania planów inwestycyjnych. **Ogólnie, spodziewamy się przyśpieszenia inwestycji i ich wzrostu o 6,0% r/r w IV kw. 2017 r. i średnio o 5,9% r/r w 2018 r., z kolejnymi kwartałami coraz słabszymi, przynajmniej jeśli chodzi o budowlankę.**



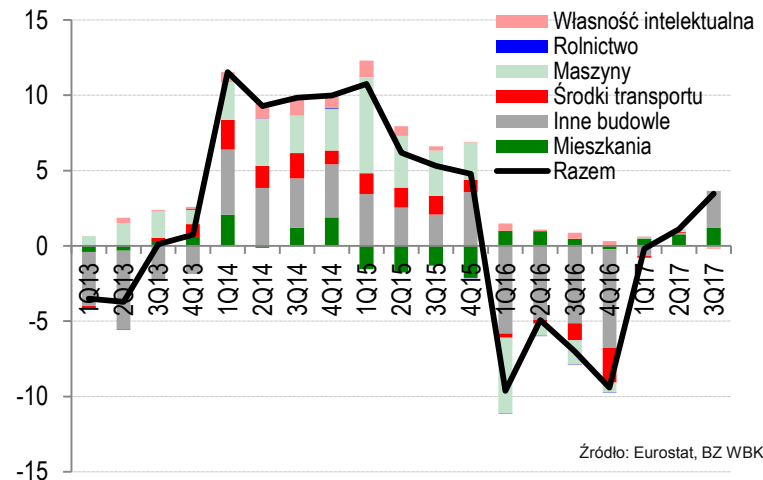
Źródło: Eurostat, BZ WBK



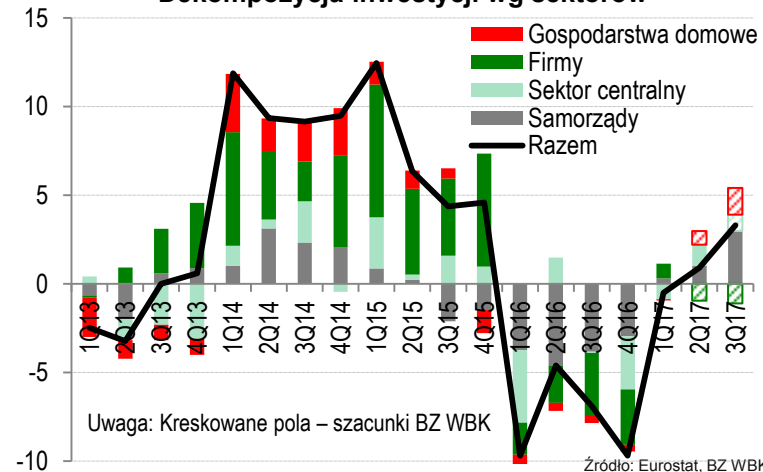
Źródło: European Commission Investment Survey, GUS, BZ WBK

- Spadek inwestycji w naszym regionie w 2016 r. był głównie efektem przejścia między dwoma perspektywami finansowymi UE, co wpłynęło na ograniczenie inwestycji publicznych. Polska odczuła spowolnienie inwestycji mocniej niż kraje sąsiednie, gdyż u nas zanotowano także spadek nakładów w sektorze prywatnym.
- Struktura inwestycji wg typu aktywów pokazuje, że w III kw. 2017 r. ożywienie pojawiło się tylko w inwestycjach w budowlę, które wzrosły o 7,1% r/r, podczas gdy nakłady na maszyny i środki transportu były słabe. Przyspieszenie zanotowano zwłaszcza w budownictwie niemieszkaniowym, co naszym zdaniem jest głównie związane z sektorem samorządowym, który zanotował nominalny wzrost inwestycji o 44,5% r/r w III kw. 2017 r. Według naszych szacunków inwestycje prywatne wciąż są w stagnacji, poza sektorem gospodarstw domowych, który inwestuje w rynek mieszkaniowy.
- Samorządy są liderem ożywienia i naszym zdaniem pozostałe sektory powinny podążyć za tym trendem. W szczególności, inwestycje prywatne są mocno skorelowane z inwestycjami samorządów. Największą korelację obserwujemy dla inwestycji prywatnych i samorządowych opóźnionych o 2-3 kwartały. **To sugeruje, że ożywienie inwestycji prywatnych może zacząć się w IV kw. 2017 r. i pokazać trochę więcej siły w połowie 2018 r.**

Dekompozycja inwestycji wg typu



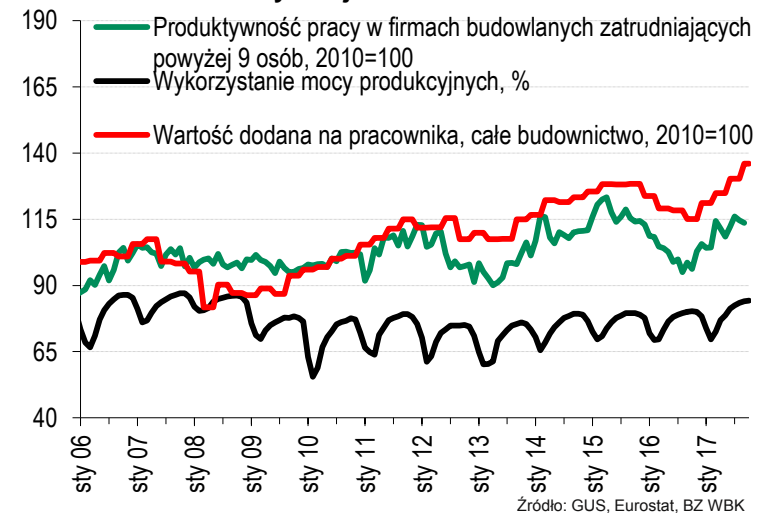
Dekompozycja inwestycji wg sektorów



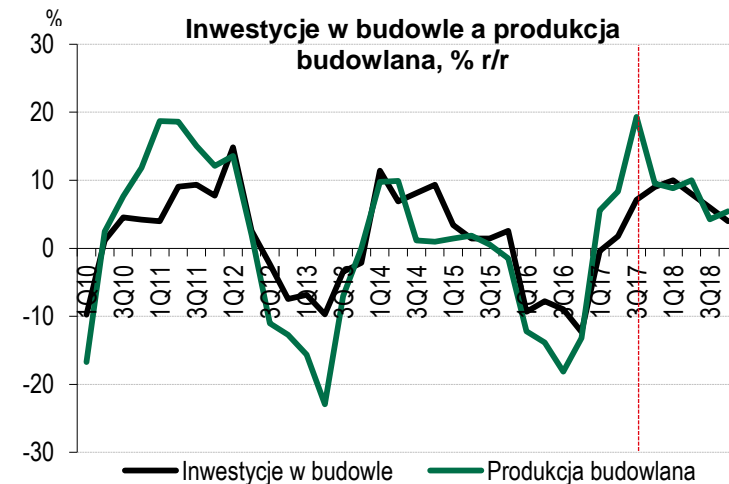


- W 2017 r. budownictwo było kołem zamachowym PKB, z dwucyfrowym wzrostem produkcji i wkładem ok. 1 pp do wzrostu wartości dodanej. Szybki wzrost był jednak pochodną bardzo niskiej bazy i załamania w tym sektorze w 2016 r. Naszym zdaniem 2018 r. nie będzie już tak mocny i budowlanka zwolni ze względu na wyczerpanie możliwości produkcyjnych.
- Wartość produkcji budowlanej w sektorze firm jest obecnie ok. 20% niższa niż w szczycie z lat 2011-2012. W podobnej skali spadło zatrudnienie w tym sektorze. Z kolei produktywność pracy, liczona jako produkcja na zatrudnionego jest zaledwie 6% poniżej rekordu z 2015 r. Wartość dodana na pracownika w budownictwie jest już rekordowa. Dane GUS o wykorzystaniu mocy produkcyjnych pokazują, że budownictwo jest zaledwie 3 pp poniżej rekordu z 2007 r.
- Naszym zdaniem, wyraźniejszy wzrost produkcji budowlanej wymaga zwiększenia mocy produkcyjnych. To jednak będzie trudne. Po pierwsze, trudności w pozyskaniu siły roboczej są w tym sektorze bardziej nasilone niż w pozostałych. Trudno zatem spodziewać się silnego wzrostu zatrudnienia, chyba że przy mocnym wzroście płac. Jesteśmy też sceptyczni odnośnie do poprawy produktywności, biorąc pod uwagę słabość inwestycji w maszyny w 2016 i 2017 r.
- **Ogólnie, spodziewamy się spowolnienia wzrostu produkcji budowlanej i inwestycji w budowlę z dwucyfrowego w I kw. 2018 r. do ok. 5% pod koniec roku.**

Sytuacja w budownictwie



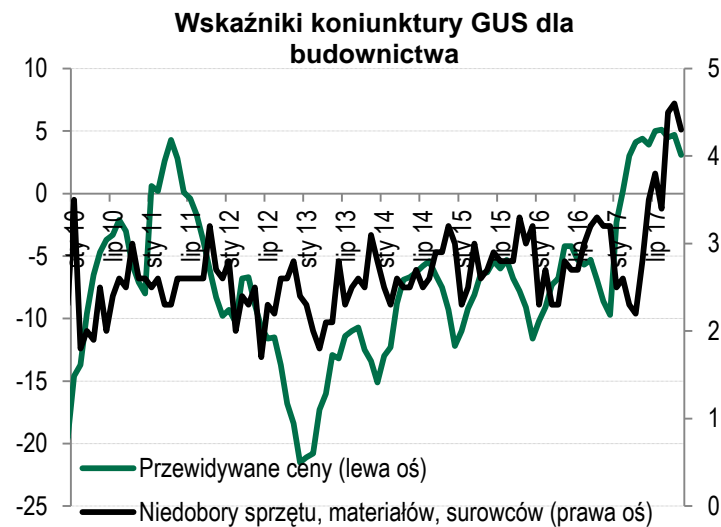
Inwestycje w budowlę a produkcja budowlana, % r/r



- Problemy w budownictwie są już widoczne w danych. Po pierwsze, duże spółki budowlane notowane na GPW narzekają na opóźnienia w pracach i na rosnące koszty surowców, które powodują spadek marż. Po drugie, przetargi rozpisane przez GDDKiA rzadko kończą się sukcesem.
- GDDKiA jest agencją rządową zarządzającą budową dróg. Odpowiada ona za przeprowadzenie przetargów, w których wybiera wykonawców. GDDKiA jest największym pojedynczym beneficjentem środków unijnych a podpisane przez nią umowy na finansowanie są warte 48 mld zł wobec łącznego wolumenu umów 242,8 mld zł (stan na koniec listopada).
- Przeanalizowaliśmy przetargi GDDKiA rozpisane we wrześniu i październiku. Wg nas łączna wartość zakończonych przetargów to ok. 170 mln zł. Jedynie ok. 44 mln zł (26%) zostało przyznane w ramach procedury. W innych przypadkach przetargi zostały anulowane ze względu na brak oferentów lub przekroczenie budżetu. W wielu sytuacjach najniższa oferta była nawet dwukrotnie wyższa od budżetu. Po dodaniu przetargów niezakończonych, ale bliskich końca (oferty są znane, przetargu nie anulowano), ich łączna wartość rośnie do 310 mln zł a udział pozytywnie zakończonych postępowań do 47%. W analogicznym okresie 2016 r. aż 75% przetargów kończyło się sukcesem.
- Podobne sygnały na temat problemów z przetargami infrastrukturalnymi pochodzą z samorządów, które starają się przyspieszyć proces wydatkowania środków unijnych.



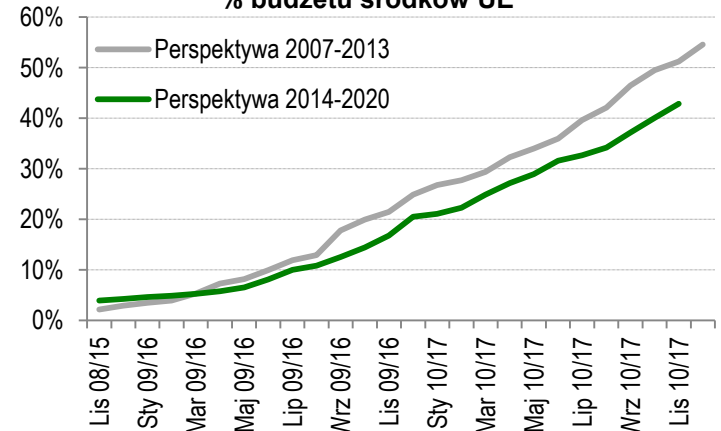
Źródło: GDDKiA, BZ WBK



Źródło: GUS, BZ WBK

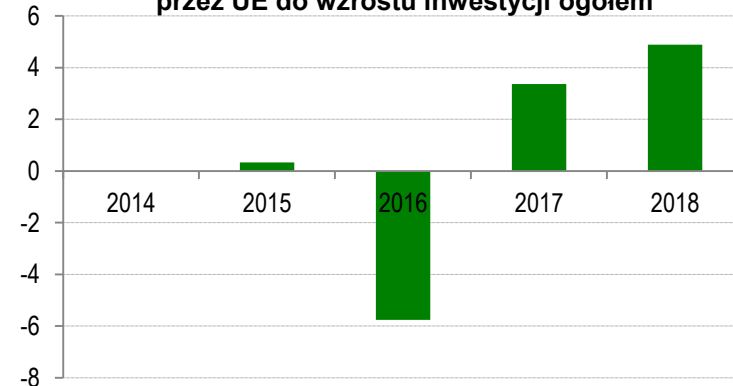
- W 2017 r. miało miejsce ożywienie w procesie budżetowania środków UE.** W styczniu-listopadzie podpisano umowy na projekty o wartości 128,3 mld zł wobec 89 mld zł w analogicznym okresie 2016 r. Łączna wartość nowych wniosków nieco spadła, do 188,1 mld zł z 189,6 mld zł. W ujęciu nominalnym te liczby wyglądają nieco lepiej niż w analogicznym okresie poprzedniej perspektywy finansowej. Jednakże, jeśli spojrzymy na wykonanie jako procent dostępnego budżetu, okazuje się, że są znaczne opóźnienia. Na koniec listopada 2017 r. zakontraktowane środki stanowiły 43% budżetu wobec 51% w listopadzie 2010 r.
- Nasz model opisujący, jak wnioski i umowy zamieniają się w inwestycje, sugeruje znaczny wzrost wydatków finansowanych środkami UE w 2018 r.,** z wkładem ok. 8 pkt. proc. do wzrostu inwestycji i wkładem 1,5 pp do wzrostu PKB. Naszym zdaniem w przyszłym roku polskie firmy będą sięgać po środki unijne w celu finansowania inwestycji w nowe technologie i maszyny. Jednak, **ze względu na ograniczenia w sektorze budowlanym, oczekujemy wzrostu opóźnień w inwestycjach infrastrukturalnych, więc naszym zdaniem wkład inwestycji finansowanych środkami z UE nie przekroczy 5 pp do wzrostu inwestycji ogółem i 1 pp do wzrostu PKB.**

Łączna wartość nowych umów
(kumulatywnie): 2008-10 a 2015-17,
% budżetu środków UE



Źródło: Ministerstwo Rozwoju, BZ WBK

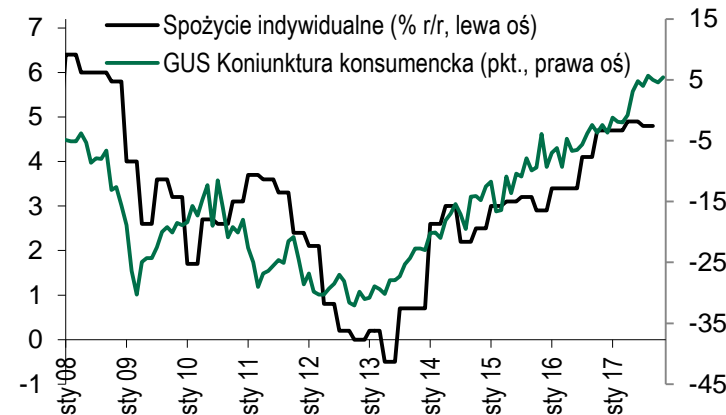
Szacunek wkładu inwestycji finansowanych
przez UE do wzrostu inwestycji ogółem



Źródło: Eurostat, BZ WBK

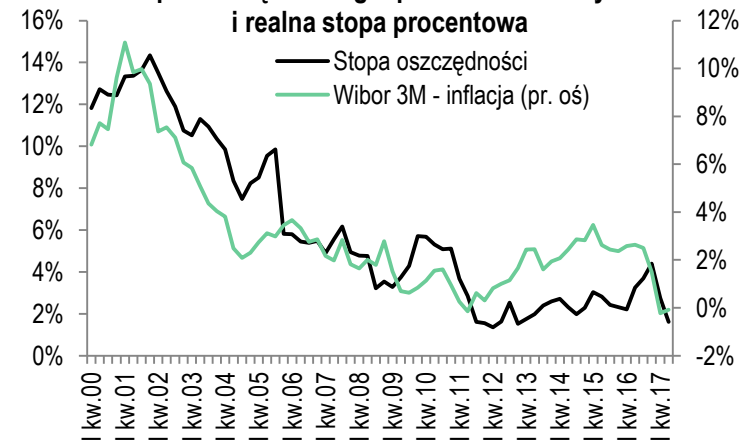
- Rekordowy poziom optymizmu konsumentów podpowiada, że da się utrzymać osiągnięte wysokie tempo konsumpcji prywatnej w IV kw. i później. **Konsumpcja prywatna przyspieszyła w trakcie 2017 roku do prawie 5% r/r i wygląda na zdolną do utrzymania tego tempa w 2018 r.** Konsumenty najwyraźniej rzucili się już w wir zakupów. Przejściowe ograniczenie dynamiki dochodów realnych w trakcie 2017 r. przez odbicie CPI oraz wygaśnięcie wpływu programu 500+ nie osłabiło tempa wzrostu konsumpcji. Gospodarstwa domowe dostosowały się obniżając stopę oszczędzania a podnosząc skłonność do konsumpcji. Ta zmiana podejścia na mniej ostrożne, bardziej zorientowane na konsumpcję, powinna ożywić kredyt konsumpcyjny i może odblokować popyt na dobra trwałe. To dobrze wróży konsumpcji prywatnej w 2018 r.
- Program 500+ nie tylko bezpośrednio wsparł konsumpcję, ale zadziałał również pośrednio – poprawiając nastroje wśród gospodarstw domowych. W miarę jak 2,6 mln gospodarstw (z 14,2 mln) zaczęło uznawać program za stabilne źródło dochodów, poprawiło się ich postrzeganie przyszłej sytuacji finansowej. W rezultacie, w początkowej fazie programu stopa oszczędzania poszła w górę, po czym spadła nawet poniżej punktu wyjścia w okresie, gdy inflacja osłabiła realny wzrost dochodów gospodarstw domowych.

