

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

20 grudnia 2019

**U progu 2020 r. długo wyczekiwany
spadek niepewności w gospodarce**



**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

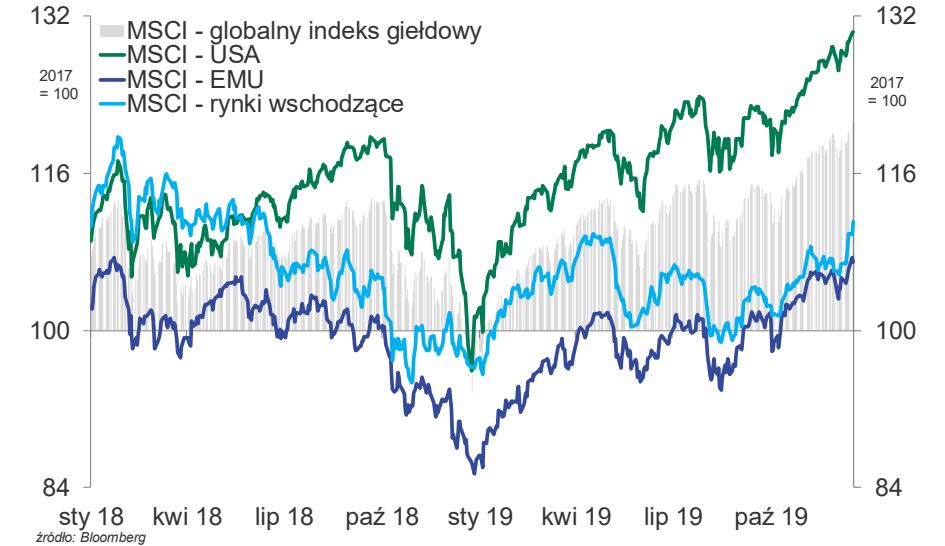
- Pod koniec 2019 r. oceny perspektyw wzrostu gospodarki globalnej pozostają ostrożne, niemniej ryzyka dla scenariusza stabilizowania się sytuacji gospodarczej obniżyły się w porównaniu do sytuacji sprzed kwartału. Na taką ocenę wpływa osiągnięcie porozumienia dot. pierwszej części umowy handlowej USA – Chiny, brak podwyżki przez USA ceł na import samochodów z krajów UE, obniżenie niepewności dot. scenariusza brexitu oraz pierwsze sygnały stabilizowania się – na słabszych poziomach – koniunktury w gospodarce światowej.
- Zakładamy, że w 2020 r. wzrost PKB będzie się stabilizował w strefie euro i Chinach, przy jego lekkim spowolnieniu w USA, jeżeli nie nastąpi ponowna eskalacja czynników ryzyka. Taki scenariusz powinien sprzyjać stabilizacji parametrów polityki pieniężnej głównych banków centralnych.
- Trudno jednak zakładać dynamiczne ożywienie aktywności globalnej gospodarki, co będzie w kolejnych kwartałach ograniczało skalę wzrostu cen aktywów o wyższym profilu ryzyka i jednocześnie utrzymywało na niższych poziomach rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych.
- Przy umiarkowanie korzystnych perspektywach gospodarczej i rynkowej sytuacji na świecie oczekujemy także utrzymania solidnych cen krajowych aktywów finansowych, w tym nieco silniejszych notowań złotego i jedynie niewielkiej skali spadku cen obligacji na dłuższym końcu krzywej dochodowości. Jednocześnie biorąc pod uwagę wciąż wiele wyzwań średnioterminowych, podobnie jak w 2019 r. należy liczyć się z podwyższoną zmiennością globalnej awersji do ryzyka co może przekładać się na zmienność cen aktywów finansowych.
- Przy założeniu stabilizowania się sytuacji w gospodarce globalnej oczekujemy ograniczonej skali spowolnienia polskiej gospodarki w kierunku 3,5% r/r w 2020 r., wobec wzrostu 4,2% r/r szacowanego w 2019 r. W kolejnych kwartałach oczekujemy słabnącej dynamiki inwestycji przedsiębiorstw, utrzymania niższej dynamiki inwestycji SFP oraz bardzo powolnego obniżenia dynamiki konsumpcji gospodarstw domowych.
- Po wzroście inflacji CPI w połowie 2019 r. w kierunku celu inflacyjnego RPP w nadchodzących miesiącach oczekujemy dynamicznego wzrostu inflacji CPI w kierunku 4,0% r/r w I kw. 2020 r. Przy utrzymujących się bardzo wysokich cenach żywności oraz inflacji bazowej dodatkowo podwyżki cen energii oraz wielu towarów i usług o wysokim wpływie decyzji administracyjnych na ceny w pierwszych miesiącach 2020 roku skutkuje skokowym wzrostem inflacji. Jeżeli spełni się nasz scenariusz normalizacji cen na rynku żywności, prawdopodobny jest wyraźny spadek inflacji w II poł. 2020 r.
- Podtrzymujemy prognozę stabilizacji stóp procentowych NBP w 2020 r. Z jednej strony wysoki wzrost inflacji CPI, a z drugiej słabnące tempo wzrostu gospodarczego przełożą się na utrzymanie dotychczasowej postawy RPP.



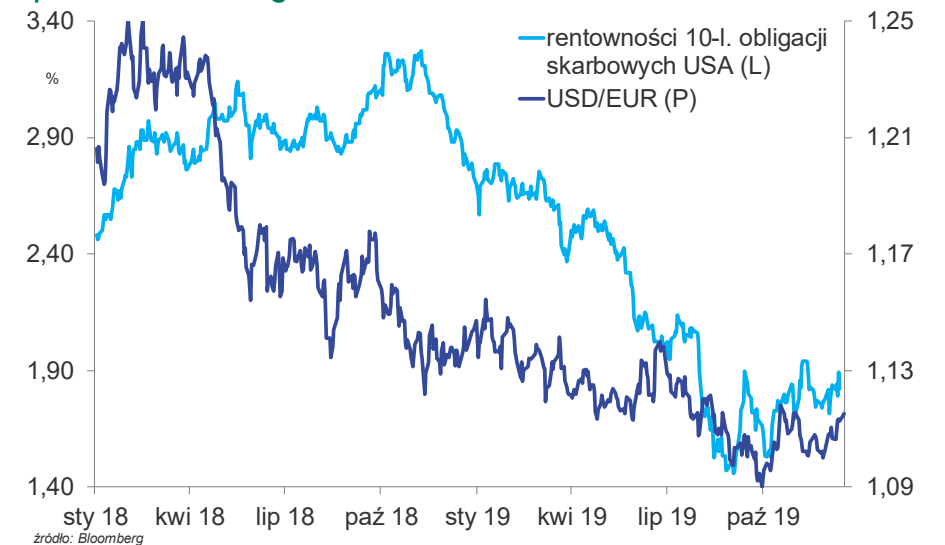
Pod koniec 2019 r. wyraźna poprawa nastrojów na globalnym rynku finansowym...

- W IV kw. nastroje na globalnym rynku finansowym poprawiły się, przy ograniczeniu krótkookresowych czynników ryzyka dla wzrostu gospodarczego, dzięki: – zakończeniu pierwszego etapu negocjacji handlowych USA – Chiny i zapowiedzi podpisania umowy handlowej pierwszej fazy, – obniżeniu niepewności dot. procesu wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej po wyborach parlamentarnych w Wielkiej Brytanii, – pierwszym sygnałom stabilizowania się danych ze sfery realnej gospodarki globalnej.
- Dzięki zdecydowanej poprawie nastrojów rynkowych w ostatnich tygodniach 2019 r. w całym roku odnotowany będzie wyraźny wzrost cen aktywów o wyższym profilu ryzyka, przy podwyższonej zmienności notowań w trakcie roku w reakcji na zmieniający się bilans ryzyka sytuacji w gospodarce globalnej (np. częste tzw. „zwroty akcji” w trakcie negocjacji handlowych USA-Chiny).
- Słabsze – wobec prognoz sprzed roku – wyniki wielu gospodarek rozwiniętych, a przede wszystkim obawy przed głębszym spowolnieniem, poskutkowały poluzowaniem polityki pieniężnej Fed i EBC i wyraźnym spadkiem w 2019 r. rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Pod koniec roku rentowności wzrosły nieco powyżej lokalnych (USA) i historycznych (Niemcy) minimów.
- Zdecydowanie mniejszą zmienność, zarówno w IV kw. jak i w całym roku, notowano na rynku walutowym, w szczególności w zakresie dwóch najważniejszych walut tj. euro oraz dolara.

Pod koniec roku wyraźna poprawa nastrojów na globalnym rynku finansowym...



...w połączeniu z zakończeniem luzowania polityki pieniężnej powodem lekkiego wzrostu rentowności SPW

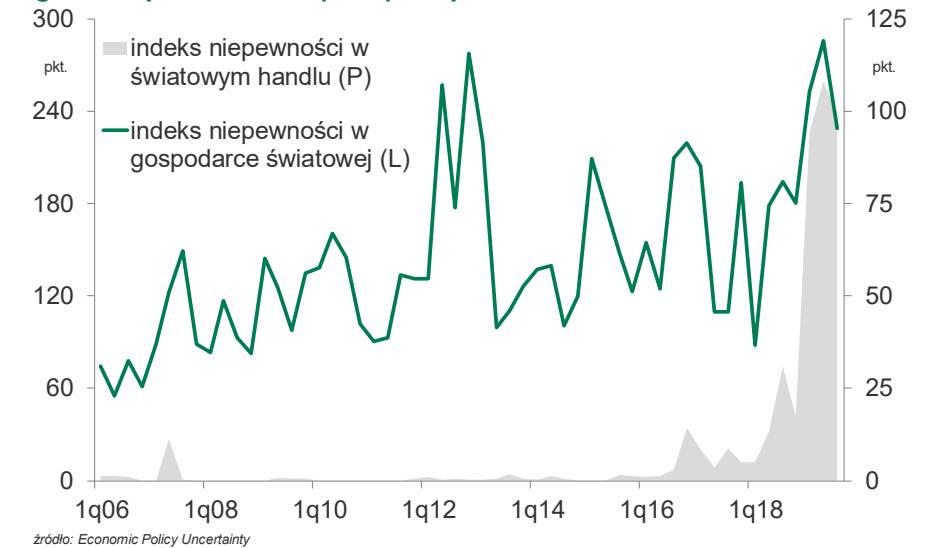




...dzięki ograniczeniu ryzyka dalszej eskalacji „wojny handlowej” ...

- W połowie grudnia USA i Chiny poinformowały o kompromisie w zakresie porozumienia handlowego pierwszej fazy. To wstępne porozumienie ma zostać podpisane z początkiem stycznia i zacząć obowiązywać 30 dni po podpisaniu.
- Zgodnie z ustaleniami: – Chiny zakupią towary rolne o wartości 40-50 mld USD i w kolejnych latach zwiększą skalę importu z USA o nie mniej niż 200 mld USD (wzrost o 100%), – USA zawiesiły planowane na 15 grudnia kolejne podwyżki ceł, ponadto mają zredukować o połowę stawki ceł na import z Chin wprowadzone we wrześniu 2019 r., – Chiny zobowiązały się do wprowadzenia reform ochrony własności intelektualnej, ograniczenia wymuszania transferu technologii firm działających na chińskim rynku, ograniczenia barier wejścia na chiński rynek finansowy.
- Porozumienie jest istotne z punktu widzenia ograniczenia ryzyka dalszej eskalacji wojny handlowej w krótkim okresie i wzrostu niepewności dot. perspektyw gospodarczych, która w minionych kwartałach wzrosła bardzo silnie. Można oczekiwać, że pozwoli ono na dalsze ograniczenie dotychczasowych spadków aktywności w globalnym handlu.
- Z drugiej strony mniejsza od oczekiwań skala obniżenia taryf, utrzymująca się niepewności dot. dalszych etapów negocjacji ograniczają potencjalne pozytywne efekty dla perspektyw wzrostu gospodarczego w dłuższym horyzoncie. Przy bardzo silnym wzroście niepewności przedsiębiorstw w połowie 2019 r. oraz długim i trudnym procesie negocjacji pierwszej części umowy inwestorzy i przedsiębiorcy pozostaną zapewne ostrożni. Ponadto realność znacznego wzrostu importu Chin oraz wdrażania reform strukturalnych to także dodatkowy czynnik niepewności dot. perspektyw gospodarczych.
- W połowie listopada administracja USA nie podała żadnych informacji dot. ceł na import samochodów z UE, co zostało powszechnie odczytane jako zawieszenie planów podwyżek stawek. Ta decyzja stanowi bardzo istotne ograniczenie ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro.

W II poł. 2019 r. lekki spadek niepewności dot. sytuacji w globalnym handlu i perspektyw wzrostu...



...przy ograniczeniu spadku wolumenu w globalnym handlu

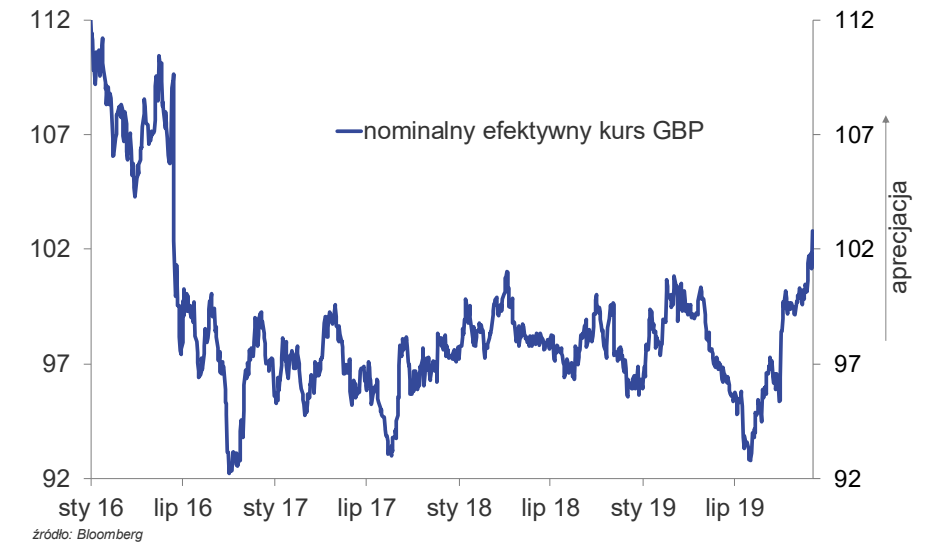




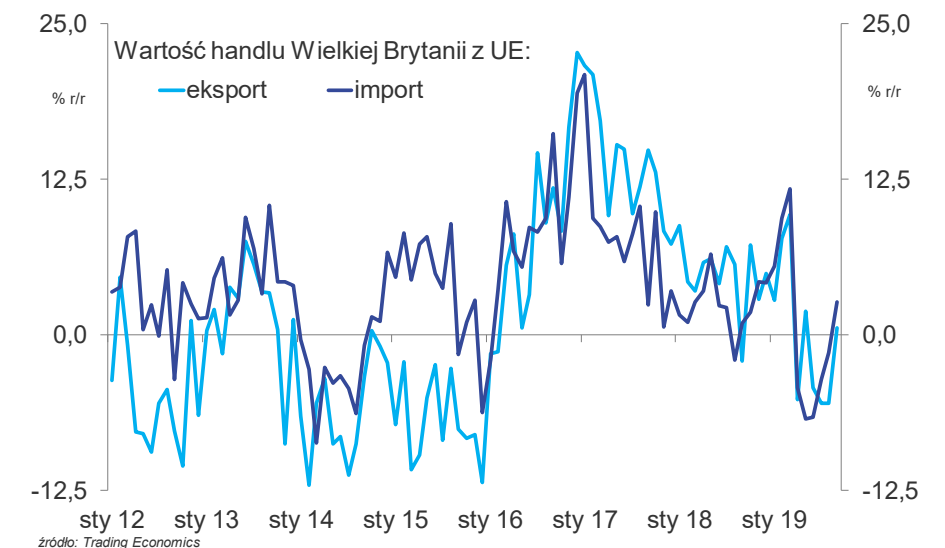
...niepewności dot. brexitu...

- W grudniowych przedterminowych wyborach parlamentarnych do Izby Gmin Partia Konserwatywna kierowana przez premiera B. Johnsona wyraźnie zwyciężyła, uzyskując bezpieczną bezwzględną większość w brytyjskim parlamencie.
- Biorąc pod uwagę zobowiązanie kandydujących posłów do poparcia wynegocjowanej w październiku przez premiera umowy wyjścia Wielkiej Brytanii z UE i wyraźnej zapowiedzi w kampanii realizacji brexitu zgodnie z wynegocjowaną umową, można zakładać, w bazowym scenariuszu Wielka Brytania opuści UE przed 31 stycznia 2020 r.
- Pod koniec stycznia zaczną obowiązywać tzw. okres przejściowy w którym nie dojdzie do istotnych zmian w relacjach Wielkiej Brytanii oraz UE. W najbliższym czasie rozpoczną się natomiast negocjacje dot. kształtu umowy handlowej między Wielką Brytanią a UE, po tym jak Wielka Brytania opuści wspólny rynek oraz unię celną. W bazowym harmonogramie taka umowa powinna zostać zawarta do końca 2020 r., w pierwotnej wersji umowy zakładano możliwość wydłużenia okresu przejściowego do końca 2022 r.
- Sądzymy, że celem brytyjskiego rządu będzie szybki proces negocjacji umowy, niemniej sama umowa handlowa może być trudniejsza do wynegocjowania niż umowa wyjścia. Z tego względu trudno mówić o całkowitym ograniczeniu ryzyka związanego z brexitem, gdyż wciąż nie wiadomo ostatecznie, jak będą wyglądały relacje Wielkiej Brytanii z krajami UE w długim horyzoncie.
- Informacje dot. zmian w projekcie rządowym ustawy dot. wyjścia Wielkiej Brytanii z UE co do ograniczenia możliwości wydłużenia okresu przejściowego poza 2020 r. wskazują, że ryzyka związane z brexitem mogą na rynek powrócić szybciej, niż można było tego oczekiwać tuż po ogłoszeniu wyników wyborów.

