

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

4 lipca 2019

Gospodarka globalna na niższym biegu, banki centralne wracają do gry



Departament Rynków
Finansowych i Analiz
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl



Synteza

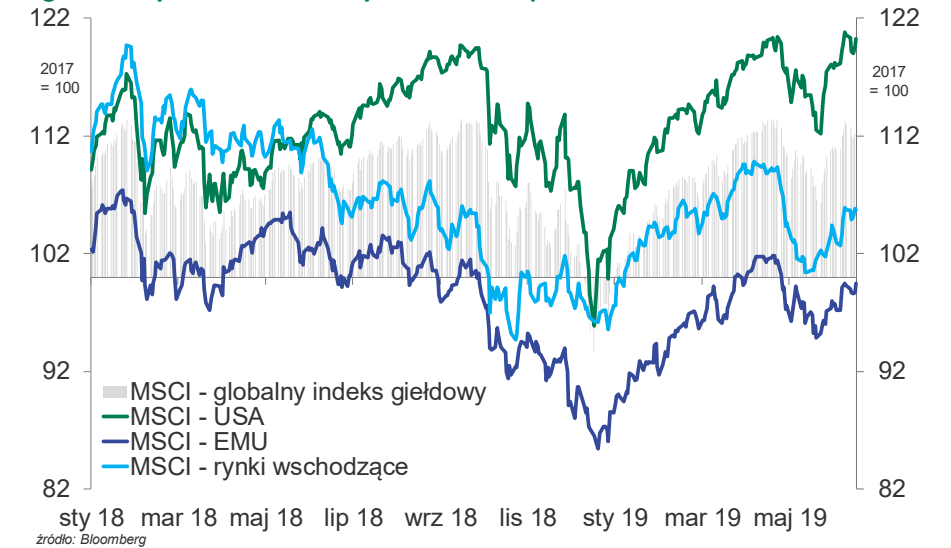
- W II kw. nastąpiło pogłębienie spowolnienia globalnej aktywności w przemyśle, przy zaostrzeniu protekcjonizmu w handlu międzynarodowym. Choć zaostrzenie relacji handlowych USA – Chiny przekłada się na wyższe ryzyko dla gospodarki globalnej, wciąż nie jest równoznaczne ze scenariuszem głębokiego spowolnienia wzrostu w gospodarce światowej.
- Wzrost obaw przed silniejszą skalą spowolnienia jest jednak na tyle istotny, że główne banki centralne na świecie złagodziły retorykę wspierając oczekiwania rynkowe na poluzowanie polityki pieniężnej. Obok wątku sfery realnej ważną przesłanką dla zmiany retoryki są także utrzymujące się na niskim poziomie wskaźniki inflacji bazowej.
- Zmiana przekazu Fed i EBC pomogła w stabilizowaniu globalnych nastrojów rynkowych, jednocześnie poskutkowała silnym spadkiem rentowności obligacji skarbowych.
- Przy coraz wyraźniejszych sygnałach spowolnienia gospodarki światowej, polska gospodarka nie przestaje pozytywnie zaskakiwać. Choć dynamika PKB z początkiem roku obniżyła się, to skala tego osłabienia była niewielka, przy utrzymaniu solidnego wzrostu popytu krajowego.
- Pomimo bardzo dobrych danych ze sfery realnej polskiej gospodarki podtrzymujemy oczekiwania spowolnienia tej aktywności w II połowie roku, przy zakładanym dalszym spowolnieniu sprzedaży eksportowej oraz silniejszym wyhamowaniu dynamiki inwestycji publicznych. Wzrost PKB utrzyma się jednak w 2019 r. powyżej poziomu 4,0% r/r.
- Według wstępnych danych wskaźnik inflacji CPI w czerwcu po raz pierwszy od 2012 r. przekroczył poziom celu inflacyjnego NBP. Przy silnym wzroście inflacji bazowej, perspektywach utrzymania podwyższonych cen żywności oraz założeniu wzrostu z początkiem 2020 r. cen energii elektrycznej dla odbiorców indywidualnych, oczekujemy silniejszego wzrostu inflacji CPI w kierunku 3,5% r/r na przełomie 2019 / 2020.
- Nie sądzimy jednak, aby ten wzrost inflacji skłonił RPP do zacieśnienia polityki pieniężnej. Przy wyraźnej zmianie kierunku polityki monetarnej na świecie oraz prognozach średnioterminowych obniżenia krajowej inflacji w kierunku celu inflacyjnego, nie sądzimy, aby w Radzie znalazła się większość skłonna poprzeć wnioski o podwyżkę stóp. Bardzo prawdopodobne jest jednak, że bieżący wzrost inflacji, przy wciąż dobrych danych dot. wzrostu gospodarczego, wpłynie na większą aktywność „jastrzębiej” części Rady na przełomie 2019 / 2020.



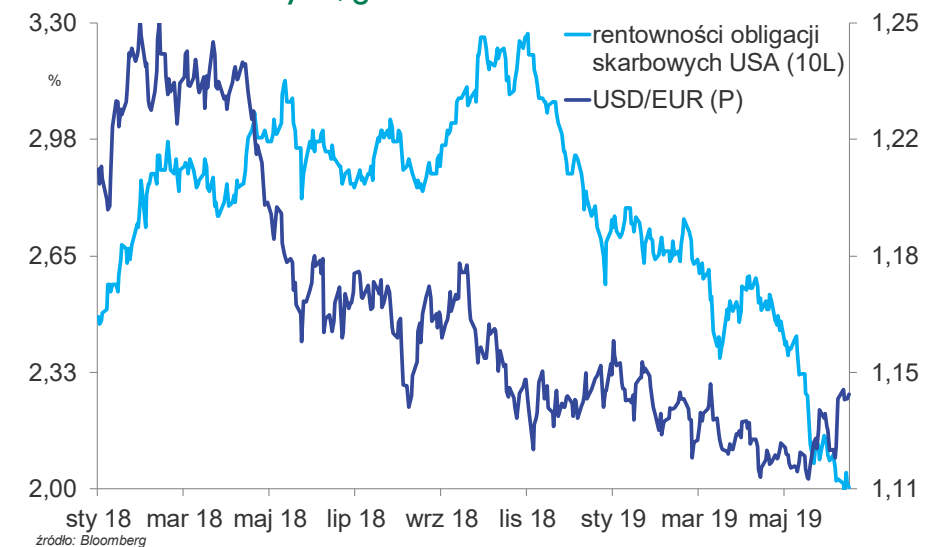
Kolejny kwartał wyższej zmienności notowań na globalnym rynku finansowym

- W II kw. miał miejsce okresowy silny wzrost globalnej awersji do ryzyka w reakcji na zaostrzenie protekcjonizmu w handlu międzynarodowym oraz kolejne sygnały słabnącego wzrostu światowej gospodarki, w tym także gospodarki amerykańskiej.
- Jednak w II poł. czerwca nastroje wyraźnie poprawiły się, na co wpłynęło złagodzenia stanowiska Fed i EBC w odniesieniu do perspektyw polityki monetarnej. Obok słabnącej sfery realnej, obniżenie inflacji poskutkowało także solidnym spadkiem rynkowych oczekiwań inflacyjnych, potęgując oczekiwania na bardziej łagodną politykę pieniężną głównych banków centralnych.
- Te oczekiwania przełożyły się z kolei na dalszy, solidny spadek rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Choć złagodzenie retoryki odnotowano zarówno w przypadku Fed i EBC, to skala zmiany perspektyw gospodarczych oraz polityki monetarnej w przypadku gospodarki amerykańskiej była silniejsza, co poskutkowało silniejszym ruchem w dół rentowności amerykańskich papierów skarbowych i lekkim osłabieniem dolara. Jednocześnie należy jednak zaznaczyć, że na tle pozostałych segmentów rynku finansowego (akcje, obligacje skarbowe), rynek walutowy pozostaje zdecydowanie bardziej stabilny.
- Skala pozytywnego odreagowania była ograniczona w przypadku rynków wschodzących, na co wpływ ma najsilniejszy w przypadku tych rynków negatywny efekt pogłębienia konfliktu handlowego USA – Chiny, ryzyko geopolityczne oraz utrzymujące się lokalne problemy (np. w przypadku Turcji, Argentyny, czy Iranu).

W II kw. ponownie nieco wyższa zmienność na rynkach giełdowych – okresowy wzrost niepewności...



...trwalszy efekt zmiany oczekiwań dot. polityki pieniężnej banków centralnych, głównie Fed

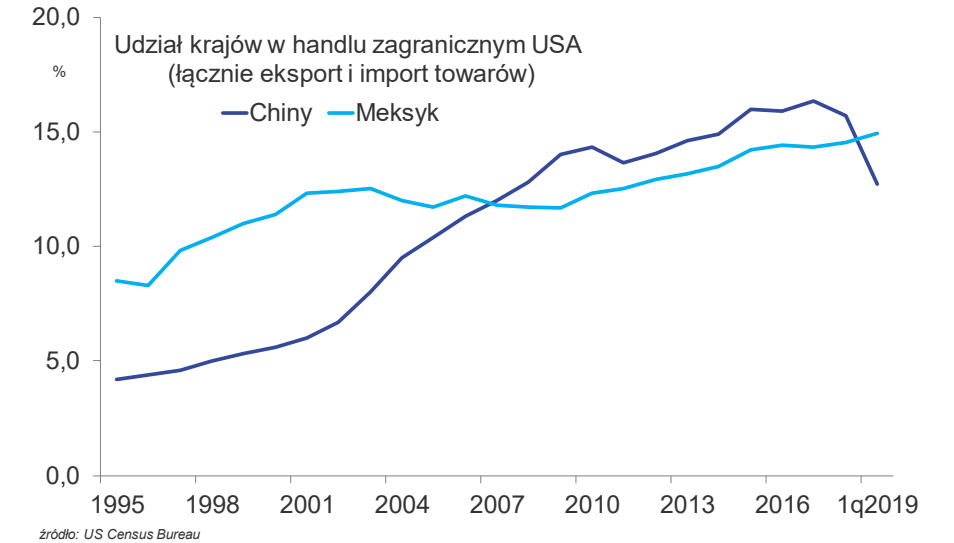




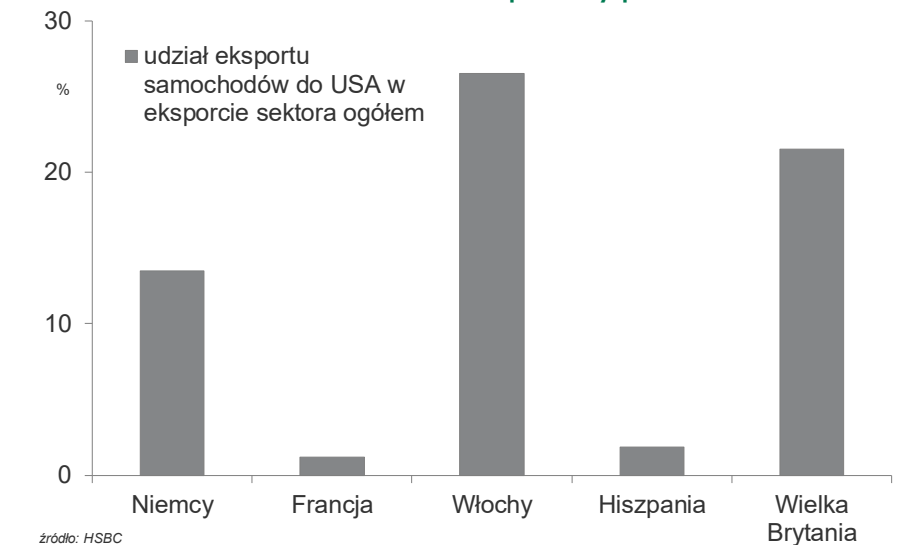
Pogorszenie sytuacji w globalnym handlu w II kwartale...

- W trakcie II kw. USA zdecydowała o: – odłożeniu o kolejne 6 miesięcy (do połowy października) decyzji o ewentualnym podwyższeniu ceł na import samochodów z UE, – zerwaniu (z początkiem maja) negocjacji handlowych z Chinami i wprowadzeniu wyższych taryf handlowych na import z Chin oraz embarga na współpracę firm amerykańskich z koncernem Huawei, – pod koniec czerwca wznowieniu negocjacji z Chinami oraz wstrzymaniem się z dalszymi podwyżkami stawek celnych, – okresowym zagrożeniem na początku czerwca wprowadzenia wyższych ceł na import z Meksyku (ostateczne porozumienie dot. polityki migracyjnej implikujący brak wyższych ceł).
- Tym samym, choć nie realizuje się scenariusz totalnej wojny handlowej w gospodarce globalnej, perspektywy gospodarcze w kontekście globalnej polityki handlowej w ostatnich miesiącach pogorszyły się.
- Nadal zakładamy, że ostatecznie dojdzie do podpisania nowej umowy handlowej USA – Chiny, niemniej proces ten będzie zapewne dłuższy wobec wcześniejszych założeń (może się nie zakończyć w 2019 r.) i zapewne będzie finalnie zakładał utrzymanie podwyższonych restrykcji handlowych i finansowych w stosunku do sytuacji sprzed 2018 r.
- Choć podtrzymujemy założenie, że USA nie zdecydują się na wdrożenie podwyższonych ceł na samochody importowane z UE (kluczowe dla prognoz gospodarczych strefy euro), to ryzyko takiego scenariusza wzrosło. Nie można wykluczyć, że odłożenie tej decyzji było pochodną eskalacji konfliktu z Chinami lub / i odsunięcia w czasie terminu brexitu (niechęć objęcia wyższymi cłami gospodarki brytyjskiej).
- Najważniejszym wnioskiem z minionych miesięcy jest jednak sytuacja generalnie bardziej restrykcyjnej polityki handlowej oraz zdecydowanie wyższej nieprzewidywalności dalszych decyzji, co będzie skutkowało wyższą niepewnością gospodarczą i tym samym większą wstrzeźliwością przedsiębiorstw w podejmowaniu nowych projektów inwestycyjnych.

Wzrost niepewności w relacjach z najważniejszymi partnerami handlowymi USA



Kluczowa dla gospodarki strefy euro decyzja USA o imporcie samochodów z UE odsunięta do połowy października

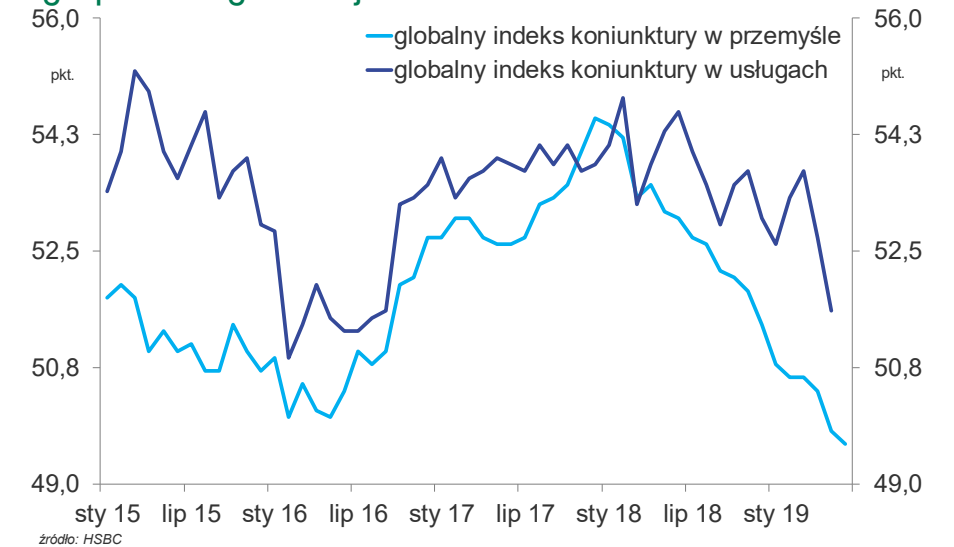




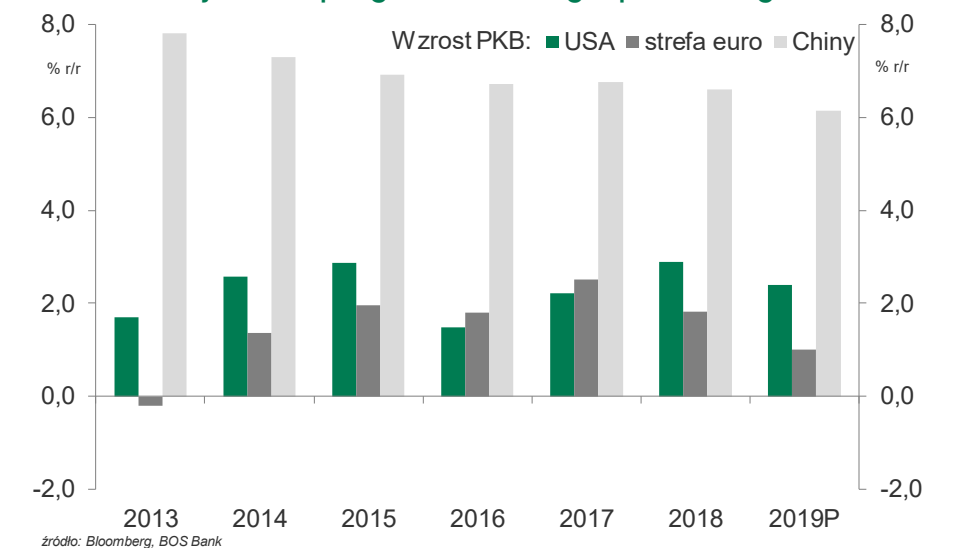
...skutkujące pogłębieniem spowolnienia w globalnym przemyśle...

- Publikowane w ostatnich miesiącach dane potwierdziły scenariusz spowolnienia gospodarki globalnej, przy pogłębieniu pogorszenia nastrojów w grupie rynków wschodzących, utrzymaniu bardzo słabych danych ze strefy euro i coraz wyraźniejszych sygnałów pogorszenia koniunktury także w USA (głównie w przemyśle).
- Publikacje słabszych danych wraz z zaostreniem protekcjonizmu w handlu międzynarodowym poskutkowały kolejną rundą rewizji w dół prognoz dla gospodarki globalnej.
- Przy założeniu braku realizacji skrajnych scenariuszy eskalacji wojny handlowej nadal uważamy, że scenariusz recesji w gospodarce globalnej można uznać za mniejszościowy. Jednocześnie jednak trwalszy efekt niepewności dot. sytuacji w handlu zagranicznym, jak również czynniki lokalne (wygasanie wpływu impulsu fiskalnego w USA, reformy strukturalne w Chinach) będą skutkowały niższym tempem wzrostu gospodarczego na świecie w l. 2019-2020.
- Nadal ważnym czynnikiem stabilizującym perspektywy gospodarcze w wielu regionach jest wyraźnie mniejsza skala spowolnienia w sektorze usługowym. Jednocześnie przy dotychczasowej skali spowolnienia aktywności w przemyśle, kluczowe dla weryfikacji scenariusza ograniczonej skali spowolnienia w kolejnych tygodniach będą zarówno dalsze informacje nt. globalnej polityki handlowej (i jej wpływ na sytuację w globalnym przemyśle), jak również skala osłabienia aktywności w pozostałych sektorach gospodarki w reakcji na słabsze dane z przemysłu.
- Publikowane w ostatnich miesiącach dane wskazują także – obok osłabienia wyników sfery realnej – na wyraźnie niższe wobec wcześniejszych oczekiwań wskaźniki inflacji bazowej. Taka sytuacja, obok ograniczonej skali wzrostu cen surowców (w szczególności energetycznych) na świecie, przekłada się na prognozy niskiej inflacji w kolejnych kwartałach.

W II kw. dalsze pogorszenie wskaźników koniunktury w gospodarce globalnej...



...oraz rewizje w dół prognoz wzrostu gospodarczego

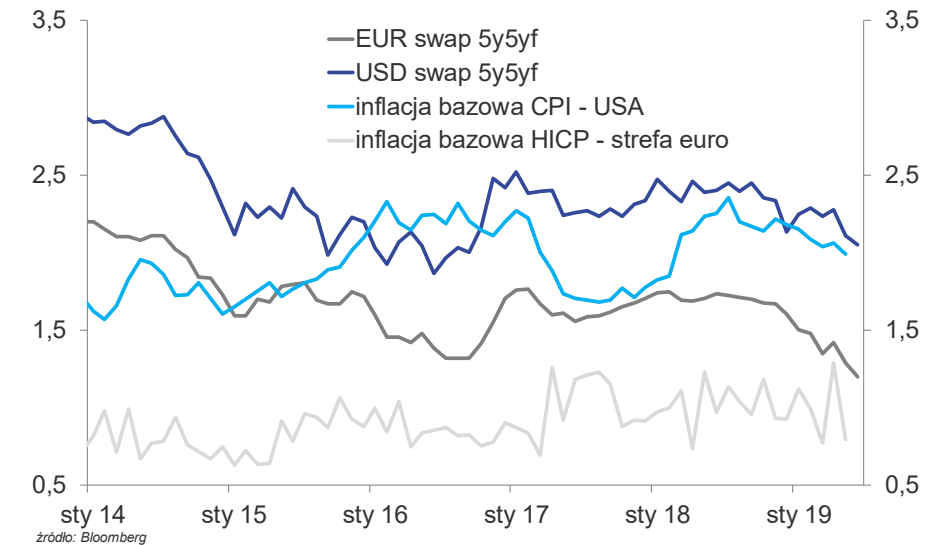




...oraz – przy niskiej inflacji – łagodzeniem retoryki banków centralnych

- Słabnące bieżące dane ze sfery realnej przy utrzymujących się ryzykach dla gospodarki globalnej (polityka handlowa, sytuacja geopolityczna, brexit, sytuacja gospodarek wschodzących) przełożyły się na dalsze złagodzenie stanowiska największych banków centralnych – Fed oraz EBC.
- Choć głównym tematem pozostaje skala spowolnienia gospodarki globalnej, bardzo istotny dla stanowiska banków centralnych jest także bardzo niski poziom inflacji bazowej oraz towarzyszący im wyraźny spadek wskaźników oczekiwań inflacyjnych.
- W powyższych warunkach, nawet przy relatywnie niskim ryzyku recesji, bilans ryzyka w polityce pieniężnej przesuwają się w kierunku ryzyka błędu zbyt restrykcyjnej polityki monetarnej, szczególnie przy niskim poziomie stóp procentowych i tym samym ograniczonej przestrzeni do wsparcia gospodarki w sytuacji silniejszego osłabienia koniunktury.
- Jednocześnie zmiany poziomu długoterminowych stóp procentowych nie wskazują na oczekiwania rynkowe jedynie „cyklicznego” złagodzenia polityki pieniężnej. Przy oczekiwanych redukcjach stóp procentowych, utrzymuje się wyraźne wypłaszczenie krzywej dochodowości, co w większym stopniu odzwierciedla oczekiwania długookresowego niskiego kosztu pieniądza.
- Przy zmianie momentu cyklu można już jednoznacznie stwierdzić, że nawet po okresie boomu 2017 r. inflacja bazowa w wielu gospodarkach rozwiniętych nie zdołała osiągnąć poziomu celów banków centralnych, co przekłada się na długookresowe dostosowania oczekiwań dot. poziomu stóp procentowych.

