

Kwartalny raport makroekonomiczny

Biuro Badań i Analiz
Marzec 2019



**BANK
GOSPODARSTWA
KRAJOWEGO**

USA – zwrot w polityce FOMC

Amerykańskie władze monetarne, pomimo wciąż dobrych perspektyw wzrostu gospodarki USA złagodziły dotychczasową politykę. Na marcowym posiedzeniu FOMC można oczekiwać dalszej korekty w dół projekcji stopy Fed oraz decyzji dotyczącej wygaszenia procesu redukcji bilansu Fed w perspektywie końca bieżącego roku.

Ciężka zima w strefie euro

Ostatnie miesiące były okresem wyraźnego pogorszenia danych ze strefy euro. Słabe dane dotyczą przede wszystkim sektora przemysłowego. Zagrożony jest wzrost eksportu i inwestycji. Negatywnie oddziałują przede wszystkim czynniki geopolityczne. Ich wpływ jedynie częściowo może zneutralizować wewnętrzny popyt konsumpcyjny oraz szybki wzrost popytu z regionu EŚW. Luźna polityka monetarna, w tym nowe LTRO, nie poprawi istotnie wyników gospodarki Eurolandu. Lepsza w tym względzie byłaby stymulacja fiskalna. Niemniej, w bieżących uwarunkowaniach politycznych przestrzeń na luzowanie fiskalne jest ograniczona.

Polska gospodarka – impuls fiskalny i inwestycje w kontrze do zewnętrznych zagrożeń

W Polsce impuls fiskalny zapewni utrzymanie relatywnie wysokiego tempa wzrostu gospodarki. Pomagać będą także inwestycje wiodone kalendarzem napływu środków UE. Czynniki te zmniejszają zagrożenia dla koniunktury wynikające ze spowolnienia strefy euro, w tym kluczowej dla polskiego eksportu gospodarce niemieckiej. Problemem dla wzrostu inwestycji, zwłaszcza tych związanych z infrastrukturą, mogą być ograniczenia rynku pracy. Inflacja, choć będzie rosła, to nie do poziomów, które mogłyby zagrozić prowadzonej przez RPP polityce stabilizacji stopy referencyjnej.

Perspektywy FI i FX

Na rynku FI po ostatniej korekcie wynikającej z zapowiedzi luzowania polityki fiskalnej ceny polskich obligacji mogą odrabiać straty, przede wszystkim ze względu na wciąż dobrą kondycję budżetu. Na FX EURPLN wciąż może oscylować blisko 4,30. Większą zmiennością może charakteryzować się USDPLN. Dostrzegamy przestrzeń do spadku tej pary (bliżej 3,65).

Tabele z prognozami

Prognozy parametrów makro oraz wskaźników rynków finansowych.

Spis treści

- USA – zwrot w polityce FOMC
- Ciężka zima w strefie euro
- Polska gospodarka – impuls fiskalny i inwestycje w kontrze do zewnętrznych zagrożeń
- Perspektywy FI i FX
- Tabele z prognozami

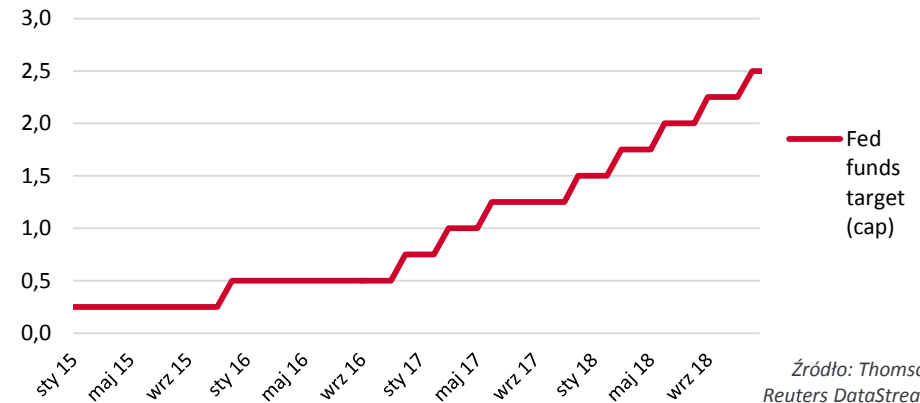


**BANK
GOSPODARSTWA
KRAJOWEGO**

Niepewność odnośnie kondycji globalnej gospodarki jest główną przyczyną zwrotu w amerykańskiej polityce monetarnej

- Amerykańskie władze monetarne (FOMC) dały silny sygnał świadczący o tym, że nie będą kontynuować dotychczasowej polityki podwyższania stopy Fed (w ubiegłym roku podnoszono je o 25 pb. na kwartał).
- Za zmianą nastawienia FOMC stoi przede wszystkim pogorszenie bilansu ryzyka dla perspektyw wzrostu amerykańskiej gospodarki związana z niepewnością dotyczącą kondycji globalnej gospodarki. W FOMC przeważają obawy, że kolejne wzrosty stóp mogą doprowadzić do zbyt silnego schłodzenia koniunktury.
- Zmiana nastawienia znalazła odzwierciedlenie w rewizji w dół grudniowych projekcji stopy Fed (*dotplotów*).
- Dotychczasowe podwyżki stopy Fed przyczyniły się do osiągnięcia przez amerykańską gospodarkę większej równowagi makroekonomicznej:
 - utarły trend wzrostowy amerykańskich giełd,
 - zrównoważyły rynek finansowania, korporacyjnego,
 - zmniejszyły ryzyko nadaktywności sektora budownictwa mieszkaniowego w USA,
 - poprawiły wyniki i perspektywy zysków amerykańskiego sektora bankowego,
 - dały miejsce do stymulacji monetarnej w wypadku spowolnienia.
- W wypowiedziach członków FOMC przeważa łagodna retoryka mówiąca o ostrożności i cierpliwości w normalizacji polityki. Zważywszy, że w gołęmbim tonie ostatnio wypowiada się nawet jastrzębie skrzydło Komitetu można oczekiwać, że dalsza rewizja prognoz stopy Fed w dół nastąpi przy okazji publikacji kolejnych *dotplotów* w marcu.

Wzrost stopy FED na przestrzeni ostatnich lat



Rewizja w dół projekcji stóp procentowych

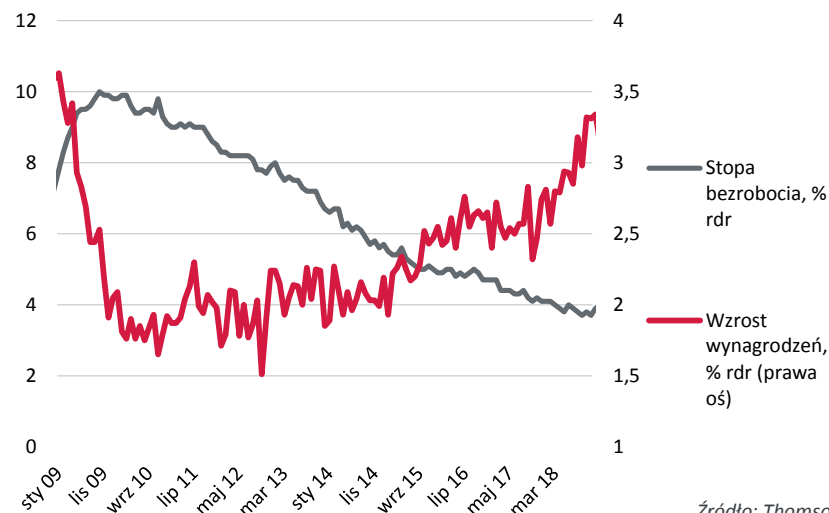
	2019	2020	2021	Longer Term
Grudzień 2018	2,875	3,125	3,125	2,750
Wrzesień 2018	3,125	3,375	3,375	3,000

Źródło: Bloomberg

Niska presja cenowa w USA pozwala FOMC pozostawać w trybie *wait and see*

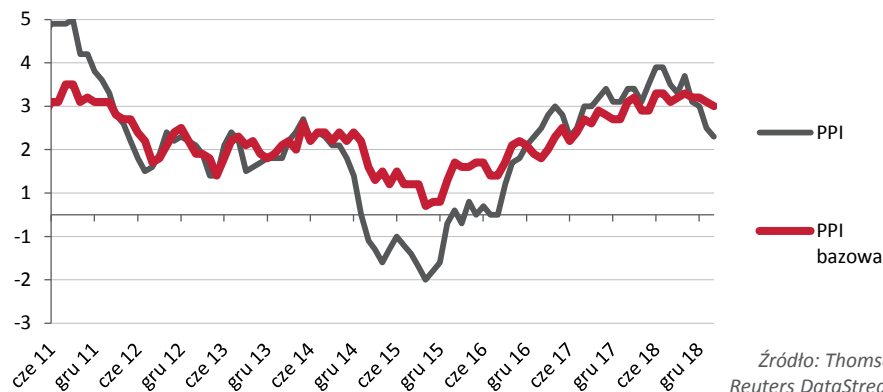
- W USA siła presji płacowej rozczarowuje w stosunku do poziomu wykorzystania zasobów pracy. W efekcie jej przełożenie na procesy inflacyjne również jest słabsze niż wcześniej oczekiwano. W niewielkim stopniu na inflację oddziaływały także wprowadzone cła. Te, podobnie jak ceny surowców, silnie przekładają się na wahania indeksu cen producentów PPI.
- W obecnych uwarunkowaniach, nawet przy założeniu lekkiego przyspieszenia dynamice wynagrodzeń, trudno oczekiwać nasilenia presji cenowej w USA.
- Przestrzeń do wzrostu inflacji ogranicza osłabienie globalnej koniunktury, zwłaszcza niepewna sytuacja w Chinach.
- Ponadto presję inflacyjną w USA nadal będzie zmniejszać relatywnie mocny dolar (co stanowi dodatkowy argument za łagodzeniem retoryki FOMC).
- Czynnikiem ryzyka pozostają ceny surowców, zwłaszcza ropy naftowej. Źródłem niepewności jest też otwarta kwestia przyszłych poziomów ceł.