Inwestorzy optymistyczni po wyborach parlamentarnych w Wielkiej Brytanii



Wyższa zmienność danych dot. handlu zagranicznego w okresie niepewności dot. brexitu

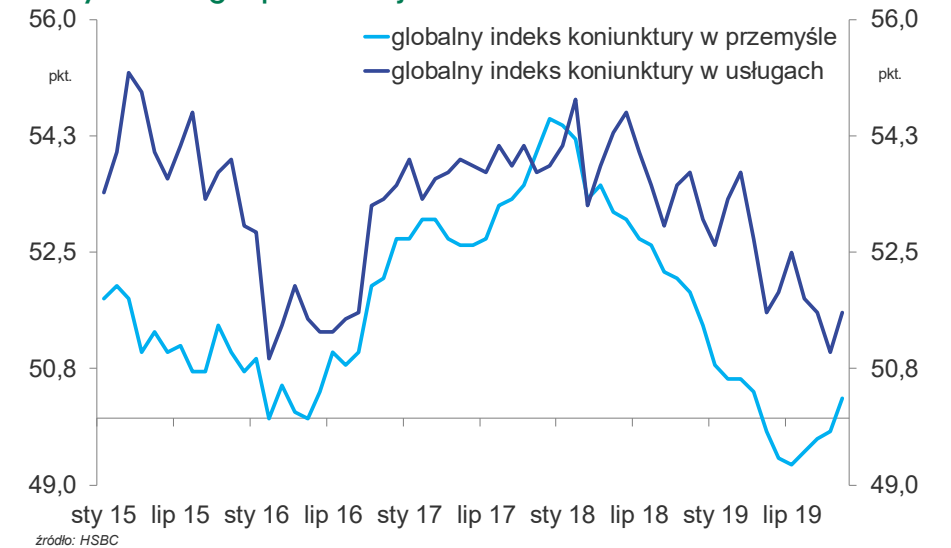




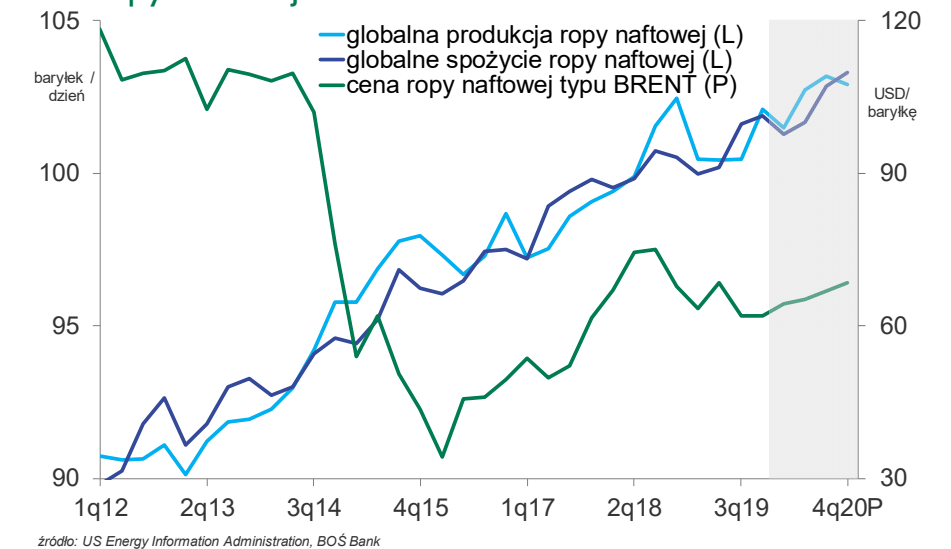
...oraz przy pierwszych sygnałach stabilizowania się danych ze sfery realnej

- Publikowane w IV kw. 2019 r. dane ze sfery realnej wskazują na pierwsze, trwalsze sygnały stabilizowania się – choć na wciąż bardzo słabym poziomie – sytuacji w globalnej gospodarce. Ostatnie miesiące przyniosły wyraźne ograniczenie spadku wskaźników koniunktury w globalnym przemyśle oraz pewne wyhamowanie spadku indeksów koniunktury w usługach.
- Pod koniec 2019 r. pozytywnie zaskakiwały dane ze sfery realnej Chin, dobre dane z amerykańskiego rynku pracy oraz dane dot. wskaźników koniunktury gospodarczej w strefie euro. Nadal natomiast na słabszym od oczekiwań poziomie kształtowały się dane z niemieckiego przemysłu.
- Stabilizowanie się wskaźników gospodarczych jest ważnym sygnałem, ograniczającym obawy przed scenariuszem pogłębienia spowolnienia i wspierającym oczekiwania stabilizowania się tempa wzrostu gospodarczego na świecie.
- Jednocześnie jednak publikowane dane nie są jeszcze na tyle silne, aby zakładać silniejsze ożywienie aktywności w nadchodzących kwartałach lub całkowicie eliminować podnoszone czynniki ryzyka.
- W scenariuszu bazowym łagodnego ożywienia aktywności gospodarczej na świecie i jednocześnie nieco wolniejszym wzroście podaży ropy naftowej (wg szacunków EIA) oczekujemy stabilizowania się cen ropy naftowej typu Brent poniżej 70 USD/baryłkę.

Pod koniec 2019 r. sygnały stabilizacji na niskim poziomie aktywności gospodarczej na świecie



W 2020 r. perspektywa ograniczonej zmienności notowań cen ropy naftowej

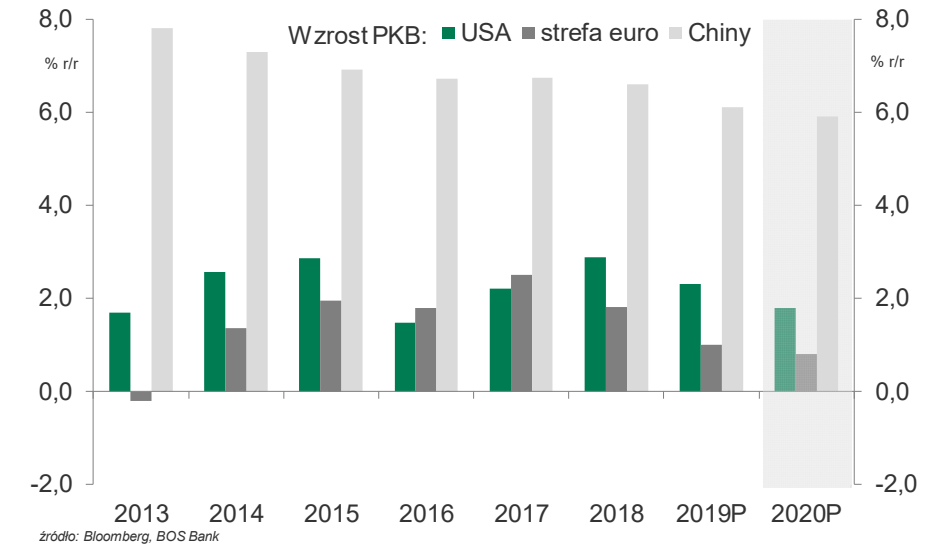




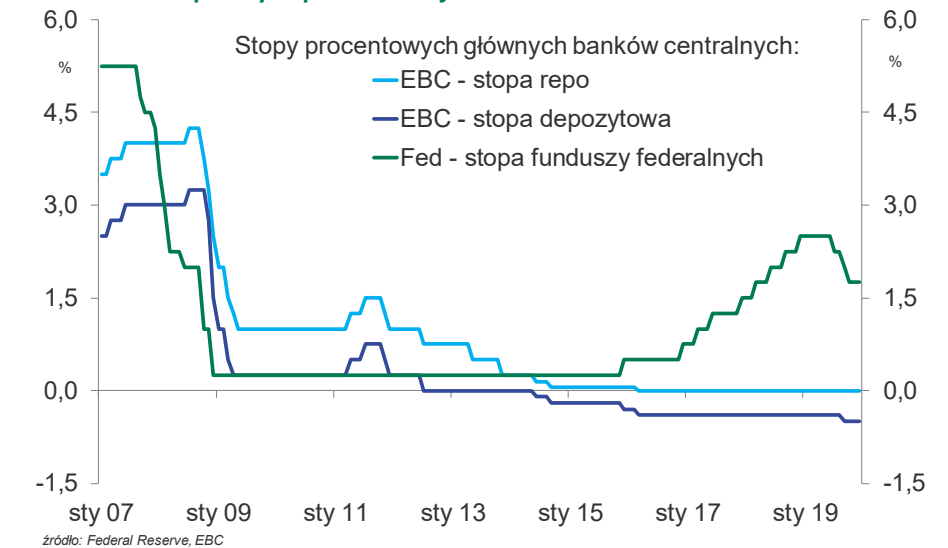
Niższe, choć wciąż obecne, ryzyka dla perspektyw gospodarki globalnej w 2020 r.

- W bazowym scenariuszu oczekujemy stabilizacji / niewielkiego osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego na świecie w całym 2020 r. wobec wyników 2019 r., niemniej w trakcie 2020 r. oczekujemy stopniowego przyspieszenia wzrostu aktywności (po jej wyraźnym osłabieniu w trakcie 2019 r.). Silniejszego (w porównaniu do 2019 r.) spowolnienia tempa wzrostu aktywności oczekujemy w przypadku gospodarki amerykańskiej, której ciężać będzie wygasanie efektów luzowania polityki fiskalnej z 2018 r.
- W krótkim okresie ograniczenie czynników ryzyka powinno sprzyjać poprawie nastrojów podmiotów gospodarczych oraz aktywom o wyższym profilu ryzyka.
- Jednocześnie jednak uważamy, że przestrzeń dla tej poprawy pozostaje ograniczona, biorąc pod uwagę wyzwania dot. przyszłych relacji handlowych USA – Chiny, czy też wyzwania w zakresie negocjacji umowy handlowej Wielka Brytania – UE. W dalszym ciągu trudno także wskazać na silny pro-wzrostowy czynnik w gospodarce globalnej, przy ograniczonej przestrzeni lub gotowości do luzowania polityki fiskalnej, problemach wewnętrznych i strukturalnych wielu gospodarek wschodzących.
- Z punktu widzenia średniookresowych czynników ryzyka bardzo istotnym wyzwaniem pozostają ograniczenia co do skali luzowania polityki pieniężnej przez główne banki centralne (biorąc pod uwagę utrzymujące się ultra-łagodne warunki monetarne).
- Biorąc pod uwagę powyższe, w 2020 r. nie widzimy argumentów za dalszym silnym wzrostem cen aktywów o wyższym profilu ryzyka, oczekujemy niewielkiego spadku cen aktywów najbardziej bezpiecznych (wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych) oraz oczekujemy utrzymania ostrożnego i selektywnego podejścia inwestorów do aktywów rynków wschodzących.
- Poza wątkami *stricte* gospodarczymi, dla inwestorów w 2020 r. zapewne bardzo istotne będą wyniki wyborów prezydenckich w USA pod koniec roku, które mogą generować dodatkową zmienność na rynkach.

Ograniczona skala ożywienia wzrostu gospodarczego w trakcie 2020 r.



Istotne ograniczenia banków centralnych co do dalszego luzowania polityki pieniężnej

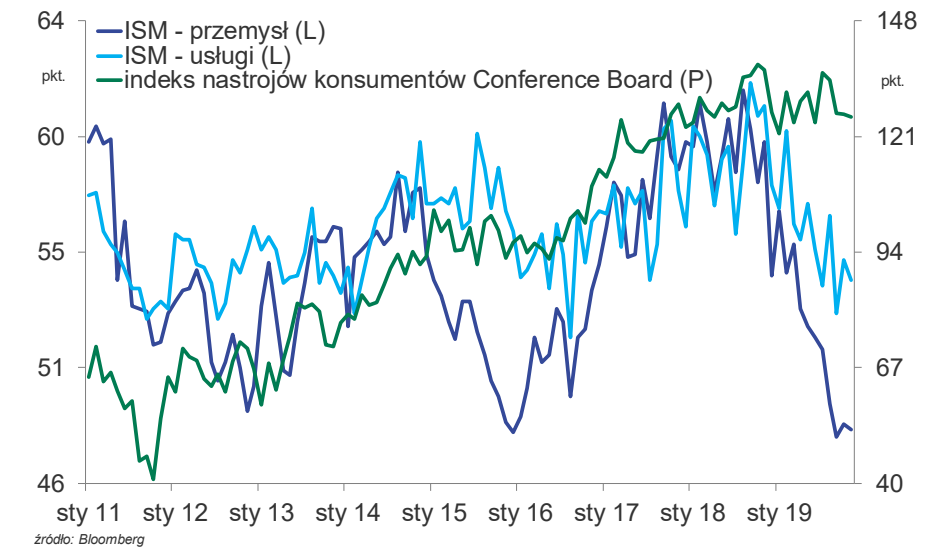




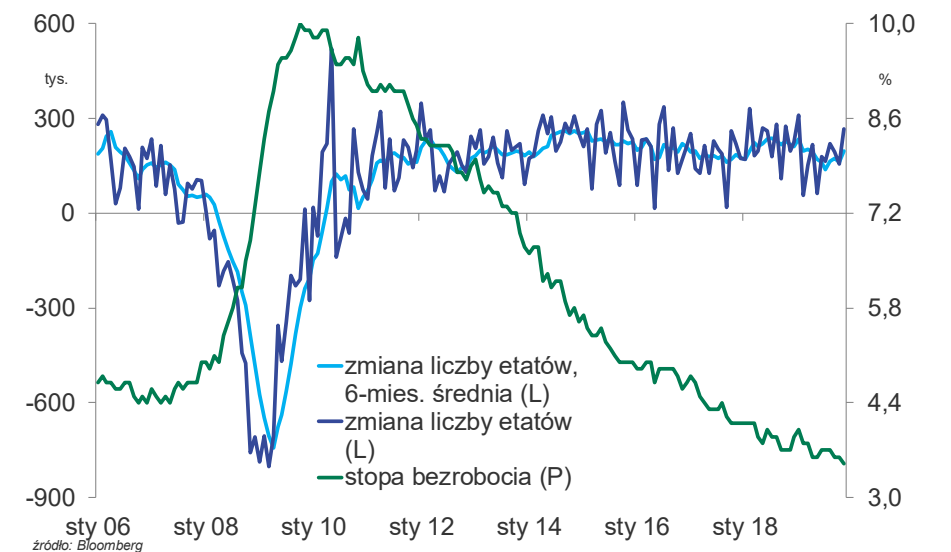
Ograniczenie obaw inwestorów przed scenariuszem recesji w USA...

- Opublikowane w ostatnich tygodniach dane makroekonomiczne z USA, a w szczególności dane z rynku pracy, mocno ograniczyły obawy rynkowe przed scenariuszem recesyjnym w USA, które nasiliły się na przełomie III i IV kw. .
- Wskaźniki koniunktury gospodarczej pod koniec 2019 r. stabilizowały się na bardzo niskim poziomie w przypadku przemysłu, na umiarkowanym w przypadku usług i na wciąż bardzo silnym w przypadku gospodarstw domowych.
- Ponadto, perspektywy gospodarcze w USA poprawia brak eskalacji wojny handlowej, w tym w relacjach z Chinami oraz z UE.
- Niezależnie od poprawy danych z amerykańskiego rynku pracy w IV kw. 2019 r., w kolejnych kwartałach zakładamy powrót do trendu spadkowego zatrudnienia, przy generalnym spowolnieniu dynamiki wzrostu w warunkach dotychczasowego spowolnienia w gospodarce globalnej, jak również coraz silnie odczuwalnego wygasania wcześniejszego pozytywnego wpływu luzowania polityki fiskalnej.
- Biorąc pod uwagę utrzymujące się bardzo dobre nastroje gospodarstw domowych, wciąż historycznie niskie poziomy stopy bezrobocia, jak również ograniczenie czynników ryzyka dla perspektyw gospodarki globalnej, przewidujemy, że skala spowolnienia w USA będzie ograniczona. Zakładamy, że w 2020 r. wzrost PKB wyniesie 1,8% r/r, wobec 2,3% r/r szacowanych na 2019 r.

Stabilizowanie się wskaźników koniunktury w USA



Silne dane z rynku pracy USA w IV kw.

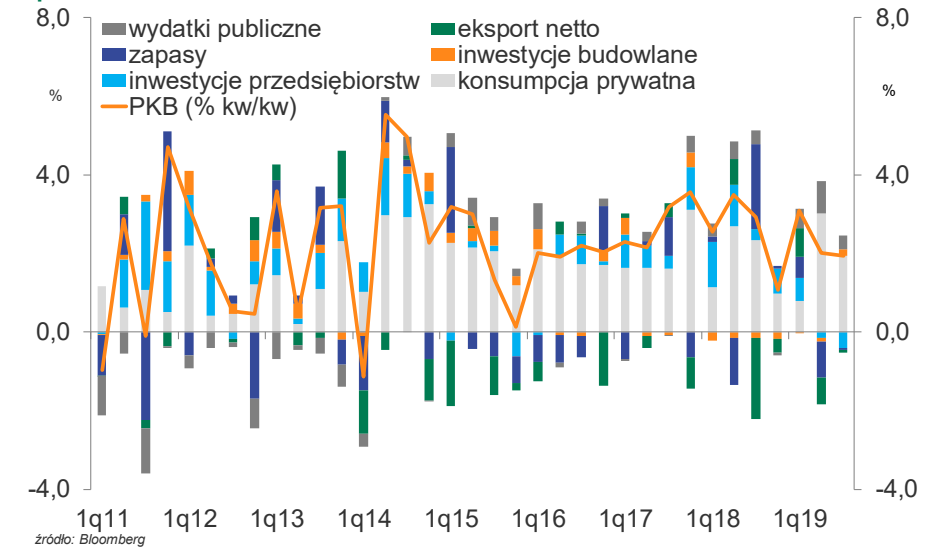




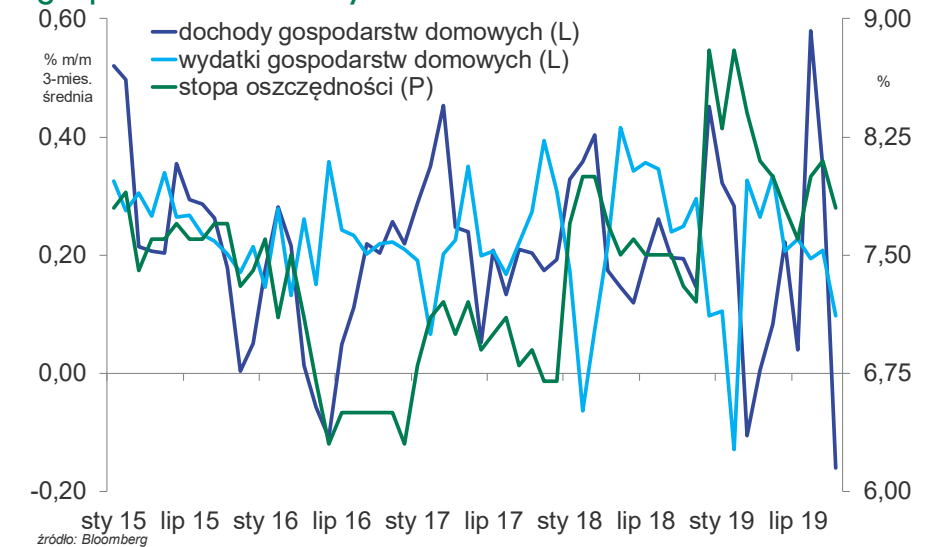
...w 2020 r. zakładane lekkie osłabienie dynamiki wzrostu amerykańskiej gospodarki

- W 2019 r. pogorszenie sytuacji gospodarczej w USA przejawiało się znaczącym spadkiem kontrybucji we wzrost PKB inwestycji przedsiębiorstw i zapasów w warunkach większej niepewności gospodarczej oraz w mniejszym stopniu – obniżeniem kontrybucji eksportu netto.
- Silna natomiast pozostała konsumpcja prywatna, co istotnie ograniczyło osłabienie tempa wzrostu oraz pozwoliło na utrzymanie solidnego wzrostu na tle gospodarki globalnej. W warunkach oczekiwanego niższego tempa wzrostu zatrudnienia i zapewne lekkiego osłabienia dynamiki wynagrodzeń w 2020 r. można oczekiwać niższej dynamiki dochodów z pracy gospodarstw domowych. Taka sytuacja, w połączeniu z kontynuacją wygasania pozytywnego wpływu luzowania polityki fiskalnej, będzie skutkowałą już zapewne wolniejszym wzrostem konsumpcji w kolejnych kwartałach.
- Jeśli jednak sytuacja na rynku pracy nie zacznie się znacząco pogarszać, to solidny poziom stopy oszczędności i wciąż bardzo nastroje konsumentów, pozwalają zakładać, że skala tego osłabienia będzie ograniczona, co w połączeniu z oczekiwanym stabilizowaniem się sytuacji w gospodarce globalnej, powinno stabilizować nastroje podmiotów gospodarczych.
- Przy zakładanym wolniejszym wzroście aktywności gospodarczej, w tym nieco słabszej sytuacji na rynku pracy i niższej dynamice konsumpcji prywatnej, trudno oczekiwać silniejszego wzrostu inflacji bazowej, która w ujęciu średniorocznym w przyszłym roku wzrośnie jedynie minimalnie porównując do wyników za 2019 r.

Wysoka niepewność w 2019 r. negatywna dla inwestycji przedsiębiorstw...