Silny spadek rynkowych oczekiwań inflacyjnych...



...przekładający się na oczekiwania niższych stóp procentowych w dłuższym horyzoncie

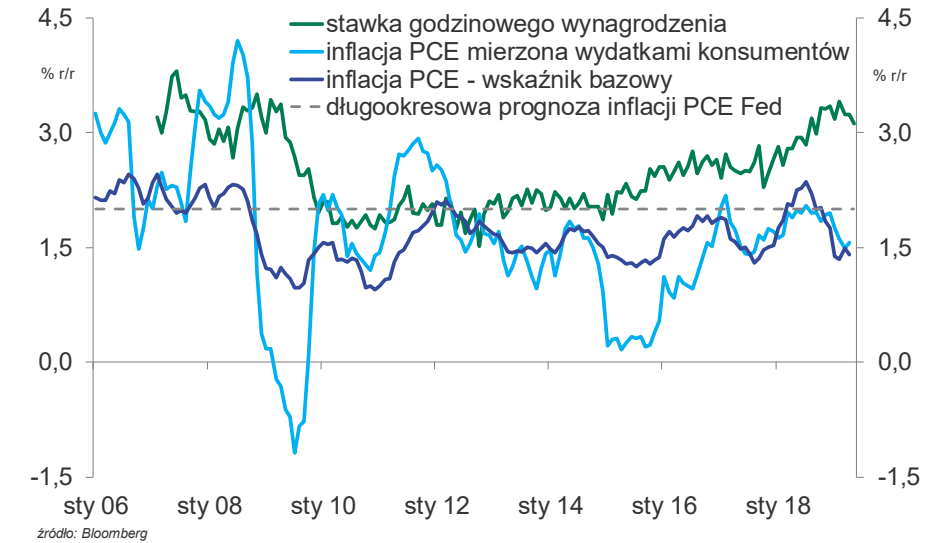




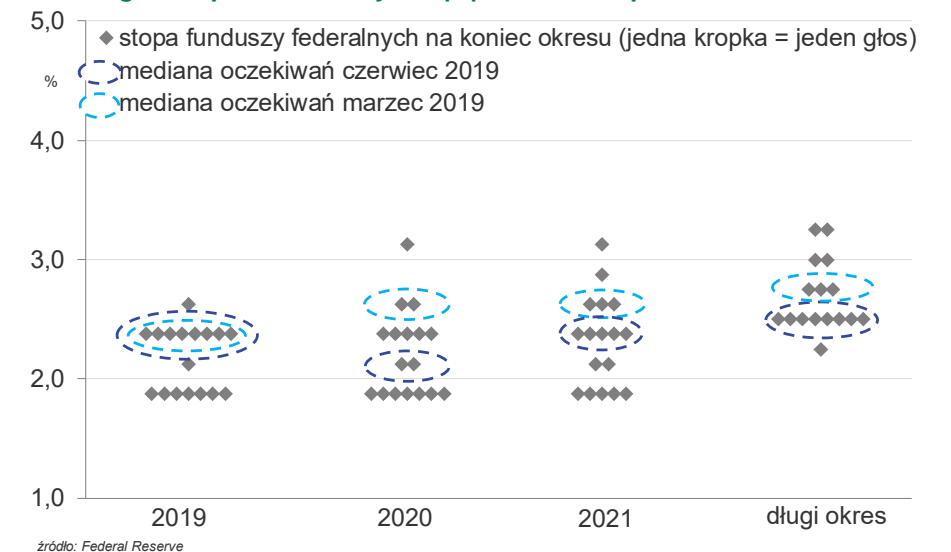
W II poł. br. oczekiwane obniżki stóp procentowych Fed...

- Na posiedzeniu w czerwcu komitet FOMC utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie 2,25% - 2,50% dla głównej stopy funduszy federalnych. Jednocześnie jednak komitet wyraźnie złagodził komunikat po posiedzeniu wskazując na rozważania redukcji stóp procentowych w kolejnych miesiącach.
- Choć mediana oczekiwań członków FOMC wskazuje cały czas na stabilny poziom stóp procentowych w 2019 r., to blisko połowa członków komitetu oczekuje złagodzenia polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach, a – zgodnie z wypowiedziami prezesa Fed – część członków nieprognozująca wprost redukcji stóp taką opcję poważnie rozważa.
- Głównym powodem zmiany retoryki FOMC są oczywiście obawy dot. perspektyw wzrostu gospodarczego, niemniej bardzo istotnym czynnikiem, wspierającym taki ruch jest notowany w ostatnich miesiącach spadek inflacji bazowej w USA, znacząco zmieniający potencjalny bilans ryzyka błędu decyzji banku centralnego.
- Biorąc pod uwagę powyższe, zmieniliśmy nasz scenariusz dot. polityki pieniężnej FOMC, oczekujemy obecnie redukcji stóp procentowych o 50 pkt. baz. (obniżki po 25 pkt. baz. w lipcu oraz wrześniu).
- W naszej ocenie działania FOMC w głównej mierze będą podyktowane celem ograniczenia ryzyka dla perspektyw gospodarki, przy wciąż umiarkowanym jej wzroście. Z tego względu nie zakładamy – o ile nie dojdzie do gwałtownego pogorszenia sytuacji na rynkach finansowych – silniejszych zmian (tj. jednorazowej redukcji stóp o 50 pkt. baz.). Do większej (sumarycznie) skali złagodzenia polityki pieniężnej mogłoby z kolei dojść w warunkach głębszego wobec oczekiwań spowolnienia gospodarki.

Przy rosnącej niepewności dot. koniunktury gospodarczej i wyraźnym spadku inflacji...



...Fed gotowy do redukcji stóp procentowych

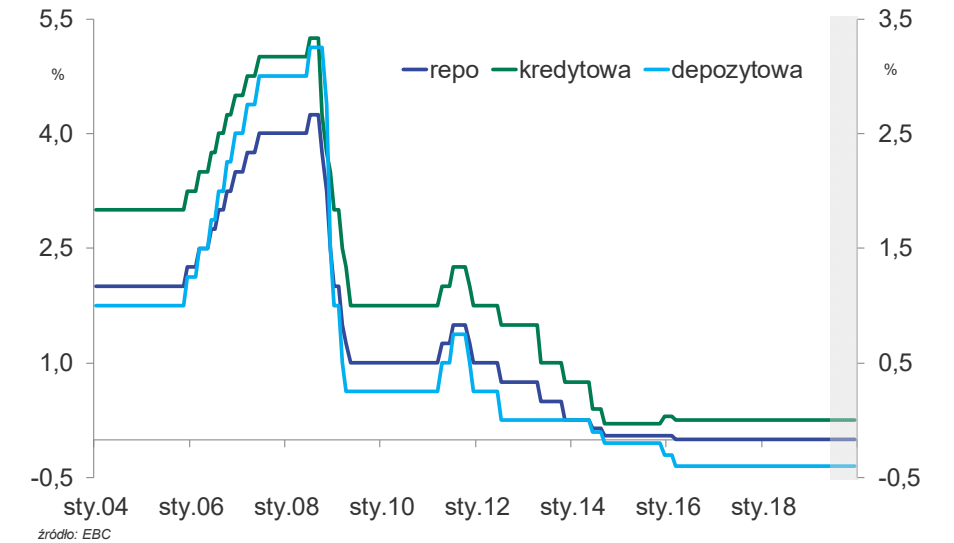




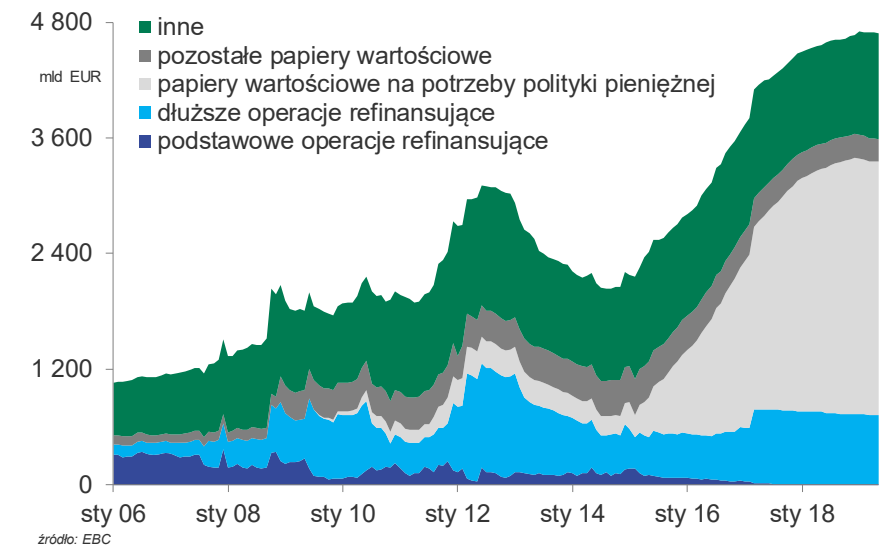
...dużo bardziej skomplikowana sytuacja EBC

- Na czerwcowym posiedzeniu rada EBC nie zmieniła parametrów polityki pieniężnej (w tym poziomu stóp procentowych – 0,0% dla stopy repo i -0,4% dla stopy depozytowej). Jednocześnie rada dokonała złagodzenia polityki pieniężnej poprzez wydłużenie do połowy 2020 r. perspektywy stabilnych (nie wyższych) stóp procentowych.
- W komunikacie po posiedzeniu oraz w późniejszym wystąpieniu prezesa EBC Mario Draghiego na Forum Bankowym w Sincrze bardzo wyraźnie została zaakcentowana kwestia możliwości podjęcia wszelkich działań w zakresie poluzowania polityki pieniężnej, gdyby perspektywy gospodarcze pogorszyły się.
- Kwestia rozluźnienia polityki pieniężnej EBC jest zdecydowanie bardziej skomplikowana wobec sytuacji Fed, przy wyraźnie niższych (ujemnych) stopach procentowych. Obawy związane z negatywnym wpływem na sektor bankowy wydłużającego się okresu ujemnych stóp procentowych będą utrudniać decyzję o dalszym ich obniżeniu. Podobnie ograniczenia „techniczne” (ograniczona podaż aktywów finansowych, przy bieżącym systemie alokacji krajowych kwot zakupu aktywów przez EBC), czy też wyzwania polityczne (sytuacja fiskalna Włoch) utrudniają wznowienie przez EBC programu skupu aktywów.
- Z tego względu, przy naszym scenariuszu bazowym uniknięcia dalszego spowolnienia gospodarczego zakładamy, że ostatecznie bank centralny nie zdecyduje się na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej. Nie można natomiast wykluczyć ponownego wydłużenia prognozy stabilnych stóp procentowych (do końca 2020 r.).
- Ryzyko dla powyższego scenariusza jest wysokie w kontekście utrzymujących się zagrożeń. W naszej ocenie jeśli EBC zdecyduje się na poluzowanie polityki monetarnej, preferowanym posunięciem będzie wdrożenie technicznych zmian dot. możliwości zaangażowania EBC w instrumenty finansowe i wznowienie programu QE. Ewentualne obniżki stóp procentowych mogą być rozważane tylko w niewielkiej skali (10-20 pkt. baz.), co może ograniczać chęć użycia tego właśnie instrumentu.

Ograniczony potencjał dla dalszych redukcji stóp procentowych w strefie euro...



...jak również dla wznowienia programu skupu aktywów

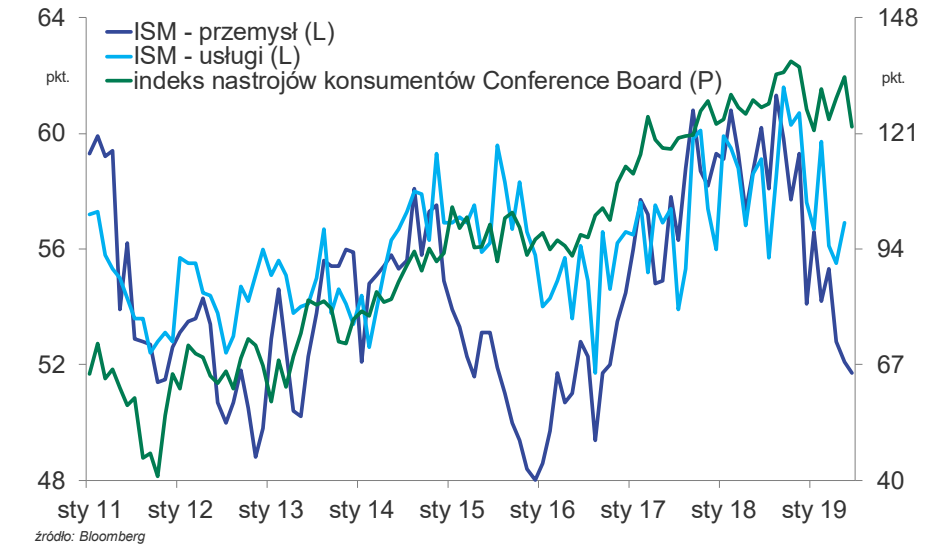




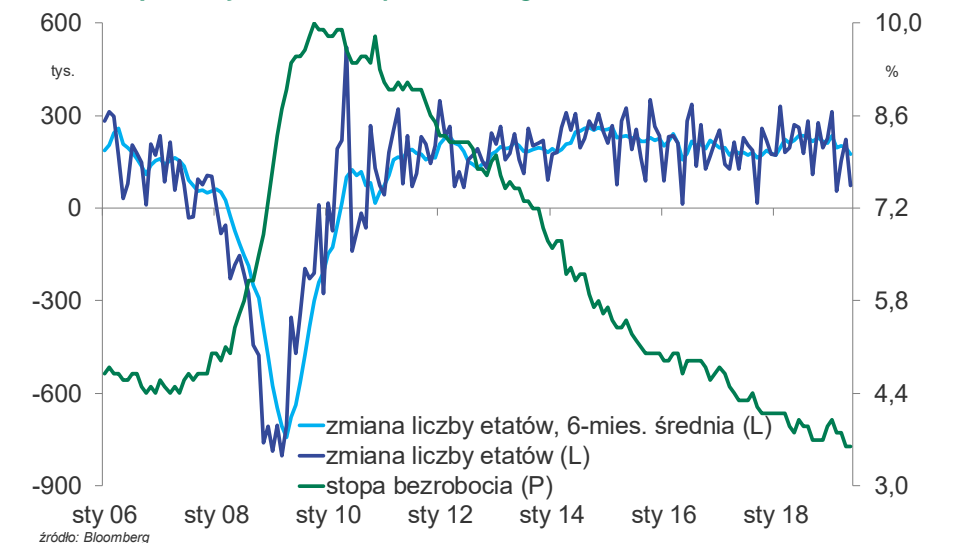
W II kw. już wyraźne sygnały osłabienia koniunktury gospodarczej w USA...

- Publikowane w ostatnich miesiącach dane ze sfery realnej gospodarki USA wskazują na wyraźne osłabienie aktywności w amerykańskim przemyśle oraz nieco niższe tempo wzrostu aktywności w usługach. W czerwcu odnotowano także solidne pogorszenie wskaźnika nastrojów konsumentów, niemniej indeks ten wciąż utrzymuje się wyraźnie powyżej poziomów z lat ubiegłych.
- Pozostałe dane także wskazują na pewne zróżnicowanie sytuacji tj. wyraźnie słabsze zamówienia w przemyśle, produkcję przemysłową oraz zdecydowanie stabilniejsze wyniki sprzedaży detalicznej czy też wydatków gospodarstw domowych.
- Majowe dane z amerykańskiego rynku pracy wskazały na wyraźnie niższe tempo wzrostu zatrudnienia. Niezależnie od zmienności danych o częstotliwości miesięcznej, średnie tempo wzrostu zatrudnienia od początku roku obniżyło się, co także wskazuje na materializujący się scenariusz wolniejszego tempa wzrostu amerykańskiej gospodarki. Jednocześnie jednak skala tego osłabienia nie wskazuje na scenariusze recesyjne / gwałtownego spowolnienia aktywności.
- Zaostrzenie protekcjonizmu w globalnym handlu oraz notowane spowolnienie aktywności w wielu gospodarkach na świecie (Chiny / strefa euro) przekłada się na słabsze wyniki także gospodarki USA. Wydaje się jednak, że najważniejszym czynnikiem pogorszenia koniunktury jest rosnąca niepewność dot. dalszego rozwoju sytuacji, zarówno bezpośrednio związana z polityką handlową, jak i skalą dotychczasowego osłabienia koniunktury w gospodarce globalnej, ryzykiem sytuacji geopolitycznej czy też generowana przez wydłużający się proces brexitu.

W II kw. wyraźne pogorszenie koniunktury w gospodarce USA...



...i kontynuacja trendu spadkowego zatrudnienia

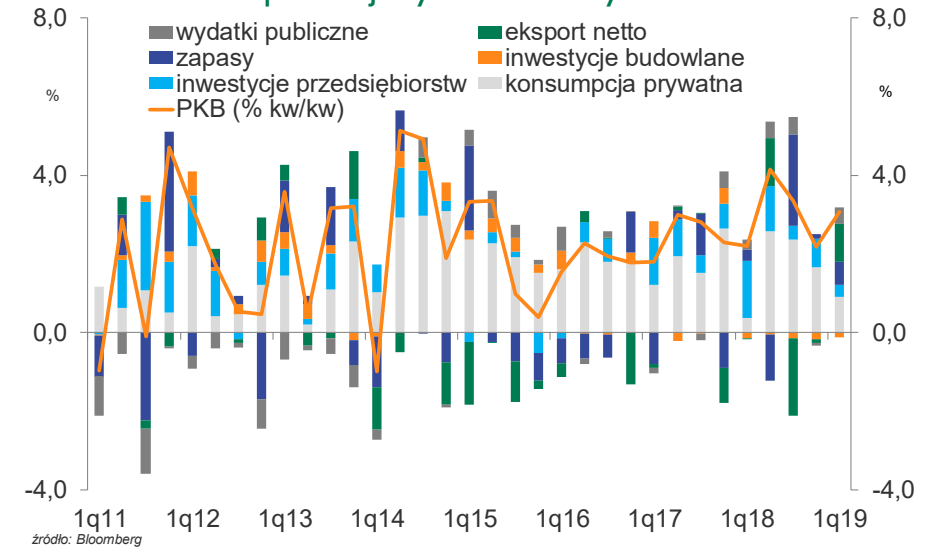




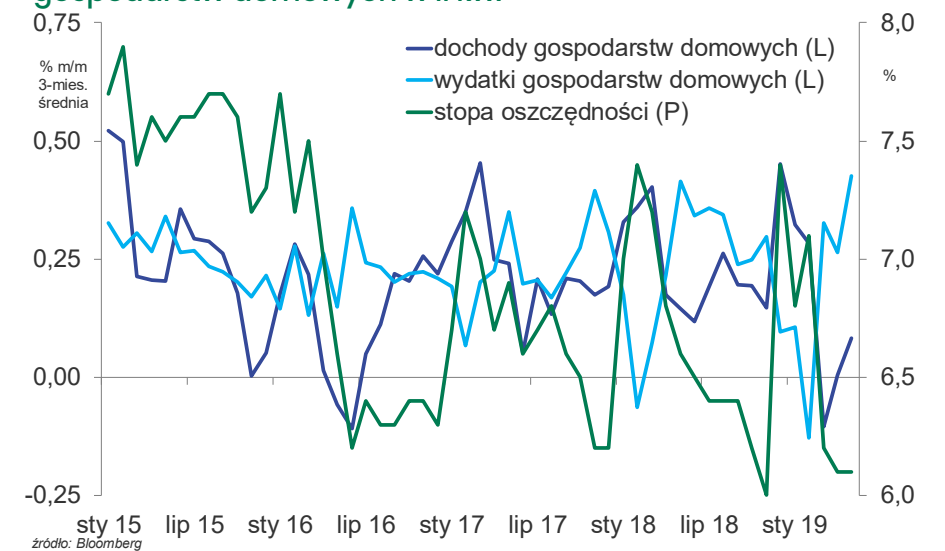
...i oczekiwane wolniejsze tempo wzrostu gospodarczego

- Notowane w I kw. spowolnienie wzrostu konsumpcji prywatnej w USA wydaje się jedynie okresowe, przy wciąż niezłej sytuacji gospodarstw domowych oraz przyspieszeniu w II kw. dynamiki wydatków konsumentów. Jednocześnie jednak dynamika tego wzrostu może w trakcie br. stopniowo obniżać się, ze względu na wygasający pozytywny wpływ redukcji obciążeń podatkowych, przy ograniczonej przestrzeni dla redukcji stopy oszczędności gospodarstw domowych.
- Prawdopodobnie trwalszy charakter może mieć natomiast notowane z początkiem roku osłabienie wzrostu inwestycji przedsiębiorstw, najbardziej podatnych na wzrost niepewności sytuacji w gospodarce globalnej.
- Zakładamy, że w całym bieżącym roku dynamika wzrostu gospodarczego osłabi się w stosunkowo niewielkim stopniu do ok. 2,5% r/r wobec 2,9% r/r w 2018 r., niemniej przy ponad 3-procentowym wzroście PKB w skali roku w I kw., oznacza to w II poł. roku wyraźnie niższe tempo wzrostu gospodarki w porównaniu minionych kwartałów. Także z początkiem 2020 r. oczekujemy dalszego wyhamowania wzrostu PKB (głównie z powodu kontynuacji wygasania pozytywnego wpływu poluzowania polityki fiskalnej).
- Powyższy scenariusz zakłada osiągnięcie w średnim okresie porozumienia handlowego USA – Chiny oraz uniknięcie scenariusza nałożenia przez USA ceł na samochody importowane z UE. Takie założenie implikuje jedynie ograniczoną skalę pogorszenia popytu na pracę, brak wyraźnego wzrostu stopy bezrobocia i tym samym gwałtowniejszych dostosowań w zakresie konsumpcji prywatnej.
- Biorąc pod uwagę kumulację czynników ryzyka należy wskazać na asymetryczny bilans ryzyka dla prognozy bazowej, tj. wyższe ryzyko głębszego osłabienia wzrostu gospodarczego.