Konsumpcja i koniunktura konsumencka



Źródło: GUS, BZ WBK

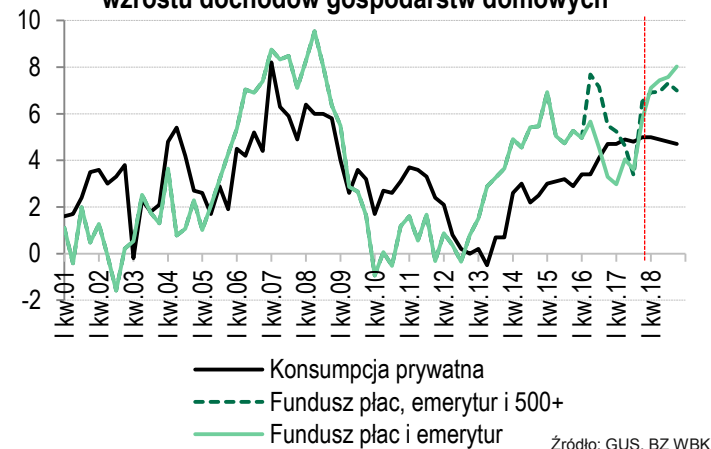
Stopa oszczędności gospodarstw domowych i realna stopa procentowa



Źródło: GUS, Reuters, BZ WBK

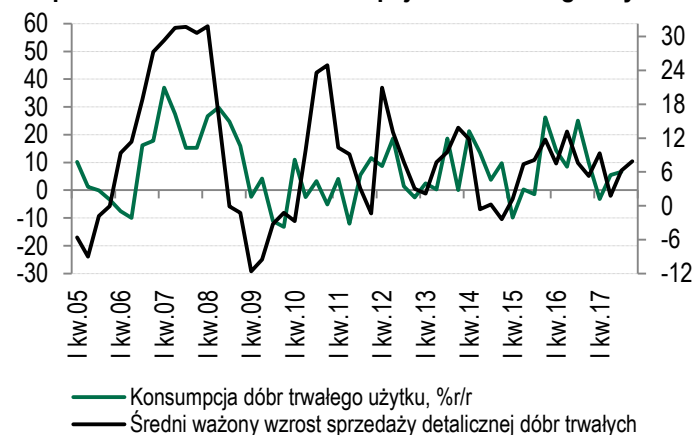
- Dochody gospodarstw domowych powinny wspierać wysokie tempo konsumpcji w przyszłym roku. Zapewnią to zakładane przez nas znaczne podwyżki wynagrodzeń i wzrost funduszu rent i emerytur.
- Wypłata ekwiwalentu za deputaty węglowe dla emerytowanych górników w IV kw. 2017 r. warta 2,3 mld zł to dodatkowe (choć tymczasowe) wsparcie dochodów, wzmacniające ich dynamikę o 0,8pp. Fundusz płac oraz fundusz świadczeń rentowych i emerytalnych powinny rosnać realnie 6-7% r/r – ten drugi za sprawą indeksacji i wskutek obniżenia wieku emerytalnego; zakładamy, że gros nowych emerytów podejmie pracę po tym jak nabędzie prawa emerytalne). To dobra podstawa by oczekiwać utrzymania się rekordowo wysokich nastrojów konsumentów i ich siły nabywczej w 2018 r. Z tej perspektywy nasza prognoza wzrostu konsumpcji prywatnej o ok. 5% r/r wydaje się dość konserwatywna.
- Perspektywy konsumpcji dóbr trwałych to kolejny powód by oczekiwać stabilnego wysokiego tempa konsumpcji prywatnej. Ta kategoria póki co nie dołożyła się znacząco do wzrostu konsumpcji, za to pozostałe kategorie łącznie rosną już w tempie zbliżonym jak podczas szczytu cyklu z 2007-2008 r. Dane o sprzedaży detalicznej już sygnalizują odbicie w dynamice zakupów dóbr trwałych a historycznie dobrze podpowiadało to co z całą konsumpcją dóbr trwałych. Co więcej, koniunktura konsumencka GUS wskazuje w tym roku na rekordowe poziomy skłonności do podejmowania większych wydatków.

Konsumpcja prywatna i miary realnego tempa wzrostu dochodów gospodarstw domowych



Źródło: GUS, BZ WBK

Sprzedaż detaliczna i konsumpcja dóbr trwałego użytku

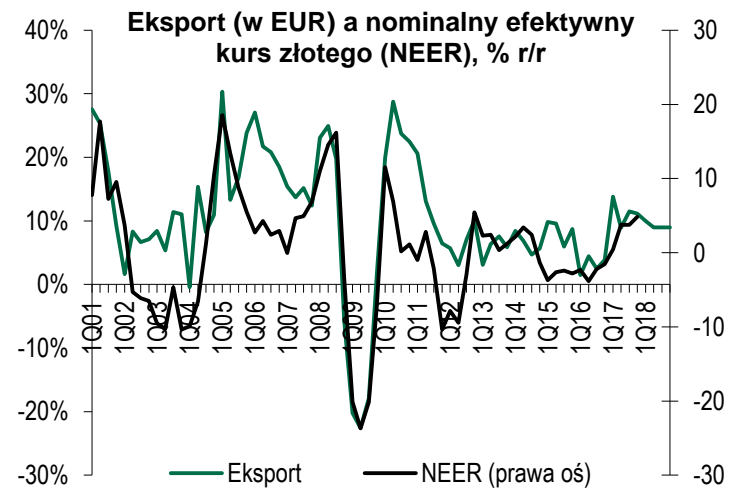
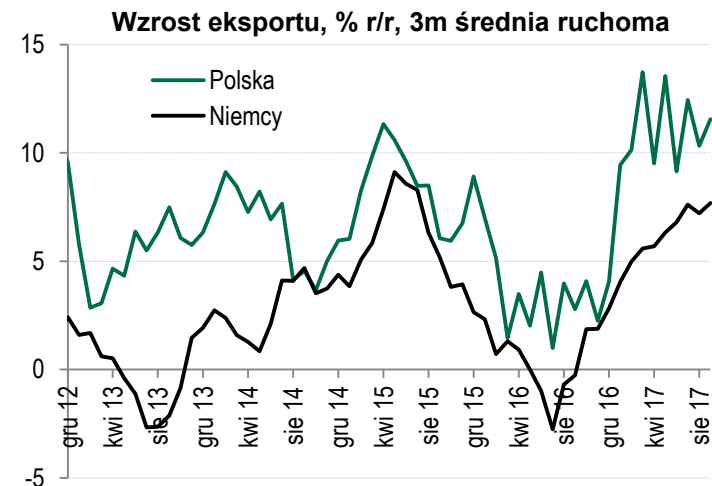


Źródło: GUS, BZ WBK

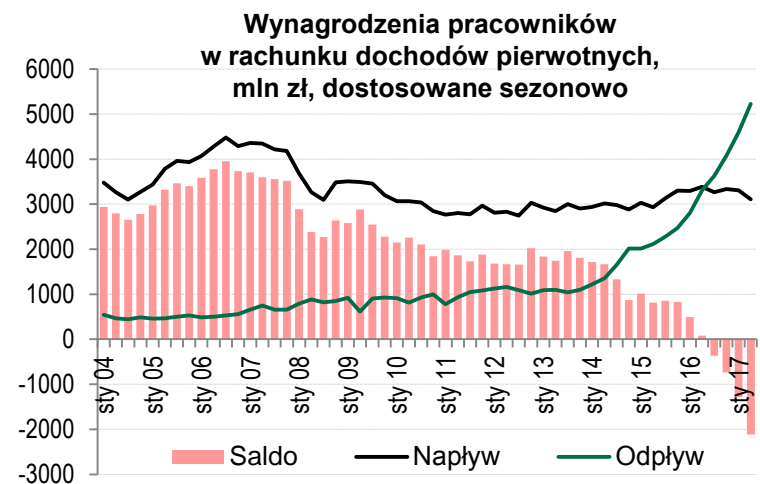
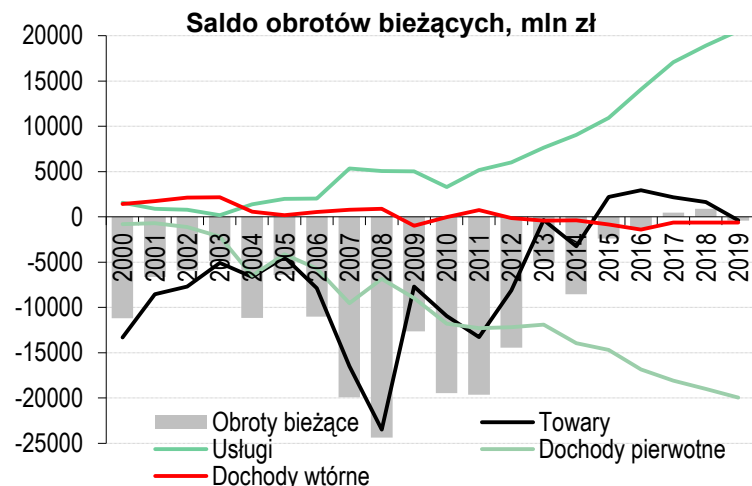
- Perspektywy globalnego wzrostu PKB w 2018 r. są optymistyczne. Średnia prognoz z Bloomberg'a dla partnerów handlowych Polski, ważona udziałem w eksporcie, sugeruje lekkie spowolnienie do 2,3% r/r w 2018 r. z 2,5% r/r w 2017 r. Ale i tak będzie to jedno z najlepszych lat po 2008 r.
- Szczególnie dobre są prognozy dla Niemiec, czyli naszego największego partnera handlowego. Niemiecki eksport jest mocno skorelowany z polskim. **Dlatego jesteśmy optymistyczni co do perspektyw krajowego eksportu w 2018 r. i prognozujemy wzrost o 6% r/r w ujęciu realnym (9% nominalnie w euro).**
- Mimo że złoty umocnił się dość wyraźnie w 2017 r., nie mamy obaw, że będzie to miało negatywny wpływ na polski eksport. Historia pokazuje, że korelacja między polskim eksportem a siłą złotego jest – wbrew intuicji – dodatnia, co wynika z faktu, że eksport jest bardziej wrażliwy na koniunkturę zagraniczną niż na kurs.

Kraj	Wzrost PKB - dane i prognozy			Udział w eksporcie
	2016	2017	2018	
Niemcy	1.9	2.2	2	26.5
Wielka Brytania	1.8	1.5	1.4	6.7
Czechy	2.6	4.3	3.2	5.9
Francja	1.2	1.8	1.8	5.2
Holandia	2.2	3.1	2.1	4.7
Włochy	0.9	1.5	1.3	4.3
Wszyscy - średnia waż.	2.0	2.5	2.3	100.0

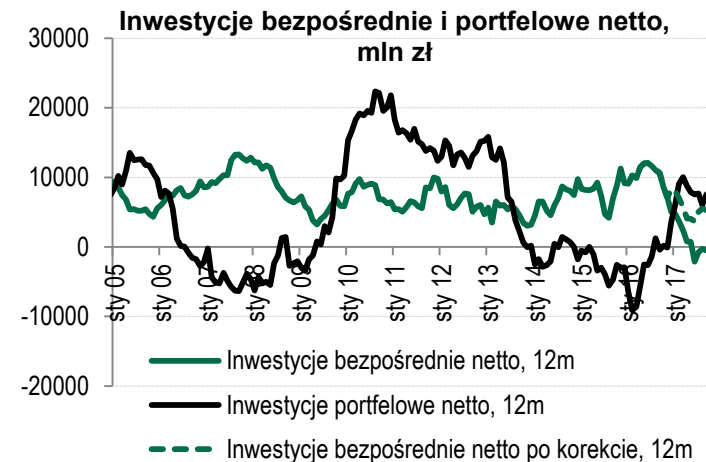
Źródło: Bloomberg, GUS, NBP BZ WBK



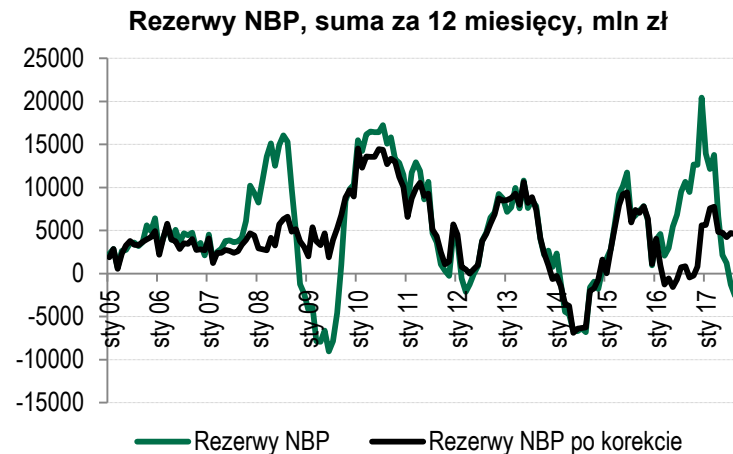
- W ostatnich trzech latach krajowe saldo obrotów bieżących było prawie zrównoważone, pomimo dość dobrego wzrostu PKB. Jest to niezgodne ze wzorcem obserwowanym we wcześniejszych latach – zwykle wyższej dynamice PKB towarzyszył rosnący deficyt.
- Taka sytuacja była możliwa dzięki wyraźnej poprawie salda towarów, gdzie świetne wyniki eksportu wraz ze słabszym popytem krajowym, ograniczającym wzrost importu, umożliwiły osiągnięcie nadwyżek – zjawiska nienotowanego od wczesnych lat 90. Inną przyczyną była mocna ekspansja eksportu usług widoczna od 2011 r., częściowo tylko zrównoważona większym deficytem dochodów.
- Pomimo dobrych perspektyw eksportu w ostatnich kwartałach, widzimy potencjał do spadku nadwyżki w handlu towarami w 2018 r., gdyż wyższe inwestycje i silna konsumpcja prywatna (z wyższym udziałem dóbr trwałego użytku) wpłyną na wyższy import.
- Bilans dochodów powinien ulec dalszemu pogorszeniu przy wyższych dywidendach dla zagranicznych właścicieli oraz ze względu na gorsze saldo wypłat wynagrodzeń – skutek imigracji i rosnących transferów wynagrodzeń na Ukrainę. Ten efekt zostanie jednak zrównoważony przez poprawę salda usług, gdyż Polska będzie umacniała swoją pozycję europejskiego centrum usług biznesowych.
- **W sumie, spodziewamy się, że saldo obrotów bieżących pozostanie zrównoważone.**



- Ostatnie miesiące pokazały wyraźny spadek 12-miesięcznej sumy zagranicznych inwestycji bezpośrednich netto: do zera ze średnio 9 mld € w latach 2015-16.
- Rachunek finansowy rzuca nieco więcej światła na tę kwestię: (1) zagraniczne inwestycje bezpośrednie (FDI) obniżyły się z 14 mld € średnio w latach 2015-16 do 7,2 mld € we wrześniu 2017 r. (suma za 12 miesięcy). Ujemny wpływ na tę liczbę miała sprzedaż Pekao SA. Po skorygowaniu o tę transakcję (2,5 mld € w czerwcu 2017 r.), FDI wyglądają dużo lepiej (9,7 mld €). Dane wskazują zatem na pewne spowolnienie, ale na pewno nie jest to nagłe załamanie – silniejszy ruch w dół widzieliśmy w latach 2012-14. (2) w grudniu 2016 r. polskim portfelu inwestycji portfelowych i bezpośrednich nastąpiło przetasowanie – pierwsza pozycja obniżyła się o 3,3 mld €, druga wzrosła o 6,0 mld €.
- **FDI netto po korekcie o te jednorazowe czynniki nie różnią się wartościowo zbytnio od tych rejestrowanych w poprzednich latach.**
- Innym ciekawym zjawiskiem w rachunku finansowym jest spadek aktywów rezerwowych po mocnym wzroście w 2016 r. W zeszłym roku NBP stosował strategię inwestycyjną polegającą na zawieraniu transakcji repo i reverse repo w EUR, GBP i USD. Wywindowało to zysk NBP za 2016 r. i spowodowało tymczasowe sztuczne napęcznienie bilansu w kategorii rezerw walutowych. Po korekcie o ten efekt nie widać już spadku rezerw.