Wzrost wynagrodzeń i stopa bezrobocia



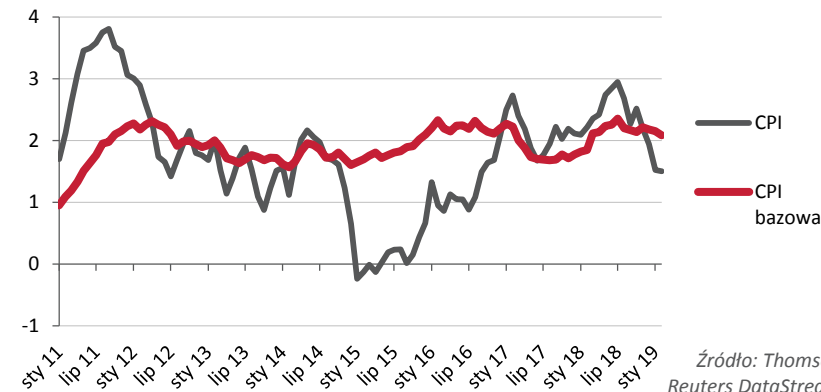
Źródło: Thomson Reuters DataStream

Inflacja PPI w USA, % rdr



Źródło: Thomson Reuters DataStream

Inflacja CPI w USA, % rdr, dane odsezonowane



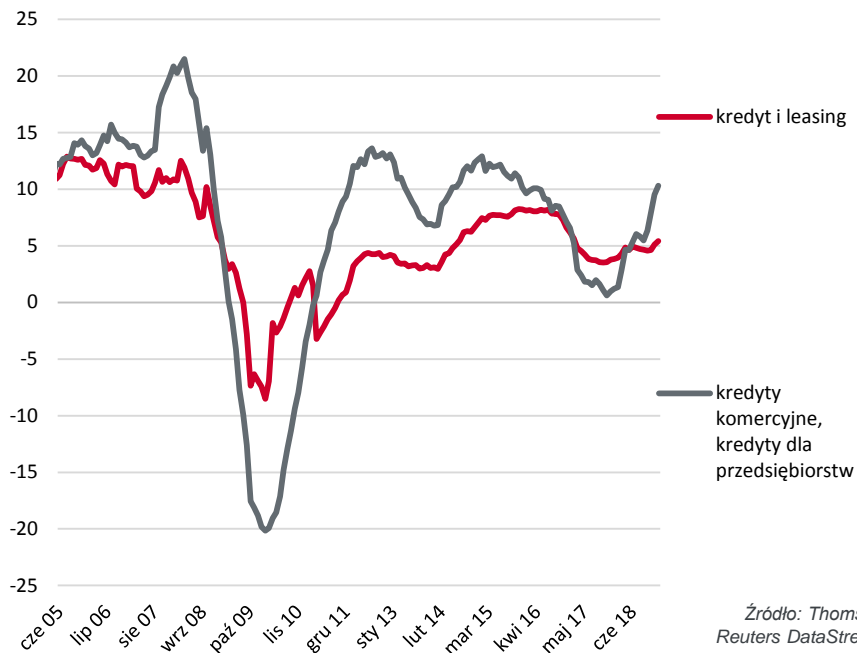
Źródło: Thomson Reuters DataStream

Stabilna sytuacja na rynku kredytowym nie stwarza ryzyka makroostrożnościowego w USA

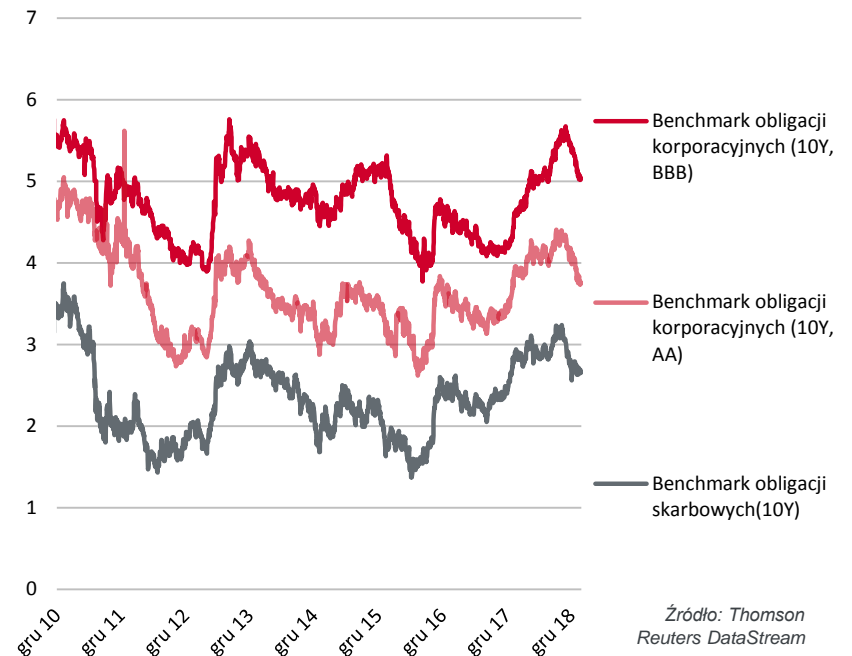
Szukanie równowagi na rynku obligacji korporacyjnych w USA

- Dynamika akcji kredytowej w USA (z uwzględnieniem leasingu) w ostatnich latach stabilizuje się na umiarkowanym poziomie. Wskazuje to na relatywnie ograniczone ryzyko przegrzania amerykańskiej gospodarki nadmierną podażą kredytu, co było przyczyną ostatniego kryzysu.
- Bardziej problematyczna wydaje się być sytuacja na rynku obligacji korporacyjnych. Tak samo jak rentowności UST również obligacje korporacyjne notowały w ubiegłym roku wieloletnie szczyty. W efekcie obawy o nadmierne zwiększenie kosztów finansowania przedsiębiorstw mogą przyczynić się do zachowania większej ostrożności FOMC w dalszym zacieśnianiu polityki monetarnej.

Akcja kredytowa w USA, % rdr



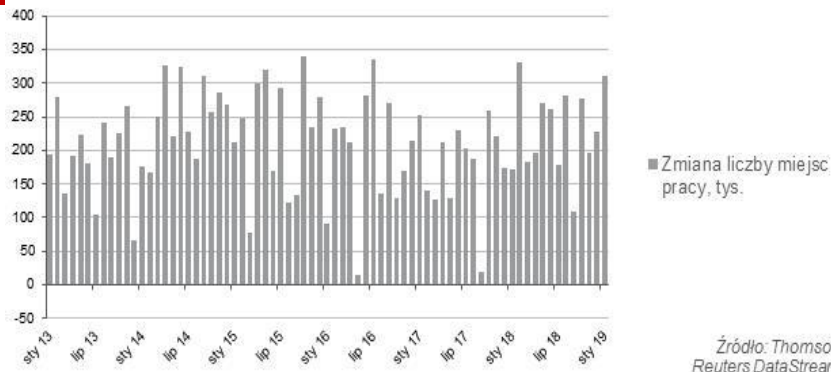
Rentowności długu korporacyjnego



Średnioterminowe perspektywy wzrostu gospodarki USA pozostają dobre, a jej gwałtowne spowolnienie mało prawdopodobne

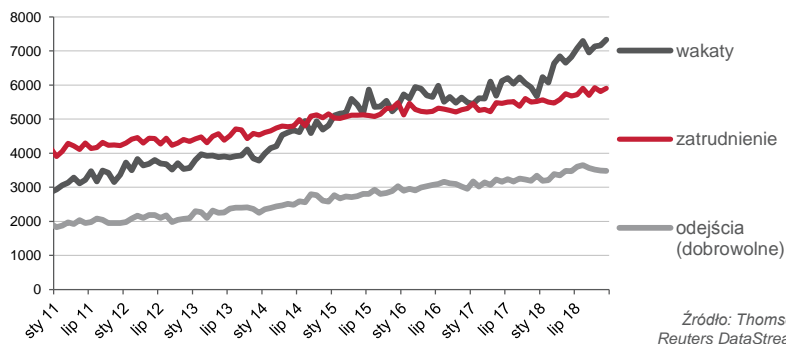
- Średnioterminowe perspektywy wzrostu USA pozostają dobre. Sprzężenie zwrotne poprawy kondycji rynku pracy ze wzrostem konsumpcji nadal działa. Najważniejsze twarde dane makro z rynku pracy pozostają bardzo dobre.
- Miesięcznie średnio przyrasta około 200 tys. miejsc pracy, a stopa bezrobocia jest na wieloletnich minimach. Jednocześnie liczba tworzonych wakatów osiąga nowe historyczne maksima.