Silny spadek kontrybucji konsumpcji prywatnej we wzrost w I kw. zapewne jedynie okresowy...



...przy wyraźnie lepszych danych dot. wydatków gospodarstw domowych w II kw.

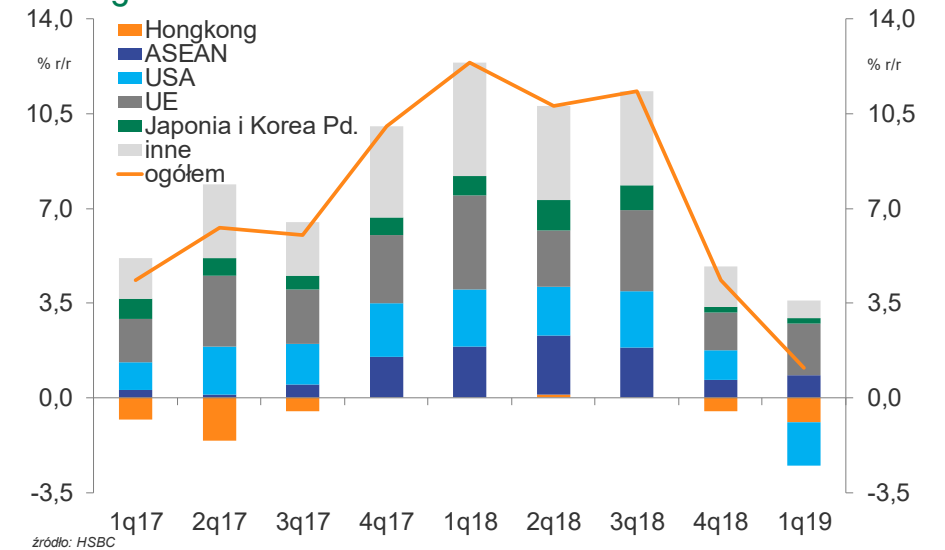




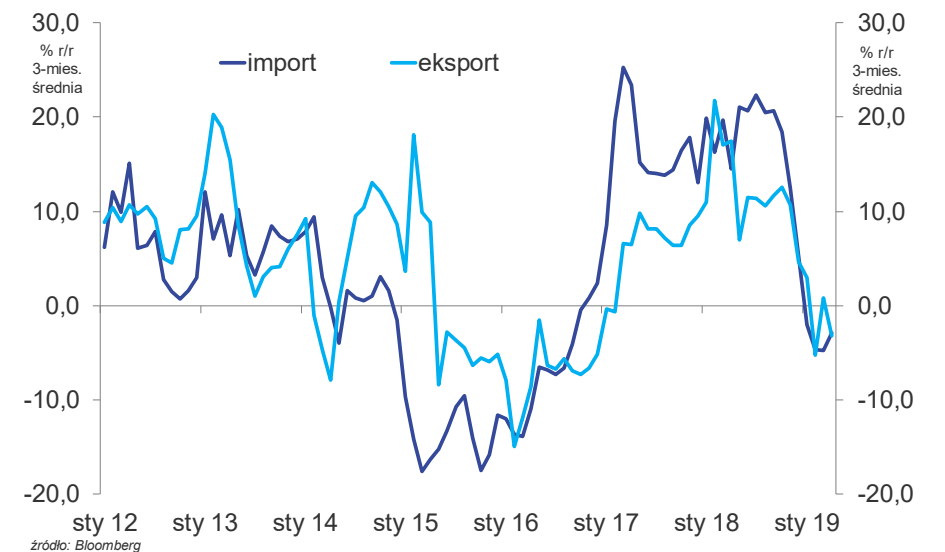
Polityka handlowa coraz silniej ciąży chińskiej gospodarce...

- Zarówno bezpośredni efekt ograniczenia eksportu do USA, jak i generalna tendencja spowolnienia aktywności w globalnym handlu ma silny negatywny wpływ na eksport Chin. Najsilniejszą skalę spowolnienia chińskiego eksportu odnotowano na przełomie 2018 i 2019 r. właśnie w przypadku eksportu do USA, niemniej poprzez globalne łańcuchy dostaw oraz spowolnienie aktywności w gospodarkach wschodzących niższa dynamika chińskiego eksportu została odnotowana w przypadku większości regionów świata.
- Co istotne, silne spowolnienie wzrostu notuje w ostatnich miesiącach także chiński import, co oznacza wyraźne dostosowanie popytu krajowego. Na słabsze wyniki po stronie importu wpływa zapewne wolniejsze tempo wzrostu wydatków inwestycyjnych, w tym pewne osłabienie inwestycji przedsiębiorstw.
- Perspektywy handlowe pozostają kluczowe dla scenariusza rozwoju sytuacji w gospodarce chińskiej. Na umiarkowany optymizm wskazuje wznowienie pod koniec czerwca negocjacji handlowych z USA, a przede wszystkim wstrzymanie przez administrację amerykańską prac nad podwyższeniem ceł na kolejną pulę towarów importowanych z Chin (dalsze 300 mld USD). Gdyby weszła ona w życie oznaczałoby obciążenie podwyższonymi 25-procentowymi stawkami celnymi praktycznie całego eksportu Chin do USA.
- Oceniamy, że przy założeniu braku eskalacji konfliktu handlowego wzrost PKB w Chinach może w kolejnych kwartałach kształtować się na poziomie nie niższym niż 6,0% r/r. Gdyby z kolei w kolejnych miesiącach doszło do dalszego zaostrzenia relacji USA – Chiny perspektywa spowolnienia wzrostu PKB poniżej 6% r/r zyskałaby na prawdopodobieństwie.

Silne spowolnienie eksportu Chin na przełomie roku, w szczególności do USA...



...równoległe silne osłabienie dynamiki wzrostu importu w Chinach

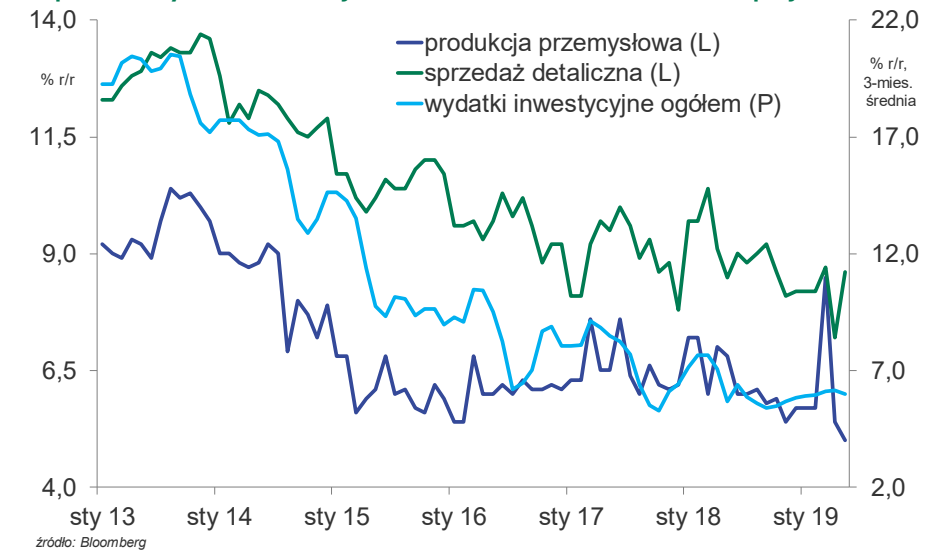




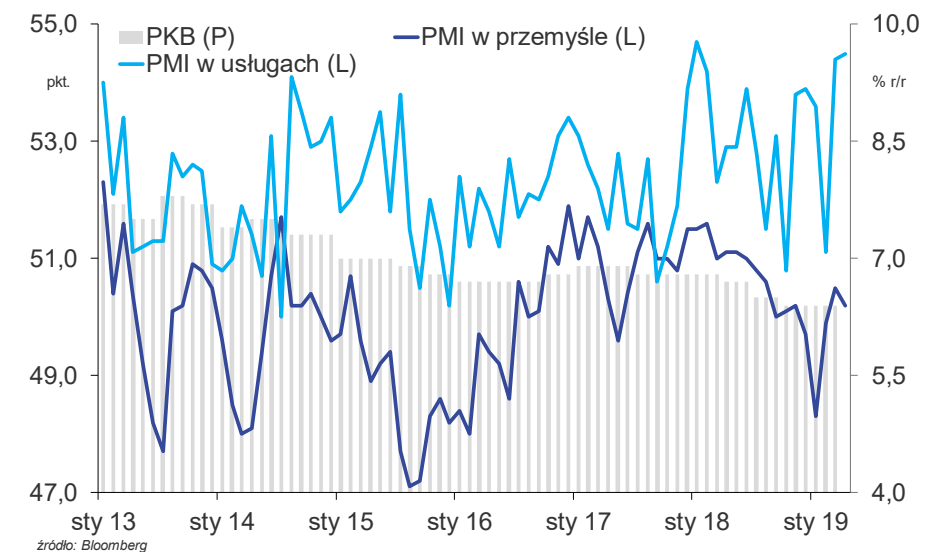
...przy ponownej szansie na umowę handlową Chin z USA oczekiwane stabilizowanie wzrostu, choć na niższym poziomie

- Biorąc pod uwagę wznowienie rozmów handlowych między USA a Chinami możemy podtrzymać założenie, że średnim okresie dojdzie do podpisania umowy handlowej między tymi krajami. Tym samym ma szansę realizacja scenariusza utrzymania dynamiki PKB w II poł. br. na poziomie nie niższym niż 6,0% r/r.
- Przy założeniu, że skala spowolnienia w handlu zagranicznym nie pogłębi się istotnie, wciąż czynnikiem stabilizującym wyniki gospodarki będzie konsumpcja prywatna i sytuacja w usługach. Dotychczas dane dot. konsumpcji prywatnej i sprzedaży detalicznej wskazują na ograniczoną skalę spowolnienia, przy jednocześnie rosnącej na przestrzeni ostatnich lat kontrybucji konsumpcji we wzrost PKB w warunkach strukturalnych zmian chińskiej gospodarki.
- Nadal oczekujemy także stabilizującego wpływu wyższych publicznych wydatków inwestycyjnych, choć oczywiście, jak wskazujemy od wielu kwartałów potencjał dla wsparcia gospodarki z tego tytułu jest już ograniczony przy koniecznym wdrażaniu reform strukturalnych ograniczających zadłużenie sektora publicznego. W większym stopniu pozytywnie na gospodarkę powinny wpływać wszelkie reformy ograniczające obciążenia podatkowego sektora prywatnego, przy wyraźnie wyższej efektywności firm prywatnych.
- W nadchodzących miesiącach oczekiwane jest także dalsze poluzowanie polityki pieniężnej. Sądzymy, że wyższa inflacja (determinowana praktycznie wyłącznie efektem silnego wzrostu cen wieprzowiny) nie będzie przeszkodą w rozluźnieniu polityki monetarnej.

Dotychczas ograniczona skala spadku dynamiki sprzedaży detalicznej szansą na stabilną konsumpcję...



...stabilizującą wzrost gospodarczy w kolejnych kwartałach

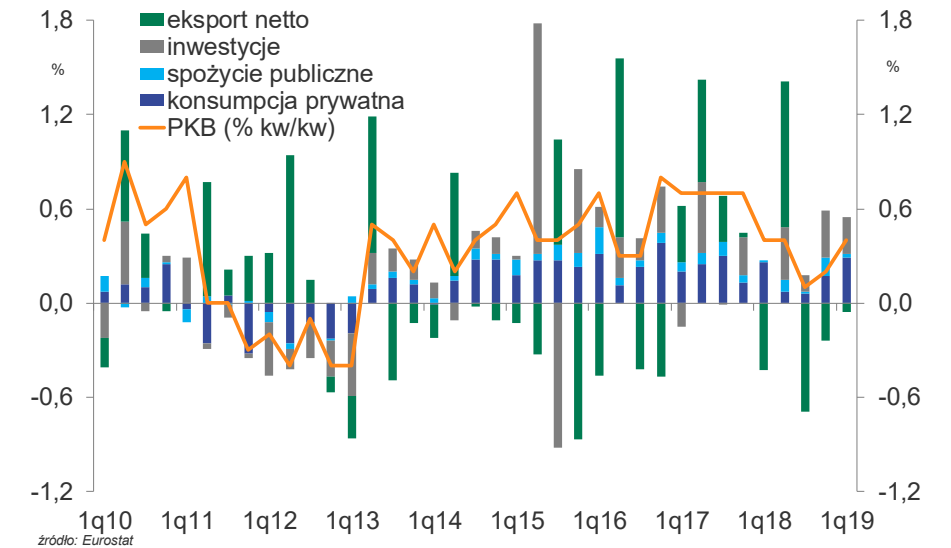




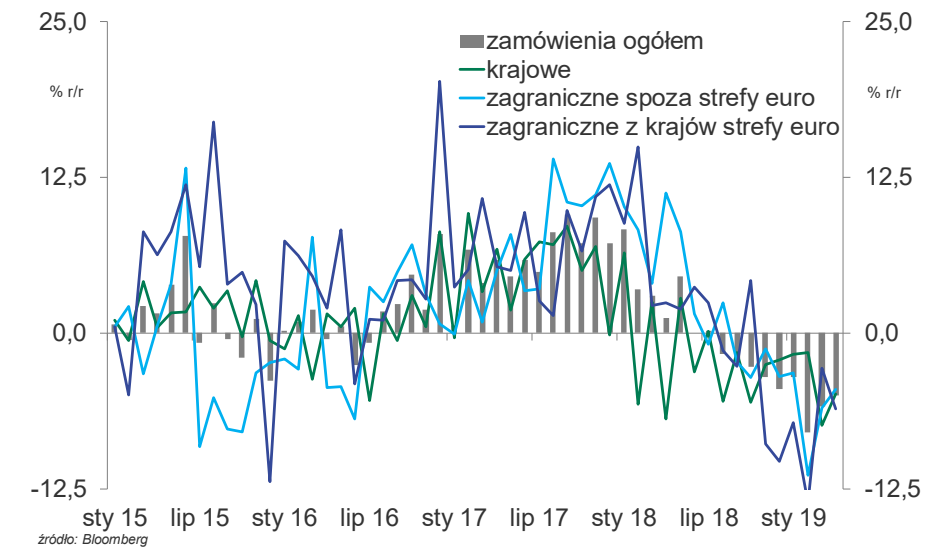
Najbardziej otwarte europejskie gospodarki silnie pośrednio dotknięte wzrostem protekcjonizmu...

- W I kw. sytuacja gospodarcza w strefie euro okazała się mniej pesymistyczna od wcześniejszych oczekiwań. Jednocześnie jednak zaostrzenie protekcjonizmu w handlu, jak i wydłużający się okres słabszej koniunktury skutkują pogorszeniem oceny perspektyw gospodarczych w strefie euro w kolejnych kwartałach.
- Z początkiem roku na silniejszy od oczekiwań wzrost PKB złożyły się wyższy wzrost konsumpcji prywatnej oraz niezłe – pomimo pogorszenia nastrojów przedsiębiorstw – wyniki w inwestycjach, co jednak mogło wynikać z bardzo dobrych wyników budownictwa w warunkach sprzyjającej sytuacji pogodowej.
- Dane z niemieckiego przemysłu wskazują na utrzymującą się bardzo słabą kondycję sektora pomimo stopniowo wygasających efektów okresowych jak np. problemy sektora motoryzacji związane ze zmianami regulacji w zakresie emisji spalin. Globalne pogorszenie aktywności w przemyśle szczególnie silnie dotyka otwarte gospodarki europejskie. Wolniejsze tempo wzrostu w globalnym handlu, a także globalnie większa ostrożność przedsiębiorstw w zakresie decyzji inwestycyjnych będą szczególnie silnie negatywnie oddziaływały na wyniki gospodarcze Niemiec.
- Biorąc pod uwagę sytuację gospodarczą w USA oraz w Chinach obniżyliśmy nieznacznie założenia dot. wzrostu PKB w strefie euro w całym 2019 r., pomimo lepszych danych z początku roku. Zakładamy, że w całym br. dynamika PKB w strefie euro wyniesie 1,0% r/r, dopiero w I poł. 2020 r. lekko przyspieszając.
- W przypadku najbardziej narażonej na spowolnienie globalne gospodarki niemieckiej można natomiast wskazywać na zdecydowanie większą (od pozostałych gospodarek strefy euro) przestrzeń do poluzowania polityki fiskalnej mitygującej wolniejszy wzrost popytu zagranicznego.

W I kw. niezłe dane dot. wzrostu PKB w strefie euro...



...ale utrzymujące się bardzo słabe dane z przemysłu nie dają przesłanek do zbytniego optymizmu

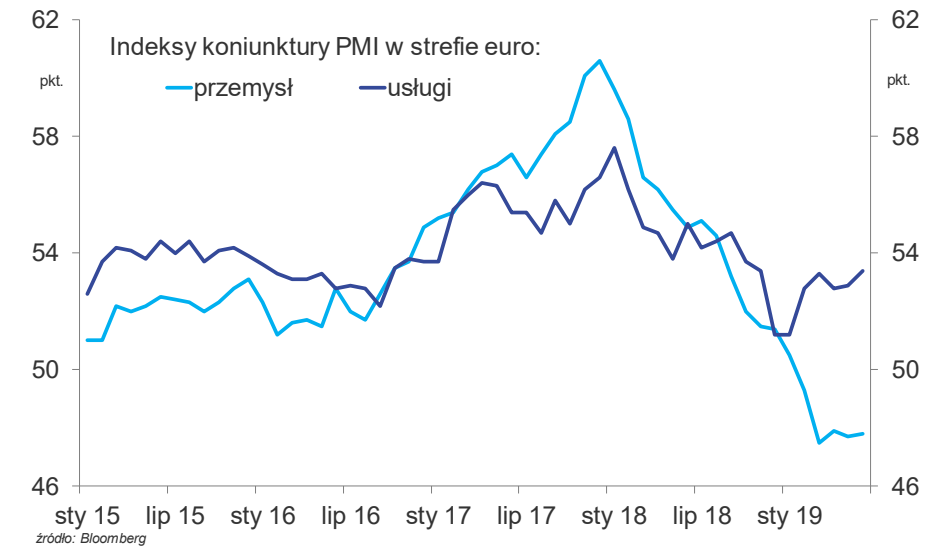




...stąd kluczowa odporność konsumpcji prywatnej i sektora usług

- Pomimo wydłużającego się i głębszego spowolnienia aktywności w przemyśle, wciąż relatywnie odporny na pogorszenie koniunktury pozostaje sektor usług. Choć dane z niemieckiego rynku pracy pogorszyły się nieco w maju i czerwcu, to wciąż wskaźniki nastrojów konsumentów, oceny sytuacji rynku pracy oraz indeksy skłonności do dokonywania ważnych zakupów utrzymują się na dość silnych poziomach. Jednocześnie przy całej czas wskazywanych w Niemczech (i Europie) problemach z podażą wykwalifikowanej siły roboczej zakładamy, że przedsiębiorstwa będą bardzo ostrożne w decyzjach dot. likwidacji miejsc pracy.
- Jeżeli faktycznie nie dojdzie do gwałtowniejszych dostosowań w relacjach handlowych USA – Chiny, wzrostu ceł w USA na import samochodów z UE oraz bezumownego brexitu, stabilny wzrost konsumpcji prywatnej będzie kluczowy dla utrzymania dynamiki wzrostu gospodarczego w okolicach oczekiwanych poziomów.
- Gdyby natomiast nastroje dot. gospodarki globalnej silniej pogorszyły się, w kolejnych kwartałach wzrośnie ryzyko silniejszego spowolnienia popytu krajowego i pogorszenia sytuacji na rynku pracy, co pogłębiłoby skalę spowolnienia lub opóźniłoby proces odreagowania wzrostu aktywności gospodarczej.
- Biorąc pod uwagę powyższe, o ile kluczowe dla gospodarki strefy euro są wszelkie rozstrzygnięcia dot. globalnego handlu zagranicznego, to także bardzo istotne z punktu widzenia scenariusza braku silniejszego spowolnienia aktywności będą właśnie wszelkie informacje dot. kondycji sektora usług oraz sytuacji na rynku pracy.