Źródło: NBP, BZ WBK

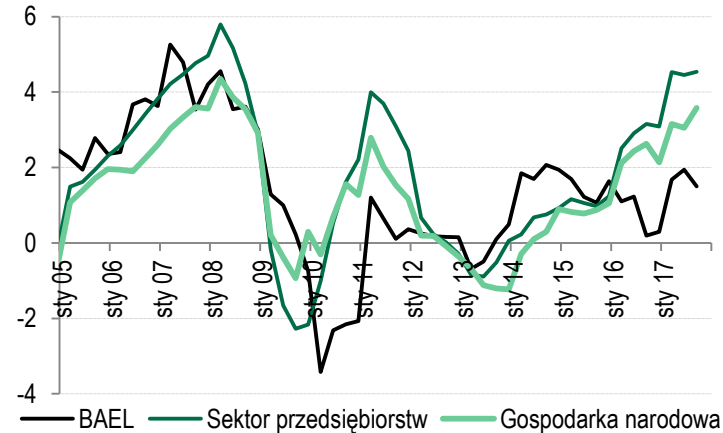


Źródło: NBP, BZ WBK

Rynek pracy – Silny popyt na pracowników i rosnące problemy rekrutacyjne

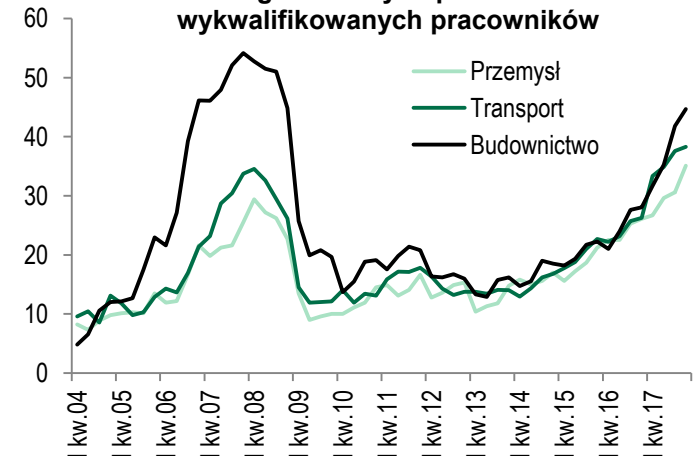
- Szybki wzrost gospodarczy generuje wysoki popyt na pracę. Wg Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności liczba pracujących wzrosła w III kw. 2017 r. do rekordowego poziomu 16,5 mln. Oficjalne dane tak naprawdę zaniżają faktyczne zapotrzebowanie na pracowników, ponieważ w większości nie uwzględniają miejsc pracy zajmowanych przez imigrantów. Po pierwsze, krótkoterminowi migranci zarobkowi z definicji nie są objęci badaniem BAEL, po drugie, wielu z nich pracuje w ramach umów cywilnoprawnych, a część nielegalnie.
- Firmy nadal planują tworzyć nowe miejsca pracy, co nie dziwi biorąc pod uwagę utrzymujący się mocny popyt i wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych (bliskie lub powyżej poziomów ze szczytu cyklu 2007-08).
- Jednocześnie, w niemal wszystkich branżach przedsiębiorcy napotykają coraz większe trudności z rekrutacją, które wg badań koniunktury stały się obecnie kluczową barierą ograniczającą rozwój biznesu.
- Co ciekawe, pomimo narzekań na niedobór pracowników, wzrost zatrudnienia utrzymał się na wysokim poziomie przez cały 2017 r., co wskazuje, że nie wszystkie rezerwy rynku pracy zostały wyczerpane.
- **Oczekujemy, że wzrost zatrudnienia w 2018 r. będzie kontynuowany, ale w wolniejszym tempie. Mobilizacja do aktywności zawodowej będzie trudniejsza po obniżeniu wieku emerytalnego i może wymagać znaczących podwyżek płac.**

Wzrost zatrudnienia wg różnych miar, % r/r



Źródło: GUS, BZ WBK

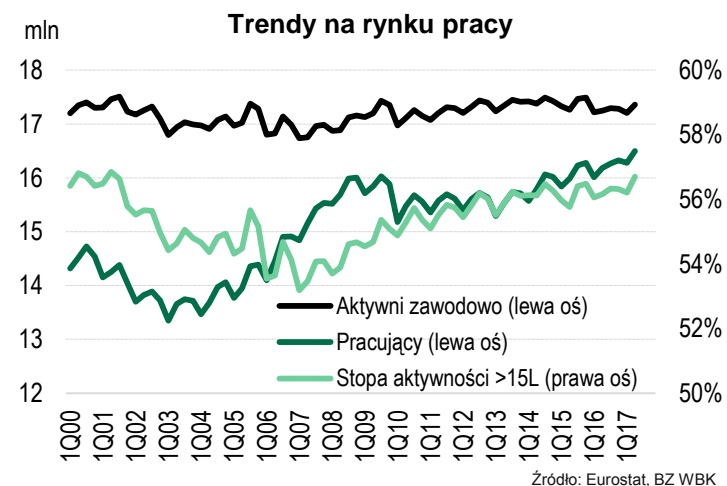
% firm ograniczonych przez niedobór wykwalifikowanych pracowników



Źródło: GUS, BZ WBK

Rynek pracy – Imigracja i rosnąca aktywność zawodowa wciąż pomagają

- Napływ pracowników z Ukrainy znacząco pomógł w ograniczeniu napięć na polskim rynku pracy w ostatnich latach. Dane, którymi dysponujemy nie są doskonałe, ale ani statystyki nt liczby oświadczeń firm o zamiarze zatrudnienia obcokrajowca, ani te o liczbie obcokrajowców zarejestrowanych w ZUS nie sugerują, aby w 2017 r. nastąpiło spowolnienie napływu pracowników z Ukrainy. Nie widać na razie aby wprowadzenie przez UE bezwizowego ruchu dla obywateli Ukrainy miało istotny wpływ na tendencje migracyjne.
- Wg niedawnego sondażu* 68% obywateli Ukrainy w wieku 15-35 lat chce podjąć pracę za granicą, a Polska jest drugim najbardziej pożądanym kierunkiem migracji (26% odpowiedzi) po Niemczech (37%).
- Jednocześnie, napływa coraz więcej sygnałów, że oczekiwania płacowe Ukraińców są już zbliżone do polskich pracowników. Nabór ludzi z Ukrainy nie będzie już więc sposobem na ograniczenie dynamiki kosztów pracy.
- Innym pozytywnym zjawiskiem ostatnich lat był wzrost aktywności zawodowej, który skutecznie zapobiegł spadkowi podaży pracy pomimo starzenia społeczeństwa (choć populacja w wieku 15-64 spadła w ostatnich dwóch latach o 727 tys., to liczba aktywnych zawodowo w tym wieku wzrosła o 21 tys.). Obniżka wieku emerytalnego może zatrzymać tę pozytywną tendencję przynajmniej na jakiś czas, ale w średnim okresie spodziewamy się dalszego wzrostu stopy aktywności, ponieważ wzrost płac będzie tworzył bodźce do wejścia na rynek pracy.

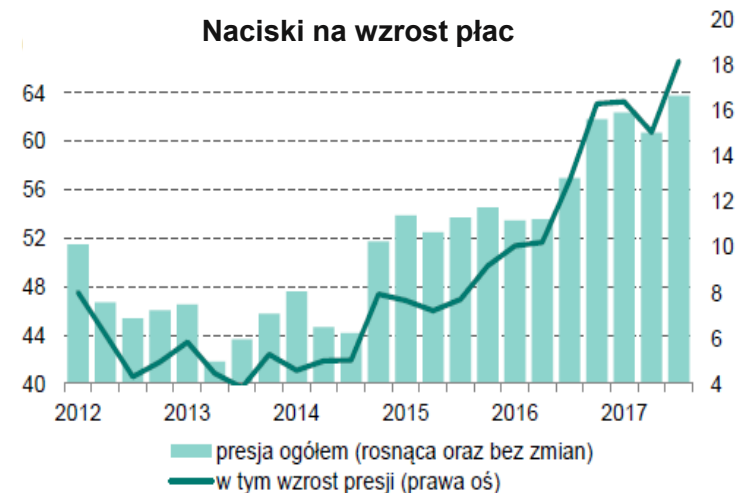


* Badanie Sociological Group "Rating" przeprowadzone we wrześniu 2017

- Mimo nasilającego się problemu braku rąk do pracy, tempo wzrostu płac było do niedawna relatywnie stabilne. Realne tempo wzrostu wynagrodzeń spowolniło nawet gwałtownie na początku 2017 r. pod wpływem nagłego odbicia inflacji. **Ostatnie miesiące przyniosły jednak nagły wzrost dynamiki wynagrodzeń – w październiku średnia płaca wzrosła w przemyśle o prawie 8% r/r, w budownictwie o 8,5%, a w handlu detalicznym o prawie 10% r/r. Widzimy sporo argumentów za kontynuacją tej tendencji.**
- Po pierwsze, nastroje wśród przedsiębiorców potwierdzają, że presja płacowa nasila się i firmy planują przyspieszyć podwyżki wynagrodzeń.
- Obserwowany wzrost inflacji (pod wpływem drożejącej żywności i energii) i oczekiwań inflacyjnych może jeszcze nasilić tę tendencję kiedy wspomnienie po deflacji całkiem odejdzie w niepamięć.
- Co więcej, obniżka wieku emerytalnego od października pozostawi po sobie lukę na rynku pracy, którą trudno będzie zapełnić w krótkim terminie. Wg ZUS, niemal wszyscy uprawnieni (ponad 400 tys.) już wypełnili wniosek o przejście na emeryturę. Nawet jeśli większość z nich wróci na rynek pracy po otrzymaniu świadczenia, to liczba aktywnych zawodowo się skurczy. Wciąż istnieje potencjał do dalszego wzrostu stopy aktywności zawodowej w Polsce, ale dla tych którzy pozostają nieaktywni przez dłuższy czas potrzebna będzie silniejsza zachęta do powrotu, zapewne w postaci wyższej płacy.

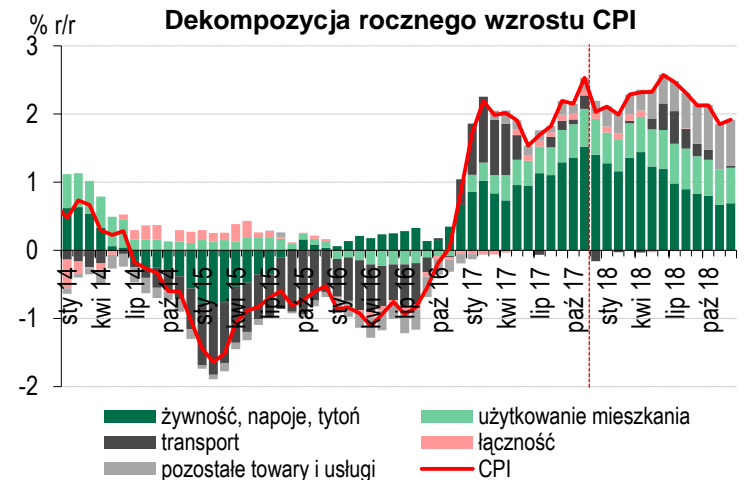


Źródło: GUS, BZ WBK

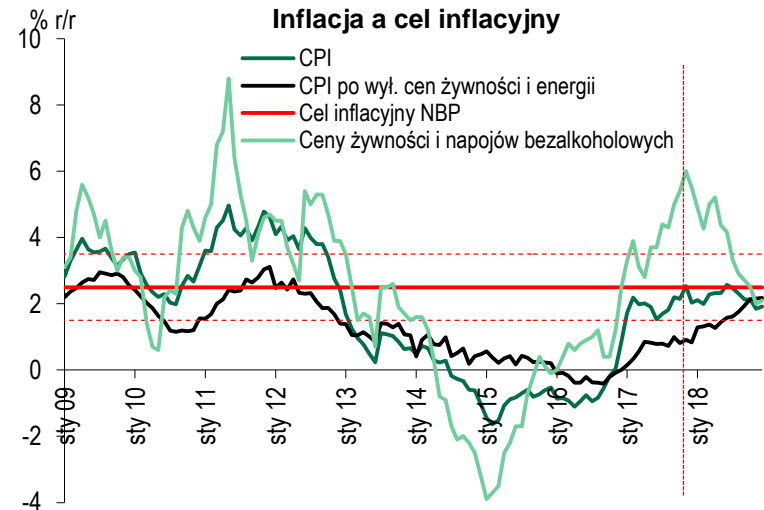


Źródło: NBP

- W listopadzie 2017 r. inflacja osiągnęła cel NBP 2,5% r/r, co nie byłoby możliwe bez drożejącej żywności, paliw i energii.
- Żywność powinna wciąż w największym stopniu wpływać na inflację w 2018 r., ale sądzymy, że w najbliższych kwartałach wyhamuje wskutek korygowania ostatnich wzrostów cen produktów spożywczych na światowych rynkach i lekkiego umocnienia złotego w ujęciu rocznym.
- Widzimy ograniczony potencjał do dalszego trwałego wzrostu cen ropy. Jednak nawet przy spadku ceny ropy Brent do 60\$ za baryłkę w 2018, wystąpiłby przejściowy wzrostowy impuls dla inflacji ze strony cen paliw z powodu niskiej bazy tego składnika w I połowie 2017.
- Ceny energii powinny się ustabilizować blisko 2,5% r/r przez większą część roku i lekko wyhamować pod koniec 2018. Nie wykluczamy niewielkich podwyżek cen taryfowych gazu jako opóźnionego efektu droższego węgla i ropy.
- Podsumowując, nie-bazowe składniki inflacji powinny przestać pchać CPI w górę w 2018. Jednocześnie, inflacja bazowa przyspieszy pod wpływem rosnącej presji płacowej i kosztowej (szczegóły na kolejnych slajdach). W efekcie, **oczekujemy obniżenia tempa wzrostu CPI do ok. 2% r/r na przełomie 2017/2018 i odbicia do 2,5% w połowie 2018. Efekt wysokiej bazy obniży inflację ponownie do 2% w końcu 2018.**

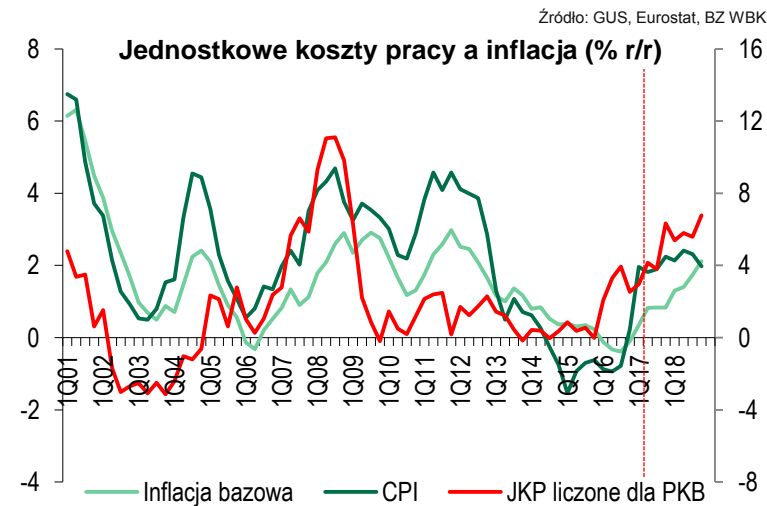
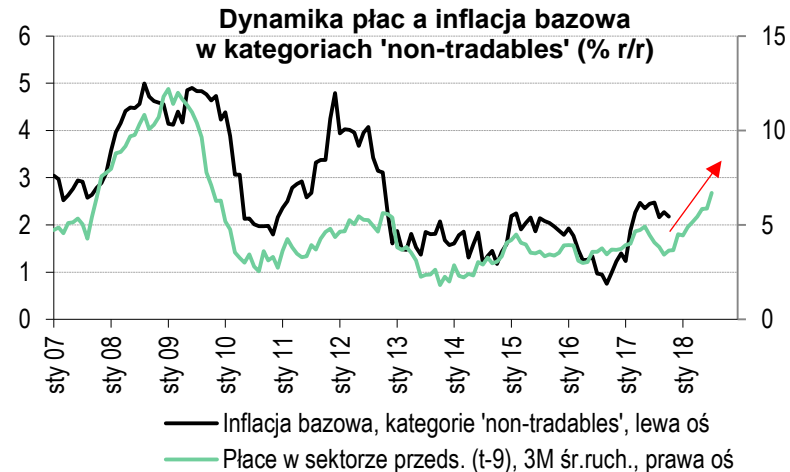