Stabilny wzrost zatrudnienia w USA

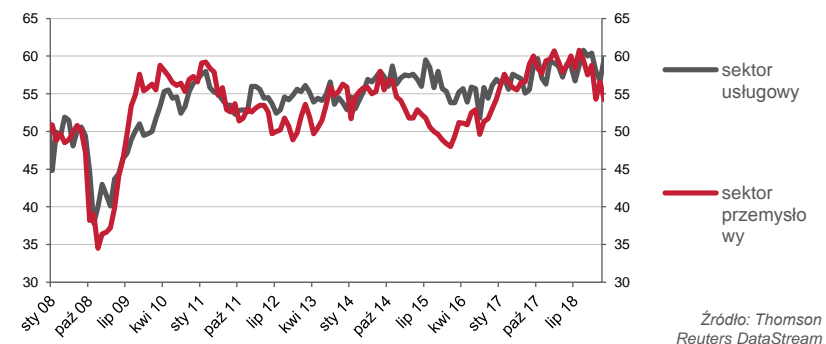


- Dobre średnioterminowe perspektywy wzrostu w USA widoczne są także we wskaźnikach wyprzedzających – zarówno odnoszących się do sektora przedsiębiorstw jak i gospodarstw domowych, co świadczy o mocnych fundamentach wzrostu amerykańskiej gospodarki.
- Ponadto wyższe ceny surowców oraz niepewność dotycząca napięć handlowych poprawiają klimat inwestycyjny w amerykańskim przemyśle, gdzie nastroje wydają się być odporne na globalne spowolnienie.

Wysoki popyt na pracę w USA (dane JOLTS)



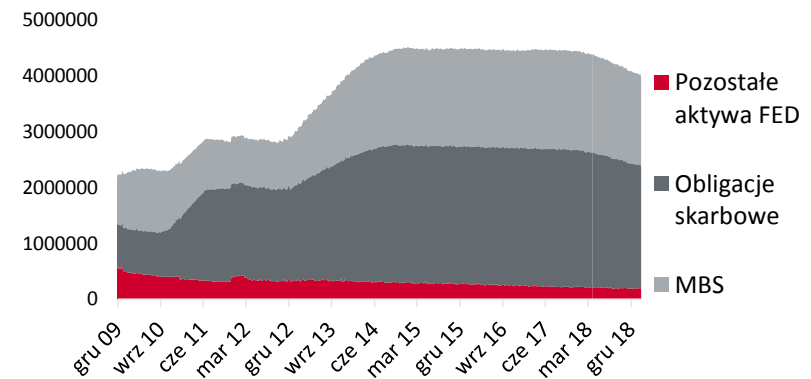
Wciąż dobra koniunktura w USA (badania ISM)



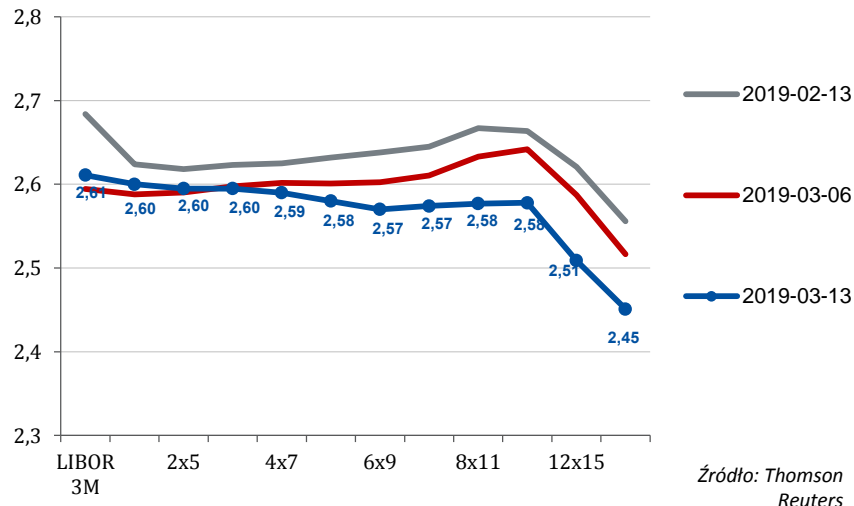
W centrum uwagi znajduje się korekta tempa redukcji bilansu Fed oraz decyzje FOMC odnośnie ścieżki stóp procentowych

- Redukcja bilansu Fed zastała zainicjowana pod koniec 2017 roku. Dopiero po roku nabrała docelowego tempa tj. 50 mld USD miesięcznie (z czego 30 mld USD dotyczy UST, a 20 mld USD papierów typu MBS). Podejmując decyzję przedstawiciele FOMC zapowiadali, że proces redukcji ten będzie trwał 3-4 lata.
- Obecnie prawdopodobnym scenariuszem jest korekta tempa redukcji bilansu Fed. Bardzo prawdopodobne jest wygaszenie tego procesu do końca bieżącego roku. Spodziewamy się, że takie decyzje będą podjęte w marcu.

Bilansu Fed pozostanie rozbudowany (aktywa w mln USD)



Krzywa FRA



- Najbliższe miesiące zapewne nie przyniosą istotnych nowości w zakresie przyszłej ścieżki stopy Fed. Choć podwyżki nie można na razie wykluczyć, to przy bieżącej retoryce FOMC, nawet w korzystnym dla gospodarki USA scenariuszu, trudno obstawiać więcej niż 1 ruch stóp w górę pod koniec roku.
- Prawdopodobne jest utrzymanie względnie płaskiego kształtu krzywej FRA (USD) przynajmniej w najbliższych miesiącach.
- Powrót tematu bilansu Fed ogranicza przestrzeń do wzrostu rentowności na długim końcu UST, nawet w warunkach silniejszej ekspansji fiskalnej (na razie mało prawdopodobnej).
- Implikowane z instrumentów pochodnych prawdopodobieństwo braku zmiany stopy Fed do końca roku jest bliskie 75%. Oczekiwania kierują się przy tym ku obniżkom.

Spis treści

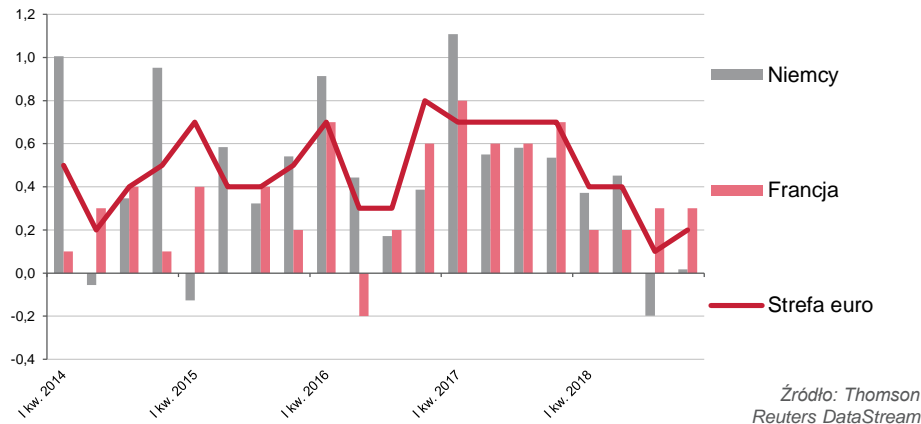
- USA – zwrot w polityce FOMC
- Ciężka zima w strefie euro
- Polska gospodarka – impuls fiskalny i inwestycje w kontrze do zewnętrznych zagrożeń
- Perspektywy FI i FX
- Tabele z prognozami



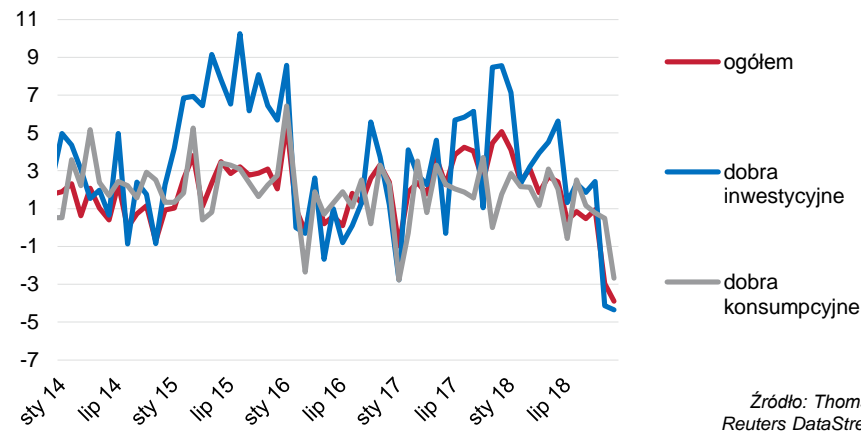
BANK
GOSPODARSTWA
KRAJOWEGO

Na przełomie roku twarde dane z Eurolandu mocno rozczarowują – PKB najniższy od 2014 r.