Względna odporność sektora usług w EMU, pomimo gwałtownego pogorszenia nastrojów w przemyśle



Konsumenci w krajach strefy euro wciąż dość optymistyczni jeżeli chodzi o sytuację na rynku pracy

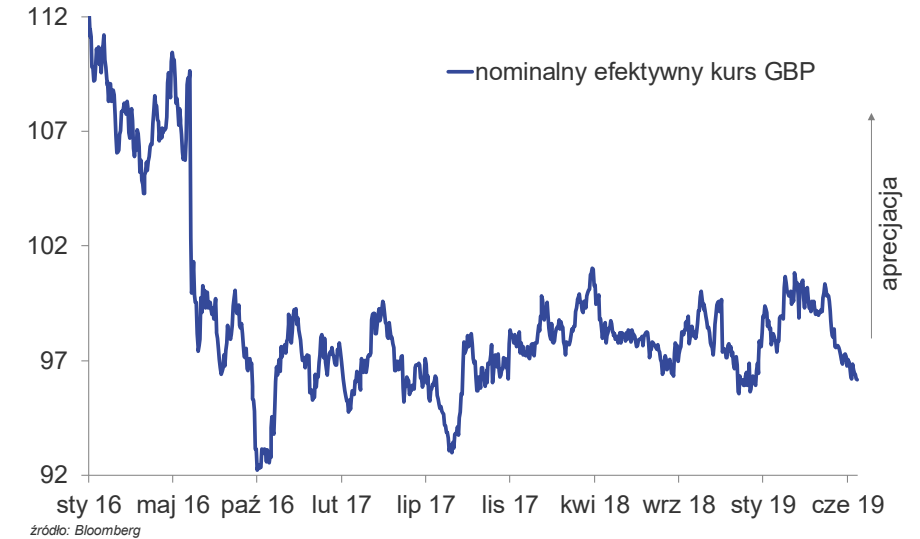




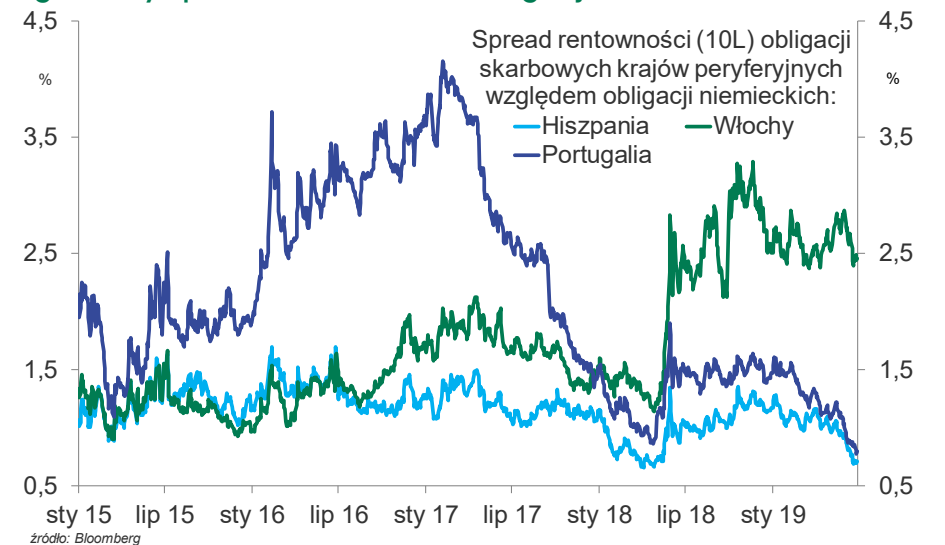
Perspektywy brexitu nadal niejasne

- Wyniki wyborów do Parlamentu Europejskiego nie miały istotnego wpływu na sytuację rynkową w Europie. Kolejne tygodnie nie przyniosły także konkretniejszych informacji dot. perspektyw brexitu.
- Z początkiem czerwca premier Theresa May zrezygnowała z funkcji lidera partii konserwatywnej oraz tym samym premiera rządu. Wg dotychczasowych informacji największe szanse na objęcie stanowiska ma Boris Johnson, do 2018 r. minister spraw zagranicznych. Johnson zapowiada konieczność renegocjacji umowy wyjścia Wielkiej Brytanii z UE, jednocześnie w większym stopniu (niż premier May) dopuszcza scenariusz wyjścia kraju z UE bez umowy, gdyby renegocjacja umowy nie była możliwa.
- Ostrzejsza retoryka kandydatów na premiera wskazuje na wzrost ryzyka scenariusza bezumownego brexitu, z drugiej strony należy pamiętać o odrzuceniu takiego scenariusza przez parlament, a niezależnie od zmian na stanowisku premiera, ani układ sił w parlamencie, ani konieczność uzyskania zgody parlamentu dot. brexitu nie uległy zmianie.
- Biorąc pod uwagę powyższe, jak również dłuższy okres potrzebny na ewentualną renegocjację porozumienia ws. brexitu (m.in. ze względu na zmiany personalne w instytucjach UE) nadal uważamy za mało prawdopodobny scenariusz wyjścia Wielkiej Brytanii z UE z końcem października (obecnie obowiązująca data graniczna). Bardziej prawdopodobne wydaje się ponowne odsunięcie w czasie, ewentualnie brexit bez umowy, ale z długim okresem przejściowym w trakcie którego wypracowywane będą relacje handlowe i polityczne, czyli w dużej mierze scenariusz analogiczny do opóźnienia.
- W czerwcu rozpoczęły się także kolejne rozmowy włoskiego rządu z Komisją Europejską (KE) nt. sytuacji fiskalnej, z powrotem ryzyka nałożenia na kraj procedury nadmiernego deficytu włącznie. W nadchodzących tygodniach nie oczekujemy eskalacji konfliktu z tego tytułu, niemniej w średnim okresie ryzyka gospodarcze wskazują na wyższe ryzyko dla sytuacji fiskalnej Włoch i trudności z realizacją celów fiskalnych wyznaczonych przez KE.

Utrzymuje się, podwyższona niepewność dot. perspektyw brexitu



Ryzyko sytuacji fiskalnej Włoch utrzymuje się, ogranicza je globalny spadek rentowności obligacji

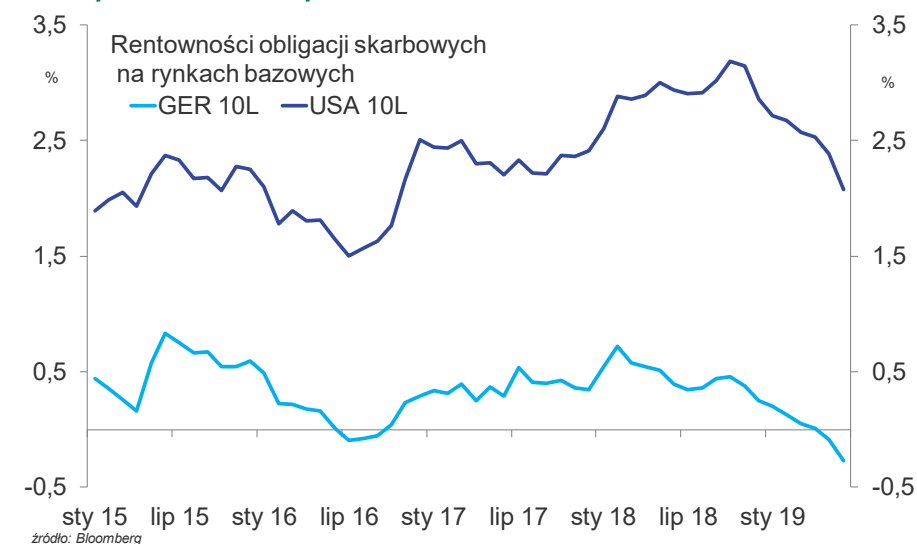




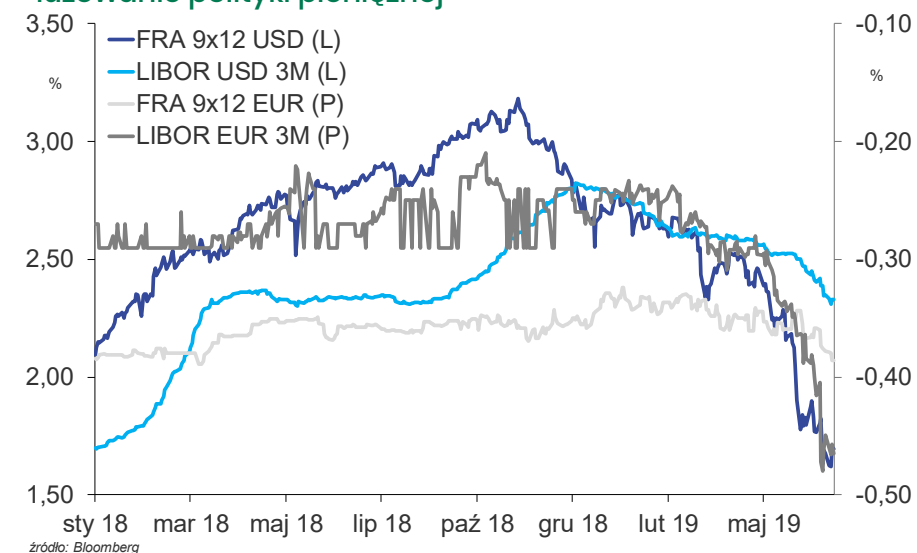
Oczekiwania na poluzowanie polityki pieniężnej monetarnej powodem silnego spadku rentowności obligacji na rynkach bazowych...

- W II kw. miało miejsce pogłębienie spadku rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych w warunkach najpierw wzrostu oczekiwań na poluzowanie polityki pieniężnej głównych banków centralnych i w czerwcu materializacji tych oczekiwań tj. wyraźnego złagodzenia retoryki banków centralnych.
- Kumulacja zarówno obaw dot. skali spowolnienia gospodarczego, jak i ponownego obniżenia średniokresowych oczekiwań inflacyjnych (notowany od początku br. spadek inflacji bazowej w USA, utrzymująca się bardzo niska inflacja bazowa w strefie euro) poskutkowały oczekiwaniami na znaczącą skalę poluzowania polityki pieniężnej, w szczególności w USA.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia mniejszej skali poluzowania tej polityki, jak również założenia dot. stabilizowania się sytuacji gospodarczej, oczekujemy korekcyjnego wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych w II połowie 2019 r.
- Jednocześnie jednak korekta prognozy stóp procentowych w USA oraz złagodzenie zapisów *forward guidance* EBC skutkują obniżeniem prognozowanego poziomu tych rentowności w perspektywie końca 2019 r.
- Co więcej, wskazywany efekt dostosowań dot. kosztu pieniądza w dłuższym horyzoncie, zobrazowany kolejną redukcją w czerwcowej edycji projekcji makroekonomicznych członków FOMC oczekiwanego przez nich poziomu długookresowej stopy procentowej, wskazuje na utrzymanie niższych, wobec wcześniejszych oczekiwań, poziomów rentowności na dłuższym końcu krzywej i bardziej płaski kształt krzywej dochodowości w nadchodzących kwartałach.

W II kw. silny spadek rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych...



...w warunkach znaczącego wzrostu oczekiwań na luzowanie polityki pieniężnej

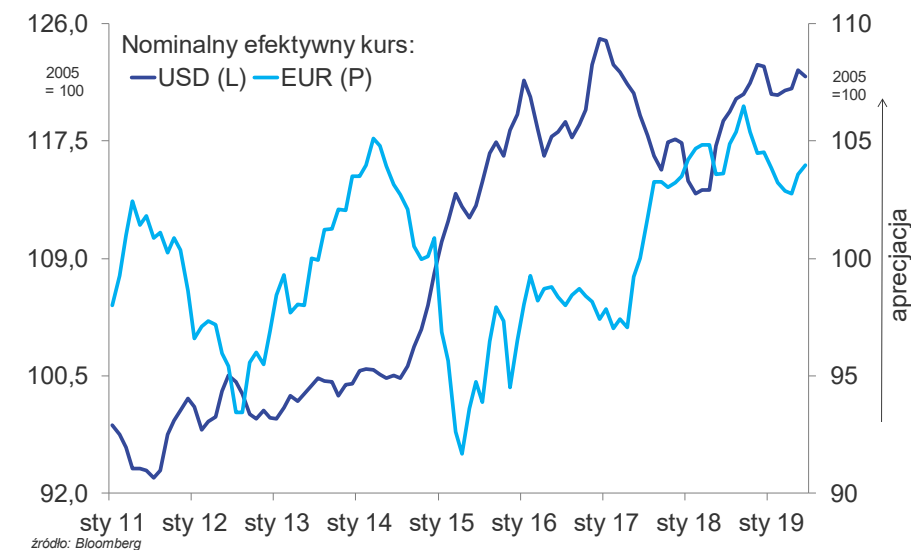




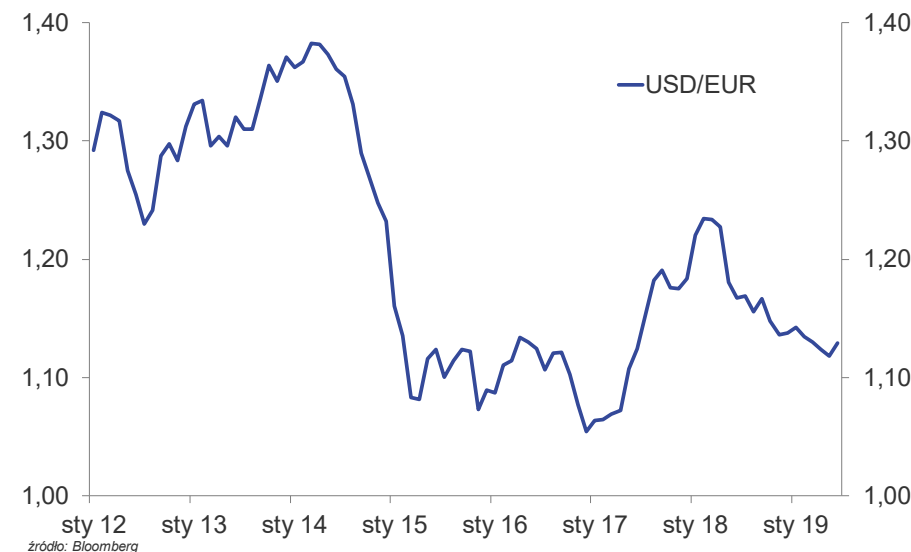
...przy niewielkiej zmienności na rynku walutowym

- W II kw. br. miało miejsce lekkie wzmocnienie euro jak i dolara. Przy wysokiej zmienności notowań aktywów w pozostałych segmentach rynku finansowego, w I poł. 2019 r. zmienność notowań na rynku walutowym należy uznać za niewielką. Kurs dolara wobec euro osłabił się nieznacznie do 1,14 USD/EUR wobec 1,12 USD/EUR na koniec I kw.
- Taka sytuacja wynikała z działającego podobnie na obie waluty (dolar i euro) wzrostu oczekiwań na łagodzenie polityki pieniężnej zarówno Fed, jak i EBC. Jednocześnie oczekiwania dot. luzowania polityki pieniężnej ograniczały skalę wzrostu globalnej awersji do ryzyka, która silniej wspierałaby dolara. Nasilenie osłabienia funta brytyjskiego dodatkowo wspierało notowania wspólnej waluty, pomimo utrzymujących się istotnych wyzwań gospodarczych i politycznych dla strefy euro.
- Biorąc pod uwagę podobne założenia dot. polityki pieniężnej Fed oraz EBC (Fed mniejsza skala luzowania polityki pieniężnej wobec oczekiwań rynkowych oraz EBC niższe prawdopodobieństwo złagodzenia polityki pieniężnej) nie widzimy przestrzeni do istotnej zmiany notowań kursu euro wobec dolara, który w kolejnych miesiącach powinien utrzymywać się nieco poniżej 1,15 USD/EUR.
- Bilans ryzyka dla prognozy bazowej wskazuje na silniejsze wzmocnienie dolara (w kierunku 1,10 USD/EUR). W scenariuszu silniejszego spowolnienia aktywności, nawet głębsze cięcia stóp procentowych Fed nie zaszkodziłyby notowaniom dolara biorąc pod uwagę prawdopodobny silniejszy wzrost globalnej awersji do ryzyka. Co więcej, kanał kursu walutowego pozostaje kluczowy dla polityki pieniężnej EBC, stąd w bardziej pesymistycznym scenariuszu doszłoby zapewne do wznowienia programu skupu aktywów na dużą skalę i silniejszej presji na osłabienie euro.

W II kw. niewielkie wzmocnienie zarówno euro jak i dolara...



...i ograniczone zmiany notowań pary USD/EUR

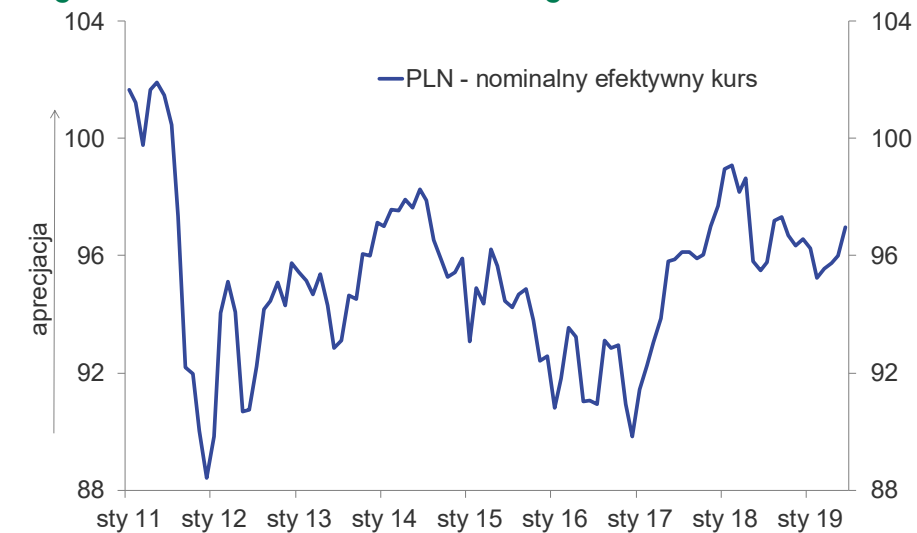




Ograniczona zmienność kursu złotego powinna utrzymać się

- Na krajowym rynku walutowym – podobnie jak na większości rynków walutowych – skala zmienności kursu złotego była ograniczona. Przez większą część kwartału kurs złotego oscylował w przedziale 4,25 – 4,30 PLN/EUR, przy nieco wyższej zmienności notowań wobec dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego.
- Pomimo solidnego odpływu kapitału z rynków wschodzących w trakcie kwartału, większe zróżnicowanie poszczególnych rynków (eskalacja konfliktu handlowego USA – Chiny szczególnie niekorzystna dla azjatyckich rynków wschodzących) przekładało się na większe zróżnicowanie cen poszczególnych walut, co sprzyjało większej stabilności notowań polskiej waluty.
- Przy założeniu scenariusza bazowego umiarkowanie optymistycznej sytuacji w gospodarce globalnej oraz niewielkich zmian w zakresie sytuacji krajowej (stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego, stabilne stopy procentowe, umiarkowana skala pogorszenia sytuacji fiskalnej) oczekujemy utrzymania podobnej sytuacji także w II poł. br.
- Oczekujemy, że do końca 2019 r. kurs złotego będzie oscylował wokół poziomu 4,25 PLN/EUR. Silniejszą skalę aprecjacji hamować będzie zakładane przez nas utrzymanie niższej skali napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące, przy utrzymujących się czynnikach ryzyka dla gospodarki globalnej i globalnego rynku finansowego.
- Biorąc pod uwagę bilans ryzyka dla prognoz globalnych, w przypadku kursu złotego należy wskazywać na przeważające ryzyka słabszych notowań w porównaniu do prognozy bazowej, gdyby scenariusz alternatywny (głębszego globalnego spowolnienia) zyskiwał na prawdopodobieństwie.

Ograniczona zmienność kursu złotego w II kw...