...przy utrzymujących się bardzo silnych wydatkach gospodarstw domowych

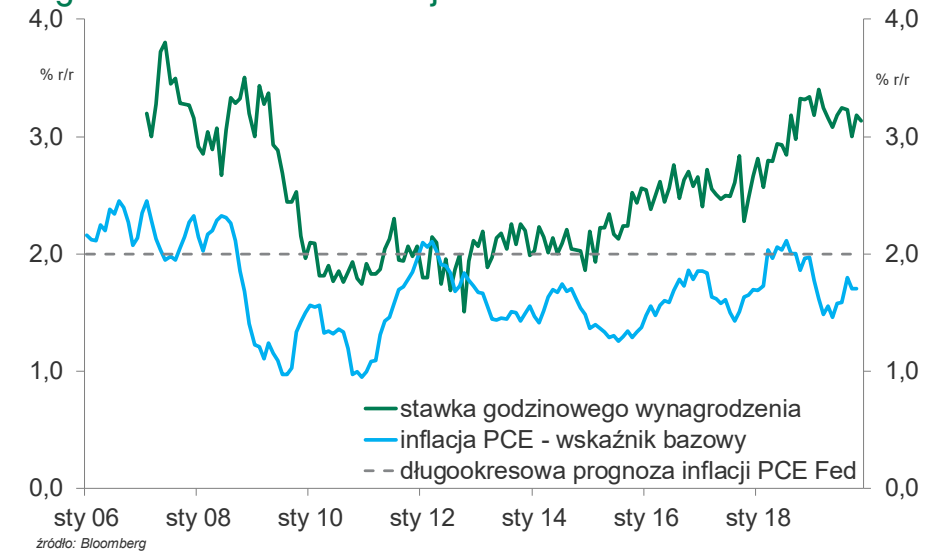




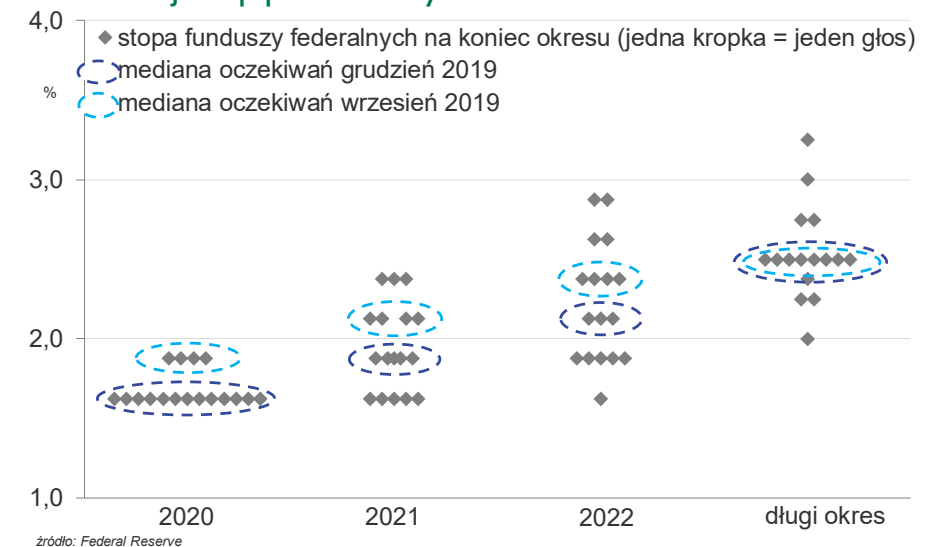
Oczekujemy, że w 2020 r. FOMC nie zmieni stóp procentowych

- Po październikowej redukcji o 25 pkt. baz. na posiedzeniu w grudniu komitet FOMC utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę funduszy federalnych w przedziale 1,50%-1,75%.
- Po posiedzeniu w październiku komitet wyraźnie zmienił ton komunikatu wskazując na mniejsze prawdopodobieństwo kolejnych redukcji stóp, a w grudniowej aktualizacji prognoz zdecydowana większość członków FOMC wskazała oczekiwaną stabilizację stóp procentowych w 2020 r. W komunikacie po posiedzeniu w grudniu komitet usunął fragment dot. „utrzymującej się niepewności dla perspektyw wzrostu PKB”.
- W ocenie Fed dotychczasowe poluzowanie polityki pieniężnej w warunkach pewnego ograniczenia czynników ryzyka oraz publikacji korzystniejszych danych ze sfery realnej jest obecnie wystarczające dla osiągnięcia celów banku centralnego.
- Analizując sytuację gospodarczą oraz wypowiedzi prezesa Fed J. Powella podczas konferencji prasowej można ocenić, że obecnie bilans ryzyka dla stóp procentowych wciąż wskazuje na wyższe ryzyko redukcji stóp, niemniej w porównaniu do poprzednich miesięcy ryzyko to wyraźnie się obniżyło. Nadal w sytuacji wyraźnego spowolnienia aktywności komitet może złagodzić politykę pieniężną, niemniej wobec niższego ryzyka dla wzrostu, prawdopodobieństwo takiej decyzji jest niższe.
- Z drugiej strony, zgodnie z wypowiedziami prezesa Fed, podwyżki stóp procentowych mogłyby mieć miejsce w warunkach silnego i trwałego wzrostu inflacji. Wg prezesa Powella niektórzy członkowie FOMC wyrażali obawy, że prognozowany wzrost inflacji nie zmaterializuje się, a bieżące niskie jej odczyty przy prawdopodobnym obniżeniu dynamiki wynagrodzeń wskazują, że te obawy nie są bezpodstawne. Z tego względu jako niskie oceniamy prawdopodobieństwo podwyżki stóp w 2020 r.
- Biorąc pod uwagę powyższe, oczekujemy, że w 2020 r. stopy procentowe Fed pozostaną na bieżącym poziomie.

Pod koniec 2019 r. stabilne tempo wzrostu wynagrodzeń, ograniczenie wzrostu inflacji



Zdecydowana przewaga członków FOMC oczekujących stabilizacji stóp procentowych w 2020 r.

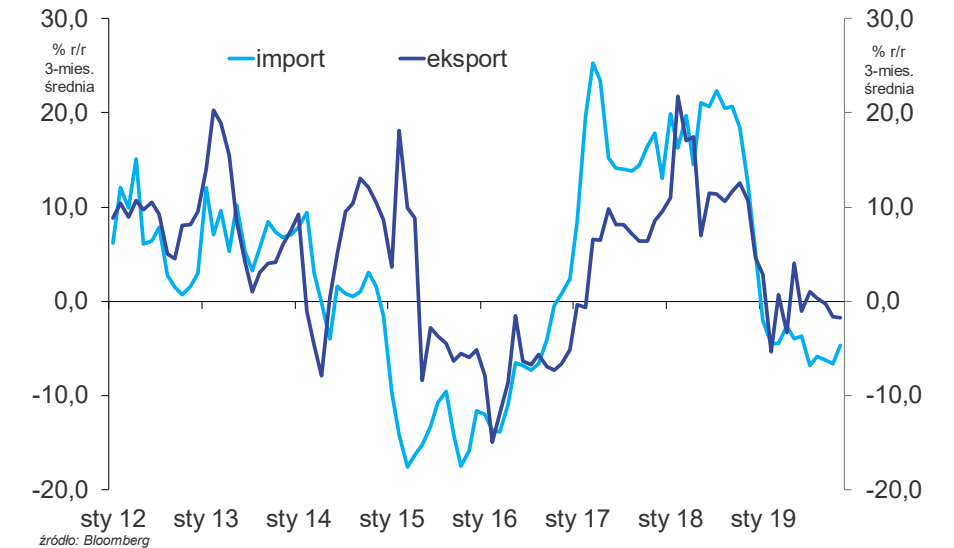




Oczekiwane łagodniejsze spowolnienie dynamiki PKB w Chinach w 2020 r...

- W 2019 r. tempo wzrostu gospodarczego w Chinach obniżyło się z 6,4% r/r w I kw. do 6,0% r/r w III kw. Głównym powodem niższego wzrostu aktywności było zaostrzenie relacji handlowych z USA i silne spowolnienie chińskiego eksportu. Słabsze wyniki eksportu przełożyły się także na silniejsze spowolnienie popytu krajowego, głównie inwestycyjnego, który od kilku kwartałów jest pod presją, co jest efektem ubocznym wdrażanych reform strukturalnych.
- Podpisanie umowy handlowej pierwszej fazy między Chinami a USA redukuje ryzyko silniejszego osłabienia wzrostu gospodarczego w Chinach w 2020 r. Podobnie pozytywnie należy odczytać solidne listopadowe dane z chińskiej gospodarki przy silnym odbiciu produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej.
- Nie oczekujemy natomiast bardziej dynamicznego odbicia koniunktury w kolejnych kwartałach, szczególnie biorąc pod uwagę notowaną w II poł. 2019 r. wyższą zmienność danych miesięcznych. Ograniczona skala obniżek taryf celnych przez USA oraz konieczna kontynuacja negocjacji dot. całościowej umowy handlowej nie pozwalają oczekiwać silnej i trwałej poprawy nastrojów podmiotów gospodarczych.
- Zakładamy, że w 2020 r. dynamika wzrostu PKB obniży się w kierunku 5,7% – 5,8% r/r, wobec 6,2% r/r w 2019 r. Zakładamy, że rozmowy dot. kolejnych etapów porozumienia będą kontynuowane, niemniej analizując proces negocjacyjny w 2019 r. trudno oczekiwać szybkiego oraz bezproblemowego osiągnięcia kompromisu. Za większą ostrożnością w zakresie formułowanych prognoz przemawia także trudny do oszacowania efekt zobowiązania Chin do silnego wzrostu importu z USA.

Wojna handlowa USA-Chiny bardzo negatywna dla chińskiego handlu zagranicznego...



...pogłębiająca spowolnienie popytu krajowego

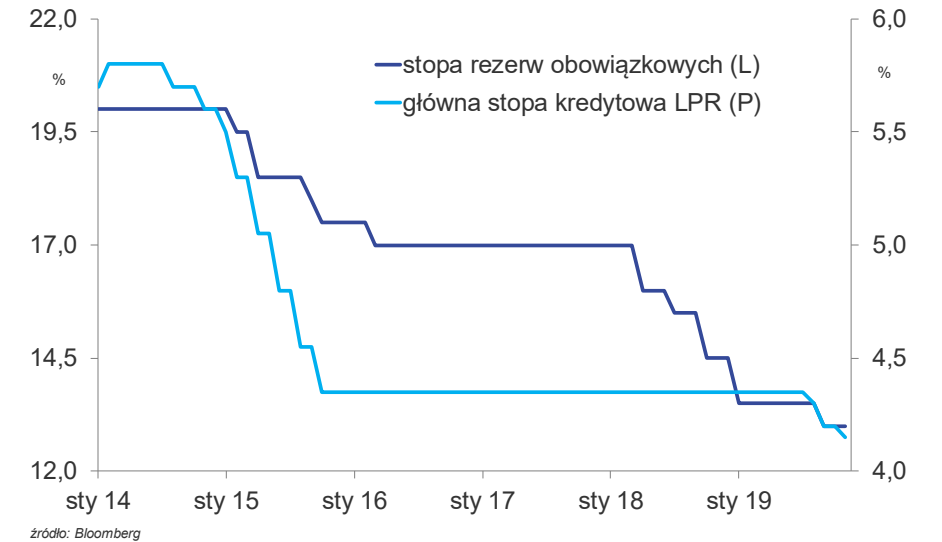




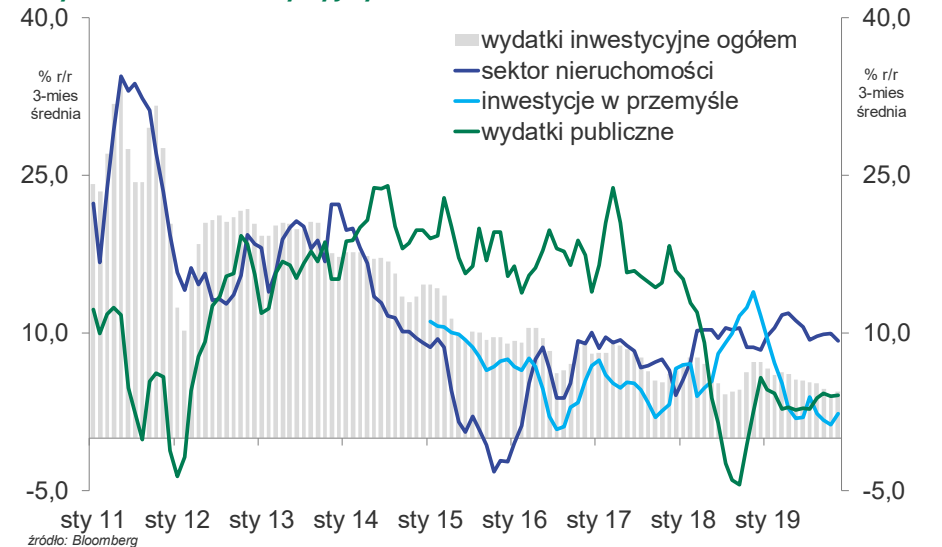
...polityka monetarna i fiskalna w dalszym ciągu lekkim wsparciem dla gospodarki

- Biorąc pod uwagę, że wyzwania dla perspektyw gospodarki chińskiej nie wygasły, nadal oczekujemy aktywnej polityki gospodarczej.
- Zakładamy, że w 2020 r. prawdopodobne jest dalsze złagodzenie polityki pieniężnej poprzez redukcje stóp procentowych (stóp kredytowych) oraz kolejne, selektywne obniżki stopy rezerwy obowiązkowej.
- Solidne dane monetarne pod koniec 2019 r. oraz zawarcie pierwszego etapu porozumienia ograniczają prawdopodobieństwo luzowania polityki pieniężnej zaraz na początku 2020 r.
- W 2019 r. zmiany parametrów polityki banku centralnego Chin były bardzo stopniowe i zapewne – o ile nie dojdzie do gwałtownego pogorszenia sytuacji gospodarczej – takie tempo zmian zostanie podtrzymane w nadchodzących kwartałach.
- W zakresie polityki fiskalnej powszechnie oczekuje się dalszego ograniczenia obciążeń podatkowych oraz kontynuacji umiarkowanego wzrostu wydatków inwestycyjnych. Kontynuacja reform strukturalnych będzie nadal ograniczała potencjał wzrostowy wydatków publicznych (głównie sektora samorządów lokalnych oraz przedsiębiorstw publicznych).

W 2020 r. prawdopodobna kontynuacja stopniowego luzowania polityki pieniężnej...



...i umiarkowana przestrzeń dla wzrostu publicznych wydatków inwestycyjnych

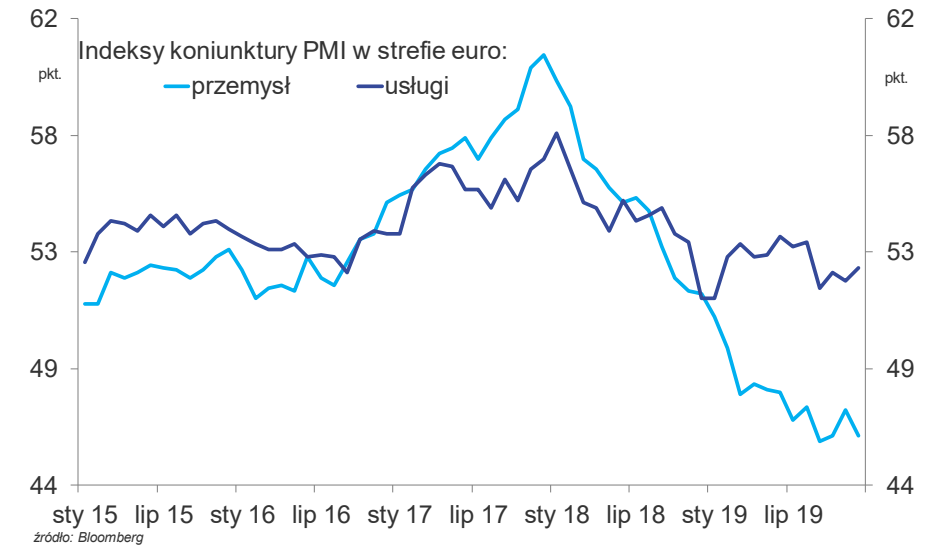




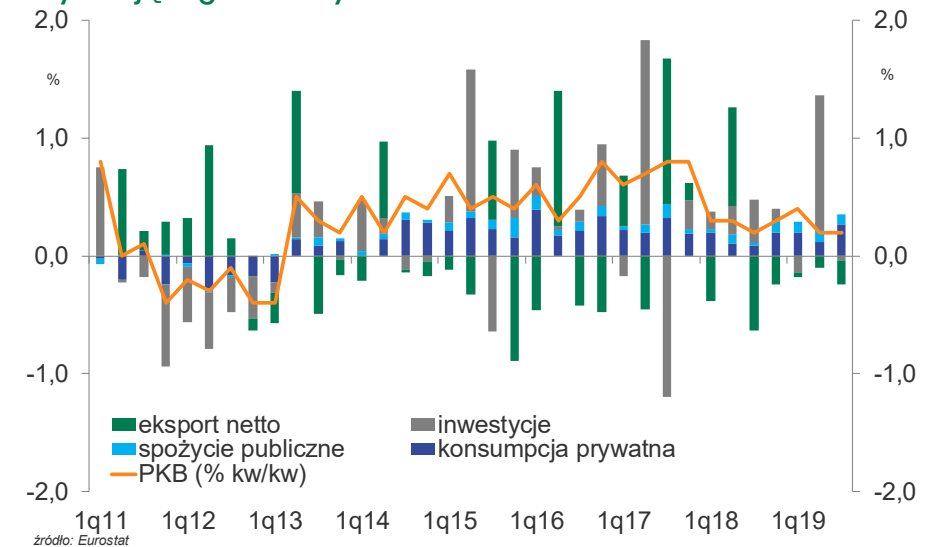
W 2020 r. oczekiwane utrzymanie niskiego tempa wzrostu aktywności w strefie euro...

- Odczyty indeksów koniunktury w strefie euro oraz dane ze sfery realnej z ostatnich kilkunastu tygodni dają podstawy do oczekiwania wyhamowania dotychczasowego pogorszenia aktywności gospodarczej. Powyższe założenie wspiera także utrzymanie zdecydowanie lepszej koniunktury w sektorze usług, pomimo tak silnego spadku indeksu koniunktury w przemyśle.
- Utrzymujące się solidne tempo wzrostu konsumpcji prywatnej i spożycia publicznego skutkowało w minionych kwartałach utrzymaniem wysokiej odporności sektora usług na silne osłabienie koniunktury w przemyśle.
- W kontekście tych danych oraz biorąc pod uwagę ograniczenie czynników niepewności (polityka handlowa USA-Chiny, brak zmian w stawkach celnych USA na import samochodów z UE, pespektywy brexitu), można oczekiwać stabilizowania się wzrostu gospodarczego w strefie euro na bieżącym, niższym poziomie.
- Zakładamy, że w 2020 r. całoroczne tempo wzrostu gospodarczego wyniesie nieco poniżej 1,0% r/r, wobec 1,2% r/r oczekiwanych w 2019 r. Zakładamy, że konsumpcja prywatna pozostanie ważnym czynnikiem stabilizującym wzrost PKB w strefie euro. Skala kontrybucji wydatków publicznych w 2020 r. pozostanie ograniczona, zbliżona do wyników z 2019 r. (zakładając, że nie dojdzie do silniejszego spowolnienia aktywności, które wymusiłoby silniejsze poluzowanie polityki fiskalnej). Przy wciąż umiarkowanym tempie wzrostu gospodarczego trudno zakładać natomiast silniejsze odbicie inwestycji w 2020 r., szczególnie, że pomimo słabej koniunktury w 2019 r. inwestycje firm osłabły w niewielkim stopniu.

Pod koniec 2019 r. stabilizowanie się – na bardzo niskim poziomie – wskaźników koniunktury w strefie euro...