Źródło: GUS, BZ WBK



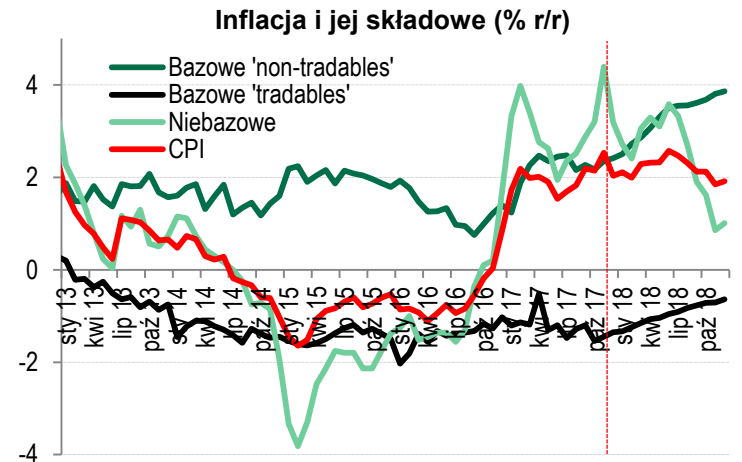
Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

- Sądzymy, że rosnące szybko płace zaczną pchać inflację bazową w górę w 2018. Najbardziej dotknięte tym zjawiskiem będą ceny usług (lub ogólniej, niepodlegające wymianie składniki inflacji bazowej) gdzie udział kosztów pracowniczych jest relatywnie duży, a ekspozycja na konkurencję międzynarodową jest ograniczona.
- Odpowiedź na często zadawane pytanie „dlaczego nie widzieliśmy tego wpływu do tej pory?” jest prosta – przełożenie zazwyczaj jest opóźnione o przynajmniej trzy kwartały (co widać na wykresie obok), więc będziemy jeszcze musieli poczekać na efekt rosnących płac, bowiem trend ten przyspieszył gwałtownie dopiero w drugiej połowie 2017.
- **Nasza prognoza wzrostu przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw o ok. 10% r/r w 2018 jest spójna z założeniem o przyspieszeniu tempa wzrostu cen składników niepodlegających wymianie w inflacji bazowej przynajmniej o 4% r/r w ciągu kilku kwartałów.**
- Należy przy tym odnotować, że jednostkowe koszty pracy wzrosły już w 2016, jeszcze przed przyspieszeniem tempa wzrostu płac (wskutek wolniejszego wzrostu produkcji), co częściowo wyjaśnia wzrost inflacji bazowej do prawie 1% r/r na początku 2017. Teraz, przyspieszenie płac pchnie dynamikę jednostkowych kosztów pracy jeszcze bardziej w górę, zwiększając presję na firmy do ponoszenia cen, co uzasadnia naszą prognozę trend wzrostowego inflacji w kolejnych kwartałach.

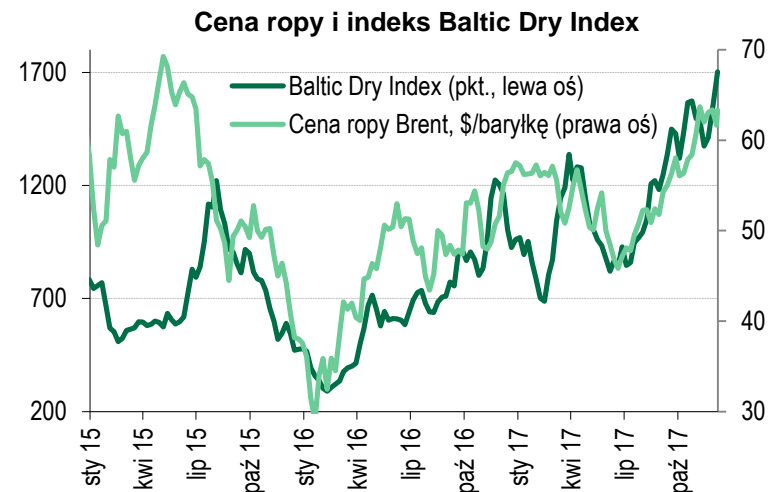


Źródło: GUS, Eurostat, NBP, BZ WBK

- Dynamika cen podlegających wymianie międzynarodowej komponentów inflacji bazowej pozostaje ujemna od 2013 pod wpływem konkurencji zagranicznej, umocnienia złotego (od stycznia o 10% r/r do koszyka walut naszych partnerów handlowych) oraz wciąż spokojnych trendów inflacyjnych za granicą. Ten składnik inflacji bazowej pozostanie zapewne ujemny w przyszłym roku. Zakładamy jednak, że jego ujemny wpływ na inflację nie będzie tak silny jak w ostatnich trzech latach.
- Ożywienie handlu międzynarodowego pchnęło w górę koszty transportu i logistyki (Baltic Dry Index wzrósł o prawie 200% od połowy 2016), ceny surowców są wysoko, koszty produkcji w Chinach rosą przez cały 2017. Nie będziemy więc zaskoczeni, jeśli deflacja w komponentach inflacji bazowej podlegających wymianie będzie słabnąć.
- Ogólnie, prognozujemy trend wzrostowy dla inflacji bazowej bez cen żywności i energii w 2018 powyżej 2% r/r na koniec roku.**
- Jeśli chodzi o elementy nie-bazowe, zakładamy że w pierwszej połowie 2018 ceny żywności będą rosły nieco szybciej niż przeciętnie, ale w kolejnych miesiącach trend wróci do średniej. W przypadku cen surowców energetycznych, przyjęliśmy nieco wyższą ścieżkę niż teraz oczekuje rynek (wg konsensusu Bloomberg), co może oznaczać pewne asymetryczne ryzyko dla naszej prognozy inflacji.



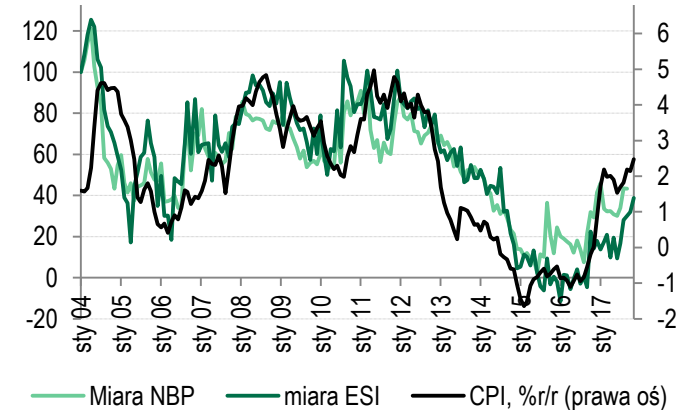
Źródło: GUS, Eurostat, BZ WBK



Źródło: Datastream, BZ WBK

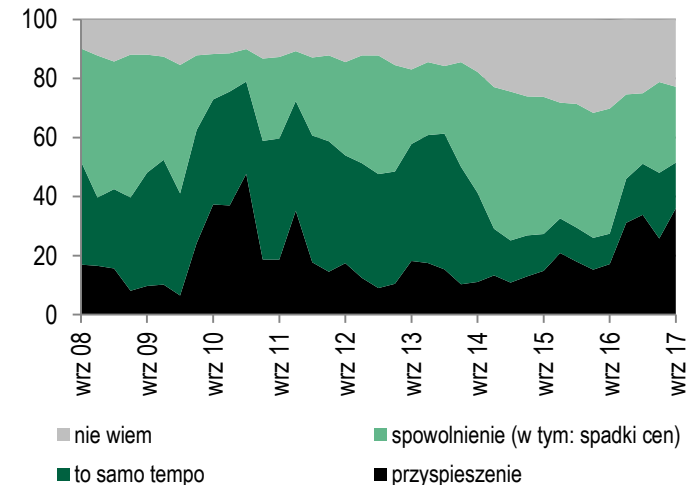
- Od października w minutes RPP pojawia się zapis o oczekiwaniach inflacyjnych, jako jednym z obszarów, na który jastrzębi członkowie chcieliby zwrócić uwagę Rady. **Wystąpił pewien wzrost oczekiwań, ale naszym zdaniem to nie powód do bicia na alarm.**
- Miara NBP oczekiwań inflacyjnych konsumentów, jak i miara z ankietowych badań Komisji Europejskiej (KE), wskazują na powolną adaptację do przyspieszenia CPI jakie dokonało się od II poł 2016 r. Nie dowodzą, że zapanował strach przed inflacją i że ludzie wyolbrzymiają obserwowane zmiany cen.
- Szczegółowe dane KE potwierdzają, że dwa lata deflacji sprawiły, że konsumentom trudniej uwierzyć w trwałość obecnej inflacji. Porównaliśmy dwa okresy gdy dynamika CPI dość szybko dotarła z prawie zera do celu 2,5%: I kw. 2006 - I kw. 2007 (gdy żywe w pamięci było poakcesyjne wybicie inflacji) oraz IV kw. 2016 – IV kw. 2017 (po długotrwałej deflacji). **Okazuje się, że teraz pomimo szybszego od prognoz odbicia inflacji, ok. 40% wciąż uważa, że w kolejnych miesiącach ceny będą rosły wolniej.** W marcu 2007 r. sądziło tak mniej niż 30% ankietowanych.
- Przedsiębiorstwa są bardziej przekonane o dalszym wzroście cen. Udział głosów, że inflacja nasili się w kolejnych 12 miesiącach jest już na poziomie z 2011 r., gdy dynamika CPI przekroczyła 4% r/r.

CPI a oczekiwania inflacyjne (sty-04=100)



Źródło: GUS, NBP, Komisja Europejska, BZ WBK

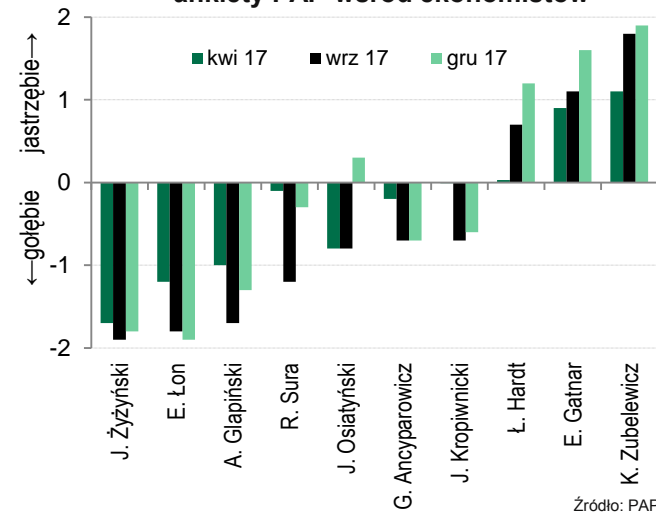
Oczekiwane przez przedsiębiorstwa zmiany inflacji



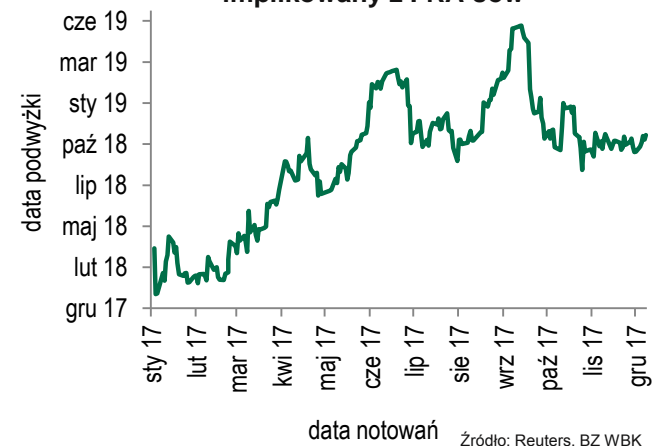
Źródło: NBP, BZ WBK

- Zgodnie z naszymi przypuszczeniami z raportu rocznego Perspektywy 2017, RPP nie zmieniła w tym roku stóp procentowych. Rada zdecydowała o obniżeniu stopy rezerw obowiązkowych dla ponad 2-letnich depozytów do zera z 3,5% (decyzja wchodzi w życie od marca 2018) i oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej do 0,5% z 1,35% (od stycznia 2018) – jak stwierdziła sama RPP, były to ruchy o charakterze technicznym w celu promowania dłuższych depozytów.
- RPP pozostaje w trybie „wait-and-see” i prezes NBP Głapiński jest przekonany, że do końca 2018 nie zajdzie potrzeba zmian głównych stóp procentowych.
- Wygląda na to, że prezes NBP kontroluje większość w Radzie, ale warto zwrócić uwagę na stopniową ewolucję poglądów niektórych jej członków w stronę bardziej jastrzębią – widać to na wykresie obok, pokazującym jak w ocenie analityków rynkowych zmieniało się na przestrzeni roku nastawienie członków RPP oraz w tabeli na następnym slajdzie obrazującej zmianę tonu wypowiedzi.
- Najbardziej jastrzębi członkowie RPP już wcześniej sygnalizowali, że są powody do podwyżki stóp i nie wykluczamy, że taki wniosek mógłby zostać złożony na początku 2018. Większość członków jest jednak nadal w obozie gołębi i potrzeba będzie silniejszych argumentów, aby przekonać ich do zmiany nastawienia. Z tego powodu, podtrzymujemy naszą prognozę, że **stopy procentowe pójną w górę dopiero w IV kw. 2018**.
- Obecna wycena rynkowa jest obecnie mniej więcej zgodna z naszym scenariuszem.