źródło: Bloomberg

...pomimo wyraźnego odpływu kapitału z rynków wschodzących



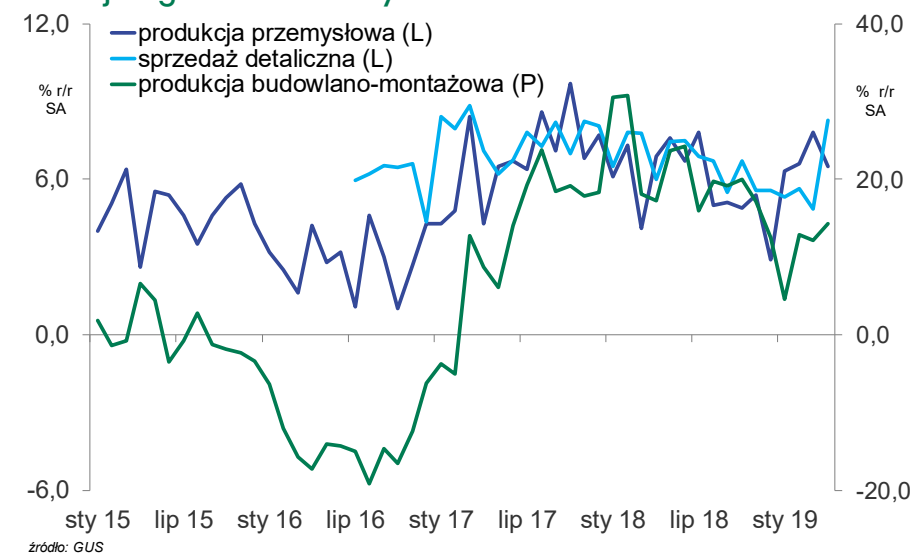
źródło: Barclays



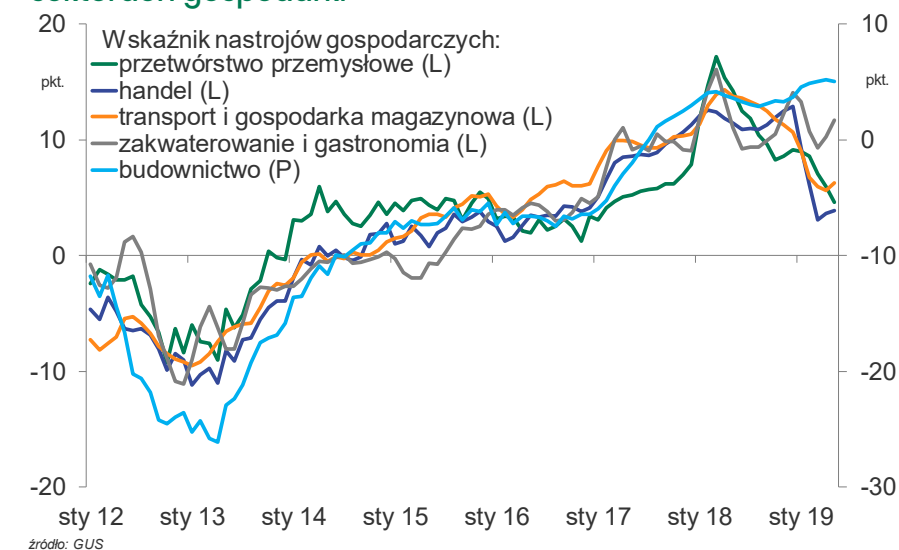
Z początkiem 2019 r. lekkie spowolnienie aktywności krajowej gospodarki, dynamika PKB wciąż powyżej 4,5% r/r

- W I kw. 2019 r. dynamika wzrostu gospodarczego osłabiła się, niemniej skala spowolnienia okazała się niższa wobec oczekiwań (4,7% r/r, wobec 4,9% r/r w IV kw. 2018 r.).
- Odbicie w I kw. br. dynamiki wzrostu PKB w ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z wahań sezonowych potwierdza także, że jego silniejsze osłabienie pod koniec ub.r. miało charakter korekcyjny i jedynie okresowy, co wskazuje na potencjał utrzymania solidnego wzrostu aktywności krajowej gospodarki w kolejnych kwartałach.
- Z początkiem 2019 r. utrzymywał się słabszy popyt zewnętrzny, niższy (po silnym wybiciu w I. 2017-2018) wzrost inwestycji publicznych oraz nieco niższe tempo wzrostu spożycia gospodarstw domowych. Jednocześnie jednak w tym okresie notowano wyższe od oczekiwań tempo wzrostu spożycia publicznego, a przede wszystkim bardzo silny wzrost inwestycji sektora przedsiębiorstw.
- Miesięczne dane dot. sfery realnej krajowej gospodarki wskazują na utrzymanie dynamiki PKB w II kw. w okolicach 4,5% r/r, wskazując cały czas na ograniczoną skalę spowolnienia, przy dobrych danych z krajowego przemysłu, stabilnych wynikach w budownictwie i silniejszym wybiciu wzrostu sprzedaży detalicznej (w dużej części efekt kalendarzowy).
- Z drugiej strony dane dot. wskaźników koniunktury (zarówno dane GUS, jak i wyniki badania NBP) wskazują na pogorszenie sytuacji gospodarczej w I poł. br. Z tego względu, pomimo bardzo dobrych wyników gospodarki w I poł. br. podtrzymujemy oczekiwania spowolnienia wzrostu PKB w dalszej części roku, choć oczywiście wiele czynników będzie tę skalę spowolnienia ograniczać.

Dane miesięczne ze sfery realnej wskazują na brak silniejszego osłabienia dynamiki PKB w II kw. br.



Z początkiem br. pogorszenie koniunktury w wielu sektorach gospodarki

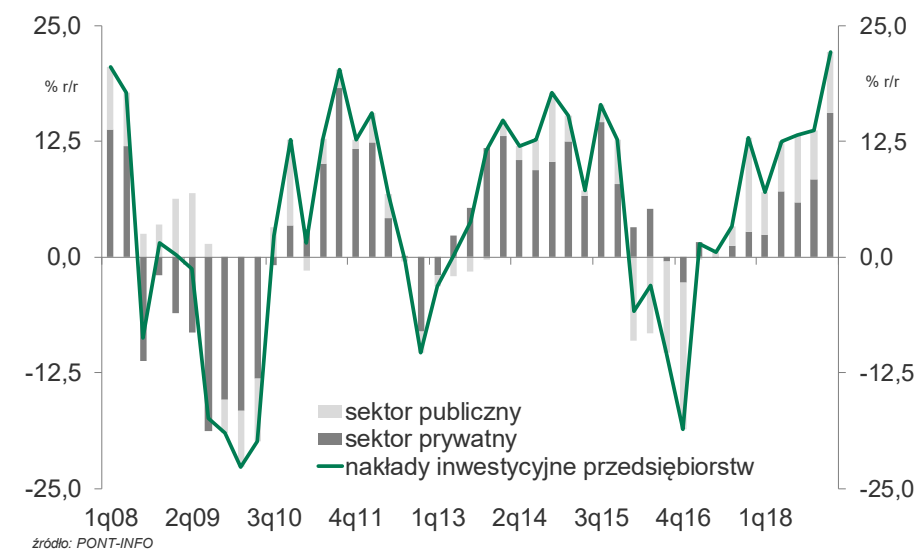




Choć inwestycje firm mogą rosnąć wolniej niż w I kw. br., to wyniki z początku roku zapowiadają wyraźnie wyższą dynamikę w całym roku...

- Biorąc pod uwagę bardzo silne przyspieszenie dynamiki nakładów brutto na środki trwałe, jednocześnie założenia dalszego spowolnienia dynamiki inwestycji Sektora Finansów Publicznych oraz dane GUS dot. nakładów inwestycyjnych w średnich i dużych firmach można wnioskować, że z początkiem roku silniej przyspieszyła dynamika inwestycji firm, po *de facto* rozczarowujących danych za I. 2017–2018.
- Analizując dokładniej strukturę danych dot. nakładów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach można wskazać na: – dalszy lekki wzrost kontrybucji firm publicznych, – znaczące zwiększenie kontrybucji firm z sektora prywatnego, – silny wzrost dynamiki i kontrybucji firm energetycznych oraz z przetwórstwa przemysłowego, – najsilniejszy wzrost kontrybucji nakładów na budynki i budowle i w mniejszym stopniu na sprzęt transportowy.
- Zakładamy, że na silniejsze przyspieszenie aktywności inwestycyjnej firm wpłynęły zarówno efekty cykliczne konieczności odbudowy lub powiększenia potencjału produkcyjnego, jak również uruchomienie dużych projektów inwestycyjnych w części współfinansowanych ze środków UE.
- Biorąc pod uwagę długotrwały efekt inwestycji współfinansowanych ze środków UE oraz firm publicznych i inwestycji środowiskowych zakładamy, że wyższe dynamiki inwestycji przedsiębiorstw utrzymają się także w kolejnych kwartałach, kształtując się na poziomach zdecydowanie wyższych niż w 2018 r.
- Jednocześnie jednak nie zakładamy utrzymania w kolejnych kwartałach dynamiki nakładów brutto notowanej w I kw. br., z uwagi na zakładany negatywny wpływ na krajową gospodarkę sytuacji zewnętrznej. Wg badania NBP dot. koniunktury w sektorze przedsiębiorstw, po wyraźnej poprawie wskaźnika planów nowych inwestycji w I kw., w II kw. ten indeks ponownie obniżył się, reagując na pogorszenie nastrojów firm dot. popytu.

W I kw. br. silne przyspieszenie wzrostu nakładów inwestycyjnych firm średnich i dużych...



...badanie NBP nie wskazuje jednak na dalszy wzrost planów inwestycyjnych firm w II kw. br.

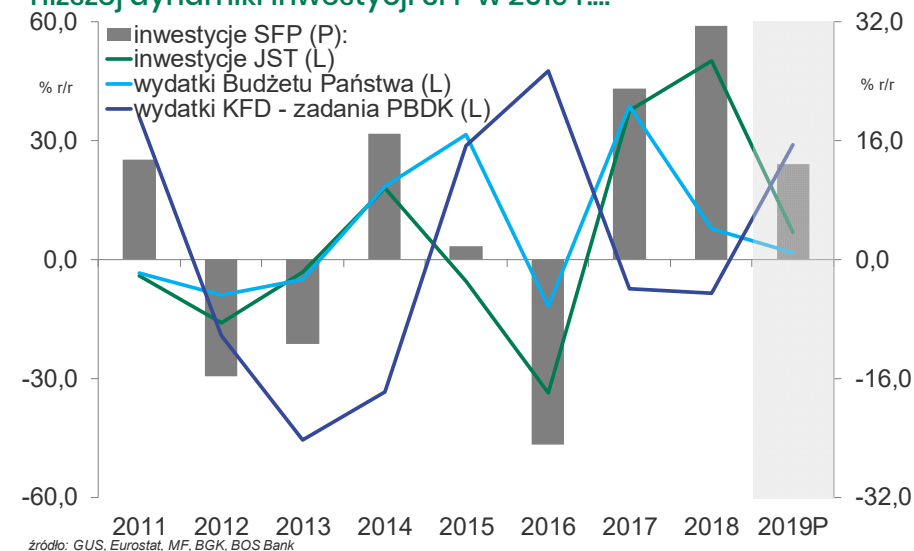




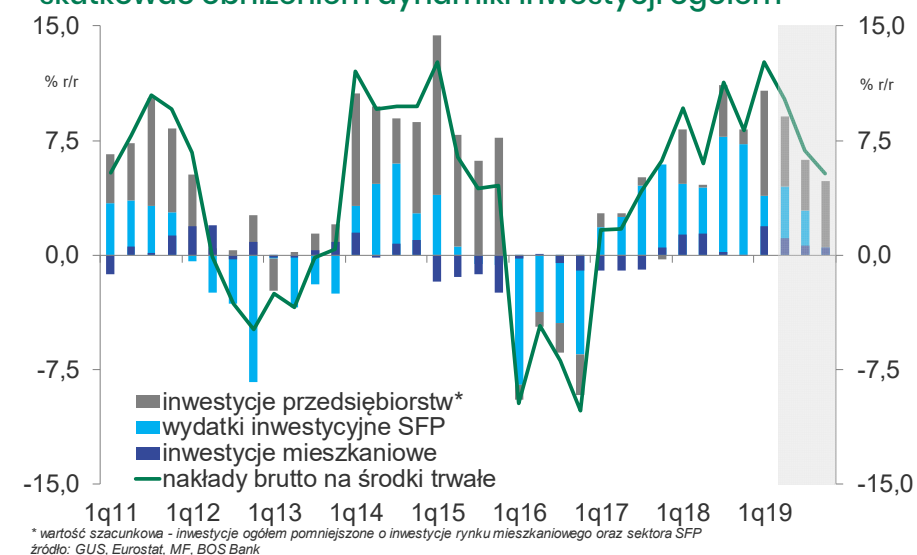
...co przy oczekiwanej niższej dynamice inwestycji SFP będzie obniżać dynamikę inwestycji ogółem w całym 2019 r.

- Biorąc pod uwagę dane za I kw. oraz plany inwestycyjne JST na cały rok (zakładając wykonanie procentowe tych planów na poziomie zbliżonym do lat ubiegłych) podtrzymujemy założenie o wyraźnie niższej dynamice wzrostu inwestycji samorządów, w związku z kumulacją wydatków inwestycyjnych w I. 2017 – 2018, przed jesiennymi wyborami samorządowymi.
- Z tego względu, nawet pomimo zakładanego wyraźnego ożywienia inwestycji na poziomie centralnym (m.in. inwestycje drogowe, kolejowe) z uwagi na kalendarz wyborów do parlamentu, oczekujemy niższej dynamiki wzrostu inwestycji całego sektora finansów publicznych w 2019 r., wobec bardzo wysokich dynamik z I. 2017–2018. W ujęciu wartościowym, wydatki inwestycyjne JST stanowią bowiem blisko 50% wszystkich wydatków SFP. W szczególności silnego spowolnienia aktywności oczekujemy w ostatnich miesiącach roku, przy prawdopodobnym przesuwaniu wydatków centralnych na okres przedwyborczy.
- Tym samym, biorąc pod uwagę zakładanego wyhamowanie – z bardzo wysokiego poziomu z I kw. br. – dynamiki inwestycji przedsiębiorstw oraz stopniowo obniżającą się dynamikę inwestycji publicznych oczekujemy stopniowego obniżenia dynamiki nakładów brutto na środki trwałe ogółem w trakcie 2019 r., po ich silnym wzroście w I kw. br. oraz w całym 2018 r. (wg ostatecznie skorygowanych silnie w górę danych GUS dot. rachunków narodowych).

Dużo wolniejszy wzrost inwestycji samorządów powodem niższej dynamiki inwestycji SFP w 2019 r....



...co pomimo ożywienia inwestycji firm, będzie skutkowało obniżeniem dynamiki inwestycji ogółem

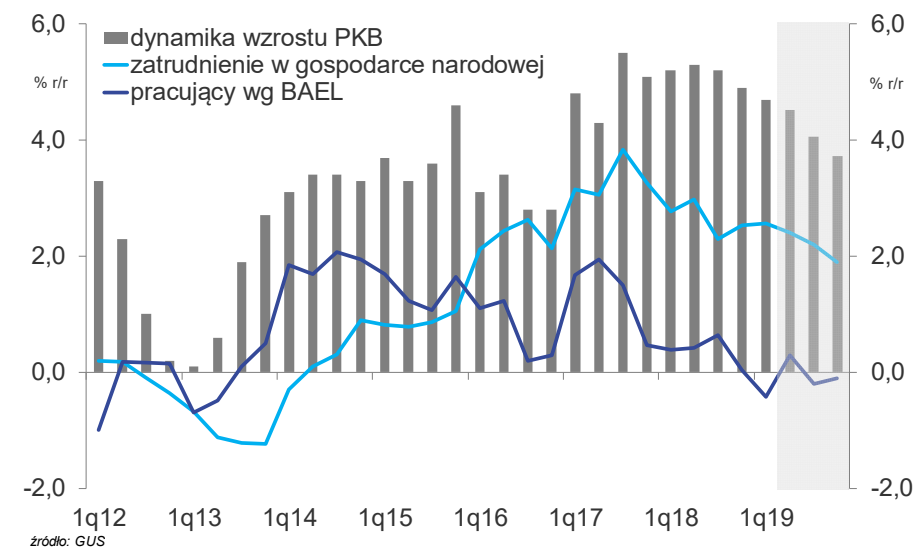




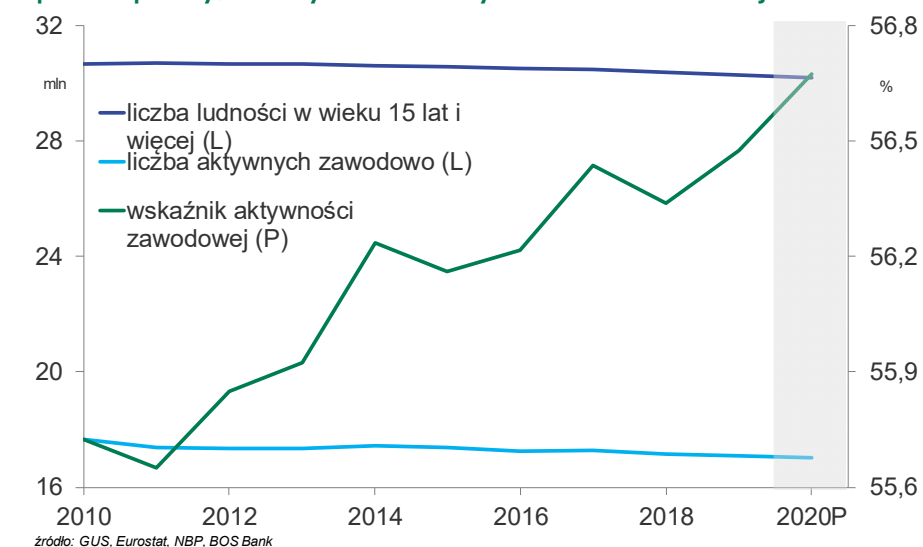
Na krajowym rynku pracy cały czas ważniejsze efekty strukturalne niż cykliczne...

- Z początkiem 2019 r. na krajowym rynku pracy miał miejsce spadek w skali roku liczby pracujących (statystyki wg BAEL), co w głównej mierze jest zapewne efektem ograniczeń po stronie podaży pracy, gdyż statystyki BAEL praktycznie nie uwzględniają zatrudnienia migrantów oraz obcokrajowców.
- Utrzymanie wyraźnie wyższej dynamiki wzrostu zatrudnienia w gospodarce narodowej, wobec statystyk BAEL dot. liczby pracujących jest zapewne odzwierciedleniem rosnącego znaczenia zatrudnienia obcokrajowców, przy już wygasającym efekcie (ważnym w l. 2016-2017) zmian dot. formy prawnej zatrudnienia.
- Przy oczekiwanym spowolnieniu wzrostu gospodarczego (i tym samym pewnym wyhamowaniu popytu na pracę), ale przede wszystkim, przy prawdopodobnie wolniejszym wzroście migracji, oczekujemy w nadchodzących kwartałach stopniowego obniżenia dynamiki zatrudnienia, w szczególności wg statystyk zatrudnienia w gospodarce narodowej.
- Poza utrzymaniem napływu cudzoziemców na krajowy rynek pracy w celu uniknięcia spadku liczby osób zatrudnionych, ważne jest także spełnienie założenia stopniowego wzrostu wskaźnika aktywności zawodowej, czemu powinno sprzyjać utrzymanie wyższej dynamiki wzrostu wynagrodzeń.
- O ile bowiem w warunkach lekkiego spowolnienia aktywności można zakładać nieco niższe tempo wzrostu płac, to fakt strukturalnych zmian na rynku pracy (niedobory podaży pracy) będzie trwale wzmacniał siłę przetargową pracowników podwyższając dynamikę płac w gospodarce.

W nadchodzących kwartałach oczekiwane stopniowe hamowanie dynamiki zatrudnienia



Zmiany demograficzne czynnikiem ograniczającym podaż pracy, ważny wzrost aktywności zawodowej

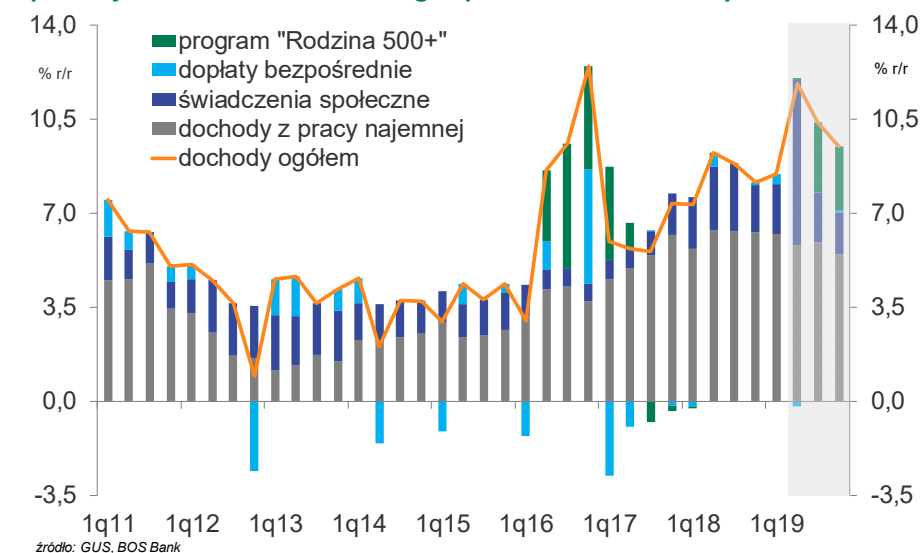




...a dla dynamiki konsumpcji prywatnej dochody z tytułu świadczeń społecznych

- Przy lekkim spadku dynamiki zatrudnienia oraz minimalnie niższej dynamice wynagrodzeń, w kolejnych kwartałach oczekujemy lekkiego spadku dynamiki dochodów z pracy najemnej. Dodatkowo wzrost inflacji CPI będzie silniej zaniżał dynamikę tych dochodów w ujęciu realnym.
- Jednocześnie jednak kumulacja w połowie 2019 r. transferów społecznych (emerytalnych w II kw. i rodzinnych w III kw.) skutkuje silnym przyspieszeniem dynamiki dochodów w całym 2019 r.
- Z tego względu, pomimo obserwowanego wyhamowania dynamiki spożycia gospodarstw domowych na przełomie 2018 i 2019 r. oczekujemy wyhamowania tego trendu w II poł. br.
- W porównaniu do sytuacji z 2016 r., zakładamy, że wzrost dochodów z tytułu świadczeń szybciej będzie przekładał się na wzrost wydatków gospodarstw domowych. Z drugiej strony, wyższy poziom inflacji CPI (przez co niższa siła nabywcza dochodów) oraz prawdopodobne zwiększenie oszczędności gospodarstw domowych, będą ograniczać tempo wzrostu dynamiki konsumpcji prywatnej. Cały czas bowiem, pomimo solidnego wzrostu dochodów gospodarstw domowych na przestrzeni minionych 3 lat trudno wskazać na wyraźne zwiększenie stopy oszczędności gospodarstw domowych, przy ich strukturalnie niskim poziomie.
- Nastroje konsumentów, w tym subindeksy dot. skłonności do dokonywania ważnych zakupów, wskazują na utrzymującą się tendencję podwyższonych dynamiki wydatków w sektorze gospodarstw domowych w miesiącach nadchodzących.