...z kolei wyniki wzrostu PKB w 2019 r. lepsze wobec obrazu wynikającego z odczytów PMI

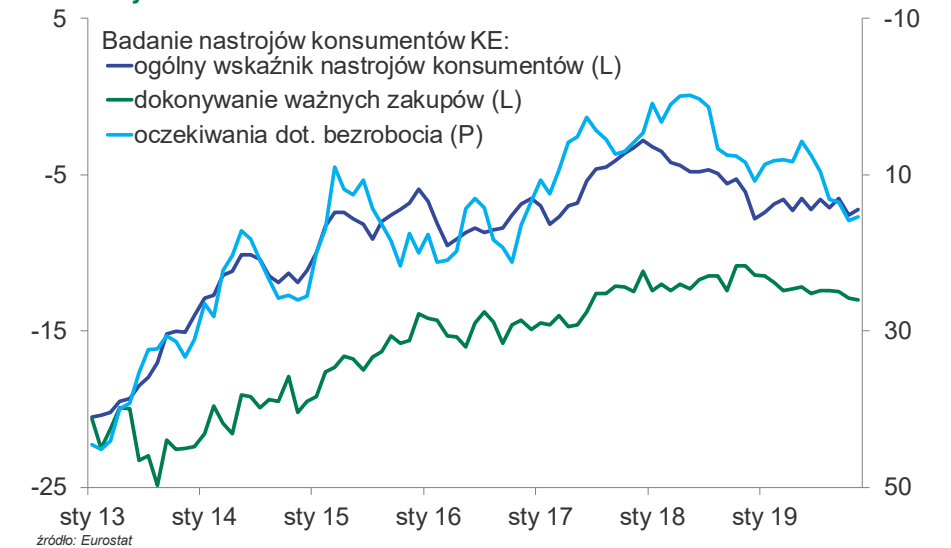




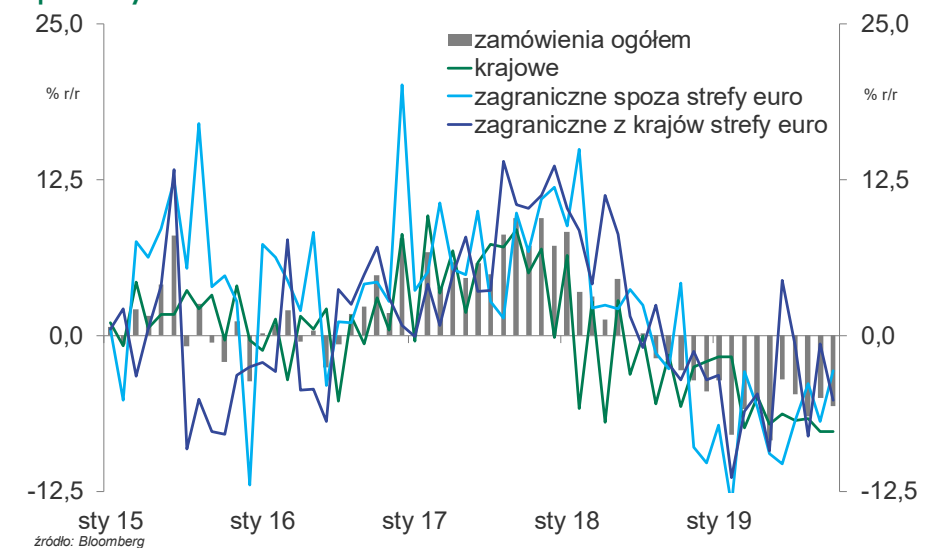
...i utrzymujące się ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego

- Oczywiście dla stabilizacji aktywności gospodarczej nadal kluczowe jest utrzymanie stabilnej sytuacji na rynku pracy. W II poł. roku miało miejsce nieznaczne pogorszenie nastrojów konsumentów, wciąż jednak są one dużo lepsze niż w 2016 r., tj. przed okresem ożywienia koniunktury z I. 2017 – 2018.
- Choć tempo wzrostu zatrudnienia oraz dynamika wzrostu wynagrodzeń może w 2020 r. nieco obniżyć się, bieżące dane nie wskazują na wysokie ryzyko istotnego pogorszenia sytuacji na rynku pracy.
- W powyższych warunkach oczekujemy także jedynie minimalnego wzrostu inflacji bazowej oraz oczekiwań inflacyjnych w strefie euro.
- Choć zakładamy, że popyt krajowy pozostanie wsparciem dla wzrostu gospodarczego strefy euro, to cały czas sytuacja w globalnym handlu pozostanie kluczowa dla średnioterminowych perspektyw wzrostu, w szczególności dla najbardziej otwartych gospodarek, takich jak gospodarka niemiecka.
- W III kw. sytuacja w niemieckim przemyśle nie wskazywała jeszcze na oznaki poprawy, pewnym pozytywnym sygnałem może być lekkie odbicie zamówień zagranicznych w przemyśle.
- Biorąc pod uwagę bardzo niskie bieżące tempo wzrostu gospodarczego oraz średnioterminowe czynniki ryzyka, jak również ograniczenia wsparcia wzrostu ze strony polityki pieniężnej i fiskalnej uważamy, że bilans ryzyka dla prognozy bazowej ciąży w kierunku niższej dynamiki wzrostu wobec prognozy bazowej.

Utrzymująca się bardzo duża odporność rynku pracy i nastrojów konsumentów w strefie euro



W II poł. 2019 r. wciąż bardzo słabe dane z niemieckiego przemysłu

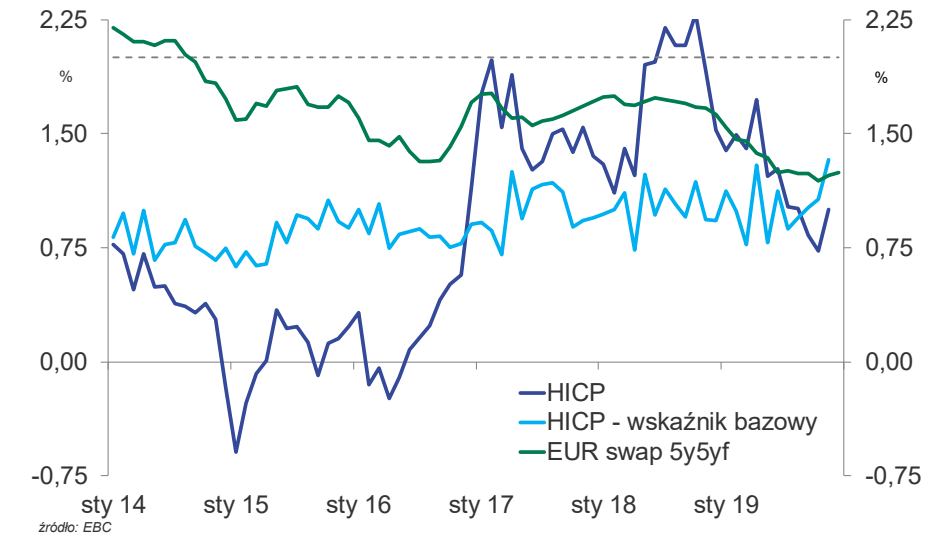




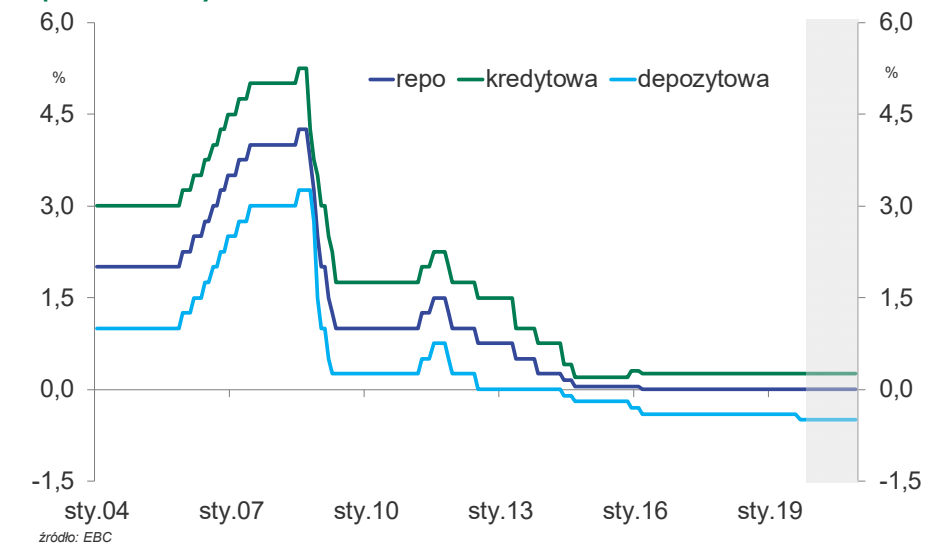
W scenariuszu bazowym w 2020 r. brak zmian w polityce pieniężnej EBC

- Po wrześniowym „pakietowym” poluzowaniu polityki pieniężnej, w październiku i grudniu rada EBC nie zmieniła parametrów polityki pieniężnej i przyjęła postawę „*wait and see*”. Rada trzymała stopę repo na poziomie 0,0% i stopę depozytową na poziomie -0,50%. W listopadzie wznowiony został program skupu aktywów w skali 20 mld EUR miesięcznie. Rada utrzymała niezmienione zapisy dot. *forward guidance* tj. długiego okresu stabilnych, bądź niższych stóp procentowych.
- W IV kw. 2019 r. doszło do zmiany na stanowisku prezesa EBC – M. Draghi zakończył w listopadzie swoją kadencję i zastąpiła go Ch. Lagarde.
- Prezes Lagarde zapowiedziała rozpoczęcie prac nad przeglądem strategii EBC, niemniej informacje dot. procesu były bardzo ogólne. Prezes EBC przestrzegająca, aby w samym procesie nie doszukiwać się „drugiego dna”, gdyż takie cykliczne działania powinny być standardowe. Zapowiedziała, że prace nad przeglądem strategii rozpoczną się w styczniu i powinny zostać zakończone przed końcem 2020 r., że obejmą one bardzo szeroki zakres wątków i podmiotów. Lagarde zaznaczyła także, że przegląd strategii nie dotyczy samego mandatu EBC, tj. „stabilności cen”.
- Biorąc pod uwagę poluzowanie polityki pieniężnej w 2019 r., założenia stabilizowania się sytuacji gospodarczej w strefie euro oczekujemy, że stopy procentowe pozostaną na bieżącym poziomie przez cały 2020 r., w bazowym scenariuszu oczekujemy także kontynuacji programu skupu aktywów do końca roku.
- Jedynie materializacja scenariuszy negatywnych mogłoby skutkować ponowną dyskusją wewnątrz rady co do konieczności dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Z drugiej strony perspektywa długiego okresu niskiej inflacji wyklucza w najbliższych kwartałach dyskusję nt. zacieśnienia polityki monetarnej.

Utrzymująca się bardzo niska inflacja oraz oczekiwania inflacyjne w strefie euro...



...co wydłuża perspektywę stabilnych, niskich stóp procentowych

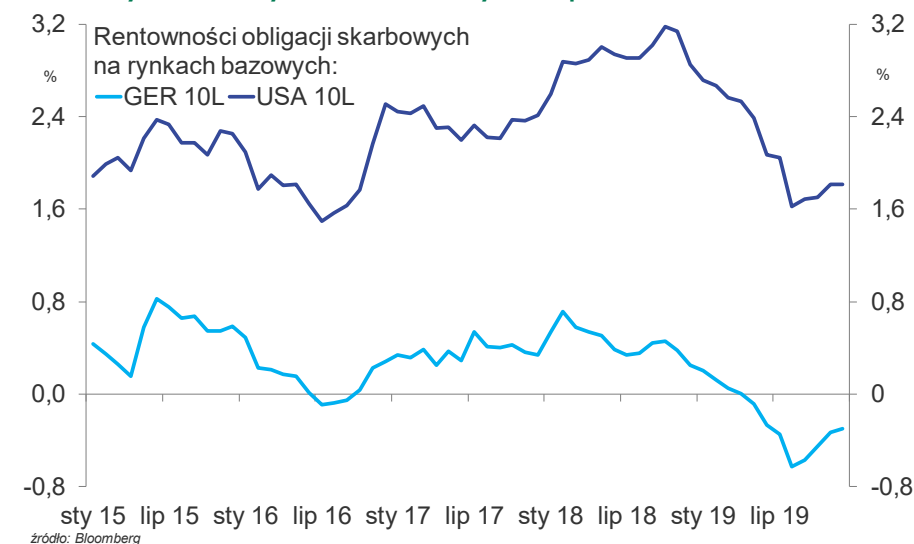




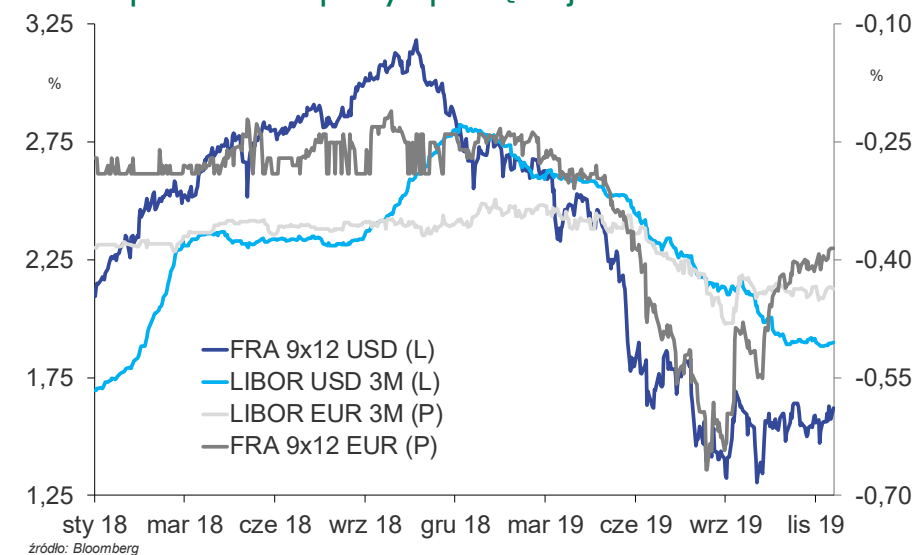
Ograniczony potencjał dla wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych...

- W IV kw. 2019 r. rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych lekko wzrosły, po silniejszym spadku w III kw. Skala wzrostu rentowności była jednak niewielka w stosunku do wcześniejszych spadków, stąd w skali roku miał miejsce znaczący spadek rentowności obligacji skarbowych do lokalnych (USA) oraz historycznych (Niemcy) minimów.
- Wzrost rentowności w ostatnich miesiącach 2019 r. wynikał z obniżenia czynników ryzyka sytuacji gospodarczej na świecie i tym samym korekty oczekiwań rynkowych dot. dalszego poluzowania polityki pieniężnej głównych banków centralnych.
- Fakt jedynie ograniczonej skali tego wzrostu wynikał natomiast z trwalszej korekty oczekiwań dot. polityki pieniężnej w średnim okresie, przy wciąż bardzo ostrożnych prognozach dot. wzrostu gospodarczego oraz perspektywach utrzymania niskiej inflacji bazowej.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia braku dynamicznego ożywienia wzrostu gospodarczego oczekujemy, że w kolejnych miesiącach rentowności obligacji skarbowych na dłuższym końcu krzywej dochodowości będą oscylować wokół bieżących poziomów.
- Przy założeniu braku eskalacji średnioterminowych czynników ryzyka, lekkiego przyspieszenia wzrostu aktywności w II poł. roku i tym samym dalszego ograniczenia oczekiwań dot. luzowania polityki pieniężnej Fed oraz EBC (założenie zakończenia programu skupu aktywów z początkiem 2021) oczekujemy lekkiego wzrostu rentowności obligacji skarbowych pod koniec 2020 r.
- Oceniamy, że bilans ryzyka dla naszej prognozy rentowności ciąży w kierunku niższego poziomu rentowności wobec prognozy bazowej.

W IV kw. 2019 r. lekki wzrost rentowności SPW na rynkach bazowych, w całym roku solidny ich spadek



Pod koniec 2019 r. ograniczenie oczekiwań rynkowych na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej

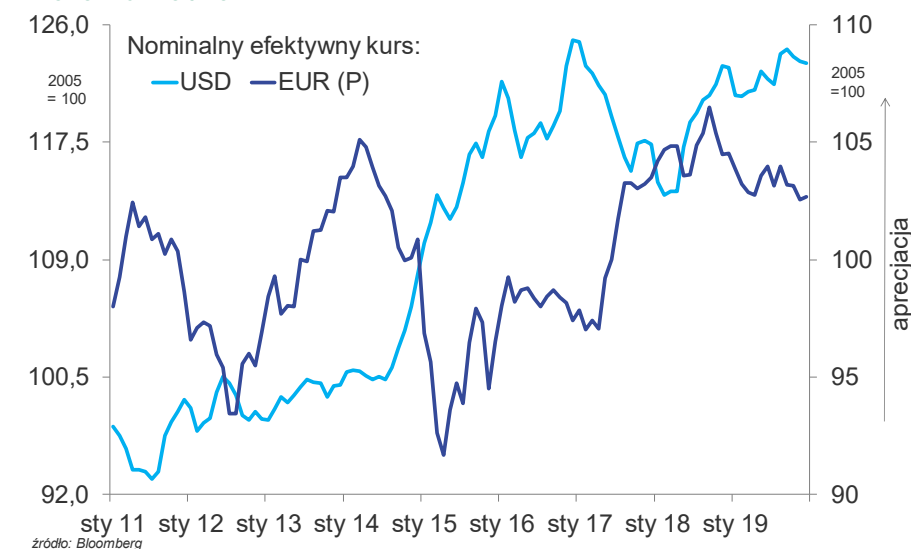




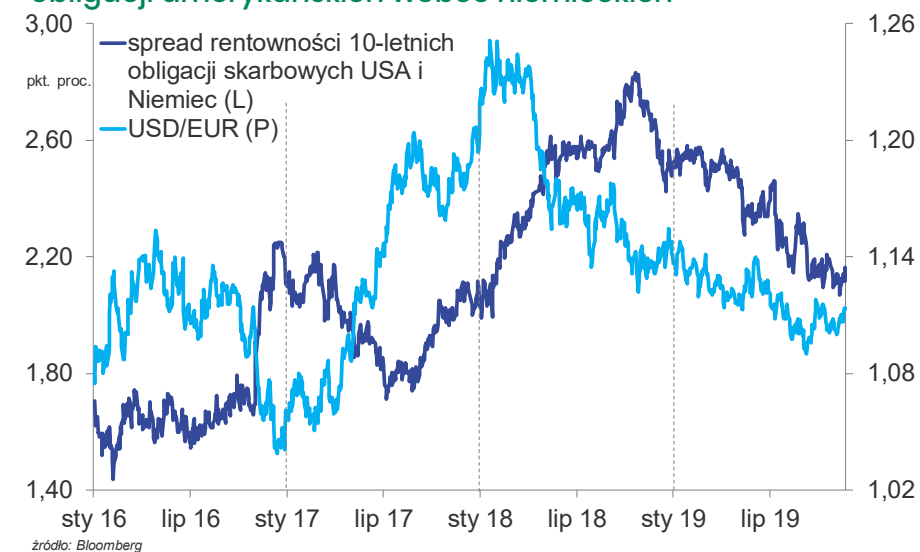
...oraz do znaczących zmian notowań kursu USD/EUR...

- W IV kw., podobnie jak w całym 2019 r. utrzymywała się relatywnie niska zmienność notowań euro oraz dolara, implikująca ograniczone zmiany kursu USD/EUR.
- Pomimo wyraźnego zawężenia spreadu między rentownościami obligacji skarbowych w USA i w Niemczech (efekt silniejszego spadku rentowności obligacji w USA) kurs dolara wzmacnił się w ostatnich miesiącach w stosunku do euro. Nieco silniejszym notowaniom dolara sprzyjały bowiem okresy wzrostu globalnej awersji do ryzyka oraz raczej słabsze notowania walut rynków wschodzących. Wspólnej walucie mogło z kolei ciężyć wzmocnienie (szczególnie pod koniec 2019 r.) notowań funta brytyjskiego.
- Prawdopodobniej silniej niż same zmiany oczekiwań dot. polityki pieniężnej oddziaływały utrzymujące się wyraźne różnice pomiędzy wynikami gospodarczymi w USA i w strefie euro. Redukcje stóp Fed w większym stopniu miały bowiem charakter ostrożnościowy i były podyktowane czynnikami zewnętrznymi.
- W 2020 r. oczekujemy utrzymania ograniczonych zmian notowań kursu USD/EUR w reakcji na napływające informacje dot. negocjacji handlowych USA-Chiny, negocjacji dot. umowy handlowej Wielka Brytania – UE i publikacji danych makroekonomicznych.
- Jeżeli rzeczywiście negocjacje handlowe USA-Chiny będą stopniowo posuwały się do przodu, a sytuacja w gospodarce globalnej będzie ugruntowywała się przy silniejszym osłabieniu wzrostu gospodarczego w USA niż w strefie euro w 2020 r., oczekujemy nieznacznego osłabienia dolara wobec euro.
- Biorąc pod uwagę wyższe ryzyko dla prognoz wzrostu w strefie euro, a przede wszystkim sprzyjające notowaniom dolara ewentualny silniejszy wzrost globalnej awersji do ryzyka, bilans ryzyka dla powyższej prognozy ciąży w kierunku mocniejszego kursu dolara i słabszego kursu euro.

W 2019 r. minimalne wzmocnienie dolara oraz osłabienie notowań euro...