Nastawienie członków RPP – wynik ankiety PAP wśród ekonomistów



Termin pierwszej podwyżki stóp o 25 pb implikowany z FRA-sów



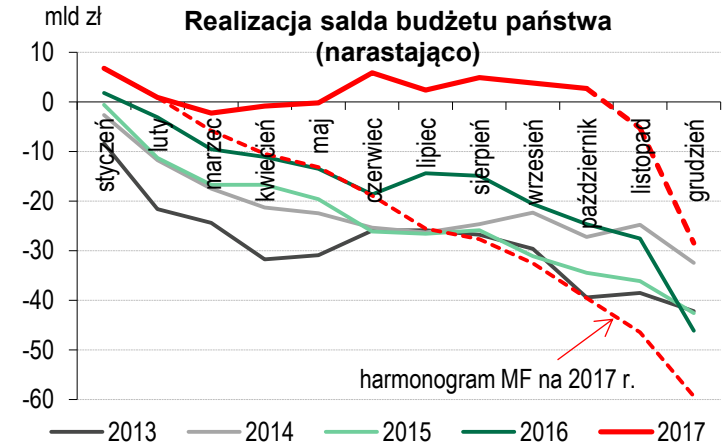


Łon	Żyżyński	Glapiński	Sura	Osiatyński	Ancyparowicz	Kropiwnicki	Hardt	Gatnar	Zubelewicz
<p>Na razie potrzeby obniżania stóp nie ma, ale gdyby pojawiła się - nie mógłbym się wahać (27.01)</p> <p>Z uwagi na wciąż niskie tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych optymalną strategią (...) wydaje się być strategia utrzymywania stóp procentowych na dotychczasowym niskim poziomie (...) przez co najmniej 12 miesięcy. (28.02)</p> <p>W perspektywie 12 najbliższych miesięcy nie będzie raczej potrzeby zmieniania stóp (16.03)</p> <p>Nie ma obecnie potrzeby dokonywania zmian stóp (10.07)</p> <p>Być może w najbliższych kilku miesiącach pojawi się potrzeba złagodzenia polskiej polityki pieniężnej. Coraz bardziej intensywnie myślę o perspektywie obniżki stóp procentowych NBP o 50 pb (11.09)</p>	<p>Nie spodziewamy się, żeby miał być przekroczony cel inflacyjny. Gdyby miał być, to możemy się zastanawiać nad zaostreniem polityki (13.02)</p> <p>Na razie nie ma absolutnie żadnego powodu do podwyżki stóp procentowych. Powinny zostać niezmienione do końca 2018 roku albo nawet dłużej (...) (14.09)</p>	<p>(...) przyjdzie czas na podwyżki ... może w 2018, ale to tylko w pozytywnym scenariuszu (11.01)</p> <p>RPP dopiero w 2018 r. może pochylić się nad ewentualną zmianą stóp. Przy czym może je pozostawić na niezmiennym poziomie, jeśli gospodarka polska nie ruszy energiczniej w tym roku (25.01.)</p> <p>Jeśli się utrzymają dotychczasowe tendencje, do końca roku stopy pozostaną bez zmian. Nie będzie podstaw do podwyższania stóp – może nawet do końca przyszłego roku (...) (8.03)</p> <p>Wszystkie znaki wskazują, że do końca tego roku stopy nie będą zmieniane. (...). Dla mnie również w przyszłym nie będzie przesłanek do podwyżek. (5.04)</p> <p>Nie ma żadnego powodu żeby dyskutować o zmianie stóp procentowych. (6.09)</p> <p>Oczekuję, że do końca 2018 roku stopy pozostaną na dotychczasowym poziomie, jeśli projekcja będzie bliska rzeczywistości (5.12)</p>	<p>Nie uważam, że podwyżka stóp procentowych w nadchodzących kwartałach jest niezbędna (21.02)</p> <p>Jeśli inflacja pozostanie [poniżej 2%], a gospodarka będzie rosła w oczekiwanym tempie, to nie widzę podstaw do podwyższania stóp w tym roku ani w I kw. kolejnego roku (11.04)</p> <p>Moim zdaniem wzrost plac będzie wyhamowywał. Podstaw do zmiany nastawienia nie widzę (4.10)</p> <p>Teoretycznie, powinno się rozpocząć dyskusję nad podwyżkami stóp procentowych w połowie 2018 r. ze względu na to, że inflacja ma przekroczyć cel rok później (13.11)</p>	<p>Nadmierna reakcja na bieżące dane oznacza większą presję na bankierów centralnych, żeby zmienili swoje podejście i zaczęli podnosić stopy (31.03)</p> <p>Jestem zaniepokojony presją placową, więcej będziemy wiedzieć w listopadzie. Jak będzie się dalej utrzymywać presja placowa, to pamiętając o okresie oddziaływania RPP, być może decyzję o podwyżce stóp trzeba będzie podjąć wcześniej niż jest to teraz komunikowane (...) wcześniej niż w IV kwartale 2018. (20.10)</p> <p>(...) wątpię, żeby Polska mogła bezpiecznie prosperować z tym samym poziomem stopy procentowej przez cały 2018 r. (20.11)</p>	<p>(...) brak jest przesłanek do zmiany polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. (16.01)</p> <p>(...) jeśli jednak trend rosnący [CPI] utrzyma się, niezbędne będą delikatne korekty stóp NBP, zanim dynamika inflacji sięgnie 3,5% (15.02)</p> <p>Jeśli nie zajdą nadzwyczajne okoliczności, o ewentualnej zmianie nastawienia polityki pieniężnej można myśleć nie wcześniej niż po lipcowej projekcji (14.03)</p> <p>Aktualnie dostępne prognozy(...) są optymistyczne, a to oznacza brak przesłanek (do zmiany nastawienia w polityce pieniężnej przynajmniej do końca bieżącego roku, albo nawet dłużej (7.08)</p> <p>Gdyby place rosły nieco szybciej niż to co oczekujemy (...) to w połowie przyszłego roku powinniśmy poważnie zastanowić się jak będzie się zachowywała inflacja (4.10)</p> <p>(...) Nie możemy podnosić kosztu pieniądza w obliczu tak słabych inwestycji (15.11)</p>	<p>Jeżeli dane o trendzie wzrostowym inflacji potwierdzą się, bralbym pod uwagę dane o PKB i bezrobociu (13.02)</p> <p>(...) wydaje mi się, że stopy procentowe w tym okresie pozostaną na obecnym poziomie (23.03)</p> <p>Nie widzimy powodów, żeby forsować wzrost stopy procentowej (20.06)</p> <p>Dopóki nie ma zjawiska kiedy wzrost plac rozpętuje spiralę w gospodarce, to nie ma powodów do obaw (6.09)</p> <p>Widzę niebezpieczeństwo narastania presji inflacyjnej, ponieważ protest rezydentów może doprowadzić do rozszerzenia żądań placowych w całej budżetowce (...) Stopy procentowe powinny pozostać niezmienione do połowy 2018 roku (20.10)</p> <p>(...) uważam, że stopy procentowe powinny zostać tam, gdzie są (...) przynajmniej przez najbliższy rok (16.11)</p>	<p>W moim przekonaniu jakakolwiek zmiana stóp procentowych dziś nie służyla by stabilności makroekonomicznej gospodarki (16.01)</p> <p>Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest brak zmian do końca roku (13.02)</p> <p>Dla mnie osobiście trudno będzie tolerowanie ujemnych realnych stóp po 2018 (7.06)</p> <p>Jeśli kolejne projekcje pokażą, że realne stopy procentowe pozostają ujemne w 2018 r., pojawią się próby zaostrenia polityki na początku roku (10.07)</p> <p>Nie można wykluczyć, że jednak napięcia po podażowej stronie rynku pracy (...) spowodują przyrost inflacji. Wtedy reakcja może być konieczna na początku 2018 roku (9.10)</p>	<p>Bazowy scenariusz jest taki, że w ciągu całego roku stopy będziemy stabilizować (25.01)</p> <p>Gdyby realne stopy procentowe były uporczywie ujemne, to zasadne może być rozważenie decyzji o podwyżce stóp jeszcze w tym roku (13.03)</p> <p>Podwyżki stóp procentowych w Polsce jeszcze w tym roku nie można wykluczyć (...) (22.03)</p> <p>Jeżeli te negatywne skutki ujemnych realnych stóp procentowych będą się nasilać (...) to będzie to dla mnie argumentem za podwyższeniem podwyżki stóp nawet pod koniec tego roku (12.07)</p> <p>Gdyby presja placowa wzrosła (...) i inflacja znalazła się w okolicach celu, to uważam, że w I kw. przyszłego roku można byłoby rozważyć podwyżkę stóp procentowych (21.09)</p> <p>Mam na myśli (...) podwyżkę o 25 pb (25.10)</p> <p>Jestem zwolennikiem działań wyprzedzających i byłbym skłonny zareagować wcześniej, właśnie w I kw. 2018 (16.11)</p>	<p>Nie powinno się wykluczyć ewentualności podwyżki w tym roku (13.02)</p> <p>Powinniśmy się dogadać na ostrożną podwyżkę w tym roku - im wcześniej tym lepiej - by uniknąć przekroczenia 2,5 proc. inflacji, a potem poczekać do połowy 2018 r., żeby zobaczyć, co się wydarzy (17.07)</p> <p>Moim zdaniem stopy należałoby delikatnie podnieść już teraz, póki sytuacja gospodarcza jest korzystna (29.08)</p>

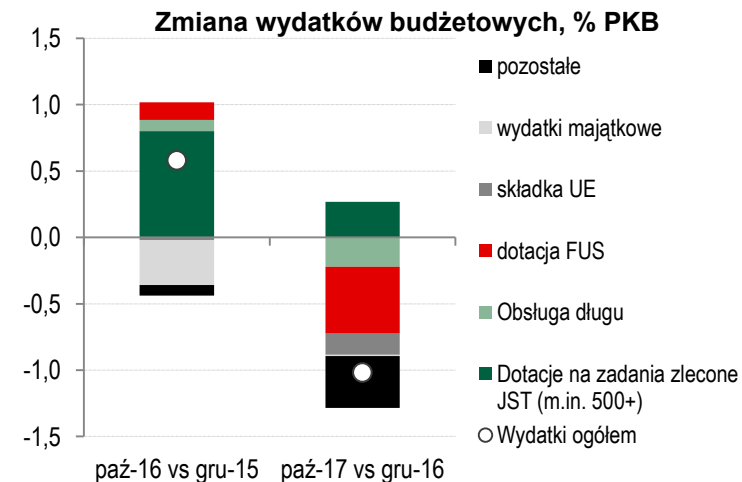
Oznaczenia komentarzy:

gołębi neutralny jastrzębi

- W 2017 r. byliśmy świadkami wyjątkowo dobrych wyników budżetu, z pierwszą w historii nadwyżką po październiku. Ostatnie dwa miesiące roku zapewne stały pod znakiem masowych wydatków i **całoroczny budżet może się zamknąć deficytem rządu 30 mld zł zamiast planu 59,3 mld zł**, choć wszystko w rękach polityków. Część tego pogorszenia (ok. 15 mld zł) wynika z sezonowego wzorca realizacji budżetu, część to efekt nowelizacji podbijającej wydatki o 9-11 mld zł. Ministerstwo Finansów może też przyspieszyć ok. 5 mld zł zwrotów VAT, tak aby wpadły w rok fiskalny 2017 zamiast 2018. Taki ruch pod koniec 2016 r. zagwarantował mocne fiskalne otwarcie 2017 r.
- Fiskalny sukces z 2017 r. oparty był na lepszej niż zakładano kondycji gospodarki, ale też na wysiłkach na rzecz poprawy ściągalności VAT (11-14 mld zł), wyższym zysku NBP i przyspieszonych zwrotach VAT w 2016 r.
- O ile wzrost relacji wydatków do PKB w 2016 r. wynikał niemal w całości z uruchomienia programu 500+, to spadek tego ilorazu w 2017 r. miał podłoże koniunkturalne. Spadły w relacji do PKB pozycje antycykliczne, jak dotacja dla FUS, koszty obsługi długu (przez umocnienie PLN) i składki do UE (wskutek niepełnego wykorzystania unijnego budżetu 2016). W przypadku pogorszenia warunków gospodarczych wymienione składniki zapewne podniosłyby wskaźnik wydatków do PKB, podczas gdy trudno wyobrazić sobie wyłączenie programu 500+.



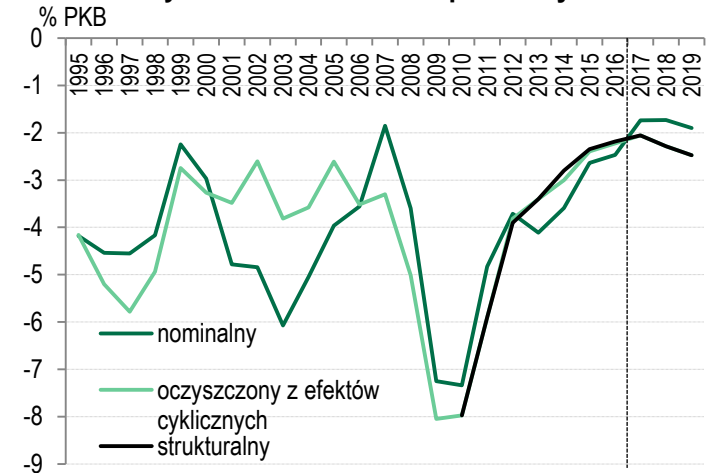
Źródło: GUS, MinFin, BZ WBK



Źródło: GUS, MinFin, BZ WBK

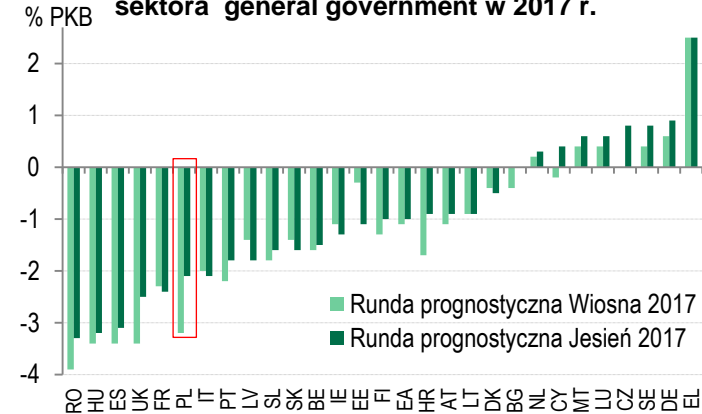
- W jesiennej edycji prognoz Komisja Europejska obniżyła przewidywany deficyt general government dla Polski w tym i przyszłym roku z 2,9% PKB do 1,7%, a prognoza na 2019 r. to 1,9% PKB. To największa pozytywna rewizja w tej rundzie progностycznej KE wśród 33 krajów, zarówno dla 2017 jak i 2018 r. **Mocno obniżono przewidywany deficyt strukturalny, który wg obecnej prognozy ma wynieść 2,1% PKB w tym roku, 2,3% w 2018 i 2,5% w 2019** (poprzednio szacowano 3,2% w 2017 i 3,1% w 2018). Oznacza to, że saldo pozostaje blisko średniej z trzech ostatnich lat (2,2% za rok 2016, 2,3% za 2015 i 2,8% za 2014), co wydaje się wynikiem zaskakująco pozytywnym, biorąc pod uwagę skalę obciążeń wydatkowych, wynikających z działań rządu (program 500+, niższy wiek emerytalny, itd.). Brak wyraźnego wzrostu deficytu strukturalnego wskazuje, że KE nabrała przekonania o skuteczności działań rządu w zakresie poprawy ściągalności podatków i o trwałości ich skutków.
- Mimo dużej poprawy szacunków deficytu GG, Polska wciąż wygląda pod tym względem dość słabo na tle UE (6. najgorszy wynik strukturalny, w rundzie wiosennej mieliśmy 5. miejsce od końca).

Wynik sektora finansów publicznych



Źródło: AMECO, BZ WBK

Prognozy Komisji Europejskiej: wynik strukturalny sektora general government w 2017 r.



Źródło: Komisja Europejska, BZ WBK

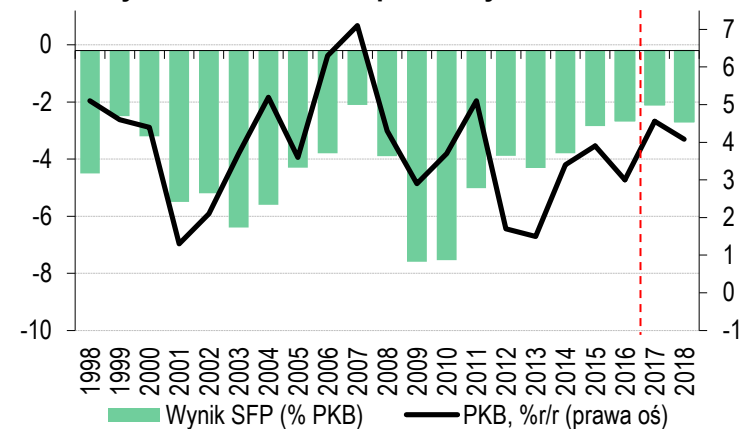
- Budżet na 2018 r. zakłada deficyt 41,5 mld zł. Założenia makroekonomiczne wyglądają na mało ryzykowne. Jesteśmy bardziej optymistyczni co do wzrostu konsumpcji prywatnej (prognozujemy 4,9% realnego wzrostu, w budżet wpisano 3,5%) oraz co do płac (8,9% wobec założonych 5,3%). Te pozycje mogą istotnie zwiększyć wpływy budżetowe. Mniej pewni jesteśmy jednak co do skali odbicia inwestycji w przyszłym roku.
- Rząd zakłada ok. 10 mld zł dalszych korzyści z poprawy ściągalności. Zauważyliśmy, że relacja zwrotów VAT do wpływów z VAT brutto już w 2017 r. znalazła się blisko historycznego minimum i według nas niższe zwroty były głównym źródłem nadwyżkowych wpływów podatkowych (poza poprawa po stronie bazy podatkowej). Dlatego też, niektóre założone dochody mogą być trudne do osiągnięcia. Jednakże, wysokie prawdopodobieństwo pozytywnych zaskoczeń rzeczywistością gospodarczą (wobec założeń budżetowych) pokryją ewentualny ubytek w mniej pewnych wpływach z poprawy ściągalności.
- Rząd ma już pewne projekty, jak dodatek dla emerytów, do uruchomienia w przypadku dobrych wyników budżetu na początku 2018 r. Stąd też przyszłoroczny deficyt może być zrealizowany raczej w pełni niż połowicznie, jak to miało miejsce w 2017 r.
- Sektor finansów publicznych może pokazać w tym roku deficyt na lub poniżej 2% PKB i powinien pozostać blisko 2% również w 2018 r.

Zwroty VAT do dochodów brutto VAT



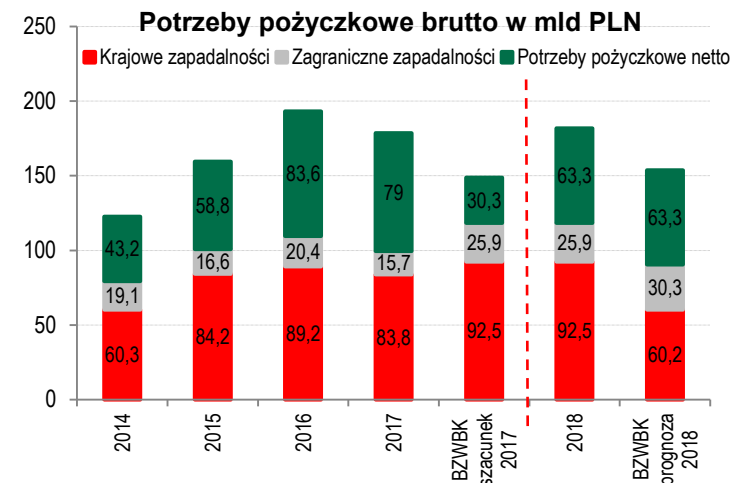
Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Deficyt sektora finansów publicznych a wzrost PKB



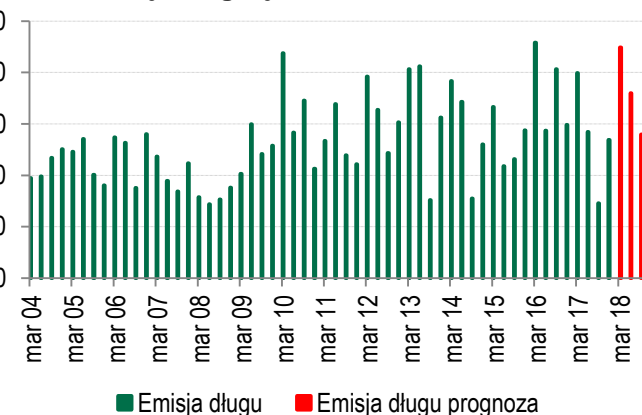
Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

- Zgodnie z założeniami do projektu budżetu na 2018 rok, potrzeby pożyczkowe netto wyniosą 63,3 mld zł (57,9 mld ma stanowić finansowanie krajowe), zaś brutto PLN 181,7 mld zł (vs. 178,5 mld w ustawie na 2017 r. i przewidywaną realizacją za 2017 na poziomie 143,1 mld). Na koniec listopada Ministerstwo Finansów (MF) podało, że ma sfinansowane 13,8% potrzeb pożyczkowych brutto na 2018 roku, co odpowiada około 25 mld zł. Zgodnie z naszymi szacunkami na koniec roku MF powinno zrealizować prefinansowania na poziomie około 20%.
- Uważamy, że w roku 2018, podobnie jak to miało miejsce w roku 2017r., MF zrealizuje mniej emisji niż to pierwotnie zapowiedziało w ustawie budżetowej. **Według naszych szacunków łączna skala emisji w 2018 roku wyniesie ok. 140 mld zł, wobec ok. 120 mld w roku 2017 r.** Szacunków tych dokonaliśmy przy założeniu zrealizowania w 2018 r. ok. 20 mld zł z planowanych 40 mld wcześniejszych wykupów, oraz większej niż w momencie pisania uzasadnienia do ustawy budżetowej realizacji wcześniejszych wykupów na koniec 2017 r. oraz zachowaniu poduszki płynnościowej. **Sądzymy, że MF będzie starało się zrealizować znaczną część prefinansowania w pierwszej połowie roku. Będzie to oznaczało skoncentrowanie największych podaży w I kw., kiedy mogą one osiągnąć 45 mld PLN.**
- MF nie zamierza w istotny sposób zwiększać ekspozycji w walutach.