W 2019 r. ponowny impuls transferów społecznych podbija wzrost dochodów gospodarstw domowych...



...co z kolei wspiera silniejszy wzrost konsumpcji prywatnej

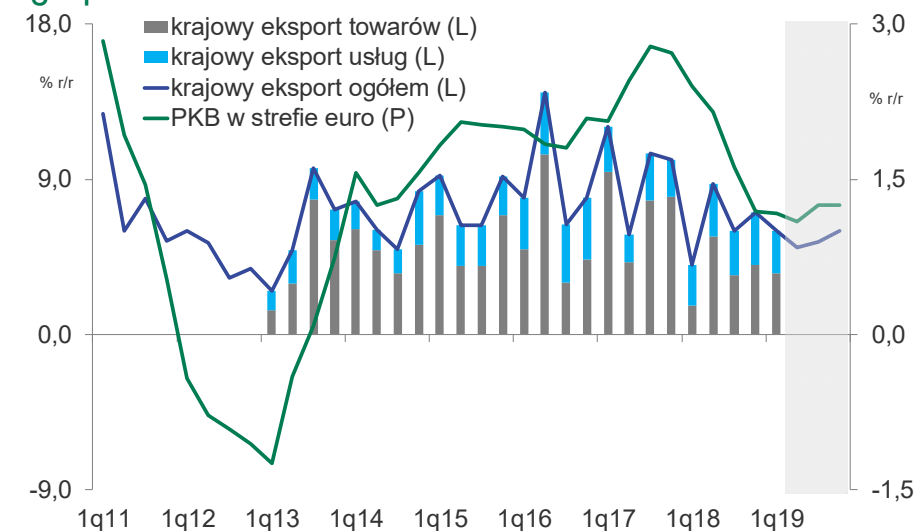




W kolejnych kwartałach oczekiwane dalsze spowolnienie sprzedaży eksportowej...

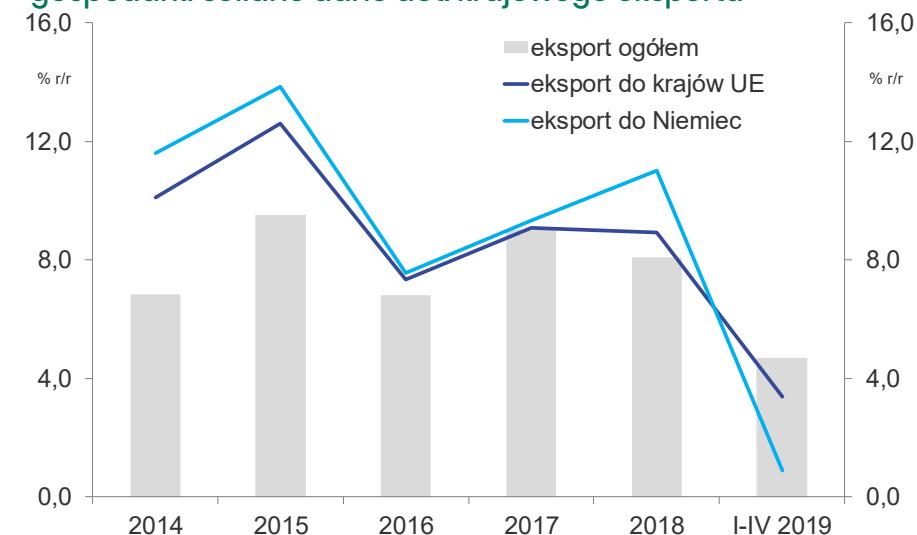
- Dane dot. krajowej gospodarki w 2018 r. oraz na początku 2019 r. wskazują na wysoką odporność na spowolnienie aktywności w gospodarce globalnej, w tym w strefie euro.
- W głównej mierze ten efekt jest związany z notowanym silnym wzrostem popytu krajowego, niwelującym spowolnienie sprzedaży eksportowej (dynamiczny wzrost inwestycji SFP i wydatków publicznych, wysoka dynamika dochodów gospodarstw domowych i tym samym konsumpcji prywatnej). Ten efekt w dużym stopniu będzie utrzymywać się także w nadchodzących kwartałach.
- Poza silnym popytem krajowym, można także wskazywać na dość łagodne spowolnienie dynamiki eksportu. Taka sytuacja w części może wiązać się z relatywnie łagodnym jej ożywieniem – przynajmniej statystycznym w 2017 r. (na statystyki handlu zagranicznego mogły wpływać zmiany podatkowe wdrażane w I. 2016–2017).
- Wśród pozostałych powodów relatywnie niezłych danych eksportowych w 2018 r. można także wymienić rosnące znaczenie usług w krajowym eksporcie. Spowolnienie aktywności strefy euro w 2018 r. koncentrowało się w przemyśle i handlu towarami i w tej grupie faktycznie można wskazać na większą skalę spowolnienia polskiego eksportu już w ub.r.
- Dodatkowo, dane za 2018 r. wskazują na przyspieszenie dynamiki wzrostu eksportu do Niemiec, pomimo najsilniejszego spowolnienia tej gospodarki, przy generalnej tendencji spowolnienia sprzedaży do krajów UE. Wśród działów przemysłu zyskujących w tym okresie na sprzedaży wskazuje się motoryzację, co wg zewnętrznych ośrodków analitycznych może być związane ze wzrostem popytu na samochody benzynowe w Niemczech, przy okresowych ograniczeniach produkcyjnych. Ten efekt w kolejnych kwartałach traci już na znaczeniu, co przekłada się na silniejsze spowolnienie eksportu do Niemiec z początkiem 2019 r., co wspiera oczekiwania spowolnienia dynamiki eksportu i aktywności w przemyśle, pomimo notowanych dotychczas bardzo dobrych danych.

Większa odporność eksportu usług na spowolnienie gospodarcze w strefie euro



źródło: GUS, Eurostat, BOŚ

W 2018 r. pomimo wyraźnego spowolnienia niemieckiej gospodarki solidne dane dot. krajowego eksportu



źródło: GUS



W całym 2019 r. oczekiwany wzrost PKB na poziomie 4,2%

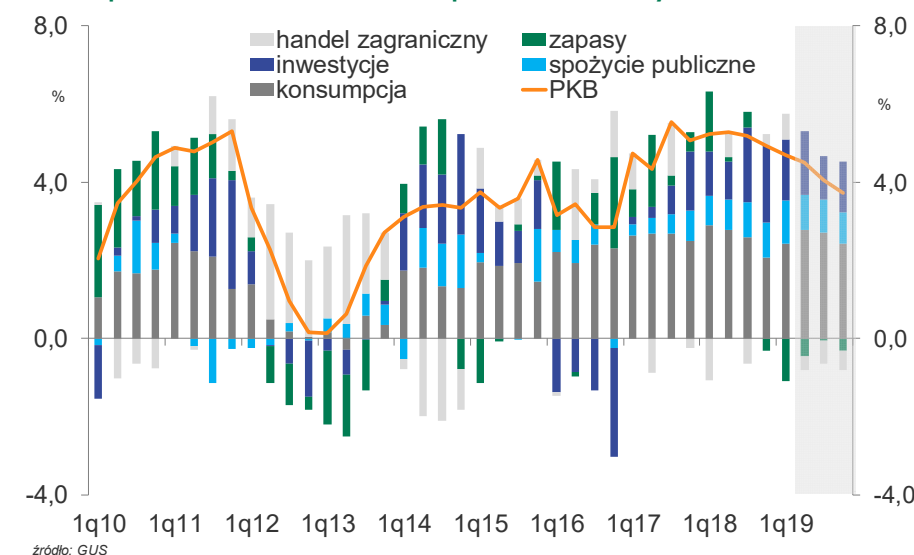
- Podtrzymujemy oczekiwania dalszego spadku dynamiki eksportu w kolejnych kwartałach 2019 r., co stopniowo silniej będzie przekładało się na aktywność gospodarki krajowej.
- W warunkach silnego spowolnienia inwestycji SFP, oczekujemy lekkiego spowolnienia nakładów brutto na środki trwałe, pomimo przyspieszenia aktywności inwestycyjnej w sektorze przedsiębiorstw.
- W warunkach solidnego wzrostu dochodów do dyspozycji oczekujemy utrzymania solidnego wzrostu konsumpcji prywatnej. Dodatkowo w okresie wyborczym zakładamy utrzymanie podwyższonych dynamik spożycia publicznego.
- Pomimo oczekiwanych słabszych perspektyw dla krajowego eksportu, nie oczekujemy pogorszenia kontrybucji eksportu netto we wzrost PKB w br. Taka prognoza wynika z założenia spowolnienia wzrostu także po stronie importu z uwagi na wyraźnie niższą kontrybucję zapasów i tym samym silniejsze spowolnienie popytu krajowego.
- Szacujemy, że dynamika PKB w całym 2019 r. ukształtuje się na poziomie nieco powyżej 4,0% r/r. W II kw. oczekujemy utrzymania dynamiki PKB w okolicach poziomu 4,5% r/r.
- Silniejszego spowolnienia oczekujemy pod koniec roku przy silniej odczuwanych efektach spowolnienia gospodarki globalnej, już wolniejszego wzrostu wydatków publicznych i słabnącego impulsu dochodowego.

Dynamika PKB i struktura wzrostu

dynamika wzrostu	1q19	2q19P	3q19P	4q19P	2018	2019P	
PKB	4,7	4,5	4,1	3,8	5,1	4,2	
popyt krajowy	4,2	4,7	4,9	4,1	5,5	4,4	
spożycie gospodarstw domowych	3,9	4,2	4,6	4,2	4,5	4,2	
spożycie publiczne	% r/r	6,4	4,5	5,0	3,8	4,7	4,8
inwestycje	12,6	10,2	6,8	5,8	8,7	7,9	
eksport	5,9	5,0	5,4	6,0	6,3	5,6	
import	5,0	5,5	6,9	6,7	7,1	6,0	
kontrybucja składowych we wzrost PKB							
spożycie gospodarstw domowych	2,4	2,8	2,7	2,4	2,5	2,7	
spożycie publiczne	1,1	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	
inwestycje	1,6	1,6	1,1	1,4	1,5	1,4	
przedsiębiorstw*	pkt.	0,9	0,6	0,4	0,8	0,7	
mieszkaniowe*	proc.	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	
publiczne*		0,5	0,6	0,4	0,1	0,4	
zapasy	-1,1	-0,4	0,0	-0,3	0,4	-0,4	
eksport netto	0,7	-0,4	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	

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

W II poł. 2019 r. oczekiwane spowolnienie dynamiki PKB

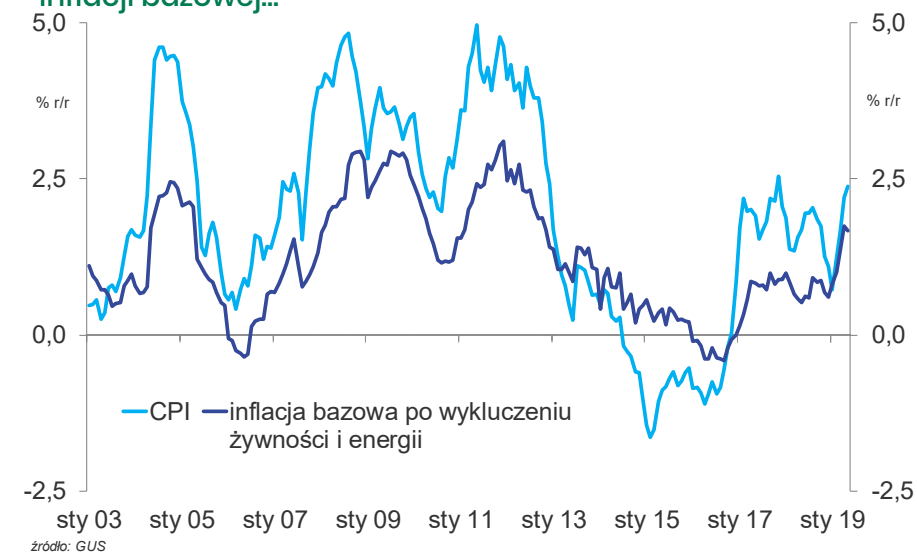




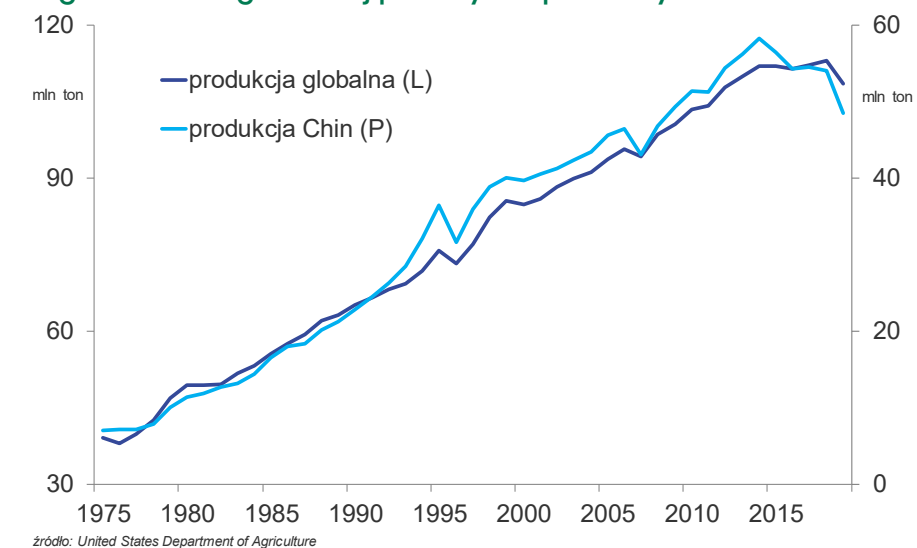
W II kw. skokowy wzrost inflacji CPI w okolice 2,5% r/r

- W II kw. br. miał miejsce skokowy, wyższy wobec oczekiwań wzrost inflacji CPI do ponad 2,0% r/r, wobec spadku inflacji CPI okresowo poniżej 1,5% r/r na przełomie 2018 / 2019. Za wzrost inflacji w tym okresie odpowiadało przyspieszenie dynamiki wzrostu cen żywności oraz wzrost inflacji bazowej.
- Sam wzrost dynamiki cen żywności w II kw. był oczekiwany, niemniej jego skala zaskoczyła *in plus*. Przy nieco wyższych cenach owoców i warzyw (m.in. niesprzyjająca sytuacja pogodowa), kluczowym czynnikiem silnie podbijającym wzrost cen żywności był nagły, blisko 7-procentowy wzrost cen mięsa (w ujęciu kw/kw). Taka sytuacja była z kolei w dominującym stopniu efektem rozprzestrzeniania się choroby afrykańskiego pomoru świń (ASF) w Chinach skutkującej gwałtownym ograniczeniem światowej podaży wieprzowiny.
- Chińska produkcja wieprzowiny stanowi ok. 50% produkcji globalnej, stąd szacowany ubytek pogłowia trzody chlewnej w tym kraju rzędu 20% implikuje ograniczenie podaży globalnej o ok. 10% i tym samym silny wzrost niedopasowania popytu i podaży. Skala wzrostu cen trzody chlewnej w II kw. br. na rynku globalnym była bezprecedensowa, co wpłynęło na ok. 15-procentowy wzrost cen wieprzowiny także na polskim rynku detalicznym, podbijając istotnie indeks cen żywności oraz indeks CPI ogółem.
- W II kw. odnotowano także solidny wzrost inflacji bazowej po wykluczeniu żywności i energii (do poziomu najwyższego od 2013 r.) za sprawą zarówno wzrostu wskaźnika cen administrowanych (głównie solidne podwyżki cen opłat za wywóz śmieci), jak również indeksu cen po wykluczeniu cen administrowanych, silniej zależnego od czynników cyklicznych w gospodarce (przede wszystkim efekt dalszego przyspieszenia wzrostu cen usług).

W II kw. skokowy wzrost inflacji CPI, efekt sporego wzrostu inflacji bazowej...



...oraz cen żywności w warunkach bardzo silnego ograniczenia globalnej podaży wieprzowiny

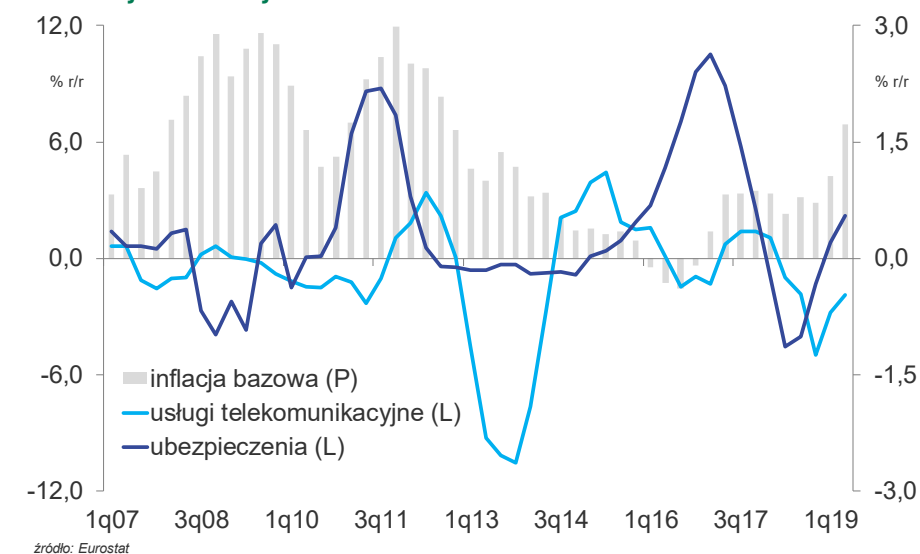




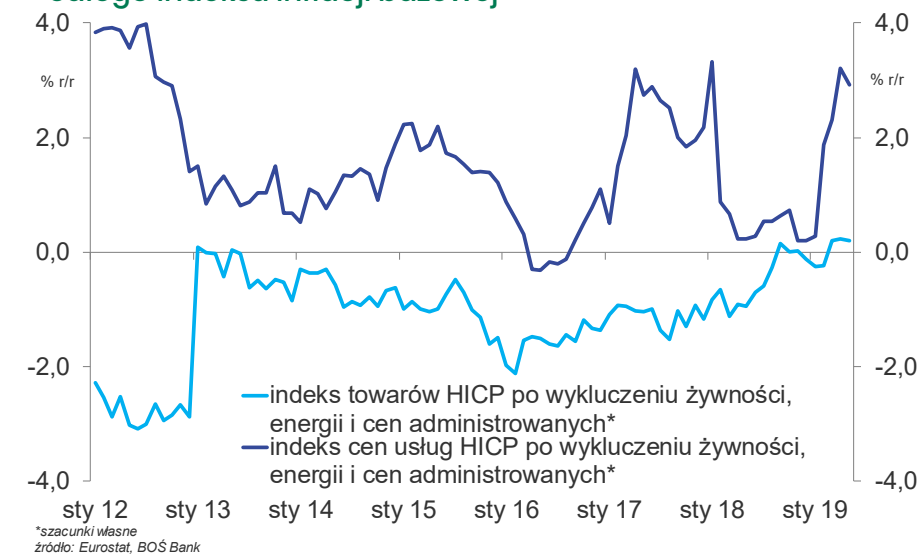
Z początkiem 2019 r. odreagowanie wzrostu inflacji bazowej...