...pomimo wyraźnego zawężenia spreadu rentowności obligacji amerykańskich wobec niemieckich

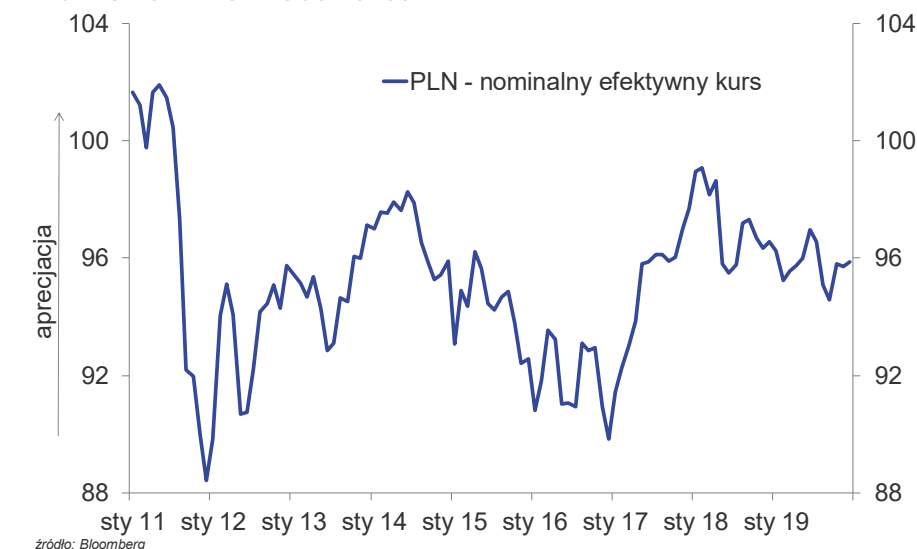




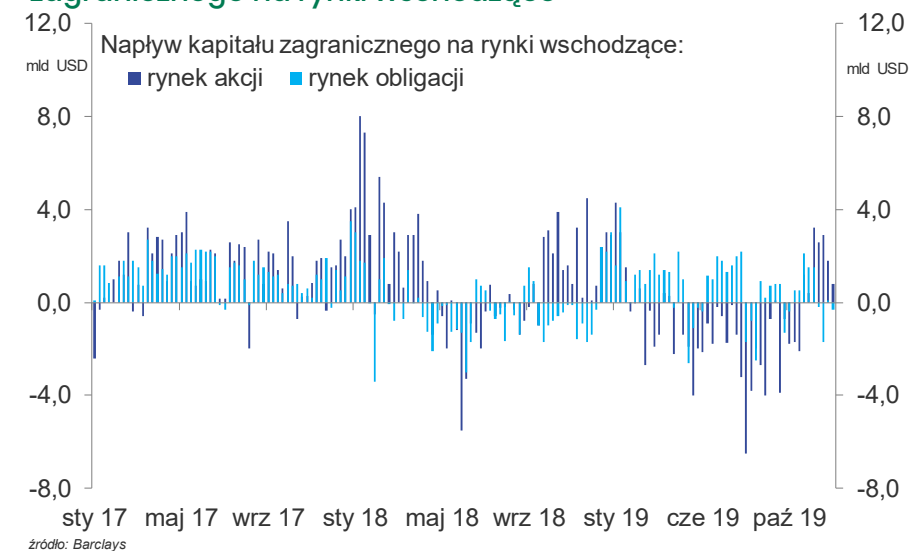
...kurs złotego także będzie utrzymywać się w węższym przedziale wahań

- W IV kw. miała miejsce lekka aprecjacja złotego, przy poprawiających się nastrojach globalnych i ograniczeniu wcześniejszego odpływu kapitału z rynków wschodzących, ale także przy ograniczeniu obaw rynkowych przed krótkookresowymi negatywnymi konsekwencjami wyroku Trybunału Sprawiedliwości UE (TUSE) w sprawie interpretacji klauzul abuzywnych w treści umów kredytów indeksowanych do walut obcych.
- Brak skrajnie niekorzystnego wyroku i prawdopodobne przesadzone obawy inwestorów zagranicznych przed wdrożeniem mechanizmów automatycznej konwersji kredytów, poskutkowały w październiku wyraźną aprecjacją złotego, po tym jak we wrześniu kurs silnie osłabił się.
- Biorąc pod uwagę perspektywę ograniczonych zmian sytuacji gospodarczej oraz rynkowej w 2020 r., nie oczekujemy także istotnych zmian notowań kursu złotego. Przy założeniu, że średnioterminowe ryzyka (globalny protekcjonizm, negocjacje handlowe Wielka Brytania – UE) nie zmaterializują się, oczekujemy, że kurs złotego będzie kształtował się na poziomie ok. 4,25 PLN/EUR.
- Jednocześnie z wysokim prawdopodobieństwem należy liczyć się z okresowym pogorszeniem globalnej sytuacji rynkowej (przy mało prawdopodobnych sprawnych procesach negocjacyjnych), co może skutkować okresowym osłabieniem kursu w kierunku 4,30 PLN/EUR. Podobnie, okresową deprecjację złotego mogą stymulować wszelkie informacje dot. wyroków sądowych w sprawach kredytów walutowych (w szczególności istotne byłyby ewentualne orzeczenia Sądu Najwyższego).
- Poza wątkiem kredytów frankowych nie sądzimy, aby wątki krajowe miały istotny wpływ na sytuację rynkową, przy zakładanej ograniczonej skali spowolnienia wzrostu krajowej gospodarki, stabilizacji stóp procentowych NBP czy też braku istotnego pogorszenia sytuacji fiskalnej.

W IV niewielka aprecjacja złotego, w całym roku niewielka zmienność kursu...



...pomimo sporej zmienności napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące

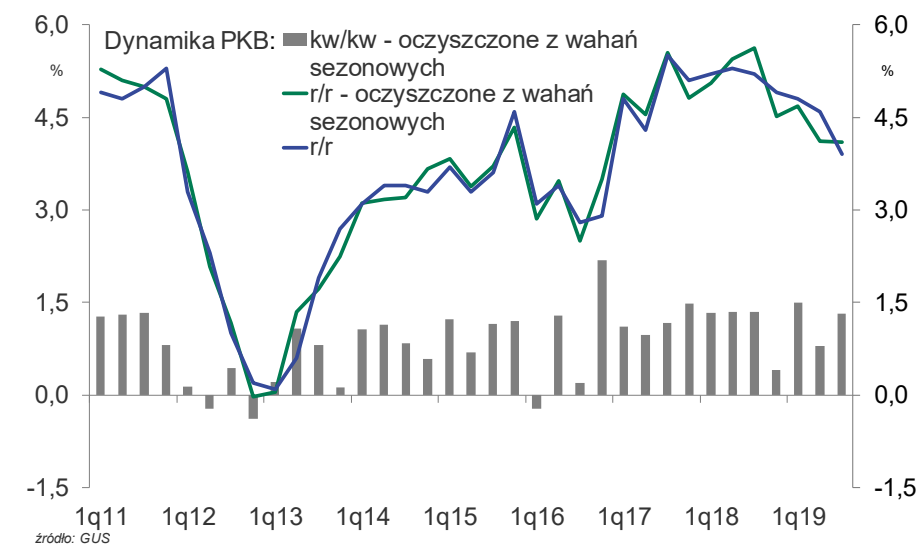




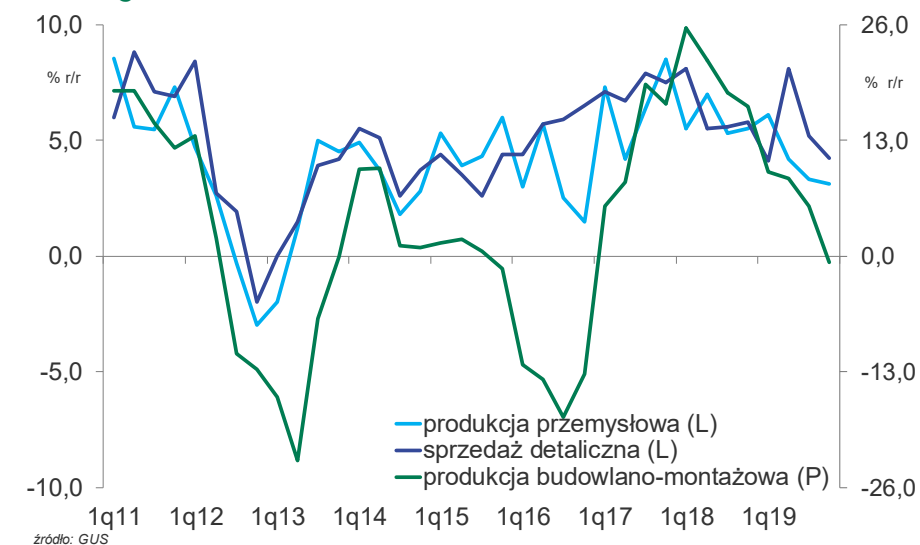
W II poł. 2019 r. obniżenie dynamiki wzrostu PKB w Polsce

- W III kw. 2019 r. wzrost PKB obniżył się do 3,9% r/r, wobec 4,7% r/r notowanych w I poł. roku. Na podstawie danych i prognoz miesięcznych ze sfery realnej szacujemy, że tempo wzrostu PKB w IV kw. ukształtowało się w przedziale 3,7%-3,9% r/r.
- Osłabienie dynamiki PKB w III kw. wynikało głównie z efektów postępującego spowolnienia aktywności polskiej gospodarki w reakcji na dotychczasowe pogorszenie koniunktury w gospodarce globalnej oraz ograniczenie wydatków inwestycyjnych sektora publicznego. W pewnym stopniu, niższa dynamika PKB był także efektem czynników sezonowych oraz wysokiej bazy odniesienia sprzed roku (gł. inwestycji). Z tego względu nie oczekujemy by w ostatnim kwartale 2019 r. doszło do dalszego, skokowego obniżenia wzrostu PKB.
- W III kw. osłabła dynamika nakładów brutto na środki trwałe, głównie z powodu silnego ograniczenia wydatków inwestycyjnych JST, ale także kontynuacji spadku dynamiki inwestycji firm. Ponadto, spożycie gospodarstw domowych nie utrzymało wysokiego tempa wzrostu notowanego w II kw. Pozytywnie zaskoczyły natomiast dane dot. eksportu, które mogą sygnalizować wyhamowanie dotychczasowego trendu spadkowego.
- Dane miesięczne ze sfery realnej, w tym wyhamowanie spadku produkcji przemysłowej oraz pogłębienie spadku w przypadku produkcji budowlano-montażowej mogą wskazywać na utrzymanie się powyższych tendencji w IV kw.

W III kw. br. dalsze obniżenie rocznej dynamiki PKB...



...miesięczne dane z gospodarki potwierdzają utrzymanie niższego wzrostu w IV kw. br.

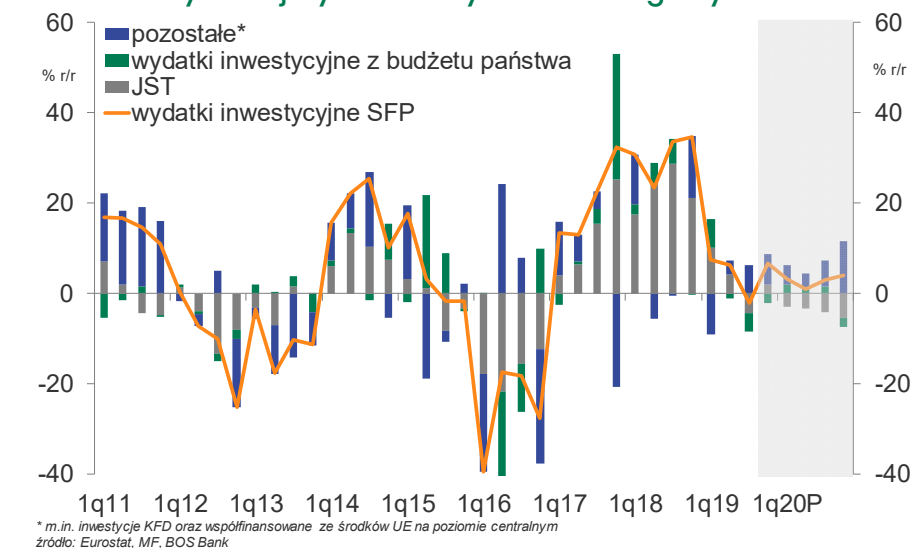




W 2020 r. oczekiwane utrzymanie niskiej dynamiki inwestycji publicznych...

- Prognozujemy, że w kolejnych kwartałach dynamika inwestycji publicznych będzie oscylowała blisko 0% r/r, kształtując się wyraźnie poniżej wyników z I. 2017-I poł. 2019. Od początku 2019 r. wskazywaliśmy, że w trakcie roku dynamika inwestycji publicznych będzie stopniowo obniżać się.
- Po jesiennych wyborach samorządowych w 2018 r. wydatki inwestycyjne na poziomie lokalnym są już wyraźnie słabsze, a inwestycje JST stanowią ok. połowy inwestycji publicznych ogółem. Dodatkowo, nasilające się problemy finansowe samorządów lokalnych, cel redukcji deficytu budżetu państwa (ograniczone wydatki majątkowe) oraz słabnąca kontrybucja publicznych projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków unijnych będą obniżały skalę wydatków inwestycyjnych podmiotów publicznych w 2020 r.
- Jednocześnie zakładamy, że w 2020 r. nie dojdzie do głębokiego spadku tych wydatków za sprawą większej skali inwestycji na poziomie centralnym, głównie w zakresie inwestycji drogowych oraz kolejowych. W przypadku Krajowego Funduszu Drogowego minione lata przyniosły raczej ograniczone tempo wzrostu wydatków oraz poprawę jego sytuacji finansowej, co obecnie daje przestrzeń dla zwiększenia wydatków.
- Oczywiście wyzwaniem dla skali inwestycji pozostaną kwestie kosztowe (opłacalność przetargów, realizacja umów), niemniej zakładamy, że pewne obserwowane już wychłodzenie koniunktury w branży budowlanej ograniczy powyższe ryzyka.
- Październikowe dane dot. produkcji budowlano-montażowej wskazały na gwałtowne osłabienie aktywności w krajowym budownictwie, co mogłoby zapowiadać dużo głębsze spowolnienie w sektorze w nadchodzących kwartałach. Z tego względu ważne będą wyniki produkcji w kolejnych miesiącach, niemniej wskaźniki koniunktury w sektorze oraz wyniki produkcji działów przetwórstwa przemysłowego w dużym stopniu produkujących na potrzeby budownictwa nie wskazują na tąpnięcie aktywności w najbliższym czasie.

Ograniczenie wydatków JST silnie obniża inwestycje SFP, oczekiwany silniejszy wzrost wydatków drogowych



Październikowe dane dot. produkcji budowlanej sporym czynnikiem ryzyka, dane z przemysłu nieco je ograniczają

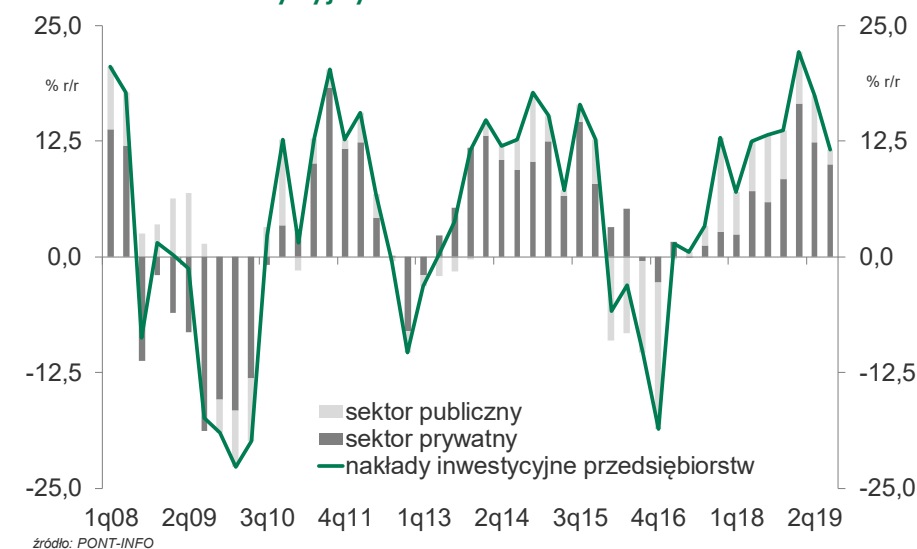




...i słabnącej dynamiki inwestycji przedsiębiorstw

- W trakcie 2020 r. oczekujemy dalszego stopniowego obniżenia dynamiki nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw, na co wskazują notowane spadki dynamiki nakładów inwestycyjnych w średnich i dużych firmach oraz ograniczone plany inwestycji firm wg badań koniunktury.
- W warunkach nieco wolniejszego wzrostu popytu i jednocześnie utrzymujących się wyzwań po stronie wyników finansowych trudno oczekiwać wysokiej dynamiki inwestycji firm. Pomimo silnego wzrostu aktywności gospodarki w I. 2017-2018 tempo wzrostu wyników finansowych przedsiębiorstw było umiarkowane w warunkach rosnących wyzwań po stronie kosztowej (koszty pracy, koszty energii).
- Jednocześnie nie oczekujemy tąpnięcia inwestycji firm w perspektywie 2020 r. zakładając: - ograniczoną skalę spadku popytu, - utrzymujące się (pomimo spadku) wysokie wskaźniki wykorzystania mocy wytwórczych, - utrzymującą się przestrzeń dla solidnego wzrostu projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE.
- W istotnym stopniu ograniczenie nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw w III kw. wynikało z ograniczenia wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw publicznych. Przy mało prawdopodobnym utrzymaniu wysokich dynamik wzrostu inwestycji w tych firmach z I. 2017-2018 uważamy, że wydatki inwestycyjne w tej grupie firm nie spadną silnie biorąc pod uwagę potrzeby inwestycyjne w poszczególnych sektorach (np. w energetyce). Co więcej, w pewnym stopniu nawet mogą być one wynikiem antycyklicznych działań polityki gospodarczej.

W trakcie 2019 r. stopniowo obniżająca się dynamika nakładów inwestycyjnych firm...



...ostrożne plany inwestycyjne przedsiębiorstw, przy wolniejszym wzroście popytu oraz presji na wyniki

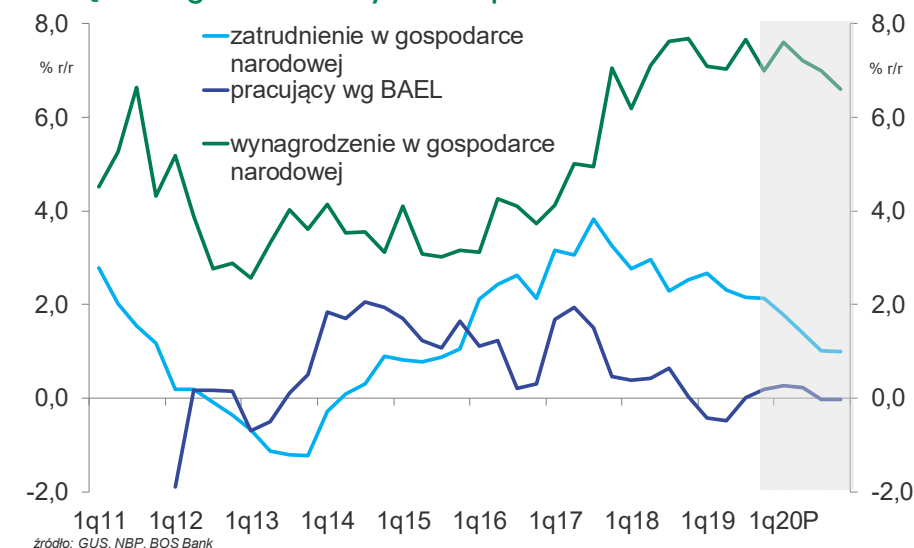




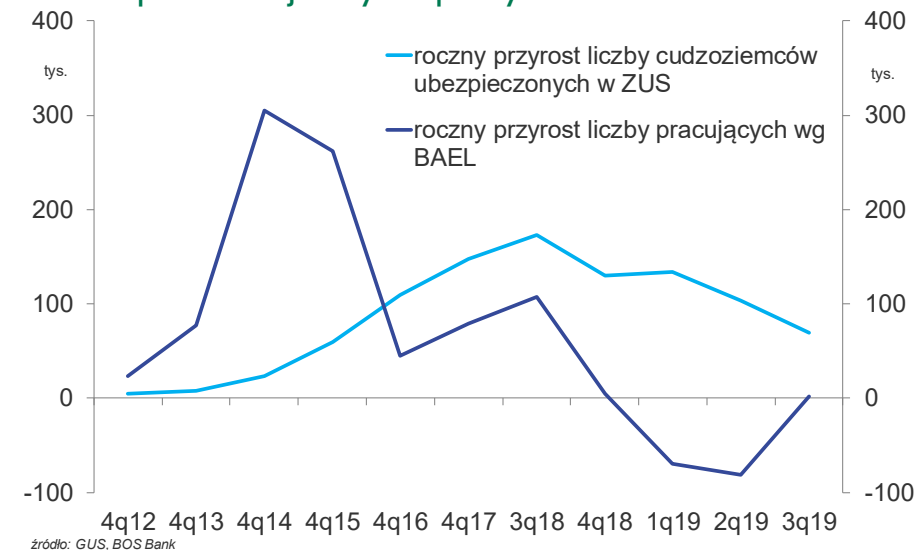
Więcej niepewności na krajowym rynku pracy...