Slabszy wzrost PKB strefy EURO (% k/k)



Mocny spadek produkcji przemysłowej w strefie euro, % r/r

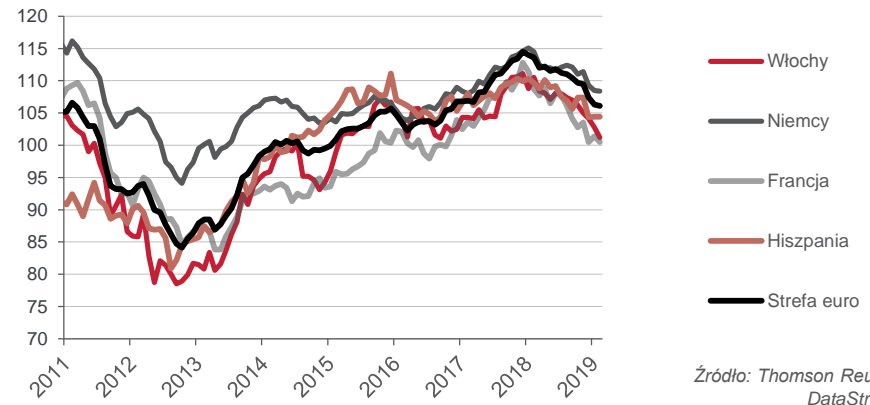


- Przełom roku przyniósł wyraźne spowolnienie dynamiki PKB strefy euro. Tempo wzrostu jest najniższe od 2014 roku – Euroland nie może na trwałe wejść, jak gospodarka USA, na ścieżkę solidnego wzrostu gospodarczego.
- Dotychczasowa poprawa kondycji rynku pracy okazała się zbyt słabym impulsem, aby zapewnić szybki wzrost konsumpcji.
- Jednocześnie zbyt silne jest uzależnienie od eksportu, dla wzrostu którego, obecne uwarunkowania stają się coraz bardziej niekorzystne.
- Mizernie prezentował się przede wszystkim sektor przemysłowy (najsilniej uzależniony od eksportu). Grudniowe wyniki w ujęciu rdr były najgorsze od dekady. Co gorsza idą one w parze z równie słabymi danymi o zamówieniach.
- Słabość przemysłu jest przy tym szeroko zakrojona geograficznie, obejmuje prawie wszystkie najważniejsze gospodarki strefy euro, w tym główny niemiecki motor przemysłowy.

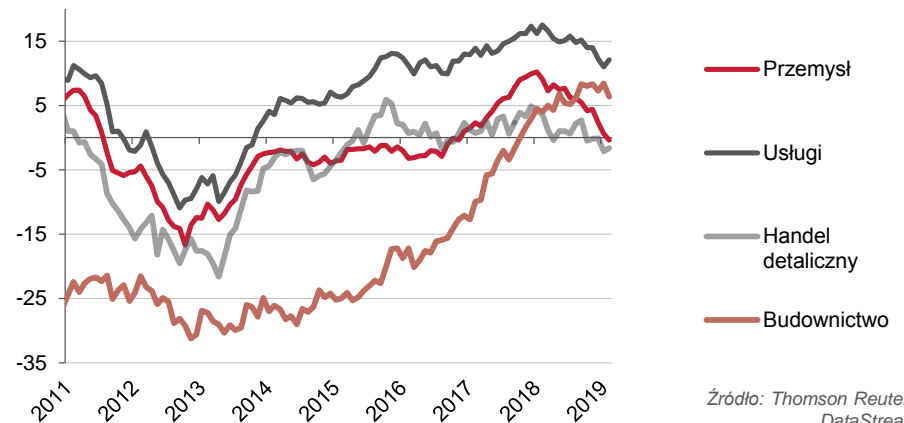
Wskaźniki wyprzedzające koniunktury w strefie euro wskazują na trwałe spowolnienie i zagrożenie recesją

- Niewiele pozostało po ubiegłorocznych szczytach indeksów wyprzedzających - od połowy ubiegłego roku wskaźniki ESI ulegają postępującemu pogorszeniu. Ich poziomy wróciły do poziomów z roku 2016.
- Pogorszenie koniunktury sygnalizują wskaźniki obnoszące się do wszystkich najważniejszych gospodarek strefy euro. Co grosza pojawiają się także recesyjne wskazania np. na niemiecki PMI.
- W efekcie realny staje się scenariusz trwałego spowolnienia w Eurolandzie, przy wzroście zagrożenia recesją.
- W podziale sektorowym pogorszenie nastrojów dotyka przede wszystkim przemysł (co współgra z odczytami twardych danych makro m.in. o spadających zamówieniach). Ograniczenie aktywności w przemyśle koresponduje ze wzrostem niepewności związanej czy to z napięciami handlowymi, czy to z Brexitem.
- Z ponurego obrazu wyłamuje się jedynie budownictwo, co wiązać można z wpływem niskich stóp procentowych i powszechną alokacją oszczędności w sektorze nieruchomości.

Niższe poziomy indeksów ESI w najważniejszych krajach strefy euro



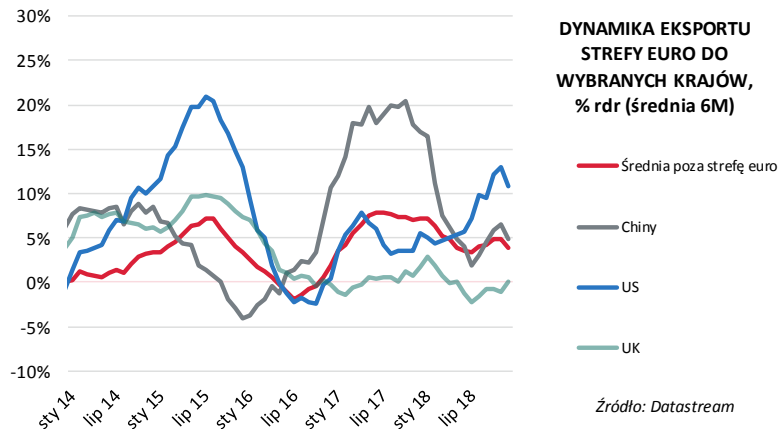
Indeks ESI w strefie euro w podziale na sektory



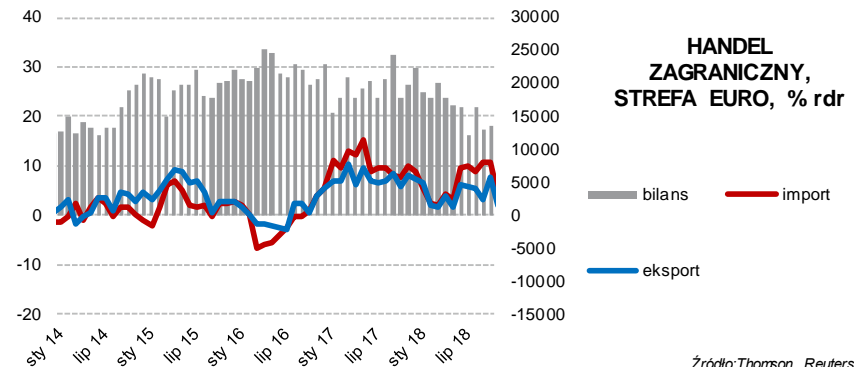
Bieżące uwarunkowania geopolityczne są wyjątkowo niekorzystne dla Eurolandu

- Strefa euro jest narażona na negatywne konsekwencje napięć handlowych USA-Chiny. Trudniejszy dostęp do amerykańskiego rynku dla chińskich producentów będzie skutkować silniejszą presją konkurencyjną na rynkach europejskich i mniejszymi zamówieniami z Chin.
- Napięcia na linii USA-UE, choć pozostają w tle konfliktu USA z Chinami, to jednak generują ryzyka. Najbardziej drażliwa jest sprawa ceł w przemyśle samochodowym. USA przestają być motorem globalnego wzrostu i przełożenie dobrej koniunktury w USA na strefę euro jest więc o wiele słabsze, niż w trakcie poprzednich cykli koniunkturalnych.

Wzrost eksportu zagrożony



Handel zagraniczny w strefie euro

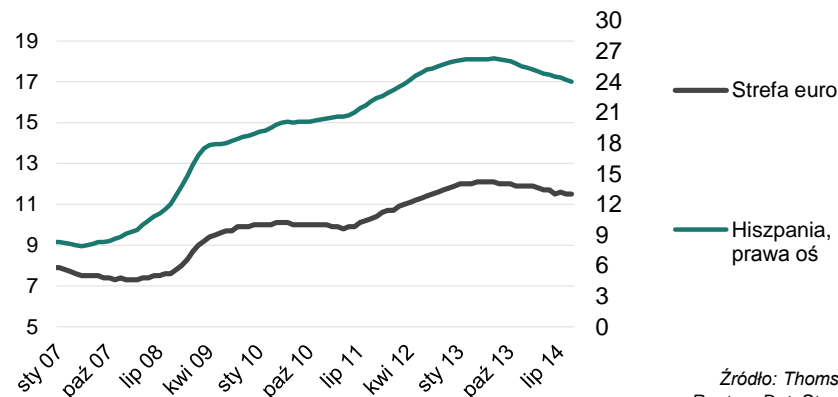


- Sprawa brexitu pozostaje nieuregulowana. Skutki ewentualnego *brexit no deal* są trudne do oszacowania. Niemniej zagrożenie jest realne, co oddziałuje negatywnie na nastroje przedsiębiorstw po obydwu stronach kanału La Manche.
- Napięcia geopolityczne nie sprzyjają także rozwojowi handlu z Rosją i krajami z nią silnie powiązanymi. Trzeba dodać, że rosyjska gospodarka zmaga się ze znaczącymi problemami, które będą oddziaływać negatywnie na generowany popyt.