- Solidny wzrost inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii oraz cen o istotnym wpływie decyzji administracyjnych to efekt zarówno kontynuacji (obserwowanych już od kilku kwartałów) wzrostu cen w najbardziej „cyklicznych” sektorach gospodarki, jak również silnego przyspieszenia dynamiki cen w kilku kategoriach, które w ub.r. hamowały wzrost tego indeksu.
- Przed niespełna rokiem wskazywaliśmy na wybrane kategorie (ubezpieczenia, telefonia komórkowa oraz w mniejszym stopniu usługi lotnicze i powiązana z tym turystyka zorganizowana) jako wyraźnie obniżające indeks inflacji bazowej, głównie w zakresie inflacji cen usług. Wskazywaliśmy na oczekiwany okresowy charakter tych spadków, co obecnie materializuje się.
- W większości kategorii wskaźnika inflacji wykluczającego ceny żywności, energii oraz ceny administrowane można natomiast wskazywać na bardziej stopniowy charakter wzrostu, choć indeksy te kształtują się na wysokich (w porównaniu do danych historycznych) poziomach. Na taką sytuację wpływa dotychczasowe i oczekiwane solidne tempo wzrostu spożycia gospodarstw domowych oraz utrzymujący się dynamiczny wzrost kosztów pracy.
- Wzrost cen koncentruje się w kategoriach usługowych, przy pewnym wyhamowaniu na przełomie 2018 i 2019 r. wzrostu indeksu cen dóbr. Na wolniejsze tempo wzrostu cen dóbr wpływa zapewne cały czas niskie tempo wzrostu cen za granicą oraz wyhamowanie trendu wzrostowego cen ropy naftowej (wpływającego na koszty transportu towarów).

Odreagowanie wzrostów cen w wybranych grupach inflacji bazowej...



...które w ub.r. zatrzymały wzrost inflacji w usługach i całego indeksu inflacji bazowej

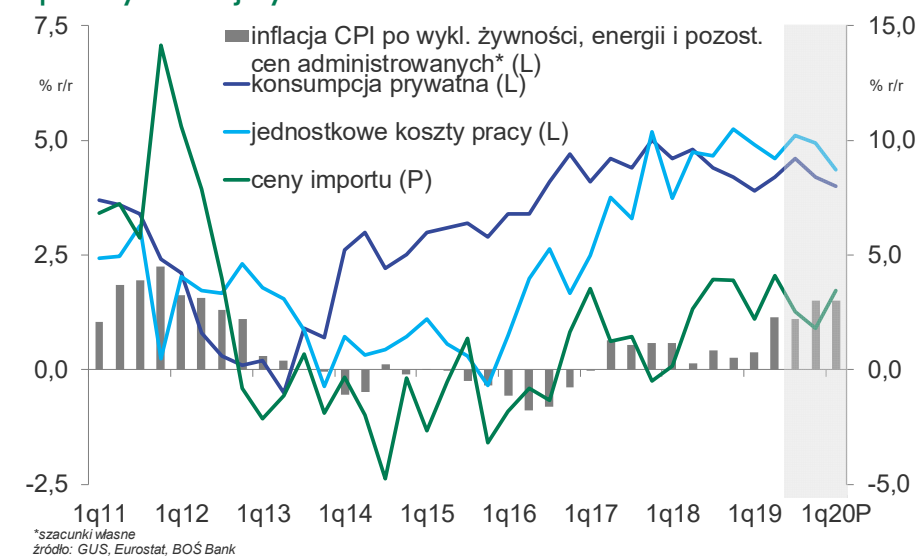




...i oczekiwany dalszy, choć już wolniejszy wzrost inflacji bazowej

- Biorąc pod uwagę, że po części skokowy wzrost inflacji bazowej ma charakter korekcyjny, nie oczekujemy już tak szybkiego wzrostu tego indeksu, jak miało to miejsce w pierwszych miesiącach 2019 r.
- W warunkach utrzymującego się solidnego wzrostu kosztów pracy oraz solidnego popytu oczekujemy dalszego jego wzrostu, niemniej w już ograniczonym tempie. Ponadto wyhamowanie i tak ograniczonego wzrostu cen importu będzie dodatkowo ograniczało wzrost cen towarów.
- Przy sygnałach stopniowego hamowania koniunktury, jak również lekkiego ograniczenia dynamiki wzrostu kosztów pracy te efekty nie powinny skutkować dalszym przyspieszeniem wzrostu cen, niemniej trwały efekt wyższego poziomu wynagrodzeń w krajowej gospodarce, jak również wyzwania związane z wyższymi kosztami energii dla sektora przedsiębiorstw sugerują utrzymanie podwyższonego wskaźnika inflacji bazowej.
- W kolejnych kwartałach oczekujemy także stabilizowania się (choć na podwyższonym poziomie) indeksu cen administrowanych. Dalszy wzrost indeksu powinno ograniczać nieco wolniejsze tempo wzrostu opłat za wywóz śmieci, jednocześnie dotychczasowe ograniczenia podwyżek cen administrowanych (np. wstrzymanie podwyżek opłat za wodę) oraz wzrost kosztów (pracy, energii) będzie podtrzymywał wyższe tempo wzrostu cen w tej grupie towarów i usług w nadchodzących kwartałach.
- Zgodnie z informacjami na początek 2020 r. planowana jest także (pierwsza od ponad 5 lat) podwyżka stawek akcyzy na wyroby tytoniowe i alkoholowe, co także będzie podwyższać indeks cen w grupie towarów i usług o wysokim udziale decyzji administracyjnych na ceny.

Efekty makroekonomiczne wskazują na utrzymanie podwyższonej dynamiki cen...



...podobnie jak wyższe wzrosty cen towarów i usług o znaczącym wpływie decyzji administracyjnych

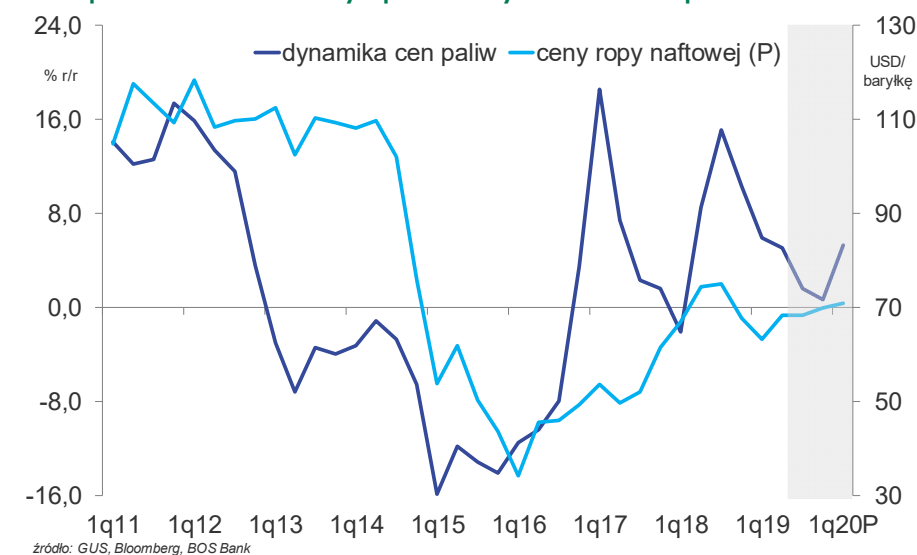




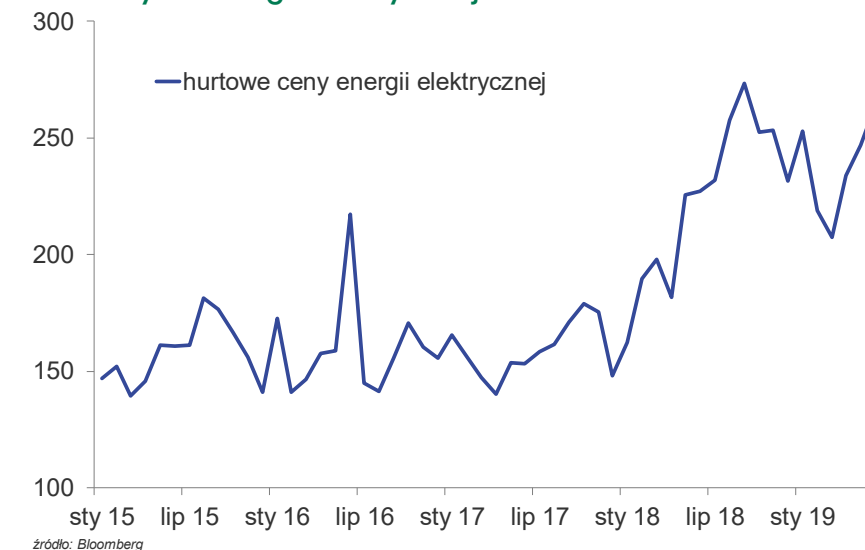
W kolejnych kwartałach niższe tempo wzrostu cen paliw, z początkiem 2020 r. prawdopodobny skokowy wzrost cen energii elektrycznej

- Biorąc pod uwagę założenia stabilizowania się cen ropy naftowej wokół poziomu 70 USD/baryłkę w kolejnych kwartałach, oczekujemy w II poł. 2019 r. oraz z początkiem 2020 niższej dynamiki rocznej cen paliw. Spadek tej dynamiki wynika z wysokich baz odniesienia w związku z okresowym silnym wzrostem cen ropy naftowej w trakcie 2018 r.
- Przy powyższych założeniach oczekujemy, że ceny ropy naftowej nie będą w kolejnych kwartałach czynnikiem stymulującym wzrost inflacji CPI.
- Jednocześnie jednak utrzymuje się problem rosnących hurtowych cen energii elektrycznej, które po lekkim spadku z początkiem br., w II kw. powróciły do historycznie wysokiego poziomu.
- Bezpośrednio, wzrost cen energii elektrycznej będzie – wg naszych założeń podwyższał inflację CPI od początku 2020 r., zakładając, że ustawowe zamrożenie cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych w 2019 r. nie zostanie w przyszłym roku przedłużone. W efekcie, od stycznia 2020 r. oczekujemy skokowego wzrostu cen energii elektrycznej i tym samym cen nośników energii.
- W pośredni sposób wyższe koszty energii będą wpływały na inflację z uwagi na silniejszy efekt podwyższenia kosztów energii elektrycznej dla średnich i dużych firm, gdyż od 1 lipca 2019 r. przedsiębiorstwa obrotu energią nie mają już obowiązku oferowania cen energii elektrycznej na poziomie z 30 czerwca 2018 r. dla średnich i dużych przedsiębiorstw. Choć przewidziana ustawowo możliwość ubiegania się o pomoc *de minimis* (do 200 tys. euro w ciągu trzech lat podatkowych) oraz program rekompensat dla branż energochłonnych będzie hamował najbardziej drastyczne zmiany cen (lub / i stabilizował sytuację finansową tych przedsiębiorstw), niemniej szeroka skala podwyżek cen energii zapewne będzie skutkowała generalnym wzrostem kosztów wytworzenia dóbr i usług, co zapewne wpłynie na wyższe wzrosty cen także na poziomie cen detalicznych.

Przy oczekiwanym stabilizowaniu się cen ropy naftowej, w II poł. br. oczekiwany spadek dynamiki cen paliw...



...ale utrzymujący się pro-inflacyjny efekt wzrostu cen hurtowych energii elektrycznej

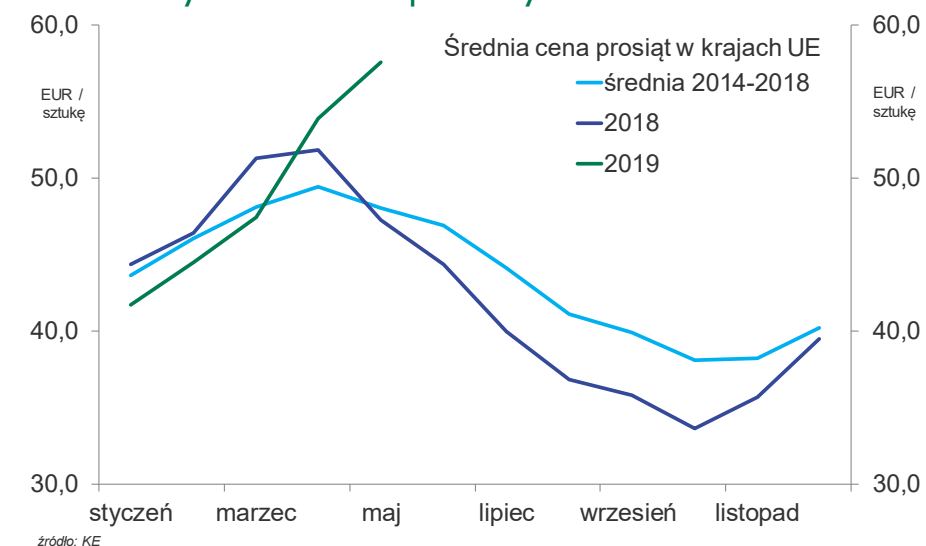




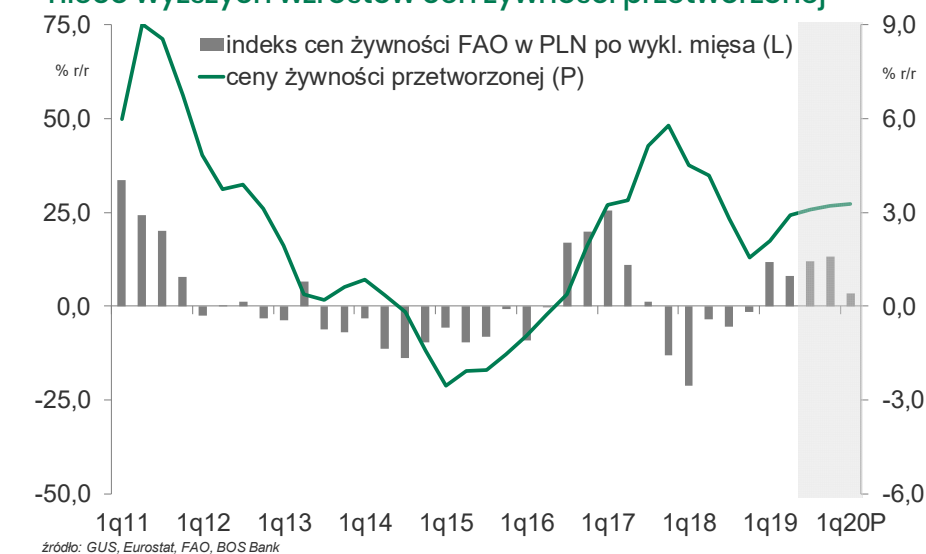
Utrzymanie podwyższonej dynamiki cen żywności

- W II poł. 2019 r. oraz na początku 2020 r. oczekujemy utrzymania podwyższonej dynamiki cen żywności w okolicach 5,0% r/r.
- Biorąc pod uwagę skalę dostosowań podaży na rynku wieprzowiny nie oczekujemy szybkich korekt cenowych, zakładamy, że dopiero w trakcie 2020 r. wzrost podaży trzody chlewnej zacznie ograniczać bieżący wzrost cen mięsa. W kolejnych miesiącach oczekujemy z kolei nawet jeszcze nasilenia trendu wzrostowego cen mięsa jako efektu wtórnego (wzrost cen przetworów mięsnych oraz dalszy wzrost cen mięsa drobiowego z tytułu efektu substytucji).
- W warunkach notowanego wzrostu indeksów cen żywności na rynku globalnym oczekujemy jeszcze na przełomie roku utrzymania podwyższonych dynamik cen żywności przetworzonej, które obniżyć się powinny z kolei w I poł. 2020 r.
- W kolejnych kwartałach oczekujemy niewielkich zmian indeksu cen owoców i warzyw, przy sporym wzroście rocznego indeksu cen owoców oraz spadku indeksu w grupie warzyw. Te zmiany w decydującym stopniu będą wynikały z efektów statystycznych (przed rokiem bardzo niskie ceny owoców pestkowych oraz jabłek, jednocześnie bardzo silne wzrosty cen warzyw korzeniowych). Jeżeli natomiast w miesiącach wakacyjnych będą utrzymywały się wysokie temperatury oraz niskie opady, będzie kolejny rok rostało ryzyko suszy, podbijające na jesieni i w zimie ceny warzyw korzeniowych.
- Zakładamy, że w kolejnych kwartałach osłabnie bardzo wyraźny efekt z I. 2017 – 2018 wyższego wzrostu cen detalicznych żywności w porównaniu do cen surowcowych. Choć presja kosztowa (koszty pracy, energii elektrycznej) będzie utrzymywać się, to wydaje się, że przeliczenie tego typu kosztów na konsumentów jest dużo łatwiejsze w okresach spadku cen surowcowych / hurtowych żywności, co miało miejsce w I. 2017 – 2018.

W kolejnych miesiącach prawdopodobne podtrzymanie bardzo wysokich cen wieprzowiny



Wyższe wzrosty cen surowców żywnościowych powodem nieco wyższych wzrostów cen żywności przetworzonej





Na przełomie 2019 i 2020 r. oczekiwany silny wzrost inflacji w kierunku 3,5% r/r

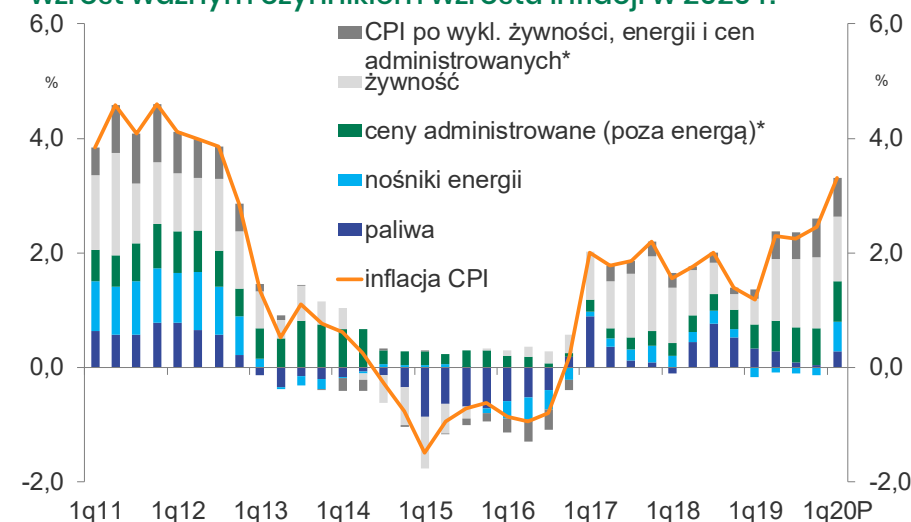
- W II poł. br. oczekujemy utrzymania wskaźnika inflacji w okolicach poziomu 2,5% r/r, po czym na przełomie roku jej wzrostu w kierunku 3,5% r/r.
- Oczekujemy kontynuacji wzrostu inflacji w grupie towarów i usług najbardziej podatnych na efekty cykliczne, utrzymania podwyższonych dynamik cen żywności oraz lekkiego wzrostu cen w grupie towarów i usług o wysokim znaczeniu dla cen decyzji administracyjnych.
- Z początkiem 2020 r. roku skokowy wzrost inflacji CPI będzie efektem założonego wzrostu cen energii elektrycznej (po ich spadku z początkiem 2019 r.) oraz wzrostu rocznej dynamiki cen paliw przy sporym spadku bazy odniesienia (spadek cen ropy naftowej na początku 2019 r.).
- Szacujemy, że na koniec 2019 r. inflacja ukształtuje się powyżej poziomu 2,5% r/r, a w ujęciu średniorocznym w okolicach poziomu 2,0% r/r.
- Oceniamy, że bilans ryzyka dla prognozy bazowej wskazuje na ryzyko wyższej inflacji, przy ryzykach dla prognozy cen żywności (ceny mięsa, zagrożenia związane z suszą) oraz ryzyka związanego ze wzrostem kosztów energii elektrycznej dla sektora przedsiębiorstw.
- Jednocześnie źródłem podwyższonej niepewności dla prognozy inflacji jest skala i rozłożenie w trakcie przyszłego roku założonego wejścia w życie podwyższonych cen energii elektrycznej dla osób prywatnych.

Inflacja CPI i składowe

dynamika wzrostu	2q19	3q19P	4q19P	1q20P	2018	2019P
CPI	2,4	2,3	2,5	3,3	1,7	2,1
żywność i napoje bezalkoholowe	4,7	5,0	5,3	4,5	2,6	4,2
alkohol i wyroby tytoniowe	1,3	1,7	1,9	2,7	1,5	1,6
paliwa	5,3	1,7	0,7	5,3	8,0	3,4
nośniki energii	-0,9	-1,1	-1,4	4,7	1,7	-1,2
pozostałe ceny administrowane*	4,4	4,8	5,0	5,1	2,0	4,4
CPI po wykluczeniu żywności, energii, alkoholu i wyr. i innych cen administrowanych*	1,2	1,2	1,6	1,6	0,4	1,1
inflacja bazowa po wykl. żywności i energii	1,7	1,9	2,2	2,3	0,8	1,7

*szacunki własne, źródło: GUS, BOS Bank

Po obniżce cen energii z początkiem 2019 r. zakładany ich wzrost ważnym czynnikiem wzrostu inflacji w 2020 r.