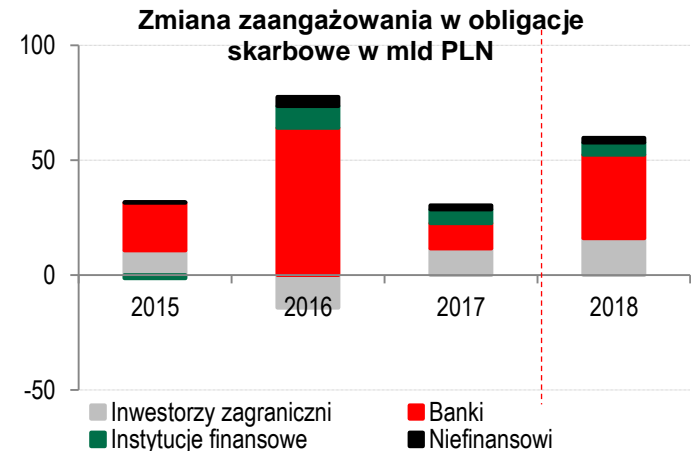
Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Emisji obligacji kwartalnie w mld PLN

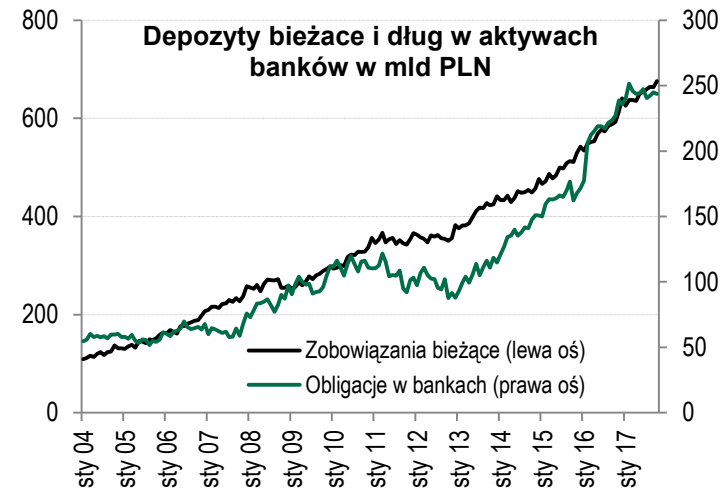


Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

- Sądzymy, że dobra sytuacja gospodarcza znajdująca swoje odzwierciedlenie w rynku pracy będzie w dalszym ciągu sprzyjać wzrostowi podaży pieniądza. Uważamy, że przy zachowaniu dotychczasowego udziału długu we wzroście krótkoterminowych depozytów (około 50%) i założeniu wzrostu podaży pieniądza o 8-9% r/r **sektor bankowy będzie w stanie sfinansować maksymalnie 45 mld PLN nowego długu** (z planowanego przyrostu 57,9 mld zł). **W naszej prognozie zakładamy, że sektor bankowy sfinansuje ok 35 mld przyrostu długu.**
- W 2018 roku tak jak w poprzednich latach niska nominalna i realna stopa procentowa powinna sprzyjać wzrostowi udziału krótkich depozytów w bilansie sektora bankowego. W konsekwencji rosnący udział krótkoterminowych zobowiązań w sektorze bankowym będzie generować dodatkowy popyt na aktywa płynne w postaci obligacji skarbowych. Tradycyjnie już popyt na obligacje będzie wspierany przez presję podatkową związaną z wyłączeniem obligacji skarbowych z opodatkowanie podatkiem od aktywów.
- **Przy takim udziale sektora bankowego w finansowaniu nowego długu inwestorzy zagraniczni powinni sfinansować około 15 mld PLN, zaś pozostałe sektory 7 mld zł.** Relatywnie wysokie rentowności na tle innych krajów regionu (Czechy, Węgry) powinny zachęcić inwestorów do finansowania w tej skali.

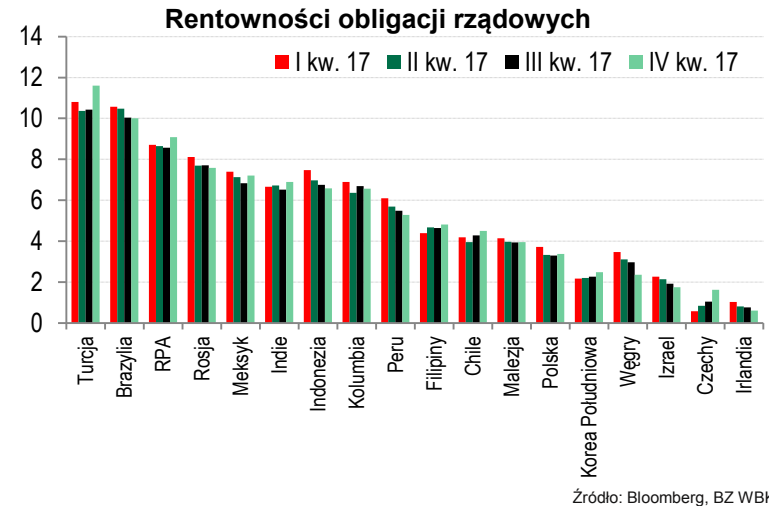
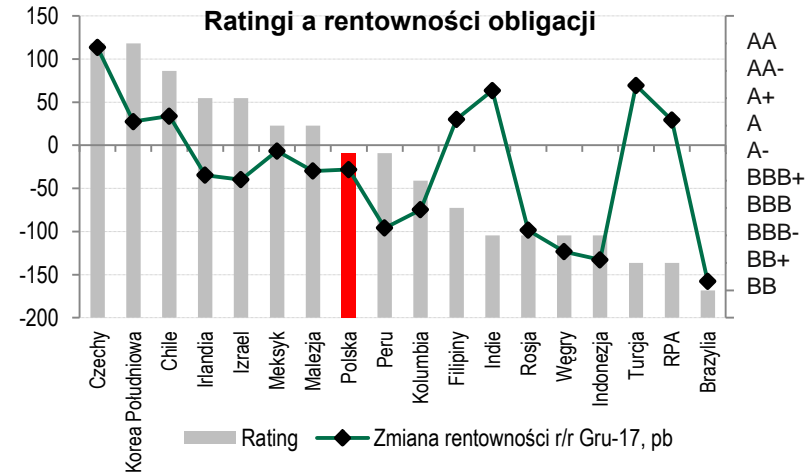


Źródło: Reuters, BZ WBK

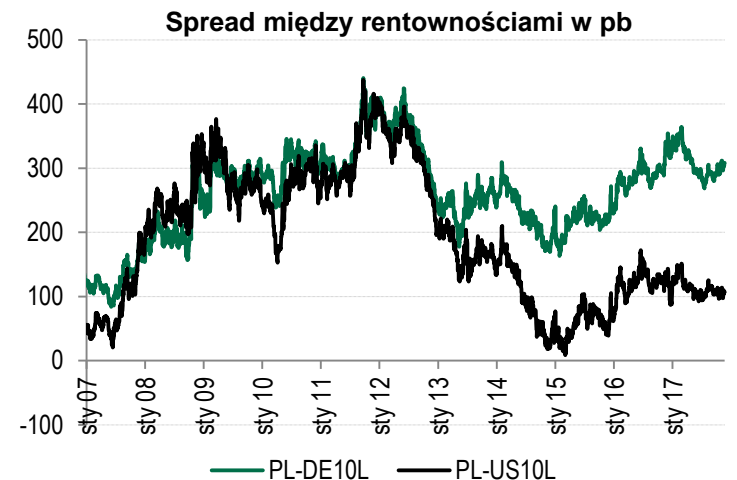


Źródło: Reuters, BZ WBK

- Na przestrzeni ostatniego roku rentowności krajowych papierów skarbowych 10L spadły o około 30 pb, w zbliżonym tempie do większości krajów o podobnym ratingu kredytowym od S&P (A+, A, A-). Porównywalny spadek kosztów finansowania mogliśmy obserwować w przypadku Peru, Malesji, Chile czy Izraela.
- Największy spadek dochodowości został zarejestrowany w przypadku długu Brazylii, Indonezji i Rosji. Jednak są to kraje o znacznie niższych ratingach (na poziomie BBB lub niższym), które rok- dwa lata temu były postrzegane jako stojące u progu kryzysu dłużnego lub politycznego. Jednak także w tej grupie krajów znajduje się całkiem spora grupa takich, których rentowności wzrosły o około 100 pb (Turcja, RPA).
- Warto jednak zwrócić uwagę, że w podobnym stopniu jak w przypadku krajów z grupy o ratingu BBB lub poniżej, wzrosły koszty finansowania krajów rozwiniętych o wysokim ratingu kredytowym (powyżej A) takich jak Czechy czy Korea Południowa.



- Rosnąca inflacja w kraju w pierwszej połowie przyszłego roku w okolicach celu inflacyjnego i przy zachowaniu wysokiej dynamiki PKB powinny sprzyjać w I połowie przyszłego roku wzrostowi oczekiwań na podwyżki stóp. **W efekcie spodziewamy się stopniowego wspinania się rentowności w segmencie do 2L w okolicach 2,0% w połowie i utrzymaniu na tym poziomie do końca roku ze względu na rosnące wskaźniki inflacji bazowej.** Dodatkowym czynnikiem wpływającym w I kw. na wzrost rentowności długu będzie spodziewana przez nas wysoka podaż na aukcjach.
- **W przypadku długiego końca krzywej spodziewamy się nieco silniejszego ruchu w górę, rzędu 40-50 pb.** Decyzja EBC o redukcji zakupów obligacji oznacza dostosowanie poziomu zakupów do zaplanowanego na przyszły rok przyrostu długu skarbowego krajów strefy euro. Takie zachowanie EBC będzie sprzyjać utrzymaniu krótkoterminowych stóp w strefie euro na niskim poziomie oraz utrzymaniu się nadpłynności w sektorze. Co za tym idzie sądzimy, że wszelkie próby silniejszego wywindowania rentowności w górę w strefie euro i jej otoczeniu spotkają się z reakcją inwestorów w postaci wzmożonych zakupów.
- Ponadto uważamy, że obecne odczyty wskaźników koniunktury w Europie i USA osiągnęły szczyty i przyszły rok upłynie pod znakiem nieznacznego spowolnienia, co nie powinno budować oczekiwań na silne cykliczne wzrosty dochodowości długiego końca krzywej.



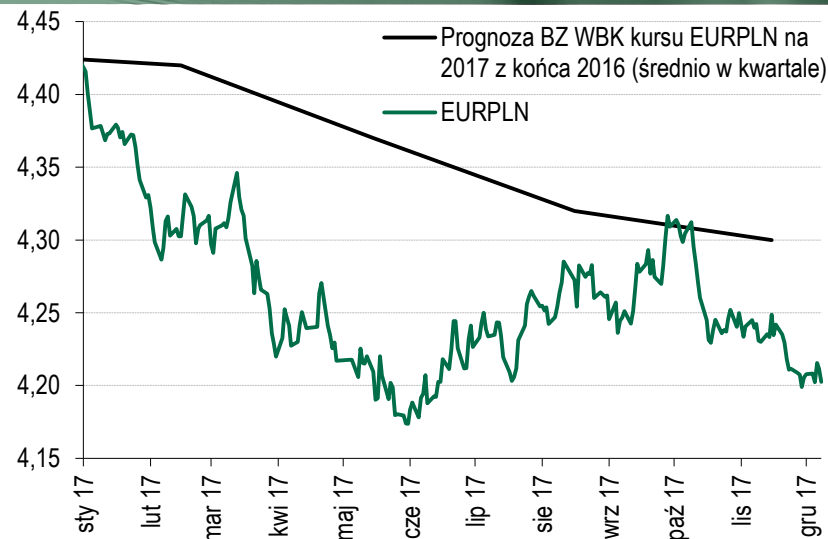
Źródło: Bloomberg, BZ WBK

	Rentowności obligacji i stawki IRS			
	I'17	II'17	III'17	IV'17
Obligacje				
2L	1.70	1.90	2.04	2.04
5L	2.71	2.84	2.91	3.08
10L	3.28	3.44	3.64	3.70
IRS				
2L	2.02	2.24	2.42	2.39
5L	2.51	2.66	2.79	2.98
10L	2.93	3.17	3.41	3.50

Źródło: Bloomberg, BZ WBK

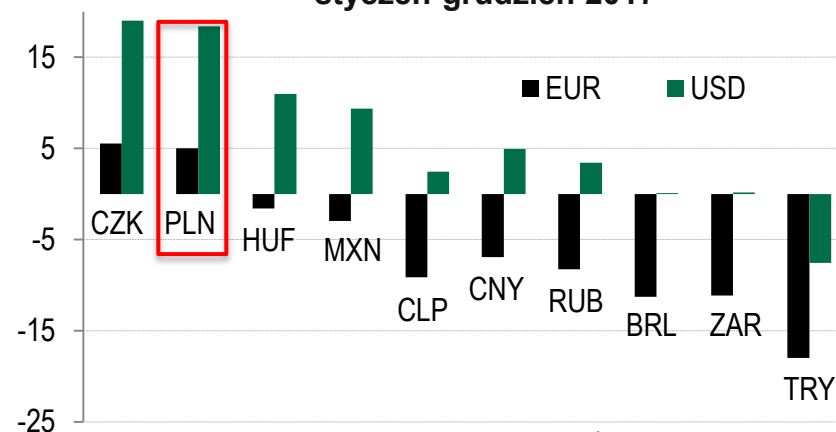
Rynek walutowy – Złoty drugą najmocniejszą walutą z rynków wschodzących w 2017...

- W raporcie rocznym opublikowanym pod koniec 2016 napisaliśmy, że spodziewamy się stopniowej aprecjacji złotego wspierane przez coraz szybszy wzrost gospodarczy. Przypuszczaliśmy też, że podwyżki stóp procentowych Fed nie będą ciężać krajowej walucie.
- Choć nasze założenia okazały się trafne, skala spadku EURPLN była większa niż się spodziewaliśmy, szczególnie w pierwszej połowie 2017 kiedy rynek agresywnie wyceniał oczekiwane ożywienie gospodarcze.
- Oprócz wyższej aktywności ekonomicznej, złotego wspierały również takie czynniki jak osłabienie napięć geopolitycznych (po wygraniu przez ugrupowania przyjazne rynkowi wyborów parlamentarnych we Francji i Holandii) czy spadek obaw o skutek działań polskiego rządu na wzrost gospodarczy i wyniki budżetu. Nawet konflikt z Komisją Europejską ws. rządów prawa i uruchomienie Artykułu 7 traktatu UE miało jedynie przejściowy wpływ na notowania bowiem ryzyko nałożenia istotnych kar finansowych na Polskę zostało ocenione przez rynek jako niskie.