- W 2020 r. sytuacja na krajowym rynku pracy może być nieco bardziej skomplikowana niż miało to miejsce w l. 2017-2019.
- W warunkach wolniejszego wzrostu gospodarczego oczekujemy już wolniejszego popytu na pracę skutującego obniżeniem tempa wzrostu zatrudnienia. Wolniejszy wzrost popytu na pracę powinien ograniczać problem dostępności pracowników (problem bardzo istotny dla firm w l. 2017-2018).
- Z drugiej strony, przy utrzymujących się wyzwaniach demograficznych i jednocześnie większych wyzwaniach co do napływu migrantów (notowane wyhamowanie wzrostu napływu cudzoziemców, w 2020 r. ułatwienia dla pracowników z Ukrainy w zakresie dostępu do niemieckiego rynku pracy) wskazuje, że kwestie podaży pracy pozostaną ważnym czynnikiem ryzyka dla działalności firm.
- Przy powyższych założeniach oczekujemy wyraźnie niższego tempa wzrostu zatrudnienia oraz wyhamowania spadku stopy bezrobocia w 2020 r.
- Niska podaż pracy będzie także ograniczała spadek dynamiki płac pomimo wolniejszego wzrostu popytu na pracę. Ponadto dynamikę wynagrodzeń będzie w 2020 r. podbijać silny wzrost płacy minimalnej, co dodatkowo może komplikować kwestię popytu na pracę (wyzwania po stronie kosztowej firm).
- Biorąc pod uwagę powyższe, widzimy sporo czynników ryzyka kształtowania się sytuacji na rynku pracy w 2020 r. w zakresie skali wychłodzenia koniunktury, ale także presji braku pracowników lub / i presji płacowej i w dalszej konsekwencji silniejszego ograniczenia zatrudnienia.

W 2020 r. oczekujemy wolniejszego wzrostu zatrudnienia i wciąż silnego wzrostu dynamiki płac...



...obok niższego popytu, wciąż wyzwaniem problemy po stronie podaży na rynku pracy

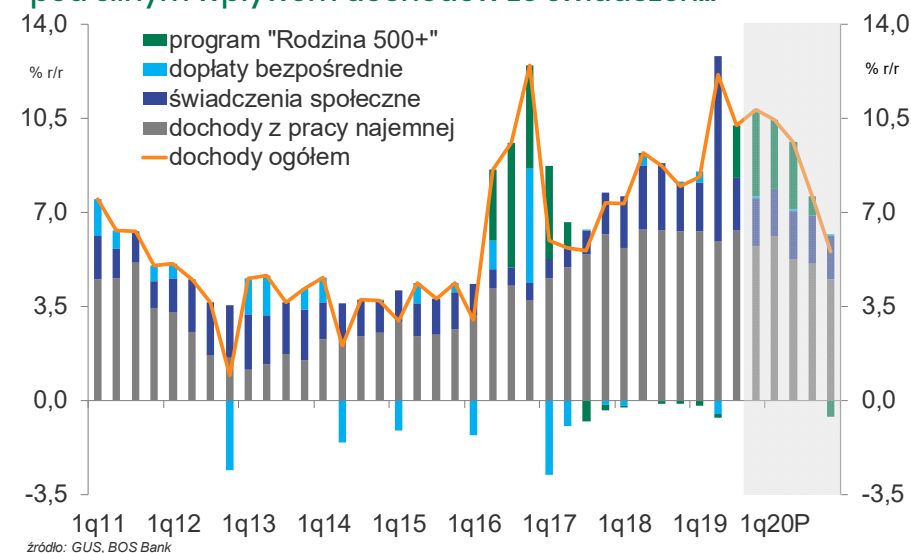




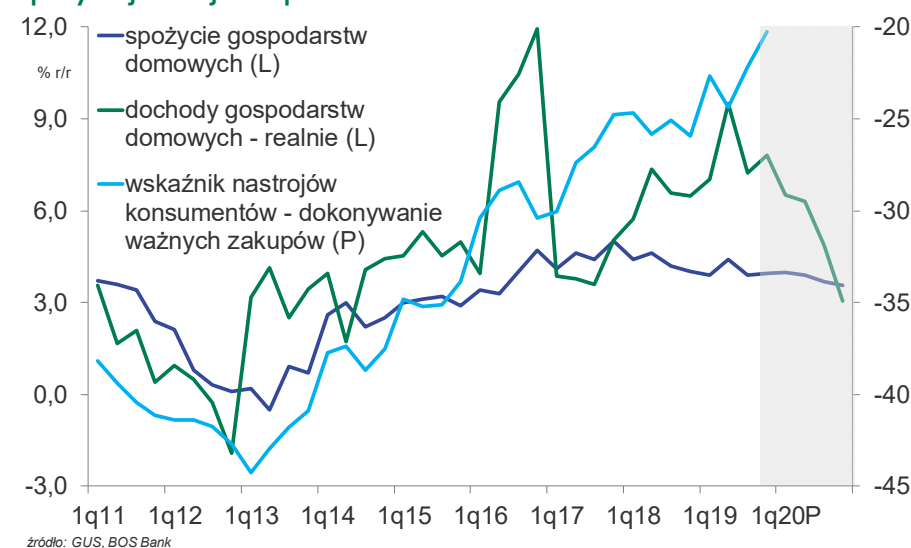
...choć ryzyka dla konsumpcji ograniczone, przy solidnym wzroście dochodów – przynajmniej w I poł. 2020 r.

- Pomimo osłabienia konsumpcji prywatnej w III kw., wciąż oczekujemy solidnego wzrostu spożycia na poziomie ok. 4,0% r/r przynajmniej do połowy 2020 r.
- Być może wyraźne ożywienie konsumpcji w II kw. w większym niż założyliśmy stopniu wynikało z kumulacji wydatków wynikających z wypłaty 13 emerytur, przy bardziej rozłożonych w czasie wypłatach świadczeń w ramach programu „Rodzina 500+”.
- Niezależnie od nieco niższej ścieżki konsumpcji, uważamy, że jej kontrybucja we wzrost PKB w kwartałach nadchodzących pozostanie silna. Jeszcze do połowy 2020 r. dynamika dochodów gospodarstw domowych będzie utrzymywała się na bardzo wysokim poziomie, przy silnym wsparciu wypłat świadczeń w ramach „Rodzina 500+” na pierwsze dziecko.
- Biorąc pod uwagę efekty opóźnień, prawdopodobny wzrost oszczędności gospodarstw domowych w 2019 r. oraz ograniczoną skalę osłabienia sytuacji na krajowym rynku pracy oczekujemy niewielkiej skali obniżenia dynamiki spożycia gospodarstw domowych w II poł. 2020 r. Na pozytywne perspektywy konsumpcji prywatnej wskazują także utrzymujące się bardzo wysokie poziomy wskaźników optymizmu konsumentów, w tym subindenksu dokonywania ważnych zakupów.
- Czynnikiem silniej obniżającym konsumpcję prywatną w 2020 r. w porównaniu do lat ubiegłych, będzie natomiast wyraźnie wyższy wskaźnik inflacji CPI, ograniczający wartość nabywczą dochodów gospodarstw domowych.

Zmienność dynamiki dochodów gospodarstw domowych pod silnym wpływem dochodów ze świadczeń...



...które będą wspierać wydatki gospodarstw domowych przynajmniej do I poł. 2020 r.

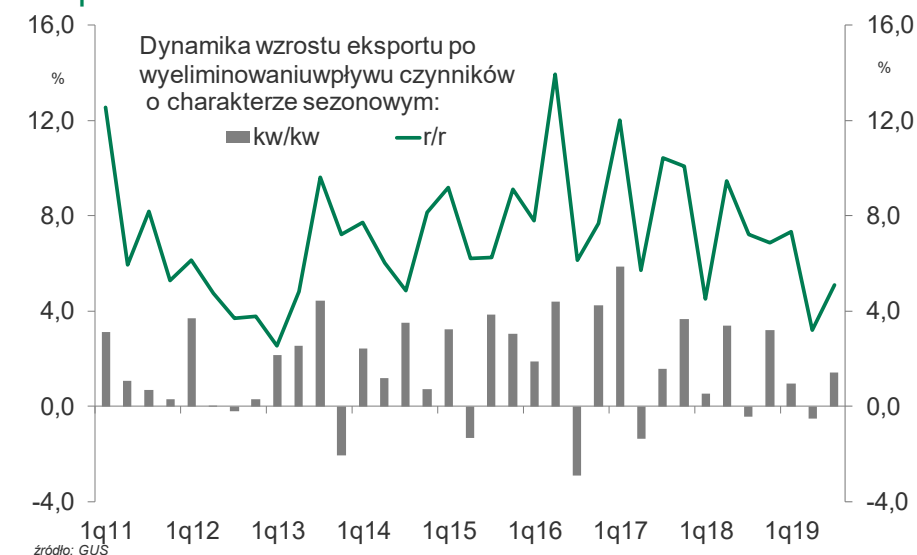




Sygnaty stabilizowania się – na niższym poziomie – sprzedaży eksportowej

- Przy sporej zmienności czynników wpływających bezpośrednio na popyt krajowy (publiczne wydatki inwestycyjne, transfery społeczne, sytuacja demograficzna oraz aktywność zawodowa), nadal bardzo istotna dla skali spowolnienia krajowej gospodarki pozostaje koniunktura w gospodarce globalnej.
- Dane nt. eksportu za III kw., dane dot. produkcji sprzedanej przemysłu z ostatnich miesięcy 2019 r. oraz wskaźnik prognoz eksportu (na podstawie raportu NBP dot. koniunktury) to pierwsze sygnaty wyhamowania trendu spadkowego sprzedaży zagranicznej. Z tego względu w kolejnych kwartałach oczekujemy stabilizacji dynamiki eksportu na bieżącym, niższym poziomie i jej odbicia w II poł. 2020 r., przy założeniu poprawy sytuacji w gospodarce globalnej.
- Oczywiście biorąc pod uwagę, że te oznaki stabilizowania się sytuacji w eksporcie nie są wystarczająco silne, a tempo wzrostu gospodarki globalnej pozostaje słabe, ryzyko dla powyższych założeń pozostaje wysokie, choć obniżyło się w porównaniu do sytuacji sprzed kwartału.
- Ostrożność w zakresie prognoz krótkoterminowych potwierdzają także wciąż bardzo słabe dane ze sfery realnej gospodarki strefy euro, w szczególności dane z niemieckiego przemysłu.

W III kw. 2019 r. sygnaty stabilizowania się polskiego eksportu...



...spójne z wyhamowaniem trendu spadkowego wskaźnika prognoz eksportu (wg raportu NBP)





Dynamika wzrostu PKB w 2020 r. powinna stabilizować się w okolicach 3,5% r/r

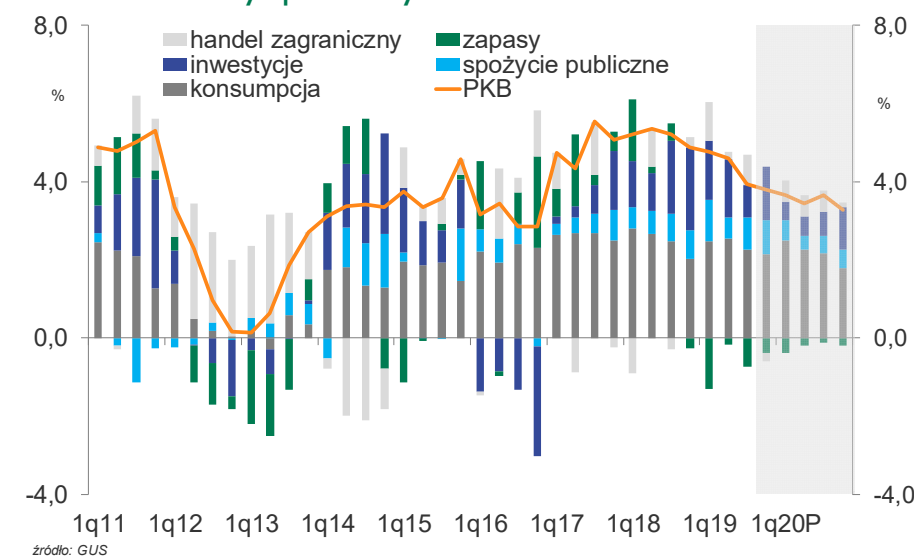
- Na przełomie 2019 i 2020 oczekujemy utrzymania wzrostu PKB w przedziale 3,7% – 3,9% r/r, przy spowolnieniu poniżej 3,5% r/r w połowie 2020 r. W całym 2020 r. oczekujemy obniżenia dynamiki PKB do 3,5% r/r z 4,2% r/r szacowanych na 2019 r.
- O ile niższe wydatki inwestycyjne samorządów, przedsiębiorstw oraz utrzymujące się słabe tempo wzrostu popytu zagranicznego będą ciężżyły gospodarce, to wyhamowanie pogorszenia sytuacji zewnętrznej, wyższe wydatki publiczne na szczeblu centralnym oraz solidna sytuacja dochodowa gospodarstw domowych będą czynnikami ograniczającymi skalę spowolnienia polskiej gospodarki.
- Powyższe założenia wspierają sygnały stabilizowania się pod koniec 2019 r. wskaźników koniunktury w wielu sektorach gospodarki.
- W zakresie bilansu ryzyka dla prognozy, jako wyższe oceniamy ryzyko niższej ścieżki wzrostu gospodarczego. Na taką ocenę wpływa: - wciąż niesymetryczny bilans ryzyka dla wzrostu gospodarki globalnej, - wyzwania w zakresie krajowego rynku pracy, - wyzwania w zakresie finansowania wydatków inwestycyjnych przez jednostki sektora finansów publicznych (głównie samorzady lokalne).

Dynamika PKB i struktura wzrostu

dynamika wzrostu	3q19	4q19P	1q20P	2q20P	2019P	2020P	
PKB	3,9	3,8	3,7	3,4	4,2	3,5	
popyt krajowy	3,3	3,8	3,2	3,0	3,9	3,2	
spożycie gospodarstw domowycl	3,9	4,0	4,0	3,9	4,0	3,8	
spożycie publiczne	% r/r	4,7	3,0	3,0	2,0	4,2	2,5
inwestycje	4,7	5,7	3,5	2,9	7,2	3,7	
eksport	5,0	5,2	5,5	7,1	5,2	6,9	
import	3,9	5,2	4,9	6,6	4,5	6,5	
kontrybucja składowych we wzrost PKB							
spożycie gospodarstw domowycl	2,3	2,1	2,5	2,3	2,5	2,2	
spożycie publiczne	0,8	0,9	0,5	0,3	1,0	0,4	
inwestycje	0,8	1,4	0,5	0,5	1,2	0,7	
przedsiębiorstw*	pkt.	0,8	0,7	0,3	0,4	0,9	0,5
mieszkaniowe*	proc.	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
publiczne*		-0,2	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1
zapasy	-0,7	-0,4	-0,4	-0,2	-0,6	-0,2	
eksport netto	0,8	-0,2	0,5	0,5	0,0	0,4	

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

W 2020 r. dalszy spadek dynamiki wzrostu PKB

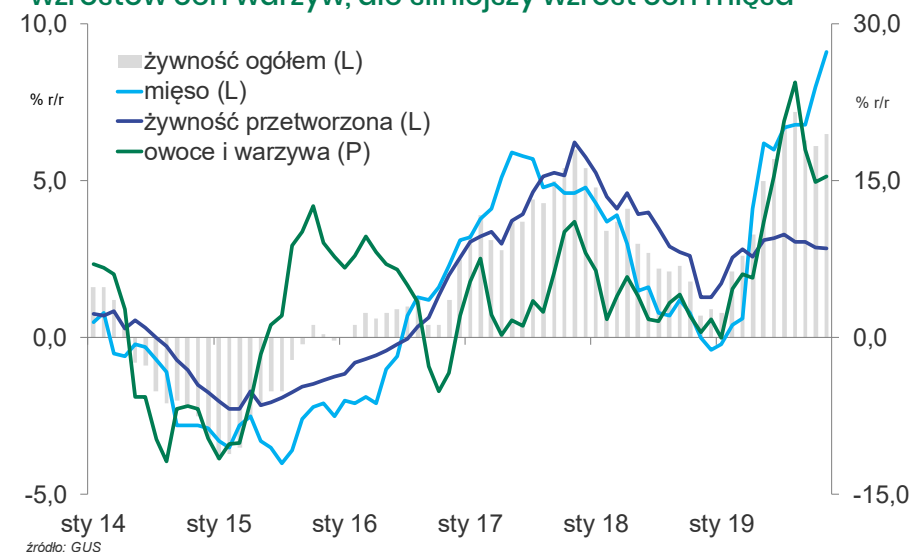




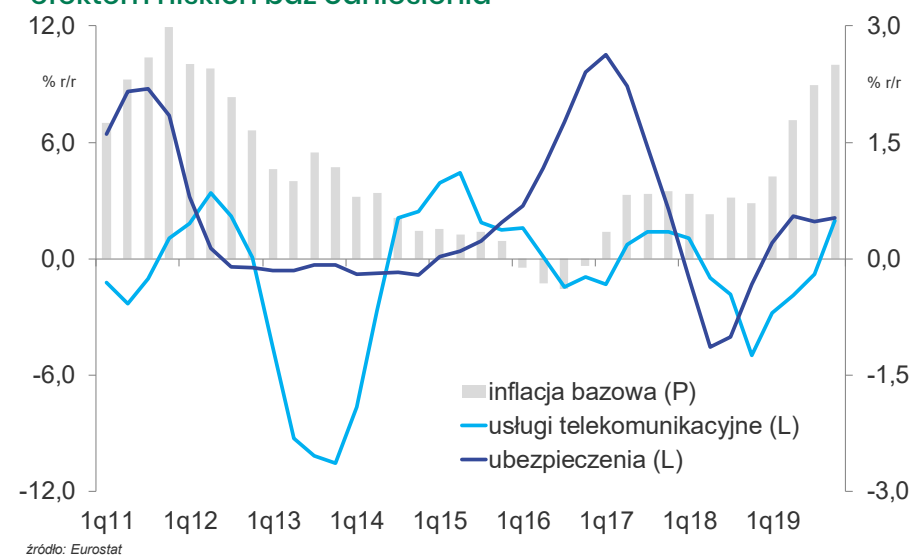
Pod koniec 2019 r. oczekiwany wzrost inflacji w kierunku 3,0% r/r

- W październiku i listopadzie 2019 r. inflacja CPI utrzymywała się w okolicach celu inflacyjnego RPP 2,5% r/r. W tym okresie niewiele zmienił się roczny indeks cen żywności, wzrost wskaźnik inflacji bazowej, z kolei wyższa baza odniesienia obniżyła roczną dynamikę cen paliw.
- W grudniu 2019 r. oczekujemy wzrostu inflacji CPI w kierunku 3,0% r/r, przy wygaśnięciu efektu bazy odniesienia w przypadku cen paliw. Wyższe bieżące ceny gazu LPG oraz wyraźne obniżenie bazy odniesienia dla cen benzyny solidnie podwyższą roczne tempo wzrostu cen paliw, dodając do wskaźnika CPI o ok. 0,3 pkt. proc.
- W grudniu oczekujemy także dalszego wzrostu inflacji bazowej, który podwyższy wskaźnik inflacji o ok. 0,2 pkt. proc. Choć solidna dynamika wzrostu cen utrzymuje się, to w większym stopniu w ostatnich miesiącach 2019 r. wzrost inflacji bazowej wynikał będzie z efektów bazy odniesienia (m.in. ubiegłoroczne obniżki cen łączności, usług transportowych, ubezpieczeń).
- W przypadku cen żywności, ostatnie miesiące 2019 r. przyniosły ustabilizowanie się sytuacji na rynku warzyw i owoców, po bardzo silnej ich zmienności w II i III kw. Jednocześnie jednak na wyższym od założeń poziomie kształtowały się ceny mięsa, przy kontynuacji wzrostu cen wieprzowiny na rynku globalnym. Roczna dynamika cen żywności utrzyma się w IV kw. w pobliżu 6,5% r/r.