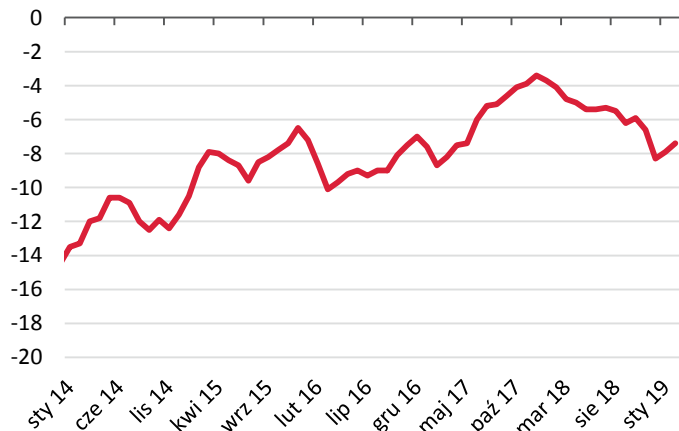
Negatywne uwarunkowania zewnętrzne częściowo neutralizować może popyt wewnętrzny Eurolandu

- Czynnikiem przynajmniej częściowo neutralizującym negatywne dla wzrostu uwarunkowania zewnętrzne jest popyt wewnętrzny.
- Indeksy koniunktury konsumenckiej kształtują się wciąż na relatywnie wysokich poziomach. Koresponduje to z postępującą poprawą kondycji rynku pracy. Podkreślić trzeba znaczenie spadającej stopy bezrobocia w krajach południa strefy euro. Pomimo postępującej poprawy bezrobocie np. w Hiszpanii pozostaje bardzo wysokie.
- Dobrze wypada dynamika wynagrodzeń.

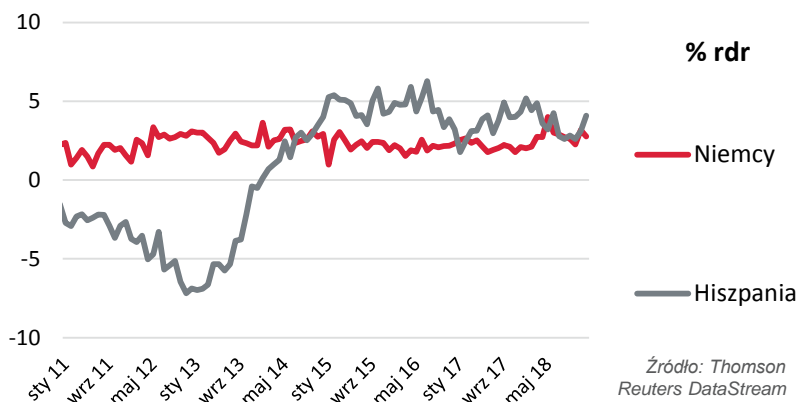
Stopa bezrobocia (%) w wybranych krajach strefy euro



Nastroje gospodarstw domowych w strefie euro (wskaźnik ufności konsumenckiej KE)



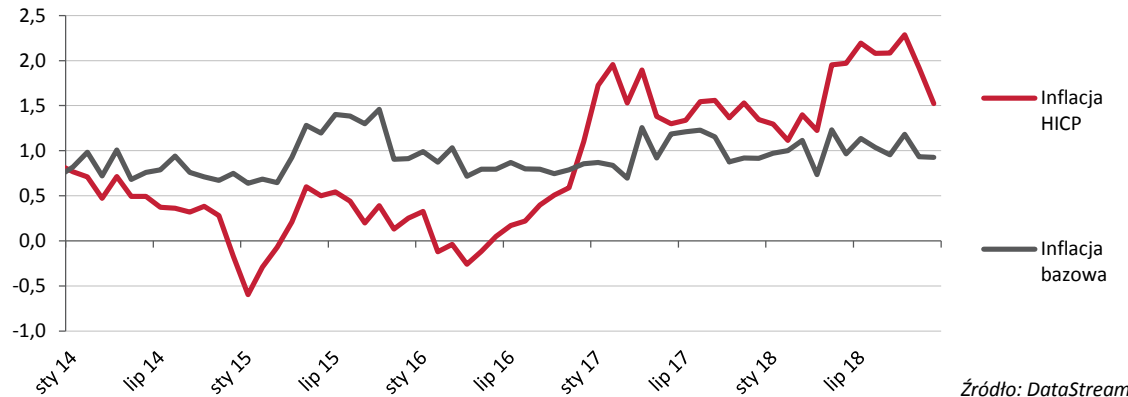
Solidne poziomy dynamiki wynagrodzeń w strefie euro



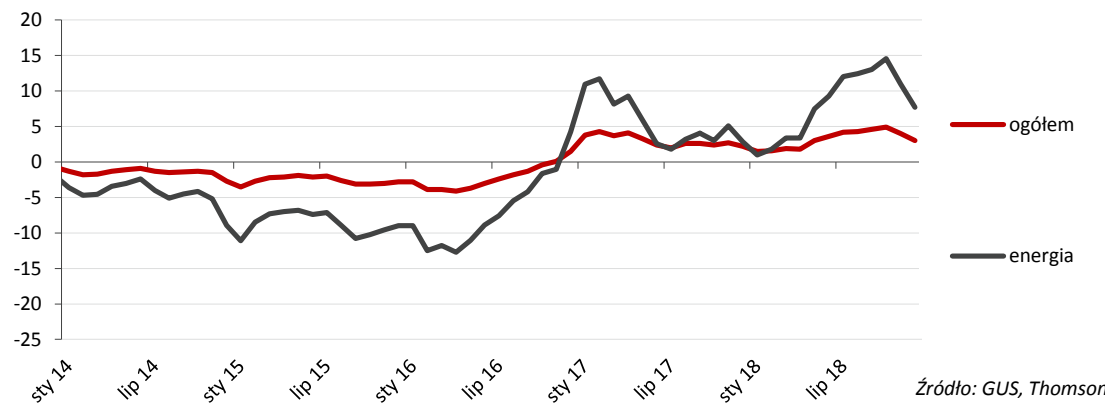
Niska presja inflacyjna wydłuża horyzont niepodejmowania dyskusji na temat ewentualnej normalizacji polityki monetarnej przez EBC

- Z krótką przerwą w ubiegłym roku inflacja HICP od lat kształtuje się poniżej celu inflacyjnego EBC.
- O słabości procesów cenowych świadczy utrzymująca się stabilizacja indeksu bazowego na relatywnie niskim poziomie.
- Zarówno HICP jak i PPI w ostatnich latach były pchane w górę przede wszystkim przez rosnące ceny energii, co stanowi ryzyko dla trwałości zachodzących zmian (podniesienia poziomów obydwu indeksów w ubiegłym roku). Zresztą początek bieżącego roku przyniósł ich wyraźną korektę.
- Warte odnotowania jest zróżnicowanie poziomu inflacji pomiędzy krajami strefy euro. Niższymi poziomami HICP odznaczają się przede wszystkim kraje południa strefy euro (Włochy, Grecja, Portugalia).

Inflacja HICP w strefie euro, % rdr



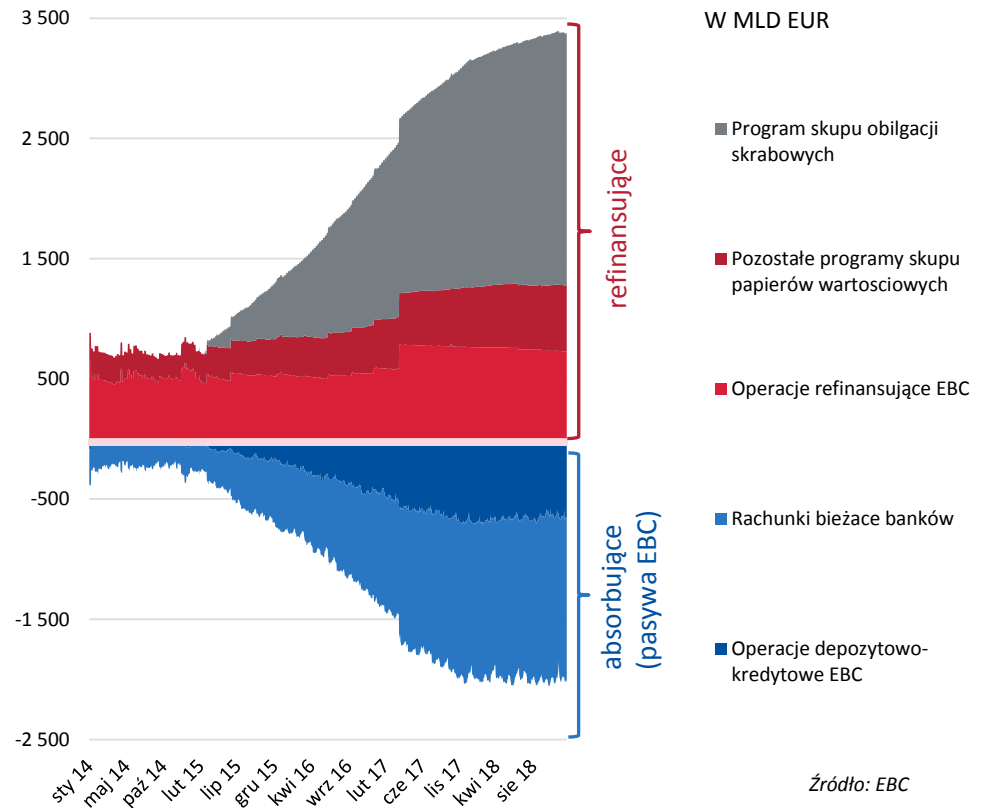
Inflacja PPI w strefie euro, % rdr



Coraz mniejsza skuteczność narzędzi stymulacji monetarnej ogranicza przestrzeń luzowania polityki pieniężnej

- Skuteczność narzędzi stymulacji monetarnej staje się coraz mniejsza – zarówno w obszarze (częściowo ujemnych) stop procentowych, jak i mocno rozbudowanego w ostatnich latach bilansu EBC.
- Silny wzrost aktywów EBC skutkowałam wzrostem krótkoterminowej nadpłynności sektora bankowego. Większość środków pozyskanych z EBC trafiało (oraz nadal trafia) na rachunki bieżące (oraz depozyt O/N) w bankach centralnych (o ujemnym oprocentowaniu).
- Rynek obligacji korporacyjnych został przy tym wysterylizowany przez EBC z obligacji o wysokim standingu. Tym samym problem braku podaży długu pod ewentualne QE jest istotnym ograniczeniem.
- W tym kontekście obniżki stop procentowych będą silnie negatywnie oddziaływać na wyniki sektora finansowego, zwłaszcza banków.
- Problematyczna pozostaje kondycja sektora bankowego. Niewielka poprawa wyników finansowych banków w ubiegłym roku może okazać się krótkotrwała. Luźna polityka monetarna i pogorszenie wyników makro będzie osłabiać wyniki instytucji finansowych. W efekcie impuls do wzrostu PKB ze strony akcji kredytowej pozostanie nadal słaby.