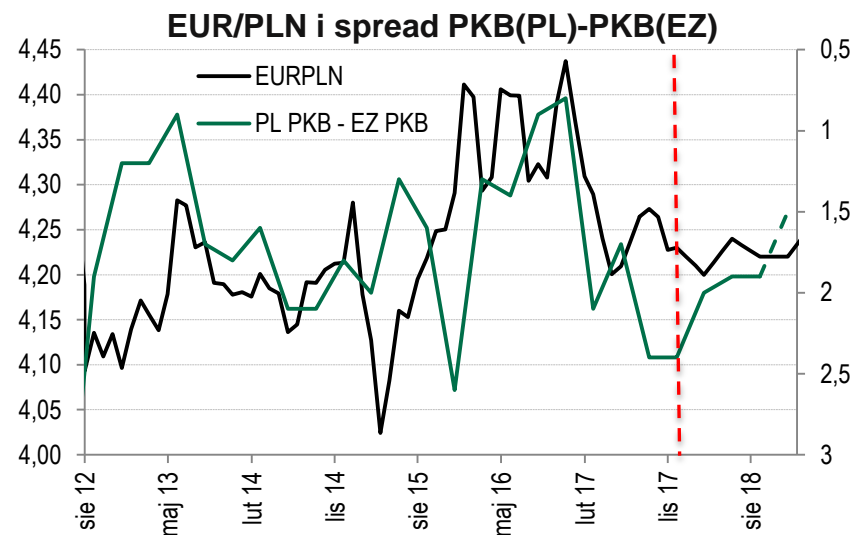
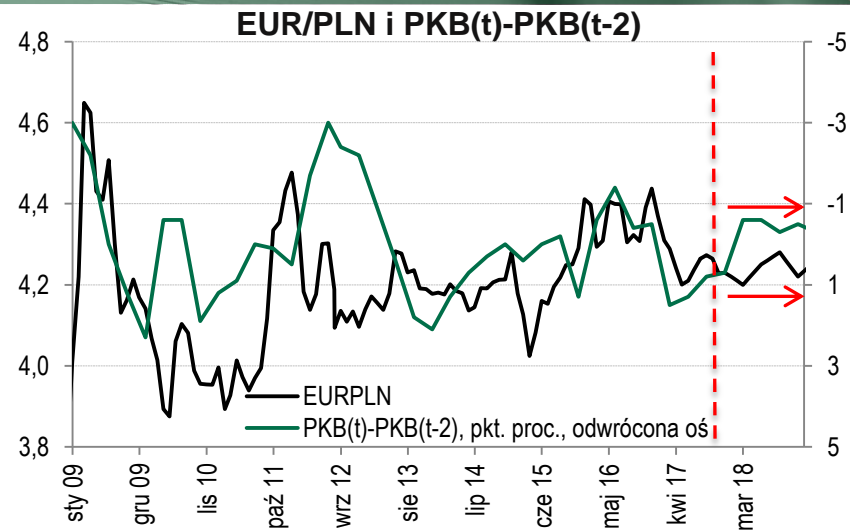
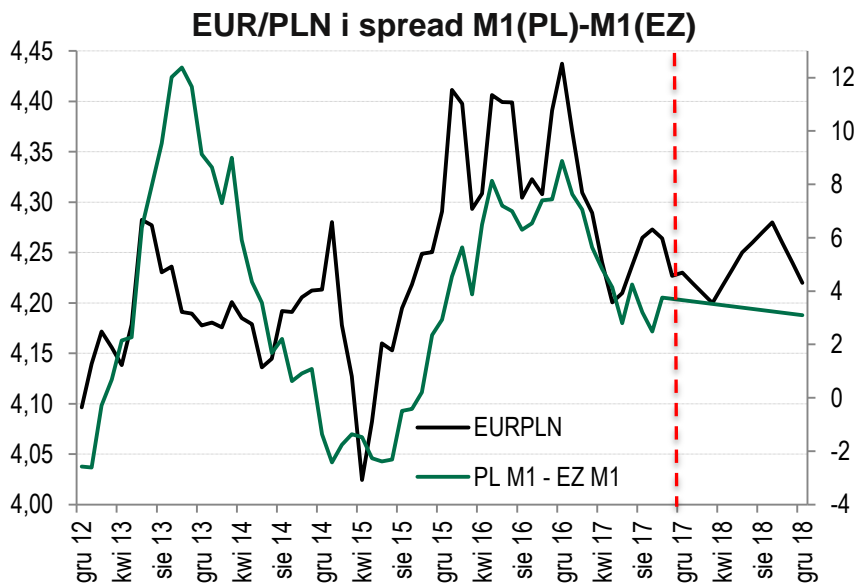
Źródło: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Notowania walut z rynków wschodzących styczeń-grudzień 2017



Źródło: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

- Wygląda na to, że po ostatnim umocnieniu złoty wycenił już szybszy wzrost gospodarczy. Prognozujemy, że w 2018 tempo wzrostu PKB ustabilizuje się blisko solidnych 4%, ale nie będzie to wystarczające by bardzo umocnić złotego. Dodatkowo, zawęzi się różnica pomiędzy tempem wzrostu PKB w Polsce i strefie euro.
- Naszą prognozę stabilizacji EURPLN wspiera też oczekiwany trend w zmianach podaży pieniądza M1 w Polsce i strefie euro.

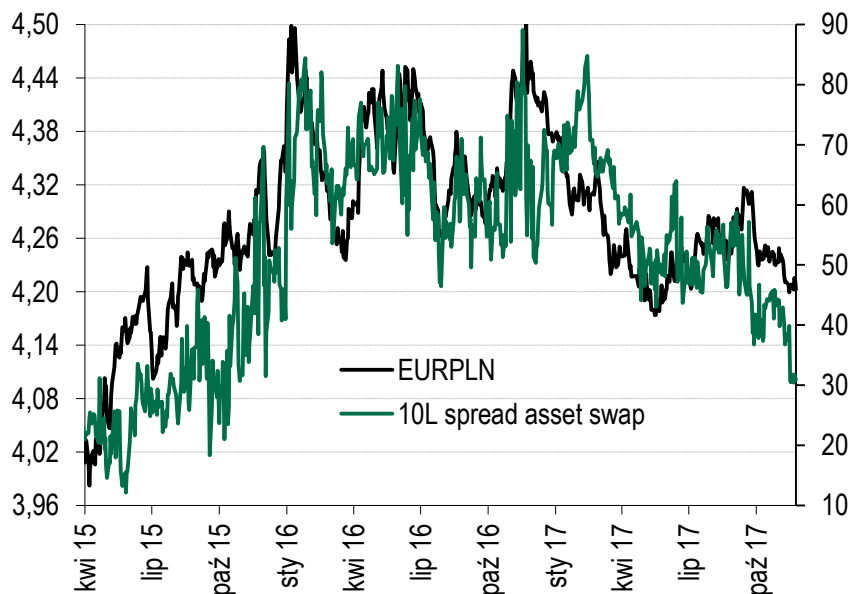


Źródło: Reuters, Bloomberg, GUS, BZ WBK

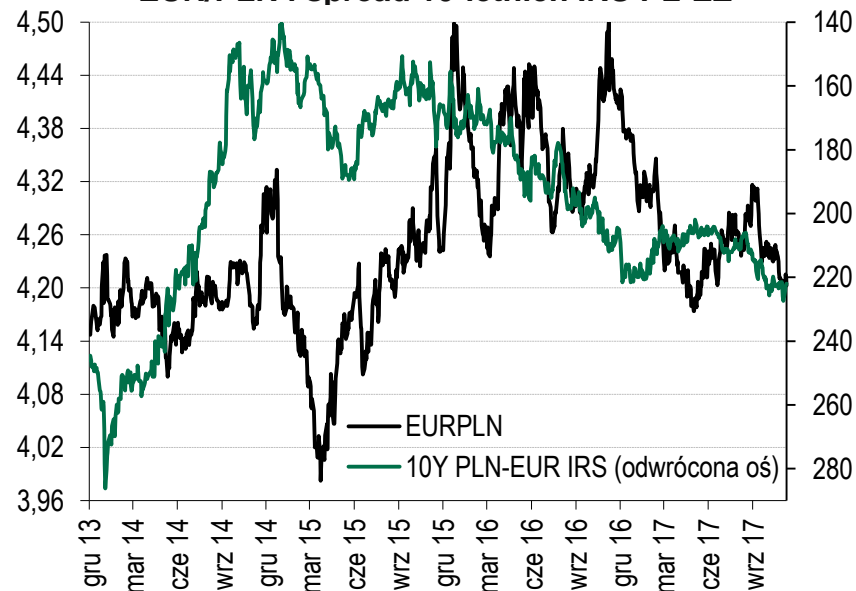
Rynek walutowy – Wynik budżetu i podwyżka stóp powinny umocnić złotego

- Chociaż brak dalszego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego będzie ograniczał potencjał do aprecjacji złotego, to wg nas dobre wyniki budżetu i oczekiwania na podwyżkę stóp NBP mogą działać korzystnie na krajową walutę.
- Jak piszemy na wcześniejszych stronach, wynik tegorocznego budżetu jest zaskakująco dobry, co jest odzwierciedlone w spadku miar ryzyka kredytowego (co widać na wykresie EURPLN i spread asset swap). Lepsza ocena sytuacji fiskalnej może sprawić, że polskie obligacje będą atrakcyjniejsze dla nierezydentów, co otworzy drogę do napływu kapitału zagranicznego.
- Sądzymy też, że rynkowe oczekiwania na podwyżkę stóp mogą się nasilić wobec dalszego przyspieszenia tempa wzrostu płać i przebicia przez inflację celu 2,5% r/r w połowie 2018. Nadal uważamy, że RPP podniesie stopy o 25 pb w końcu 2018, ale wycenianie przez rynek podjęcia takiej decyzji wcześniej może wspierać złotego.

EUR/PLN i 10-letni spread asset swap



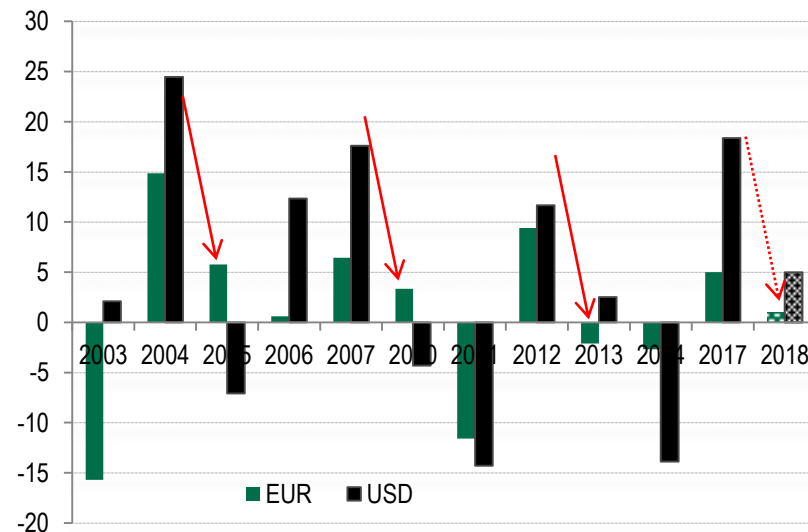
EUR/PLN i spread 10-letnich IRS PL-EZ



Źródło: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

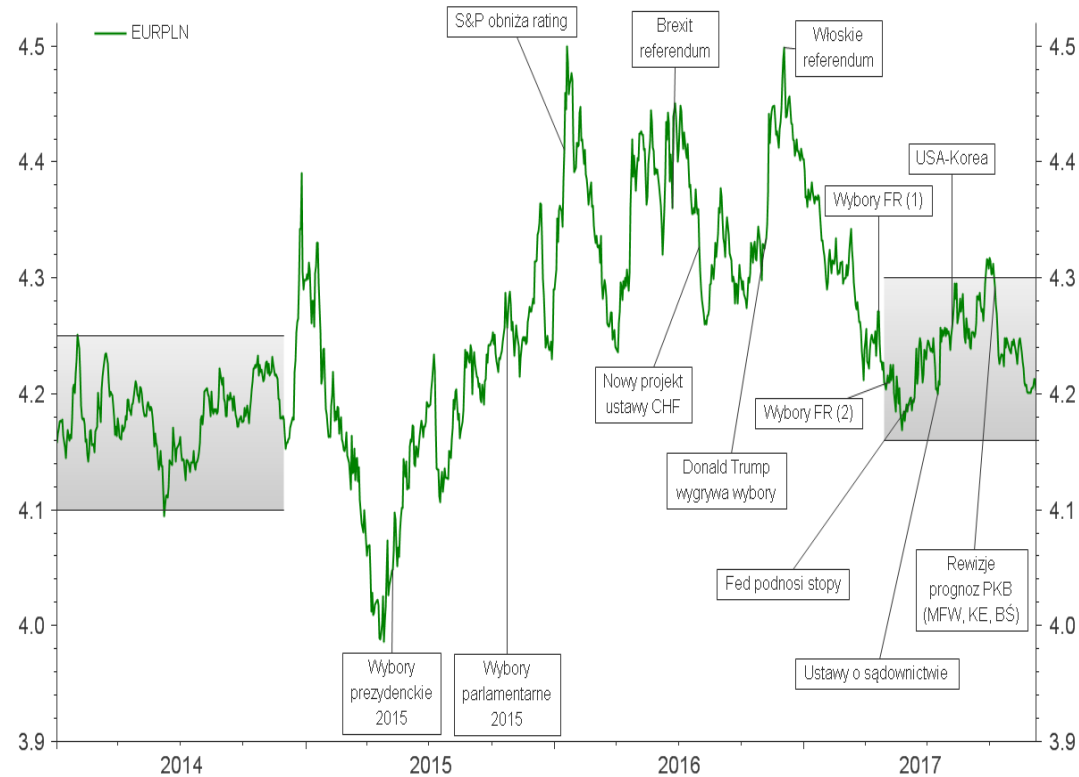
- Przeanalizowaliśmy średni wynik 24 walut z rynków wschodzących w latach 2000-2016 wybierając dwuletnie podokresy kiedy tempo wzrostu PKB było powyżej średniej kroczącej i nie były znacznego spowolnienia w tych dwóch latach – staraliśmy się odwzorować obecną sytuację kiedy 2017 stał pod znakiem szybkiego wzrostu, a 2018 ma przynieść podobny wynik. Okazało się, że prawie zawsze (poza wyjątkiem 2006/2007) istotne umocnienie waluty w pierwszym roku poprzedzało jej gorszy wynik w kolejnym roku.
- Odnosząc to tylko do kursów EURPLN i USDPLN, po umocnieniu w pierwszym roku, złoty tylko w dwóch przypadkach radził sobie jeszcze lepiej: 2006/2007 (kiedy globalna gospodarka zbliżała się do szczytu koniunktury i giełdy były na ówczesnych rekordowych poziomach) oraz 2003/2004 (ale tylko do dolara w wyniku wzrostów EURUSD).
- Choć 2018 będzie naszym zdaniem stał w Polsce pod znakiem solidnego tempa wzrostu gospodarczego, to PKB nie przyspieszy i w efekcie złoty nie powinien zyskać bardziej niż prawdopodobnie zyska w tym roku. Wygląda na to, że jedynie podwyżka stóp NBP mogłaby pchnąć EURPLN poniżej poziomu oczekiwanego na koniec 2017.
- Po wyraźnej aprecjacji złotego w 2017, w 2018 – kiedy gospodarka ma dalej radzić sobie dobrze – inwestorzy zagraniczni mogą zwrócić się ku walutom które w tym roku radziły sobie słabiej niż złoty i są w stosunku do niego tańsze.

Roczne zmiany złotego do euro i dolara (%)



Źródło: Bloomberg, BZ WBK

- Po ponad dwóch latach podwyższonych wahań, ostatnie miesiące na rynku EURPLN są relatywnie stabilne.
- Wygląda na to, że rynek wycenił już większość czynników ryzyka ze strony tak sytuacji globalnej (normalizacja polityki pieniężnej w USA czy perspektywa wyjścia Wielkiej Brytanii z UE) jak i krajowej.
- Sądzymy, że w nadchodzących miesiącach EURPLN może wahać się w stosunkowo wąskim przedziale, tak jak miało to miejsce w latach 2013-2014.
- Także patrząc pod kątem zmienności implikowanych, widać jeszcze potencjał do przedłużenia okresu niskich wahań w dłuższym terminie. Dla okresu październik 2003 – czerwiec 2007 (czyli tuż przed tym jak w USA wybuchł kryzys finansowy), średnia dla zmienności implikowanej ze strategii EURPLN risk reversal (25 delta) wynosi 1,25, a dla okresu styczeń 2013 – grudzień 2017 1,45. Widać więc, że jest potencjał do spadku zmienności i założenie, że EURPLN będzie w najbliższych miesiącach stabilniejszy niż w poprzednich latach nie jest kontrowersyjne.