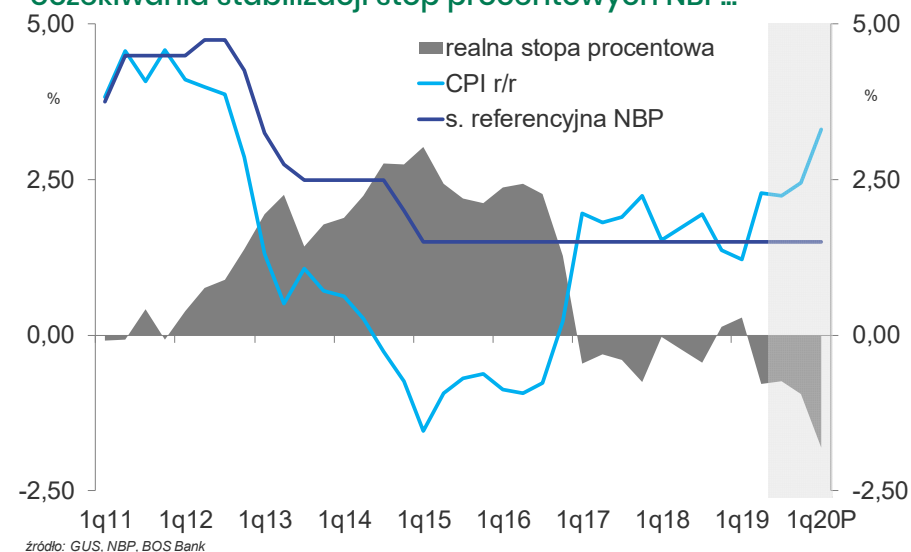
*szacunki własne
źródło: GUS, Eurostat, BOS Bank



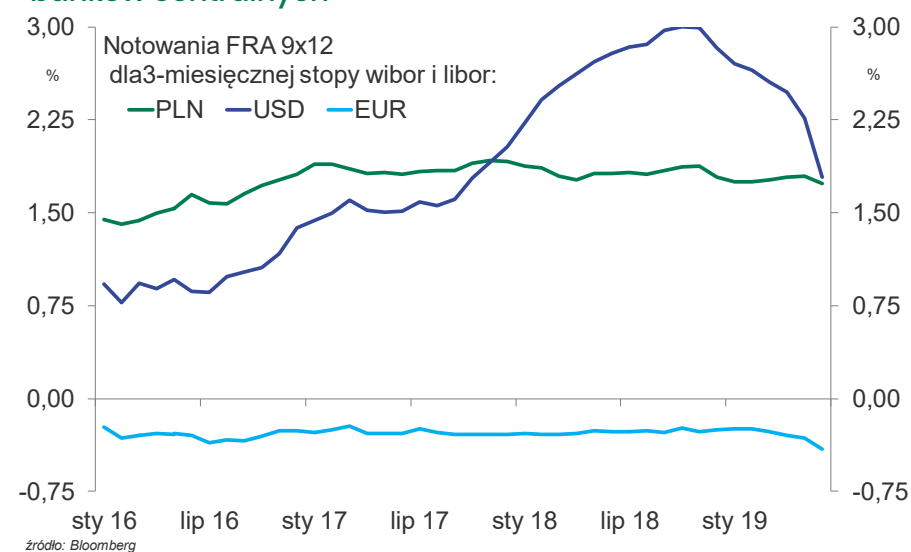
Stabilne stopy procentowe NBP w kolejnych 12 miesiącach

- Rada Polityki Pieniężnej w II kw. oraz na posiedzeniu w lipcu pozostawiła na niezmiennym poziomie stopy procentowe, w tym główną stopę repo na poziomie 1,5% r/r.
- W komunikacie oraz w wypowiedziach prezesa podczas konferencji prasowych podtrzymany został dotychczasowy komunikat wskazujący na oczekiwaną przez większość członków stabilizację stóp procentowych.
- W warunkach przyspieszenia wzrostu inflacji oraz coraz powszechniejszych prognozach jej wzrostu do ponad 3,0% r/r, głosy poszczególnych członków Rady wskazujących na potrzebę rozważenia zacieśnienia polityki pieniężnej mogą być w kolejnych miesiącach częstsze. Uważamy, że bieżące dane inflacyjne mają bardzo istotne znaczenie dla decyzji Rady, stąd w okresie jej przyspieszenia temat zaostrzenia polityki pieniężnej będzie wewnątrz Rady dyskutowany częściej.
- Jednocześnie jednak, biorąc pod uwagę globalne poluzowanie polityki pieniężnej oraz wyższe ryzyka dla perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego zmieniliśmy nasz scenariusz średniokresowy i nie oczekujemy zaostrzenia polityki pieniężnej z początkiem 2020 r. Sądzymy, że te przesłanki przeważą nad argumentem wyraźnego pogłębienia się ujemnych realnych stóp procentowych, skutkującego pewnymi napięciami w gospodarce (np. na rynku nieruchomości). Sądzymy też, że projekcja NBP, wskazująca na obniżenie inflacji CPI w kierunku celu inflacyjnego w 2021 r. z wysokiego poziomu na przełomie 2019 i 2020 r. przebędzie dawała komfort Radzie w utrzymaniu stabilnych stóp.
- Prognozujemy, że w perspektywie kolejnych 12 miesięcy stopy procentowe w Polsce pozostaną na bieżącym poziomie.
- Opcja podwyżki stóp procentowych zyskałaby ponownie na prawdopodobieństwie, w sytuacji silniejszej i szybszej od oczekiwań poprawy sytuacji w gospodarce globalnej i silnego ograniczenia oczekiwań rynkowych na luzowanie polityki pieniężnej Fed i EBC.

Pomimo solidnego wzrostu inflacji na przełomie roku oczekiwania stabilizacji stóp procentowych NBP...



...w warunkach łagodzenia polityki pieniężnej głównych banków centralnych

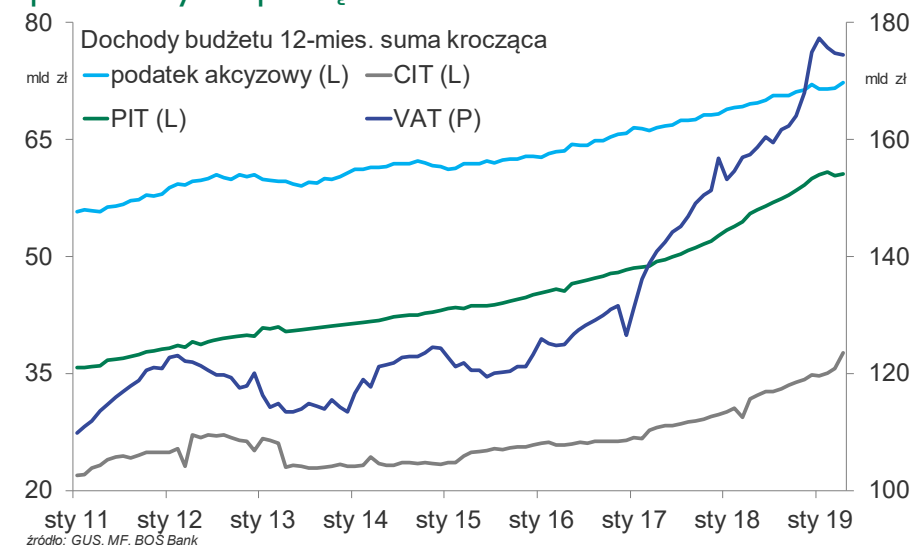




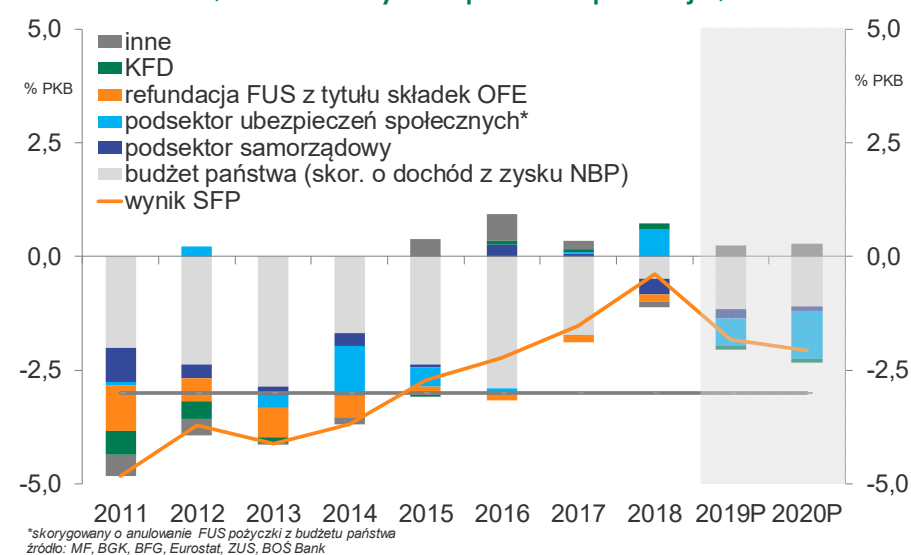
Wyższy deficyt SFP w 2019 r., choć bezpiecznie poniżej 3,0% PKB

- Dane z pierwszych miesięcy 2019 r. wskazują na wyhamowanie dynamiki wzrostu dochodów podatkowych, co przy dodatkowych wydatkach z tytułu świadczeń społecznych wpłynie na wyraźnie wyższy poziom deficytu budżetu w 2019 r. (blisko zapisanego w ustawie poziomu 28,5 mld zł, wobec 10,5 mld zł. w 2018 r.).
- Podtrzymujemy jednak ocenę, że poziom deficytu nie przekroczy zapisanego w ustawie wyniku 28,5 mld zł, przy: - silniejszym pozytywnym wpływie na dochody z podatków pośrednich solidnej konsumpcji oraz rosnącej inflacji w II poł. br., - wysokim wzroście dochodów niepodatkowych, - potencjalnym ograniczeniu wydatków z tytułu dotacji dla FUS (przy wzroście deficytu podsektora ubezpieczeń społecznych).
- Kumulacja wydatków publicznych oraz już mniej spektakularne wyniki FUS (nieco niższe tempo wzrostu dochodów ze składek i rosnące tempo wzrostu wydatków) oraz wolniejsze tempo wzrostu gospodarczego wg naszych szacunków skutkuje wzrostem deficytu SFP w kolejnych latach, do ponad 1,5% PKB w br. z 0,4% PKB w 2018 r.
- Podtrzymujemy także ocenę, że poziom deficytu nie przekroczy w średnim okresie granicy 3% PKB, przy: - potencjalnym ograniczeniu w kolejnych latach wydatków, - dodatkowych dochodach, np. z tytułu opłaty przekształceniowej OFE w I. 2020 – 2021, - coraz mniejszym znaczeniu względnym (np. w relacji do PKB) wydatków kwotowych (świadczenia społeczne) zakładając brak ich podwyższenia, - ograniczeniu deficytu JST oraz KFD w kolejnych „niewyborczych” latach.

Wyhamowanie dynamiki wzrostu dochodów podatkowych z początkiem 2019 r.



Wyższe wydatki powodem skokowego wzrostu deficytu SFP od 2019 r., choć deficyt bezpiecznie poniżej 3,0% PKB

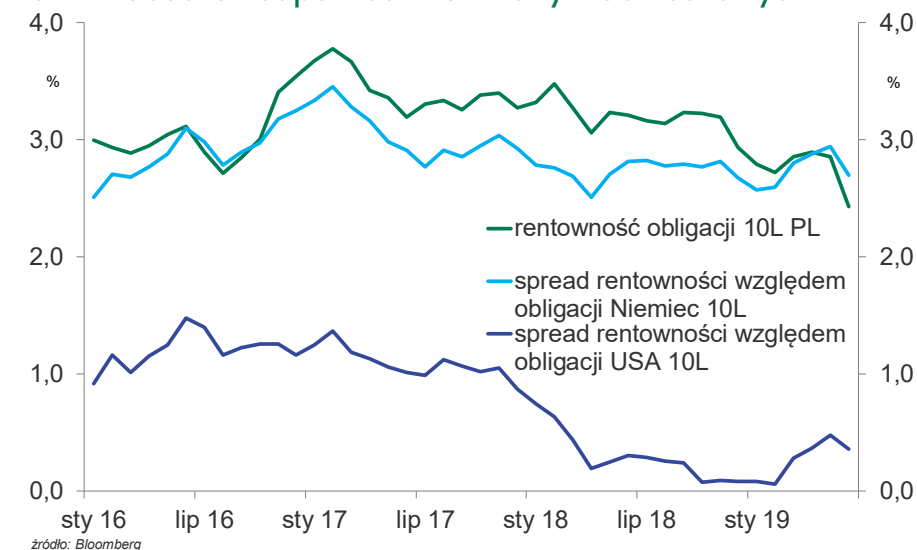




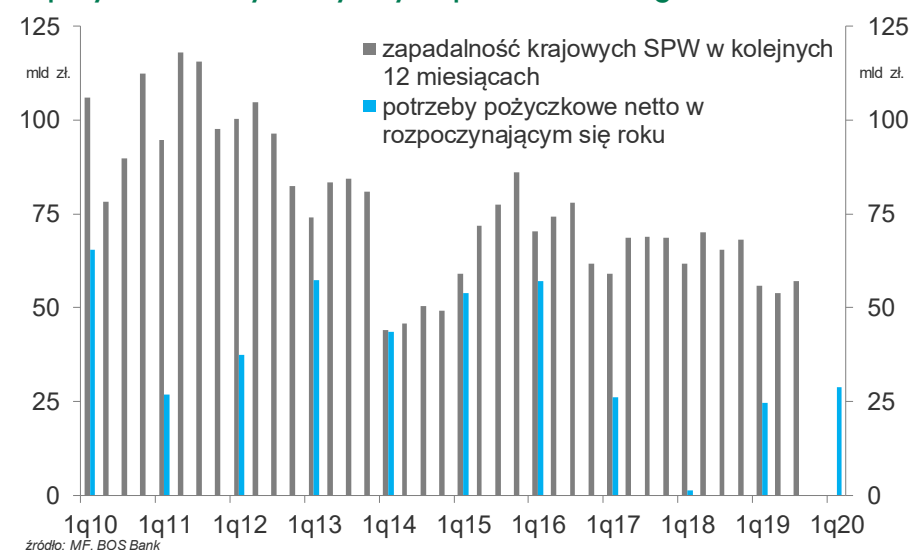
Oczekiwany wzrost rentowności krajowych SPW, jednak do niższego poziomu wobec wcześniejszych oczekiwań

- W II kw. miał miejsce solidny spadek rentowności obligacji skarbowych na dłuższym końcu krzywej dochodowości w warunkach notowanego spadku rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych oraz ograniczenia obaw rynkowych dot. sytuacji fiskalnej (informacje dot. dodatkowych źródeł dochodów finansów publicznych).
- Biorąc pod uwagę korektę prognoz dot. polityki pieniężnej głównych banków centralnych, jak również korektę dot. stóp procentowych NBP obniżyliśmy prognozowany poziom rentowności krajowych SPW w II poł. 2019 r.
- Oczekujemy wzrostu rentowności na dłuższym końcu krzywej wobec poziomów bieżących, z uwagi na prognozowany scenariusz rentowności rynków bazowych i dalszy lekki wzrost spreadów rentowności krajowych SPW wobec ich odpowiedników bazowych.
- Choć w ostatnich miesiącach obawy rynkowe dot. ryzyka wzrostu deficytu SFP powyżej 3,0% PKB osłabły (na co wskazywaliśmy w poprzedniej edycji raportu), to potrzeby pożyczkowe w I. 2019 – 2020 będą kształtować się wyraźnie powyżej ich poziomu z 2018 r. O ile przy wydłużającej się perspektywie stabilnych stóp NBP popyt krajowego sektora bankowego na papiery skarbowe pozostanie bardzo wysoki, to wyraźne ograniczenie zaangażowania inwestorów zagranicznych będzie ograniczać pozytywny wpływ na ceny tego wzrostu popytu.
- Bilans ryzyka dla naszej prognozy można uznać za zrównoważony. Z jednej strony, w sytuacji głębszych dostosowań rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, ale także ograniczonego wzrostu globalnej awersji do ryzyka można oczekiwać niższego poziomu rentowności krajowych papierów. Z drugiej strony w przypadku głębokiego spowolnienia gospodarczego awersja do ryzyka wzrosłaby bardzo silnie, przekraczając pozytywny wpływ niższych rentowności bazowych, co skutkowałoby wzrostem rentowności SPW na rynku krajowym.

Oczekiwany dalszy lekki wzrost spreadów krajowych SPW wobec ich odpowiedników na rynkach bazowych...



...przy zakładanych wyższych podażach długu



Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	1,6	1,4	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,2
Popyt krajowy	% r/r	-0,5	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,5	4,4
Spożycie indywidualne	% r/r	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	4,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	7,9
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	2,1	2,0	-1,3	0,6	0,8	0,3	-0,2	-0,3
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1629,4	1656,9	1720,4	1800,2	1861,1	1989,3	2115,7	2260,2
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	0,0
	mld EUR	-14,5	-5,0	-8,5	-2,4	-2,2	0,7	-2,9	0,0
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	15,1	15,7	16,5	13,0	10,0	11,1	15,7	16,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	12,8	13,5	12,3	10,5	8,9	7,3	6,1	5,4
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,0	-1,1	0,2	0,9	2,3	3,3	2,6	2,3
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	3,7	3,4	3,6	3,3	3,8	5,3	7,2	6,9
	% r/r, real.	0,0	2,5	3,6	4,3	4,4	3,2	5,4	4,7
Inflacja CPI	% r/r, śr.	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,1
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,7
Depozyty ogółem	% r/r	5,9	5,7	9,3	7,4	9,4	4,2	9,1	7,8
Kredyty ogółem	% r/r	1,7	3,7	6,8	6,9	4,9	3,8	7,2	6,1
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-3,7	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,5	-0,4	-1,7
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	53,7	55,7	50,4	51,3	54,2	50,6	48,9	46,2
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	2,75	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%, k.o.	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,72
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	3,07	2,99	1,78	1,56	2,01	1,69	1,33	1,65
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	3,17	3,77	2,13	2,21	2,87	2,66	2,13	2,20
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	3,72	4,32	2,51	2,94	3,62	3,29	2,81	2,90
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,09	4,15	4,26	4,26	4,42	4,17	4,30	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	3,10	3,01	3,51	3,90	4,18	3,48	3,76	3,71
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,39	3,38	3,54	3,94	4,12	3,57	3,82	3,76
założenia zewnętrzne		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P
PKB - USA	% r/r	2,2	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	2,9	2,6
PKB - strefa euro	% r/r	-0,8	-0,2	1,4	2,0	1,9	2,5	1,9	1,0
PKB - Chiny	% r/r	-0,8	-0,2	1,4	2,0	1,9	2,5	1,9	1,0
Inflacja (CPI) - USA	% r/r, śr.	2,0	1,5	1,5	0,2	1,3	2,1	2,4	1,6
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, śr.	2,5	1,3	0,3	0,2	0,4	1,4	1,4	1,3
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	1,50	2,50	2,00
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	2,10
Obligacje USA 10L	%, k.o.	1,77	3,05	2,18	2,28	2,46	2,42	2,70	2,25
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,75	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,30
Obligacje GER 10L	%, k.o.	1,30	1,94	0,54	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,15
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,32	1,37	1,22	1,09	1,05	1,20	1,15	1,15
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	111,7	108,7	98,9	52,4	43,8	54,3	71,0	67,5

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

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

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

źródła: prognozy BOŚ Bank, dane historyczne: NBP, GUS, Bloomberg

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		1q18	2q18	3q18	4q18	1q19	2q19P	3q19P	4q19P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	5,2	5,3	5,2	4,9	4,7	4,5	4,1	3,8
Popyt krajowy	% r/r	6,6	4,9	6,1	4,8	4,2	4,7	4,9	4,1
Spżycie indywidualne	% r/r	4,6	4,8	4,4	4,2	3,9	4,2	4,6	4,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	9,6	6,0	11,3	8,2	12,6	10,2	6,8	5,8
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-1,4	0,4	-0,9	0,1	0,5	-0,3	-0,2	-0,2
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,2	-0,1	-0,6	-0,6	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
	mld EUR	0,5	0,4	-2,6	-1,2	1,8	0,3	-2,2	0,1
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	6,6	5,8	5,7	5,8	5,9	5,2	5,0	5,3
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,8	3,0	2,3	2,5	2,6	2,4	2,2	1,9
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	6,2	7,1	7,6	7,7	7,1	6,8	7,0	6,8
	% r/r, real.	4,6	5,3	5,6	6,2	5,8	4,3	4,6	4,2
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	1,3	2,0	1,9	1,1	1,7	2,6	2,4	3,0
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	0,7	0,6	0,8	0,6	1,4	1,9	2,0	2,4
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%, k.o.	1,70	1,70	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,47	1,61	1,54	1,33	1,68	1,59	1,60	1,65
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,34	2,53	2,53	2,13	2,21	1,98	2,00	2,20
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	3,16	3,20	3,24	2,81	2,84	2,40	2,50	2,90
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,21	4,36	4,27	4,30	4,30	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	3,41	3,74	3,68	3,76	3,84	3,73	3,76	3,71
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,58	3,77	3,76	3,82	3,85	3,83	3,79	3,76
założenia zewnętrzne		1q18	2q18	3q18	4q18	1q19	2q19P	3q19P	4q19P
PKB – USA	% r/r	2,6	2,9	3,0	3,0	3,2	2,7	2,3	2,2
PKB – strefa euro	% r/r	2,5	2,2	1,7	1,2	1,2	0,9	1,0	1,0
PKB – Chiny	% r/r	6,8	6,7	6,5	6,4	6,4	6,2	6,0	6,0
Stopa funduszy federalnych Fed*	%, k.o.	1,75	2,00	2,25	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	2,81	2,60	2,32	2,10	2,10
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,76	2,88	3,09	2,70	2,41	2,01	2,05	2,25
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0,35	-0,30
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,49	0,30	0,47	0,24	-0,07	-0,33	-0,25	-0,15
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0,75	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,23	1,17	1,16	1,15	1,12	1,14	1,13	1,15
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	66,9	74,5	75,1	67,7	63,3	68,4	68,3	70,0

% r/r – procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. – przeciętnie w okresie

k.o. – na koniec okresu

real. – po korekcie o zmiany cen

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

źródła danych historycznych: NBP, GUS, Bloomberg

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

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

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.