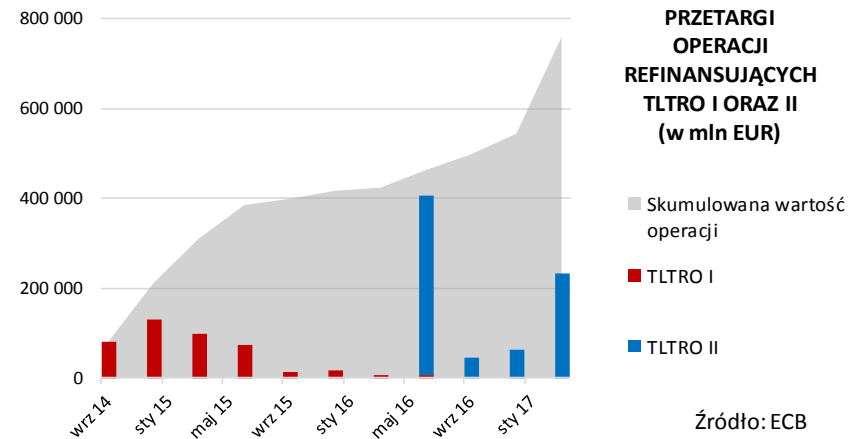
Wzrost wybranych pozycji bilansu EBC



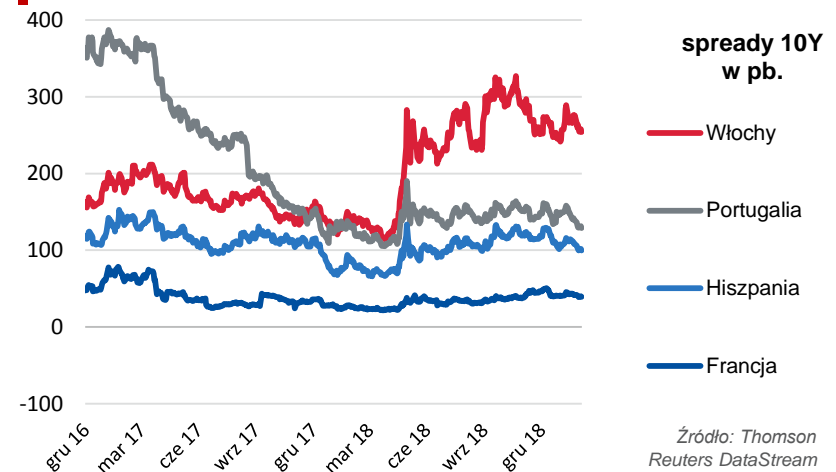
Nowe TLTRO nie ożywi akcji kredytowej i nie rozwiąże problemu wysokich spreadów

- Na ostatnim posiedzeniu EBC podjął decyzję o wprowadzeniu w życie kolejnej rundy TLTRO. Trzecia seria długoterminowych operacji refinansujących ma rozpocząć się we wrześniu br. i trwać do marca 2021 r.
- Wolumen operacji uzależniony będzie od wielkości portfela kwalifikowalnych kredytów. Zapadalność operacji ma być tym razem krótsza (TLTRO I oraz TTLRO II przeprowadzane były na trzy oraz na czteroletni termin zapadalności) i wynosić dwa lata.
- Ponadto EBCtrzymał zapowiedź utrzymywania obecnego poziomu stymulacji monetarnej dokonując reinwestycji skupionych w ramach APP papierów wartościowych.
- Źródłem niepewności są wybory do parlamentu europejskiego, jak również nieodległy wybór nowego prezesa Rady EBC, po wygaśnięciu kadencji Mario Draghiego.
- Nierozwiązana pozostaje także kwestia wysokich spreadów pomiędzy corami oraz peryferiami, pogorszenie danych makro sprzyjać może ich rozszerzaniu.
- Rozwiązaniem mogłaby być większa „wybiórczość” programów QE (np. skup jedynie obligacji peryferii, floor rentowności, itp.), lecz w obecnych uwarunkowaniach nie ma do tego woli politycznej.

Zrealizowane przez EBC operacje TLTRO



Wciąż wysokie spready obligacji do Bunda



Zwiększenie wydatków budżetowych lepszym, niż stymulacja monetarna, rozwiązaniem w celu stabilizacji koniunktury

Ograniczona jest jednak przestrzeń do stymulacji fiskalnej

- Niedostateczny poziom konwergencji ujawnia się w dyskusji dotyczącej polityki fiskalnej strefy euro. Część gospodarek wymaga silniejszego impulsu stymulującego wzrost, którego ultra-luźna polityka monetarna nie jest w stanie zapewnić.
- Wymagałoby to luźniejszego podejścia do reguł fiskalnych w ramach strefy euro, na co na razie nie ma akceptacji politycznej.
- Stymulacji fiskalnej potrzebują przede wszystkim kraje, w wypadku których zwiększenie deficytu jest najbardziej problematyczne (np. Włochy).
- Natomiast przestrzeń do stymulacji fiskalnej mają przede wszystkim kraje, które relatywnie dobrze radziły sobie w ostatnich latach. W pierwszej kolejności wymienić trzeba Niemcy. Ubiegły rok gospodarka niemiecka zakończyła z rekordowo wysoką nadwyżką budżetową. Jest ona notowana również w holenderskim budżecie.
- Pogorszenie koniunktury w Niemczech na przełomie roku zwiększa szanse na zmianę kształtu polityki fiskalnej za zachodnią granicą oraz w całej strefie euro.

Rok 2017	Nadwyżka (deficyt) budżetowy % PKB	Dług % PKB
Niemcy	1,0	63,9
Francja	(2,7)	98,5
Włochy	(2,4)	131,2
Hiszpania	(3,1)	98,1
Holandia	+1,2	57

Źródło: Bloomberg

Spis treści

- USA – zwrot w polityce FOMC
- Ciężka zima w strefie euro
- Polska gospodarka – impuls fiskalny i inwestycje w kontrze do zewnętrznych zagrożeń
- Perspektywy FI i FX
- Tabele z prognozami

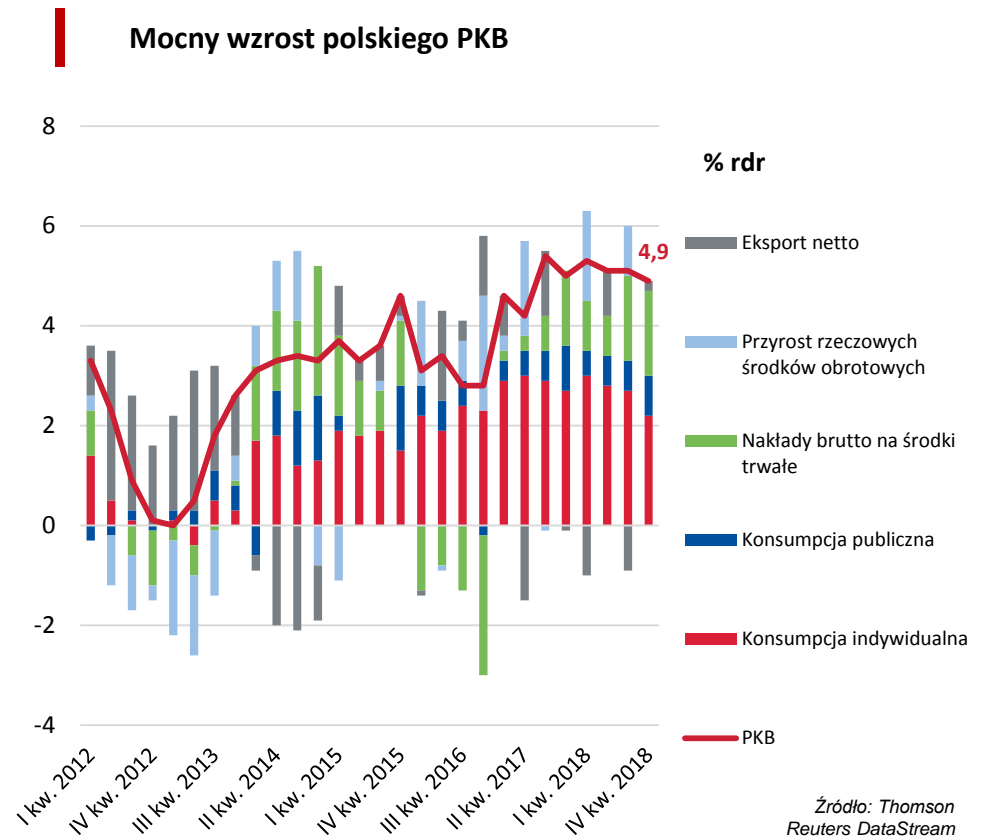


BANK
GOSPODARSTWA
KRAJOWEGO

Krajowa gospodarka na ścieżce zrównoważonego wzrostu

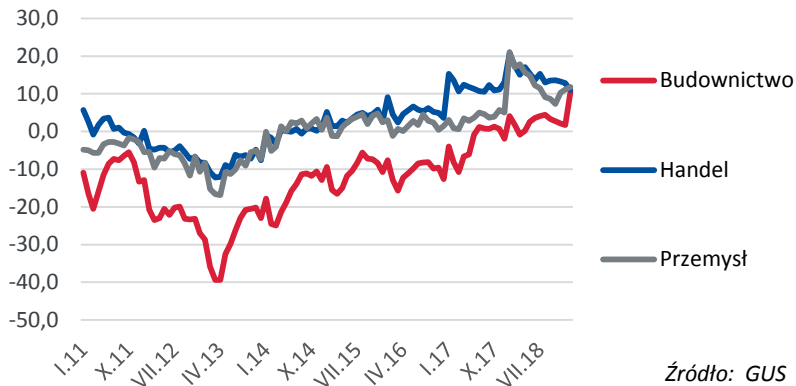
Dwa ostatnie lata były dobrym okresem dla polskiej gospodarki nie tylko ze względu na szybki wzrost PKB lecz także jego zrównoważony charakter