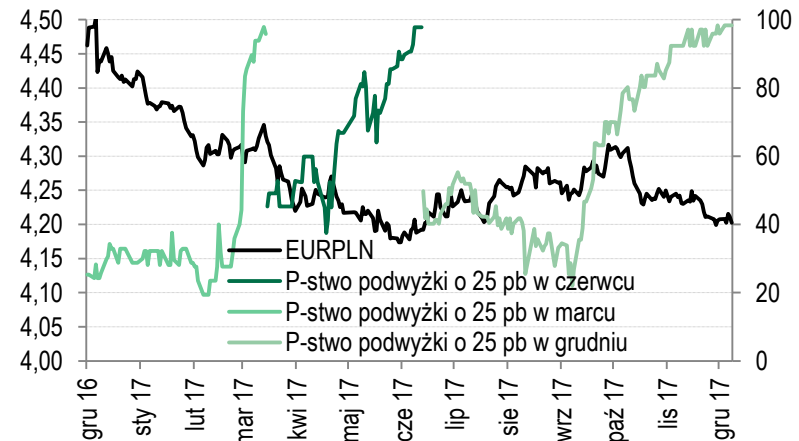


Source: Thomson Reuters Datastream

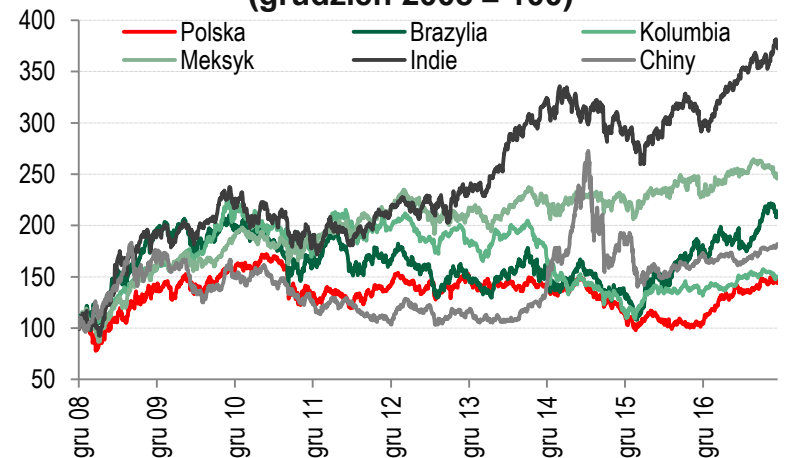
Źródło: Thomson Datastream, BZ WBK

- W grudniu 2017 FOMC ogłosi trzecią w tym roku podwyżkę stóp o 25 pb. Zakładamy, że normalizacja polityki pieniężnej w USA będzie kontynuowana w 2018 będą miały trzy podwyżki stóp o 25 pb każda.
- Na pierwszym wykresie widać jak, według Bloomberg, zmieniało się wyceniane przez rynek prawdopodobieństwo kolejnych podwyżek stóp w 2017. Nie sugeruje on, aby trendy w polityce pieniężnej w USA (i oczekiwania rynku dotyczące przyszłych decyzji) były istotnym czynnikiem wpływającym na EURPLN w mijającym roku. Można zaobserwować osłabienie złotego na kilka tygodni przed podwyżką stóp, ale były to tylko chwilowe odbicia EURPLN.
- Na drugim wykresie widać jak zachowywały się główne indeksy giełdowe państw rozwijających się od końca 2008, kiedy rozpoczął się pierwszy program luzowania ilościowego amerykańskiego banku centralnego. Wyraźnie widać, że polski WIG20 nie skorzystał z dodatkowej płynności jaka pojawiła się na globalnym rynku, więc jej wycofywanie przez Fed nie powinno wywołać znaczącego odpływu kapitału, który mógłby osłabić złotego.

EUR/PLN i rynkowa wycena prawdopodobieństwa podwyżki stóp Fed o 25 pb

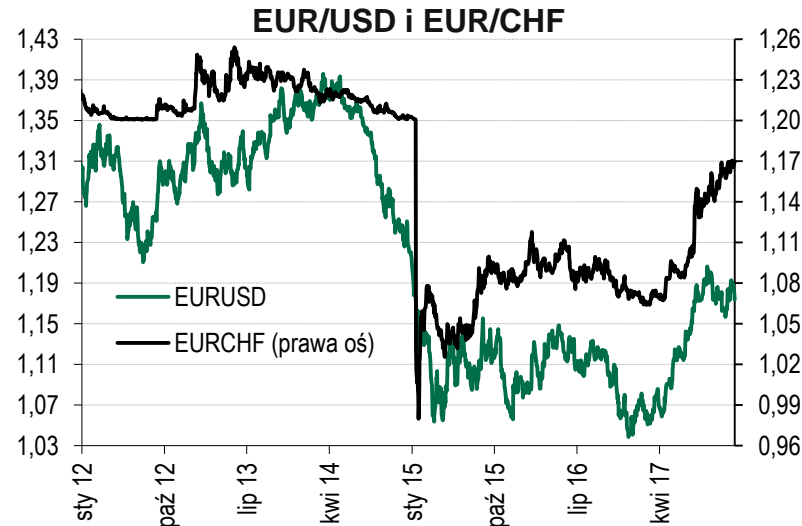
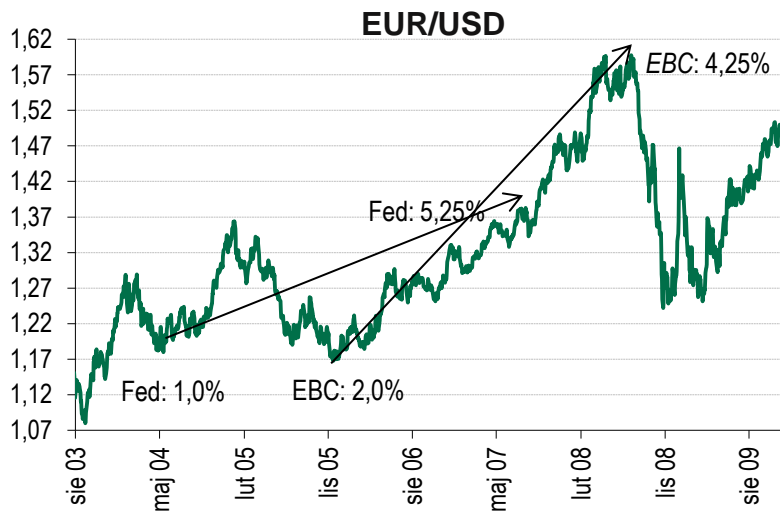


Notowania indeksów giełdowych (grudzień 2008 = 100)



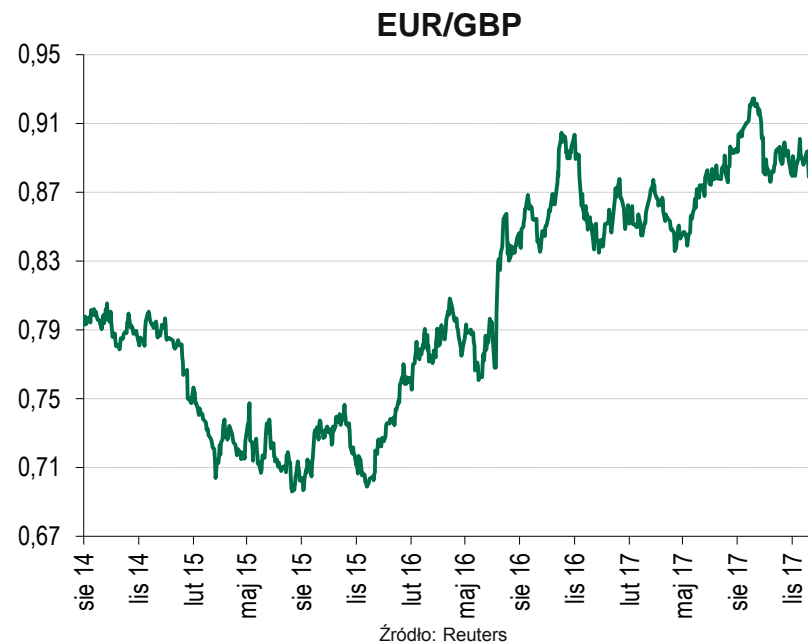
Zródło: Bloomberg, BZ WBK

- Fed będzie parę kroków przed EBC w procesie normalizacji polityki pieniężnej. Będzie to powtórka sytuacji z poprzedniego cyklu, kiedy to taki układ nie przeszkodził we wzrostach EURUSD.
- W czerwcu 2004 FOMC zaczął podnosić stopy procentowe z poziomu 1% dochodząc do 5,25%. Podwyżki stóp w strefie euro rozpoczęły się z 2% pod koniec 2005 i tuż przed wybuchem kryzysu finansowego w 2007 główna stopa wynosiła 4.25%. Taka dywergencja nie przeszkodziła kursowi EURUSD wzrosnąć do 1,60 z 1,20 (z przejściową korektą do 1,16 w 2005) – kluczowy był nastrój na globalnym rynku.
- EURCHF będzie zapewne poruszał się w trendzie wzrostowym w wyniku niskiego popytu na bezpieczne aktywa w warunkach solidnego wzrostu gospodarczego na świecie. Dodatkowo, Szwajcarski bank centralny w dalszym ciągu postrzega franka jako przewartościowanego, więc polityka pieniężna pozostanie luźna. Poza tym, szwajcarska gospodarka będzie zapewne rosła wolniej niż europejska.
- Co więcej, EBC będzie ograniczał skalę stymulacji monetarnej, co powinno być korzystne dla euro.



Źródło: Reuters, BZ WBK

- Według nas, niepewność odnośnie warunków na jakich Wielka Brytania wyjdzie ze strefy euro będzie ciążył funtowi w 2018.
- W połowie grudnia nastąpił postęp w negocjacjach, który pozwoli na rozpoczęcie drugiego etapu rozmów dotyczących „okresu przejściowego” oraz relacji handlowych Wielka Brytania – EU po Brexicie. Powinno to być korzystne dla funta w horyzoncie do końca roku, ale polityczna niepewność będzie według nas ciążył walucie w 2018. Kolejna faza negocjacji może być bardziej skomplikowana w świetle decyzji brytyjskiego parlamentu, zobowiązującej premier tego kraju do uzyskiwania zgody organu ustawodawczego na wynegocjowane warunki. Co więcej, UE sugeruje, że druga faza rozmów może się nie zacząć wcześniej niż w marcu.
- Brytyjska gospodarka może sobie radzić słabiej. Spodziewamy się wzrostu o 1,4% w przyszłym roku wobec 2,2% prognozowanych dla strefy euro.
- W listopadzie Bank Anglii podniósł stopy o 25 pb do 0,50%, ale w naszej ocenie nie jest to początek cyklu tylko jednorazowe dostosowanie. Zakładamy, że w 2018 inflacja będzie się powoli obniżać nie dając powodów do normalizacji polityki pieniężnej. Jednocześnie, EBC będzie ograniczał skalę monetarnej stymulacji gospodarki, a FOMC trzy razy podniesie stopy procentowe.



	I kw. 2018	II kw. 2018	III kw. 2018	IV kw. 2018
EUR/USD	1,15	1,16	1,18	1,19
EUR/CHF	1,14	1,17	1,18	1,19
EUR/GBP	0,88	0,90	0,93	0,95

Źródło: Santander, BZ WBK, średnio w kwartale



Polska		2015	2016	2017	2018	I kw. 17	II kw. 17	III kw. 17	IV kw. 17	I kw. 18	II kw. 18	III kw. 18	IV kw. 18
PKB	mld PLN	1 798,3	1 858,6	1 981,3	2 105,8	456,0	476,2	487,4	561,7	486,8	507,3	518,4	593,3
PKB	% r/r	3,8	2,9	4,5	4,0	4,1	4,0	4,9	4,8	4,3	4,1	4,0	3,7
Popyt krajowy	% r/r	3,3	2,2	4,5	4,1	3,9	5,5	3,9	4,6	4,4	4,2	4,0	3,8
Spożycie indywidualne	% r/r	3,0	3,9	4,8	4,9	4,7	4,9	4,8	5,0	5,0	4,9	4,8	4,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,1	-7,9	3,2	5,9	-0,5	0,9	3,3	6,0	7,2	6,9	5,9	4,8
Stopa bezrobocia*	%	9,7	8,2	6,7	5,9	8,0	7,0	6,8	6,7	6,8	6,0	5,8	5,9
Rachunek bieżący	mld EUR	-2 405	-1 254	469	834	1,659	-951	-671	432	2 109	-1 009	-717	451
Rachunek bieżący	% PKB	-0,6	-0,3	0,1	0,2	0,1	-0,5	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Wynik general government	% PKB	-2,6	-2,5	-1,9	-2,2	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	-0,9	-0,6	2,0	2,2	2,0	1,8	1,9	2,2	2,1	2,4	2,3	2,0
CPI*	% r/r	-0,5	0,8	2,0	2,0	2,0	1,5	2,2	2,0	2,1	2,4	2,3	2,0
Inflacja bazowa	% r/r	0,3	-0,2	0,7	1,6	0,3	0,8	0,8	0,8	1,3	1,4	1,7	2,1

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, BZ WBK.

* na koniec okresu



Polska		2015	2016	2017	2018	I kw. 17	II kw. 17	III kw. 17	IV kw. 17	I kw. 18	II kw. 18	III kw. 18	IV kw. 18
Stopa referencyjna*	%	1,50	1,50	1,50	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
WIBOR 3M	%	1,75	1,70	1,73	1,76	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,87
Rentowność obligacji 2L	%	1,70	1,63	1,88	1,92	2,10	1,96	1,81	1,64	1,70	1,90	2,04	2,04
Rentowność obligacji 5L	%	2,21	2,35	2,77	2,88	3,03	2,76	2,64	2,66	2,71	2,84	2,91	3,08
Rentowność obligacji 10L	%	2,69	3,04	3,43	3,51	3,72	3,32	3,30	3,36	3,28	3,44	3,64	3,70
2-letni IRS	%	1,72	1,68	1,93	2,26	2,02	1,90	1,86	1,96	2,02	2,24	2,42	2,39
5-letni IRS	%	2,02	1,96	2,41	2,73	2,53	2,32	2,31	2,48	2,51	2,66	2,79	2,98
10-letni IRS	%	2,41	2,39	2,87	3,25	3,02	2,76	2,77	2,93	2,93	3,17	3,41	3,50
EUR/PLN	PLN	4,18	4,36	4,26	4,24	4,32	4,22	4,26	4,24	4,21	4,23	4,27	4,24
USD/PLN	PLN	3,77	3,95	3,79	3,63	4,06	3,83	3,63	3,62	3,68	3,65	3,63	3,57
CHF/PLN	PLN	3,92	4,00	3,84	3,63	4,04	3,89	3,77	3,67	3,69	3,63	3,63	3,56
GBP/PLN	PLN	5,77	5,35	4,87	4,65	5,03	4,90	4,75	4,79	4,81	4,73	4,62	4,46

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters, BZ WBK. * na koniec okresu



Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 12.12.2017 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: ekonomia@bzwbk.pl

serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.bzwbk.pl>

Maciej Reluga 22 534 18 88
Główny Ekonomista, CFO

Piotr Bielski, Dyrektor 22 534 18 87

Marcin Luzziński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Konrad Soszyński 22 534 18 86

Marcin Sulewski 22 534 18 84

NINIEJSZA PUBLIKACJA PRZYGOTOWANA PRZEZ BANK ZACHODNI WBK S.A. MA CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY I NIE STANOWI OFERTY ANI REKOMENDACJI DO ZAWARCIA TRANSAKCJI KUPNA LUB SPRZEDAŻY JAKIEGOKOLWIEK INSTRUMENTU FINANSOWEGO. INFORMACJE PRZEDSTAWIONE W NINIEJSZEJ PUBLIKACJI NIE MAJĄ CHARAKTERU PORAD INWESTYCYJNYCH ANI DORADZTWA. PODJĘTO WSZELKIE MOŻLIWE STARANIA W CELU ZAPEWNIENIA, ŻE INFORMACJE ZAWARTE W TEJ PUBLIKACJI NIE SĄ NIEPRAWDZIWE I NIE WPROWADZAJĄ W BŁĄD, JEDNAKŻE BANK NIE GWARANTUJE DOKŁADNOŚCI I KOMPLETNOŚCI TYCH INFORMACJI ORAZ NIE PONOSI ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA WYKORZYSTYWANIE TYCH INFORMACJI ORAZ STRATY, KTÓRE MOGŁY W KONSEKWENCJI TEGO WYNIKNĄĆ. PROGNOZY ANI DANE ODNOSZĄCE SIĘ DO PRZESZŁOŚCI NIE STANOWIĄ GWARANCJI PRZYSZŁYCH CEN INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH LUB WYNIKÓW FINANSOWYCH. BANK ZACHODNI WBK S.A., JEGO SPÓŁKI ZALEŻNE ORAZ KTÓRYKOLWIEK Z JEGO LUB ICH PRACOWNIKÓW MOGĄ BYĆ ZAINTERESOWANI KTÓRAKOLWIEK Z TRANSAKCJI, PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH I TOWARÓW WYMIENIONYCH W TEJ PUBLIKACJI. BANK ZACHODNI WBK S.A. LUB JEGO SPÓŁKI ZALEŻNE MOGĄ ŚWIADCZYĆ USŁUGI DLA LUB ZABIEGAĆ O TRANSAKCJE Z KTÓRAKOLWIEK SPÓŁKĄ WYMIENIONĄ W TEJ PUBLIKACJI. NINIEJSZA PUBLIKACJA NIE JEST PRZEZNACZONA DO UŻYTKU PRYWATNYCH INWESTORÓW. KLIENCI POWINNI KONTAKTOWAĆ SIĘ Z ANALITYKAMI BANKU ORAZ PRZEPROWADZAĆ TRANSAKCJE POPRZEZ JEDNOSTKI BANKU ZACHODNIEGO WBK S.A. W JURYSDYKCJACH SWOICH KRAJÓW, CHYBA ŻE ISTNIEJĄCE PRAWO ZEZWALA INACZEJ. W PRZYPADKU TEJ PUBLIKACJI ZASTRZEŻONE JEST PRAWO AUTORSKIE ORAZ OBOWIĄZUJE OCHRONA PRAW DO BAZ DANYCH.