Pod koniec 2019 r. na rynku żywności wyhamowanie wzrostów cen warzyw, ale silniejszy wzrost cen mięsa



Silniejszy wzrost inflacji bazowej w decydującym stopniu efektem niskich baz odniesienia

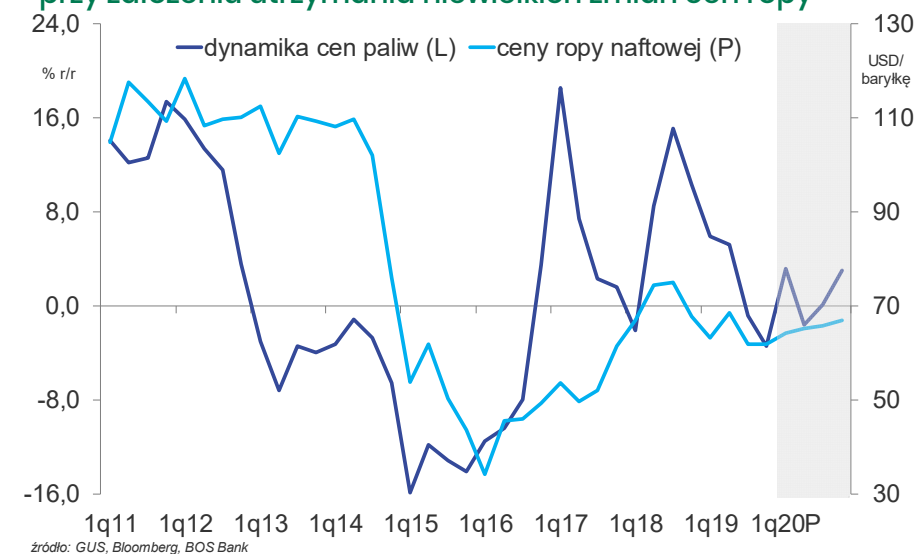




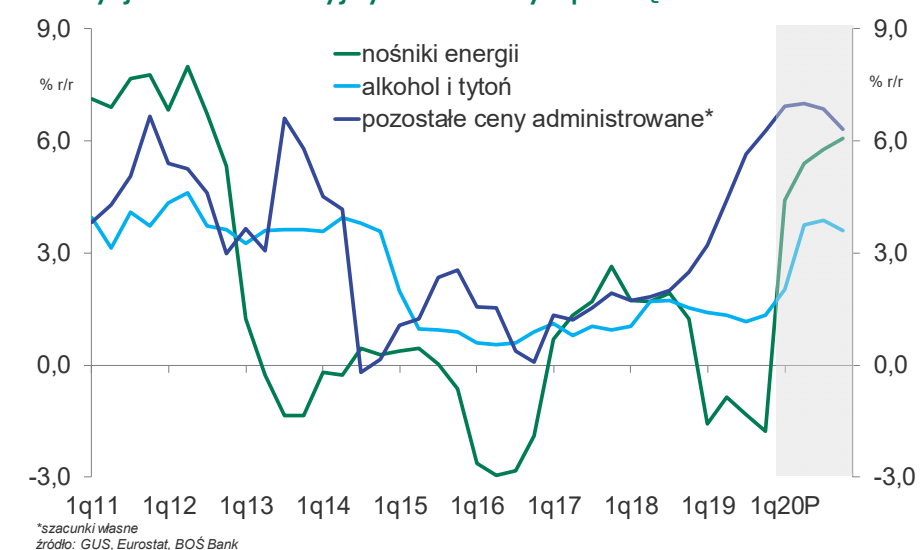
Z początkiem 2020 silniejszy wzrost inflacji blisko 4,0% r/r, przy solidnym wzroście cen administrowanych

- Opisane efekty bazy odniesienia dla cen paliw będą jeszcze lekko podnosić inflację CPI w I kw. 2020 r. Przy zakładanym stabilizowaniu się cen ropy naftowej na poziomie ok. 65 USD/baryłkę i jednocześnie mniejszej zmienności baz odniesienia, tj. cen w 2019 r., oczekujemy już stabilniejszej kontrybucji tej kategorii do zmian wskaźnika CPI w 2020 r.
- Zdecydowanie ważniejsze z punktu widzenia kształtowania się inflacji w 2020 r. będą ceny energii elektrycznej oraz szeroka grupa towarów i usług o wysokim wpływie decyzji administracyjnych na ceny. Skokowy wzrost inflacji w I kw. 2020 r. w kierunku 4,0% r/r będzie wynikał w decydującym stopniu właśnie ze zmian cen w tych kategoriach.
- Nie znamy jeszcze ostatecznej decyzji URE dot. stawek cen energii elektrycznej, niemniej na podstawie informacji dot. zatwierdzenia wniosku grupy Tauron (łączny wzrost cen o 12%), zakładamy, że stawki cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych wzrosną z początkiem 2020 r. o ok. 10%, co podwyższy wskaźnik inflacji CPI o ok. 0,7 pkt. proc.
- Podobnie, w kierunku wzrostu inflacji będzie oddziaływać podwyższenie o 10% akcyzy na alkohol i tytoń. Choć wyższe stawki prawdopodobnie nie zaczną obowiązywać już w styczniu (wydłużenie prac legislacyjnych), to najpóźniej od II kw. podwyższą wskaźnik inflacji o ok. 0,2 pkt. proc.
- z początkiem 2020 r. indeks CPI o kolejne 0,1 pkt. proc. podwyższą pozostałe towary i usługi, których ceny są w istotnym stopniu kształtowane przez decyzje administracyjne. Zapowiedzi kolejnych wysokich podwyżek opłat za wywóz śmieci, podwyżek cen transportu publicznego skutkują podtrzymaniem bardzo wysokiego wzrostu cen w tej grupie (6,0% - 7,0% r/r). Na taki efekt wpływają zmiany regulacyjne, dotychczasowe wysokie wzrosty kosztów przedsiębiorstw komunalnych i samorządów, problemy finansowe samorządów lokalnych oraz fakt braku lub niewielkich podwyżek cen w tej grupie towarów i usług w I. 2015–2018.

W 2020 r. szanse na niższą zmienność dynamiki cen paliw przy założeniu utrzymania niewielkich zmian cen ropy



Seria podwyżek cen towarów i usług o wysokim wpływie decyzji administracyjnych na ceny z początkiem 2020 r.

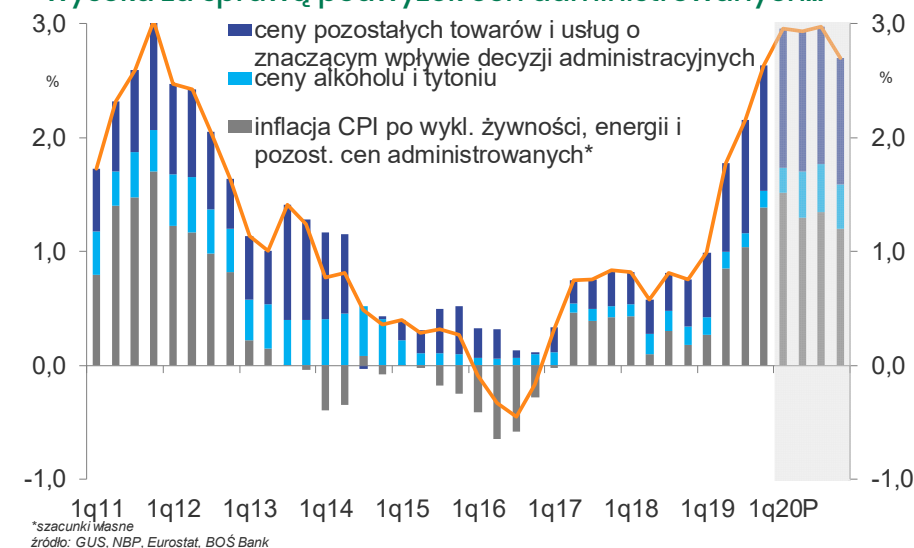




W 2020 r. bardzo stopniowy spadek inflacji z tytułu efektów cyklicznych

- W trakcie 2020 r. oczekujemy utrzymywania się inflacji bazowej po wyłączeniu żywności i energii na wysokim poziomie w okolicach 3,0% r/r.
- W decydującym jednak stopniu inflację bazową podwyższać w tym okresie będzie grupa towarów i usług, na które wpływ mają decyzje administracyjne, takie jak opisane wcześniej ceny alkoholu i tytoniu, opłat w zakresie użytkowania mieszkania czy też transportu publicznego.
- W grupie towarów i usług, na które te decyzje nie mają wpływu – indeks CPI po wyłączeniu cen żywności, energii i pozostałych cen administrowanych, oczekujemy bardzo stopniowego obniżenia indeksu, po jego wzroście do lokalnego maksimum na przełomie 2019 i 2020 r.
- Wielokrotnie wskazywaliśmy już, że od kilku miesięcy ten indeks w sporym stopniu rośnie w większym stopniu pod wpływem niskich baz odniesienia, a nie bieżących, silniejszych podwyżek cen. W warunkach wolniejszego wzrostu popytu, niższego wzrostu kosztów pracy oraz wciąż bardzo niskiej dynamiki cen importu oczekujemy stopniowego spadku tak wyznaczanego indeksu wzrostu cen.
- Jednocześnie, czynnikiem który będzie ograniczał skalę tego spadku, poza relatywnie łagodną skalą spowolnienia gospodarczego, będą utrzymujące się solidne wzrosty cen energii dla przedsiębiorców, które cały czas będą stymulowały wzrost kosztów działalności firm.

Inflacja bazowa po wykluczeniu żywności i energii wciąż wysoka za sprawą podwyżek cen administrowanych...



...przy stopniowym wygasaniu inflacji z tytułu efektów cyklicznych

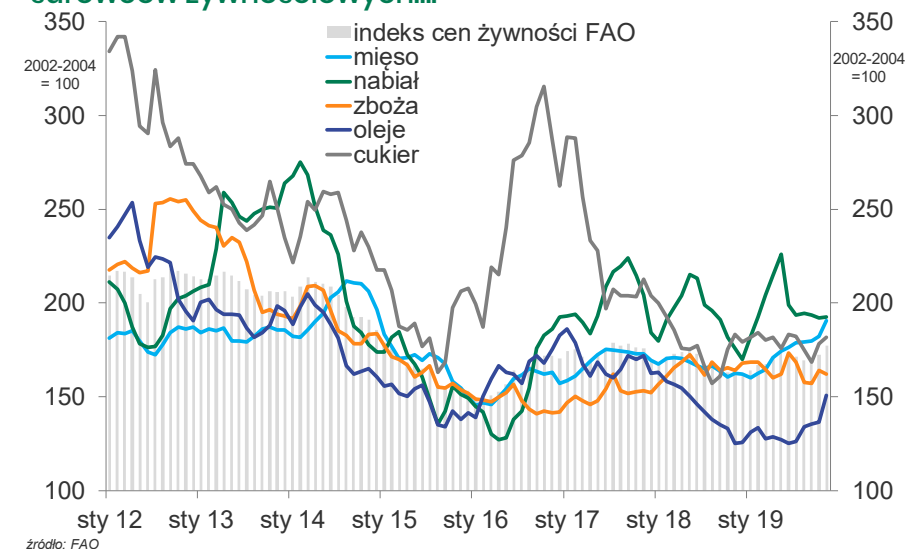




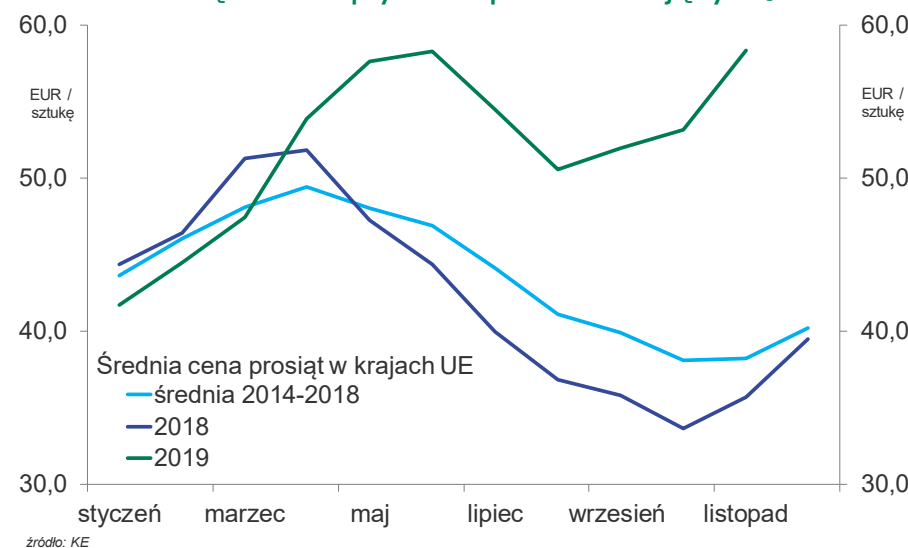
Od połowy 2020 r. oczekujemy spadku rocznej dynamiki cen żywności

- Sytuacja na rynku surowców żywnościowych w przypadku większości grup nie wskazuje na wyraźny trend wzrostowy, z tego względu zakładamy w trakcie 2020 r. ograniczoną zmienność (z lekkim trendem spadkowym) rocznej dynamiki cen żywności przetworzonej.
- Natomiast w minionych miesiącach postępował silny wzrost ceny mięsa w wyniku dalszego wzrostu cen wieprzowiny. Po lekkim spadku cen w połowie roku, w III kw. ceny ponownie bardzo silnie wzrosły.
- Biorąc pod uwagę te tendencje oczekujemy jeszcze lekkiego wzrostu indeksu cen mięsa na przełomie 2019 i 2020 r., a od II kw. 2020 r. jego spadku, w głównym stopniu jako efektu bazy odniesienia (początek dynamicznego wzrostu cen na przełomie I i II kw. 2019 r.). O ile sam efekt bazy będzie silnie obniżał wskaźnik wzrostu cen mięsa, to spora niepewność dot. rozwoju problemu ASF w Polsce i w Europie wpływa na utrzymujące się wysokie ryzyko prognozy cen mięsa.
- Zakładając brak nietypowych, niekorzystnych warunków atmosferycznych oczekujemy w połowie 2020 r. także wyraźnego spadku rocznej dynamiki cen warzyw i owoców, które w 2019 r. (szczególnie w przypadku warzyw) dynamicznie rosły z powodu suszy.
- Pomimo potencjału do silnego spadku cen żywności w 2020 r. (analizując wyłączenie tendencje na rynku surowców, czy zakładając standardową sytuację pogodową) pozostajemy ostrożni co do skali tego spadku biorąc pod uwagę obserwowany już od wielu kwartałów wpływ wzrostu kosztów w przetwórstwie spożywczym i handlu na ceny detaliczne surowców. „Przerzucanie” na konsumentów tych kosztów jest szczególnie łatwe w okresach spadku cen surowcowych / hurtowych.

Relatywnie stabilna sytuacja na globalnym rynku surowców żywnościowych....



...poza dynamicznymi wzrostami cen mięsa wieprzowego, na które wciąż silnie wpływa rozprzestrzeniający się ASF





Po skokowym wzroście inflacji CPI w I kw. 2020 r., w trakcie roku stopniowy spadek indeksu w kierunku celu inflacyjnego RPP

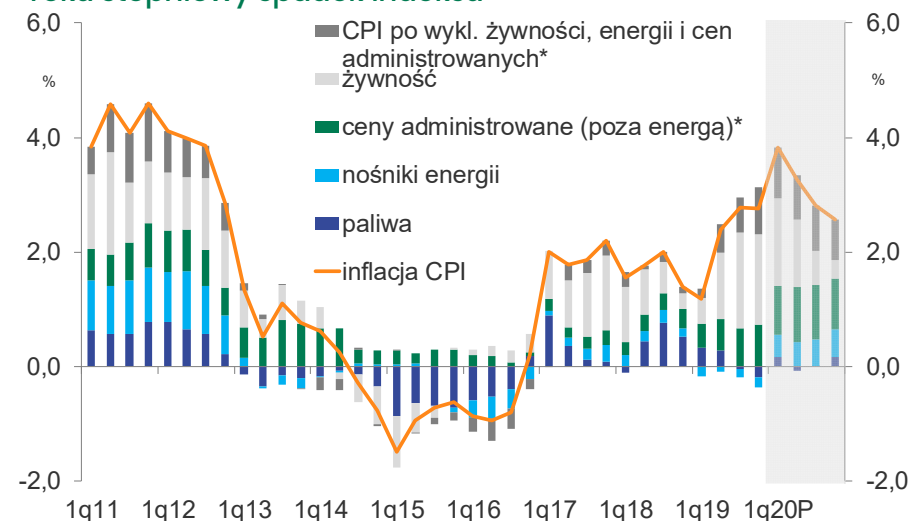
- Kumulacja efektów podwyżek cen towarów usług pozostających pod wpływem decyzji administracyjnych (energia, akcyza na alkohol i tytoń, opłaty związane z mieszkaniem, transportem publicznym) skutkuje wg naszych szacunków wzrostem inflacji CPI w I kw. 2020 r. w kierunku 4,0% r/r.
- W tym okresie oczekujemy również wzrostu rocznej dynamiki cen paliw, utrzymania podwyższonej dynamiki cen żywności oraz inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii i pozostałych cen administrowanych.
- W kolejnych kwartałach oczekujemy stopniowego obniżenia wskaźnika inflacji CPI, przy lekkim osłabieniu wpływu efektów cyklicznych na ceny, ale przede wszystkim silnego spadku rocznej dynamiki cen żywności.
- Biorąc pod uwagę warunki ekonomiczne, jako wyższe oceniamy ryzyko silniejszego wzrostu inflacji CPI przy: - ryzyku silniejszych podwyżkach cen administrowanych, - niepewności dot. wpływu utrzymujących się wysokich wzrostów kosztów energii dla przedsiębiorstw, - potencjalnie wyższych cenach ropy naftowej na rynku globalnym.
- Cały czas sporym czynnikiem ryzyka pozostaje kształtowanie się cen energii elektrycznej. Przy mniejszej niepewności dot. decyzji URE (na przykładzie Tauronu można zakładać akceptację wyraźnego wzrostu cen), utrzymuje się niepewność dot. decyzji rządu w sprawie ewentualnych działań ograniczających wpływ podwyżek cen na budżety gospodarstw domowych.
- W ostatnim czasie pojawiły się sprzeczne informacje przedstawicieli rządu dot. akceptowalnej skali wzrostu kosztów gospodarstw domowych. Ponadto nie wiemy, czy jakiegokolwiek ewentualne działania mające na celu ograniczenie tych kosztów wpłynęłyby na ograniczenie ceny (co obniżyłoby inflację), czy też byłoby skierowane na łagodzenie skutków wyższych cen np. poprzez rekompensaty dla gospodarstw domowych (brak wpływu na inflację).