- Przyspieszenie wzrostu gospodarczego objawiało się we wszystkich komponentach PKB.
- Poza tradycyjnie wysokim wzrostem konsumpcji mocno rosły również inwestycje. W ubiegłym roku silnie oddziaływał kalendarz realizacji projektów współfinansowanych ze środków UE.
- Największą niespodzianką był jednak szybko rosnący eksport. Jego szybki wzrost pozwolił zneutralizować negatywny wpływ na dynamikę PKB importu - szybko rosnącego na popycie konsumpcyjnym i inwestycyjnym.
- W efekcie gospodarka nadal odznaczała się niskim deficytem na saldzie rachunku obrotów bieżących. W ostatnich latach deficyt CA w relacji do PKB oscylował blisko zera.
- Owocem szybkiego wzrostu gospodarczego była dalsza poprawa kondycji fiskalnej. Dodatkowo dochody budżetu zostały zwiększone przez uszczelnienie systemu podatkowego.
- W efekcie wcześniejsze rozluźnienie fiskalne nie znalazło odzwierciedlenia w pogorszeniu deficytu budżetowego.

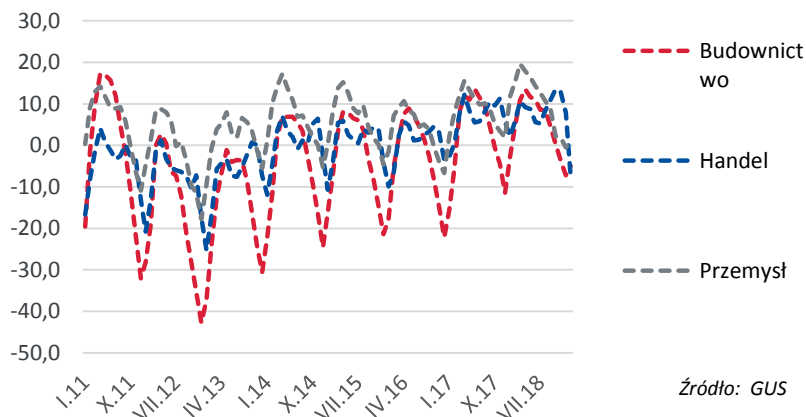


Pozytywny obraz kondycji krajowej gospodarki kreśli większość wyników badań koniunktury przedsiębiorstw i gospodarstw domowych

Wskaźniki koniunktury przedsiębiorstw – bieżąca ocena

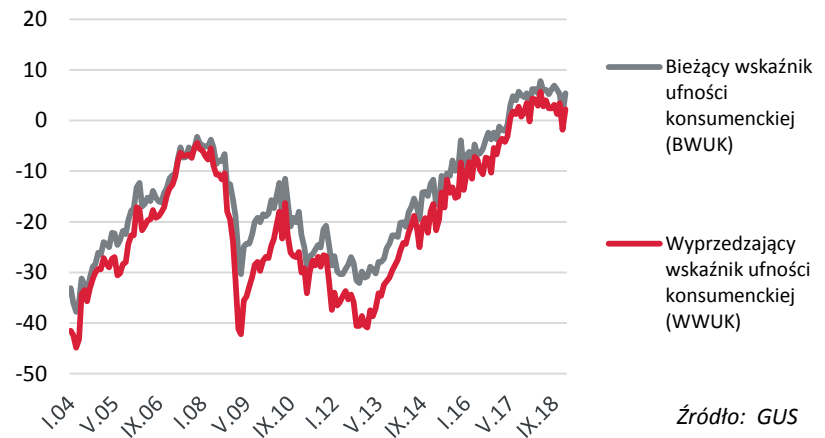


Wskaźniki koniunktury przedsiębiorstw - przewidywania



W podziale sektorowym najmocniejsza koniunktura utrzymuje się w budownictwie, a relatywnie naj słabsza w przemyśle. W usługach dane są niejednoznaczne. Część branż wyróżnia się wysokimi poziomami indeksów (logistyka, rekreacja), przy słabszych wynikach branży finansowej.

Wskaźniki koniunktury konsumentów



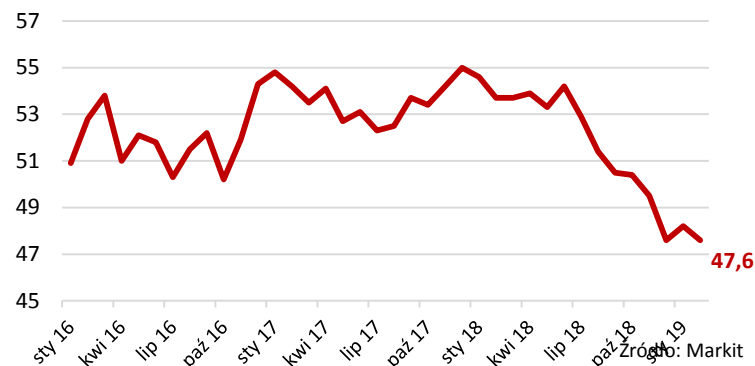
Obydwa GUS-owskie wskaźniki nastrojów konsumenckich (bieżący i wyprzedzający) kształtują się blisko historycznych szczytów odnotowywanych w ubiegłym roku, co potwierdza siłę popytu konsumpcyjnego.

W kierunku osłabienia wzrostu krajowego PKB oddziaływać będzie pogorszenie koniunktury w Eurolandzie

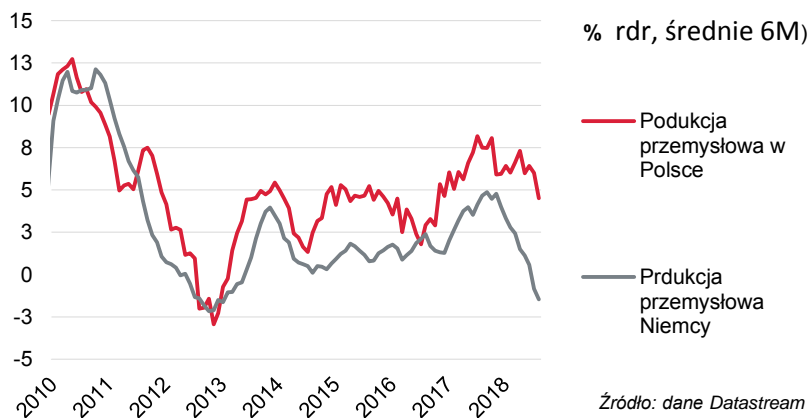
Krajowy sektor przemysłowy może być wrażliwy na niepokojące dane z Niemiec

- Pogorszenie wyników przemysłu w strefie euro, a zwłaszcza w Niemczech, nie pozostanie bez wpływu na kondycję krajowego sektora przemysłowego, co sygnalizują ostatnie odczyty PMI przemysłowego.
- W rezultacie kolejne miesiące będą mijały pod znakiem dużej niepewności co do wzrostu krajowego sektora przemysłowego.
- Krajowa produkcja przemysłowa wykazuje silną korelację z kondycją sektora naszego zachodniego sąsiada.
- W przypadku silnego spowolnienia w strefie euro liczyć się trzeba z pogorszeniem klimatu inwestycyjnego w branżach przemysłowych nakierowanych na produkcję eksportową. Najbardziej wrażliwe mogą być branże powiązane z motoryzacją.