Inflacja CPI i składowe

dynamika wzrostu	4q19P	1q20P	2q20P	3q20P	2019P	2020P
CPI	2,8	3,9	3,4	3,0	2,3	3,3
żywność i napoje bezalkoholowe	6,3	6,2	4,8	2,4	4,9	3,7
alkohol i wyroby tytoniowe	1,3	2,0	3,8	3,9	1,3	3,3
paliwa	-3,4	3,2	-1,6	0,1	1,8	1,2
nośniki energii	-1,8	4,4	5,4	5,8	-1,4	5,4
pozostałe ceny administrowane*	6,3	6,9	7,0	6,8	4,9	6,8
CPI po wykluczeniu żywności, energii, alkoholu i wyr. i innych cen administrowanych*	1,9	2,1	1,8	1,8	1,2	1,9
inflacja bazowa po wykl. żywności i energii	2,6	3,0	2,9	3,0	1,9	2,9

*szacunki własne, źródło: GUS, BOS Bank

Po skokowym wzroście inflacji w I kw. 2020 r., w trakcie roku stopniowy spadek indeksu



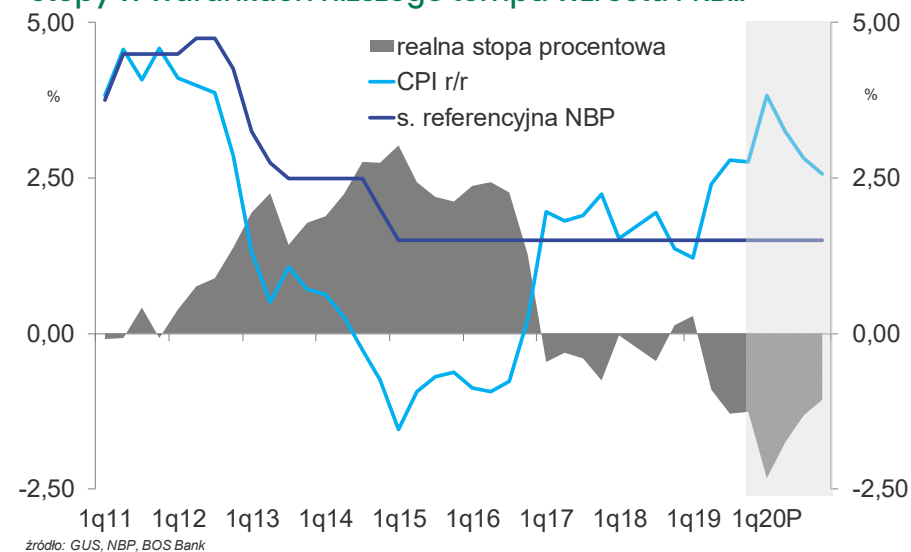
*szacunki własne
źródło: GUS, Eurostat, BOS Bank



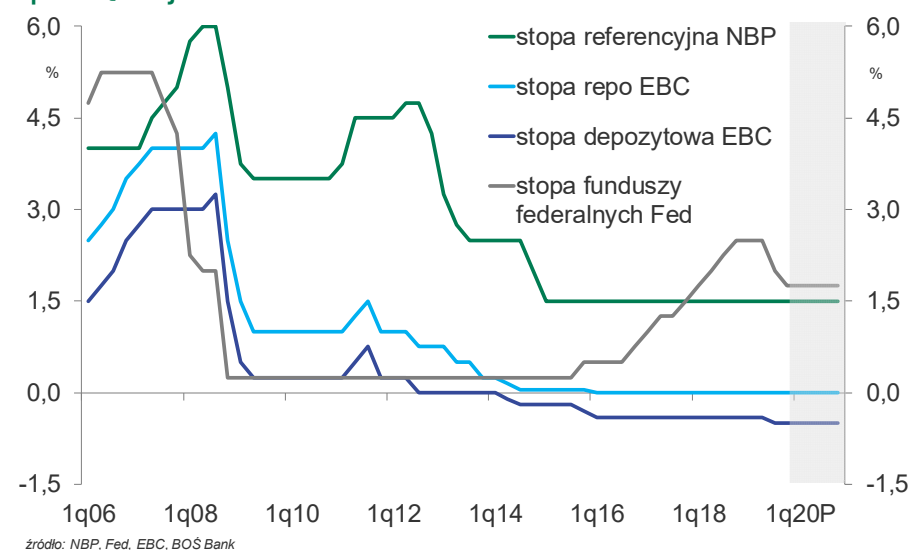
Prognoza stabilnych stóp procentowych NBP, przy założeniu jedynie okresowego wzrostu inflacji oraz niższego tempa wzrostu gospodarczego

- Rada Polityki Pieniężnej w IV kw. pozostawiła na niezmiennym poziomie stopy procentowe, w tym główną stopę referencyjną na poziomie 1,5% r/r.
- W komunikacie oraz w wypowiedziach prezesa NBP podczas konferencji prasowych podtrzymana została retoryka wskazująca na oczekiwaną przez większość członków Rady stabilizację stóp procentowych.
- Pomimo już powszechnych oczekiwań wzrostu inflacji w I kw. 2020 r. w kierunku 4,0% r/r, oczekujemy utrzymania stabilnego poziomu stóp procentowych w miesiącach kolejnych. Na takie oczekiwania wpływa: - prognoza obniżenia inflacji w kierunku celu inflacyjnego pod koniec 2020 r., - obserwowane i oczekiwane dalsze osłabienie wzrostu PKB przy wciąż utrzymującej się niepewności dot. skali tego spowolnienia, - utrzymywanie łagodnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne na świecie, - preferencje RPP dla unikania zmian parametrów polityki pieniężnej („stabilność stóp jako wartość sama w sobie”).
- Wydaje się, że obecnie perspektywa zaostrzenia polityki pieniężnej odsuwa się silnie w czasie z uwagi na prognozy dla wzrostu gospodarczego oraz oddalającą się perspektywę zaostrzenia polityki pieniężnej w strefie euro. Wydłużający się okres bardzo silnie ujemnych realnych stóp procentowych nie był dotychczas problemem dla RPP i tym samym, pomimo dostrzegalnych czynników ryzyka z tego tytułu, trudno zakładać, że ta sytuacja zmieni się w 2020 r.
- W warunkach ograniczonej skali spowolnienia gospodarki nie sądzimy natomiast, aby Rada zdecydowała się na redukcję stóp procentowych. Biorąc pod uwagę wyższy poziom wskaźnika inflacji i bieżący bardzo niski poziom stóp procentowych, w naszej ocenie jedynie gwałtowne osłabienie koniunktury skłoniłoby RPP do złagodzenia polityki pieniężnej.

Pomimo silnego wzrostu inflacji RPP utrzyma stabilne stopy w warunkach niższego tempa wzrostu PKB...



...oraz globalnego efektu akomodacyjnej polityki pieniężnej

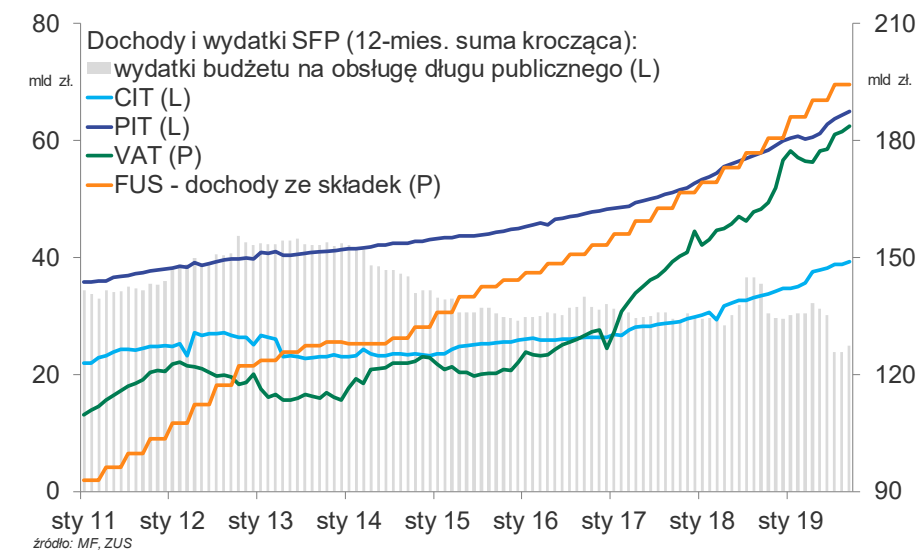




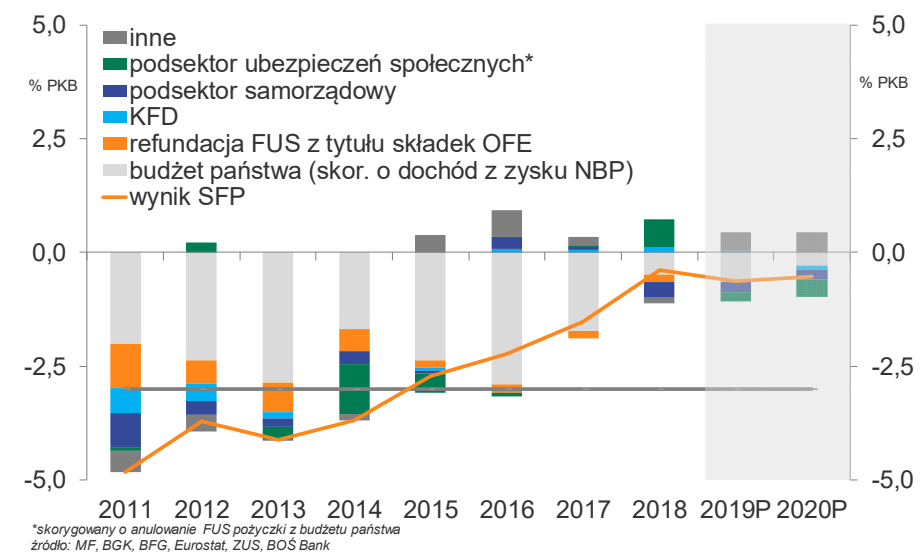
Deficyt SFP daleko od granicy 3,0% PKB w I. 2019–2020

- Biorąc pod uwagę brak zniesienia tzw. limitu 30-krotności składek na ZUS i nasze, bardziej ostrożne założenia dot. przychodów z podatku VAT, oczekujemy, że deficyt budżetu państwa w 2020 r. wyniesie ok. 5 mld zł. (zakładając standardowo niższe niż w ustawie wykonanie części wydatków oraz uwzględnienie dochodów jednorazowych), wobec ponad 10 mld w 2019 r. Jednocześnie uważamy, że możliwe jest przyspieszenie pod koniec 2019 r. zwrotów z podatku VAT, przy sporej przestrzeni dla zwiększenia deficytu w 2019 r. i tym samym ograniczenie ryzyka wykonania budżetu w trudniejszym 2020 r.
- W zakresie całego sektora finansów publicznych oczekujemy niewielkiego wzrostu deficytu w I. 2019–2020 poniżej 1,0% PKB. Przy poprawie wyniku na poziomie deficytu centralnego, oczekujemy utrzymania gorszego wyniku podsektora samorządowego i lekkiego pogorszenia wyniku podsektora ubezpieczeń społecznych (silniejszy wzrost wydatków przy cyklicznie niższym tempie wzrostu dochodów ze składek).
- Analizując wyraźną poprawę wyniku SFP w minionych latach należy wskazać na: – silnie tempo wzrostu gospodarczego i ograniczenie deflacji (podatek VAT), – przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń (podatek PIT, dochody FUS), – poprawa ściągальności podatków (VAT, CIT), – niższe stopy procentowe (spadek wartości wydatków na obsługę długu publicznego), – dochody jednorazowe budżetu państwa.
- Biorąc pod uwagę powyższe, oczekujemy w 2020 r. ograniczenia pozytywnego wpływu efektów cyklicznych na finanse publiczne, jednak zakładając, że skala tego spowolnienia będzie ograniczona nie sądzimy, aby doszło do gwałtownego pogorszenia relacji dochodów (poza wyraźnym obniżeniem wzrostu dochodów z PIT z tytułu obniżenia stawek podatku oraz podwyższenia kosztów uzyskania przychodów). Ten efekt, przy wolniejszym wzroście wielu wydatków po okresie wyborczym, czy też stałej nominalnej wartości wielu wydatków (kwotowe wskaźniki w ramach świadczeń społecznych), będą ograniczać skalę wzrostu deficytu SFP w relacji do PKB w nadchodzących kwartałach.

Efekty cykliczne, poprawa ściągальności podatków i niskie stopy procentowe pozytywne dla finansów publicznych



Deficyt SFP w perspektywie 2020 r. poniżej 1,0% PKB

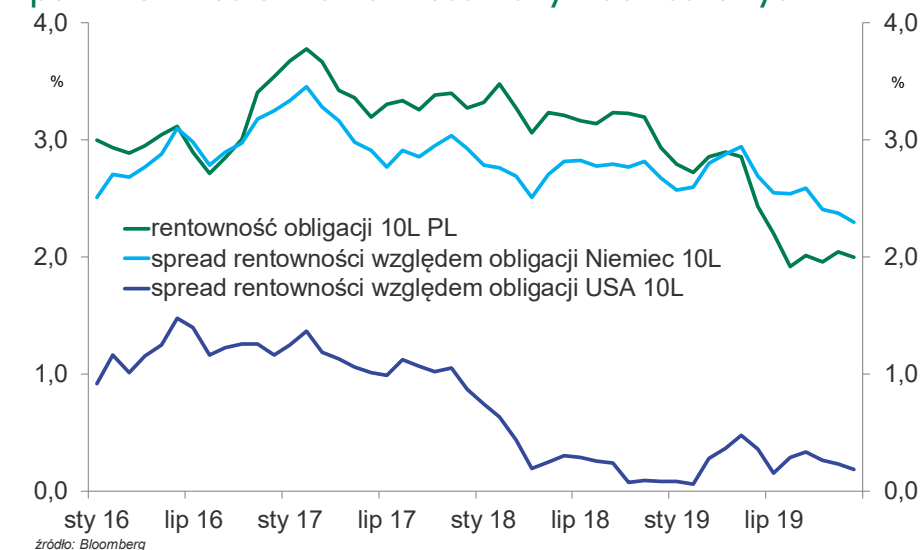




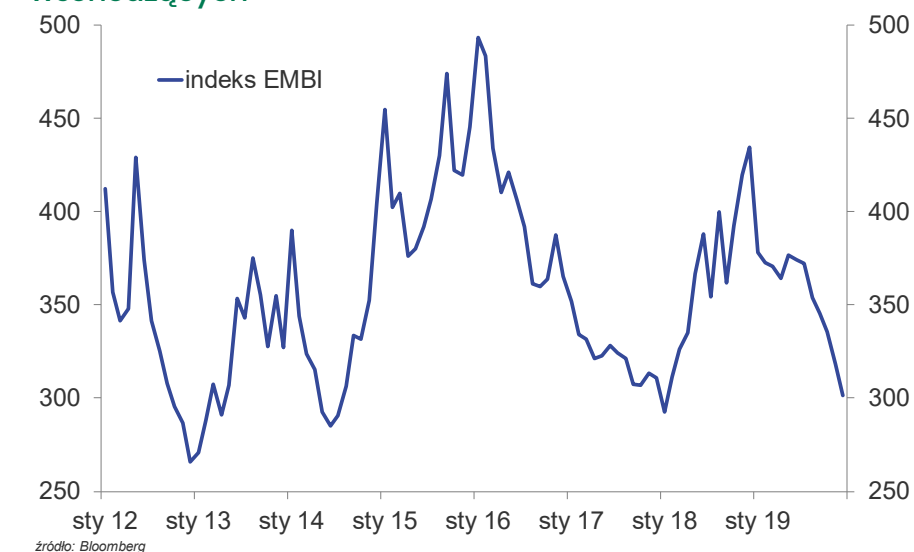
Rentowności krajowych SPW pod wpływem sytuacji na rynkach bazowych

- W IV kw. 2019 r. na krajowym rynku długu rentowności obligacji skarbowych notowały ograniczoną zmienność, rentowności 10-letnich papierów wahały się wokół poziomu 2,0%. Pomimo lekkiego wzrostu rentowności na rynkach bazowych, spadek globalnej premii za ryzyko przekładał się na spadek spreadu i tym samym stabilizację cen krajowych SPW. Podobnie, pozytywne efekty na rynku obligacji skarbowych notowano pod koniec 2019 r. na większości rynków wschodzących.
- Jednocześnie w całym 2019 r. odporność krajowych obligacji na zmiany poziomu globalnej awersji do ryzyka była wysoka. Wyraźne ograniczenie zaangażowania inwestorów zagranicznych na krajowym rynku długu miało minimalny wpływ na ceny papierów, z uwagi na utrzymujący się podwyższony popyt sektora bankowego.
- Zakładając, że rentowności polskich obligacji cały czas będą podążać za papierami na rynkach bazowych, oczekujemy w kolejnych miesiącach ich stabilizacji, z potencjałem dla lekkiego wzrostu rentowności na dłuższym końcu krzywej dochodowości w drugiej części roku. Przy prognozie stabilizacji parametrów polityki pieniężnej, jak również prawdopodobnym utrzymaniu silnego popytu sektora bankowego, oczekujemy stabilizacji cen obligacji na krótszym końcu krzywej.
- Przy założeniu materializacji scenariusza ograniczonej skali spowolnienia krajowej gospodarki i tym samym braku istotnego pogorszenia sytuacji fiskalnej, nie oczekujemy wyraźnego wzrostu podaży krajowych papierów skarbowych.

Stabilne rentowności krajowych SPW w IV kw. 2019 r. pomimo wzrostów rentowności na rynkach bazowych...



...przy solidnych wzrostach cen obligacji na rynkach wschodzących



Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	1,4	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,2	3,5
Popyt krajowy	% r/r	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,5	3,9	3,2
Spożycie indywidualne	% r/r	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	4,0	3,8
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	7,2	3,7
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	2,0	-1,3	0,6	0,8	0,3	0,0	0,0	0,4
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1656,9	1720,4	1800,2	1861,1	1989,4	2115,2	2267,3	2410,7
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,1	-1,0	0,2	0,6
	mld EUR	-5,0	-8,5	-2,4	-2,2	0,3	-5,0	1,2	3,4
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	15,7	16,5	13,0	10,0	11,1	15,7	17,2	16,3
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	13,5	12,3	10,5	8,9	7,3	6,1	5,5	5,1
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1,1	0,2	0,9	2,3	3,3	2,6	2,3	1,3
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	3,4	3,6	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	7,0
	% r/r, real.	2,5	3,6	4,3	4,4	3,2	5,4	4,8	3,6
Inflacja CPI	% r/r, śr.	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,3
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,9	2,8
Depozyty ogółem	% r/r	5,7	9,3	7,4	9,4	4,2	9,1	8,7	6,6
Kredyty ogółem	% r/r	3,7	6,8	6,9	4,9	3,8	7,1	6,3	4,9
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,5	-0,4	-0,7	-0,7
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	55,7	50,4	51,3	54,2	50,6	48,9	46,8	44,3
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%, k.o.	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	1,70
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	2,99	1,78	1,56	2,01	1,69	1,33	1,45	1,50
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	3,77	2,13	2,21	2,87	2,66	2,13	1,80	1,90
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	4,32	2,51	2,94	3,62	3,29	2,81	2,05	2,30
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,15	4,26	4,26	4,42	4,17	4,30	4,27	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	3,01	3,51	3,90	4,18	3,48	3,76	3,85	3,78
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,38	3,54	3,94	4,12	3,57	3,82	3,89	3,81
założenia zewnętrzne		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
PKB - USA	% r/r	1,8	2,5	2,9	1,6	2,4	2,9	2,3	1,8
PKB - strefa euro	% r/r	-0,2	1,4	2,0	1,9	2,7	1,9	1,2	0,8
PKB - Chiny	% r/r	7,8	7,3	6,9	6,7	6,8	6,6	6,1	5,6
Inflacja (CPI) - USA	% r/r, śr.	1,5	1,5	0,2	1,3	2,1	2,4	1,8	1,9
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, śr.	1,3	0,3	0,2	0,4	1,4	1,4	1,1	1,0
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	0,25	0,25	0,50	0,75	1,50	2,50	1,75	1,75
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	1,85	1,85
Obligacje USA 10L	%, k.o.	3,05	2,18	2,28	2,46	2,42	2,70	1,90	2,00
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0,40	-0,40
Obligacje GER 10L	%, k.o.	1,94	0,54	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,30	-0,20
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0,75	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,37	1,22	1,09	1,05	1,20	1,15	1,11	1,13
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	108,7	98,9	52,4	43,8	54,3	71,0	63,9	66,3

% 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		1q19	2q19	3q19P	4q19P	1q20P	2q20P	3q20P	4q20P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	4,8	4,6	3,9	3,8	3,7	3,4	3,6	3,3
Popyt krajowy	% r/r	3,9	4,6	3,3	3,8	3,2	3,0	3,2	3,3
Spżycie indywidualne	% r/r	3,9	4,4	3,9	4,0	4,0	3,9	3,7	3,6
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	12,2	9,1	4,7	5,7	3,5	2,9	3,5	4,2
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0,9	0,0	0,6	-0,2	0,4	0,4	0,4	0,0
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,6	-0,4	-0,1	0,2	0,5	0,7	0,7	0,6
	mld EUR	2,1	0,4	-1,3	0,0	3,7	1,3	-1,0	-0,7
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	5,9	5,3	5,1	5,1	5,2	4,7	4,8	5,0
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,7	2,3	2,1	2,1	1,8	1,4	1,0	1,0
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7,1	7,0	7,7	7,0	7,6	7,2	7,0	6,3
	% r/r, real.	5,8	4,5	4,7	4,1	3,6	3,7	4,1	3,6
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	1,7	2,6	2,6	3,0	3,9	2,9	2,8	2,7
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	1,4	1,9	2,4	3,0	3,0	2,7	2,6	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.	1,72	1,72	1,72	1,71	1,70	1,70	1,70	1,70
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,68	1,59	1,45	1,45	1,45	1,45	1,45	1,50
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,21	1,98	1,74	1,80	1,80	1,85	1,85	1,90
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	2,84	2,40	2,01	2,05	2,10	2,15	2,25	2,30
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,30	4,25	4,37	4,27	4,28	4,27	4,26	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	3,84	3,73	4,00	3,85	3,86	3,85	3,81	3,78
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,85	3,83	4,03	3,89	3,89	3,86	3,85	3,81

założenia zewnętrzne		1q19	2q19	3q19P	4q19P	1q20P	2q20P	3q20P	4q20P
PKB - USA	% r/r	2,7	2,3	2,1	2,2	1,8	1,8	1,8	1,8
PKB - strefa euro	% r/r	1,4	1,2	1,2	1,0	0,7	0,7	0,8	1,0
PKB - Chiny	% r/r	6,4	6,2	6,0	5,9	5,8	5,8	5,1	5,9
Stopa funduszy federalnych Fed*	%, k.o.	2,50	2,50	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,41	2,01	1,67	1,90	1,90	1,90	1,95	2,00
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.	-	-	-	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
Obligacje GER 10L	%, k.o.	-0,07	-0,33	-0,58	-0,30	-0,30	-0,30	-0,25	-0,20
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,12	1,14	1,09	1,11	1,11	1,11	1,12	1,13
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	63,3	68,5	61,9	61,9	65,0	66,0	66,7	67,7

% 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.