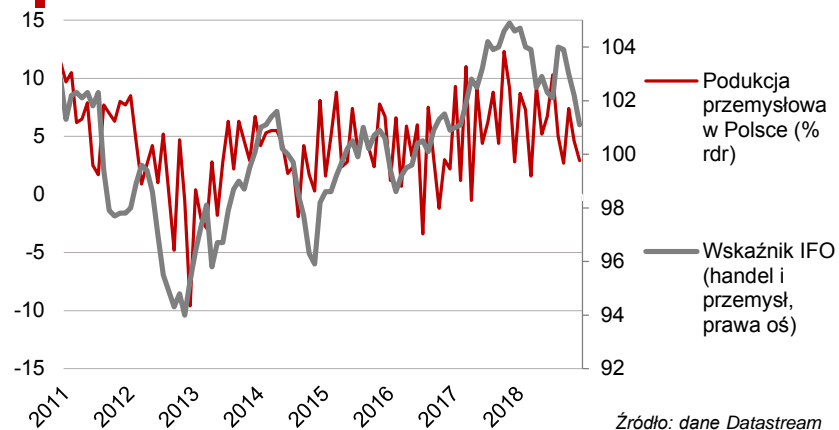
Niepokojące odczyty PMI dla przemysłu w Polsce



Silne powiązanie wyników przemysłu w Polsce i Niemczech



Polska produkcja przemysłowa i indeks IFO w Niemczech

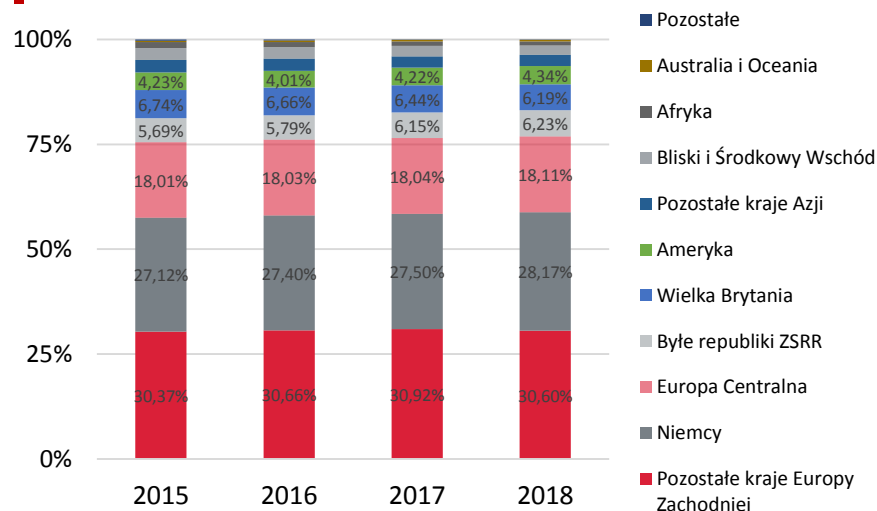


Eksport szczególnie narażony na niekorzystne uwarunkowania w strefie euro

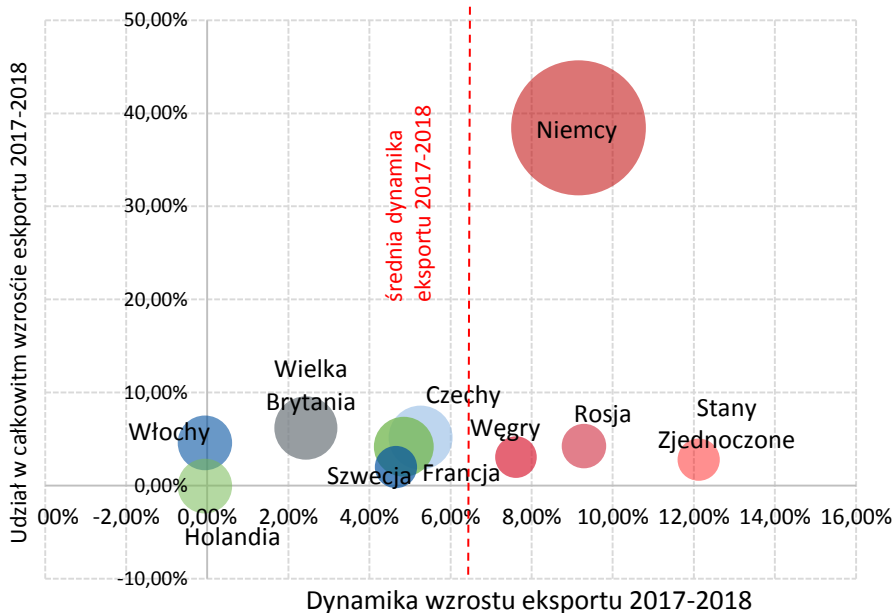
Spowolnienie gospodarki niemieckiej oraz Brexit są głównymi czynnikami ryzyka

- Przenoszenie negatywnych nastrojów odbywać się będzie głównie przez kanał eksportowy. Do strefy euro trafia około 75 proc. polskiego eksportu. Największym rynkiem zbytu są Niemcy.
- Pomimo dynamicznego wzrost eksportu w ostatnich latach udział Niemiec pozostaje dominujący.
- W świetle Brexitu niewiadomą jest przyszła wymiana handlowa z Wielką Brytanią. Udział eksportu do Zjednoczonego Królestwa jest znaczący, lecz stopniowo kurczy się z roku na rok.

Struktura polskiego eksportu 2015-2018



10 Najważniejszych rynków eksportowych PL



- Na tym tle pozytywnie wypada eksport do Stanów Zjednoczonych. Średnia dynamika eksportu w drugiej połowie 2018 r. przekroczyła poziom 18% rdr.
- Napięcia geopolityczne na linii USA-Chiny czy USA- strefa euro nie przekładają się (przynajmniej na razie) na pogorszenie wyników wymiany handlowej z gospodarką amerykańską.
- Równie dynamicznie rozwijającym się rynkiem eksportowym są kraje Europy Centralnej, w tym w szczególności Czechy oraz Węgry.
- Wysoka dynamika konsumpcji w tych krajach oraz wzrost dochodów rozporządzalnych może wskazywać na utrzymanie wysokiej dynamiki eksportu w kolejnych kwartałach, rekompensując możliwe pogorszenie bilansu handlowego z gospodarką niemiecką.

Zwiększenie wydatków budżetowych zapewni popyt wewnętrzny chroniący wzrost gospodarczy przed negatywnym wpływem spowolnienia zagranicą

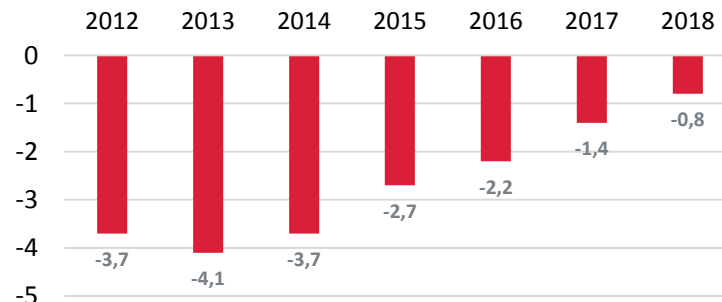
- Zapowiedziane przez rząd zwiększenie wydatków socjalnych będzie kosztować około 40 mld PLN rocznie, z czego 20 mld PLN zostanie uruchomionych jeszcze w II połowie bieżącego roku.
- W efekcie spodziewamy się, że widoczne w ostatnim kwartale ubiegłego roku lekkie spowolnienie konsumpcji będzie jedynie przejściowe. Ostatnie dwa kwartały przyniosą jej ponowne przyspieszenie. Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu spożycia gospodarstw domowych pozostanie blisko 4,5 proc.
- Perspektywy wzrostu konsumpcji będą korzystnie oddziaływać na skłonność przedsiębiorstw do podejmowanie inwestycji, co może częściowo równoważyć niekorzystny wpływ spowolnienia w Eurolandzie.
- Oczekujemy, że w wzrost popytu krajowego przy problemach na najważniejszych rynkach zbytu będzie skutkować rozszerzeniem deficytu handlowego.
- Trzeba podkreślić, że część wydatków powróci do budżetu wraz z wyższymi wpływami w związku z opodatkowaniem konsumpcji (struktura wzrostu gospodarczego – mocna konsumpcja przy słabszym eksporcie jest korzystna dla dochodów budżetowych).
- W związku z tym, niewielkie jest ryzyko przekroczenia zaplanowanego na bieżący rok deficytu budżetowego (28,5 mld PLN).
- Ponadto rozluźnienie polityki fiskalnej, przynajmniej na kilka kwartałów, zamyka dyskusję dotyczącą ewentualnych redukcji stop procentowych.

Zestawienie planów rozluźnienia fiskalnego

(mld PLN)	2019	2020
Rozszerzenie 500+	9	18
13 emerytura	10	10
Zerowy PIT dla młodych	-	2,5
Obniżka PIT	-	8
Zwiększenie kwoty wolnej od podatku	-	3,5
Wsparcie PKS	-	1
Razem	19	43
% PKB	0,9	1,9

Źródło: PAP, szacunki BGK

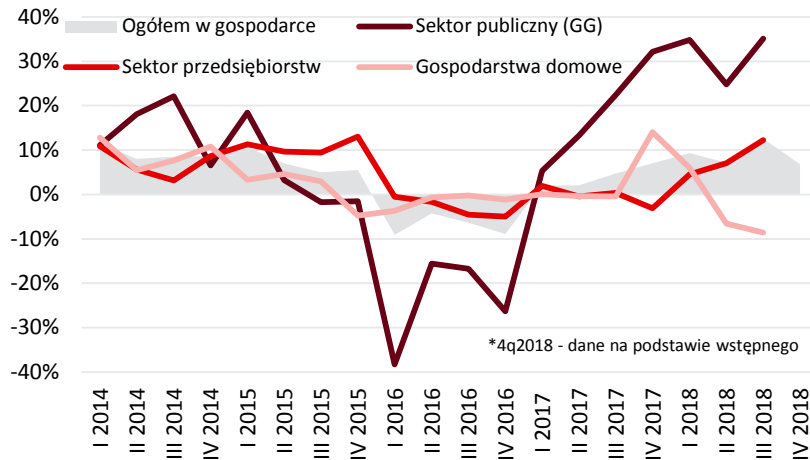
Deficyt GG (% PKB)



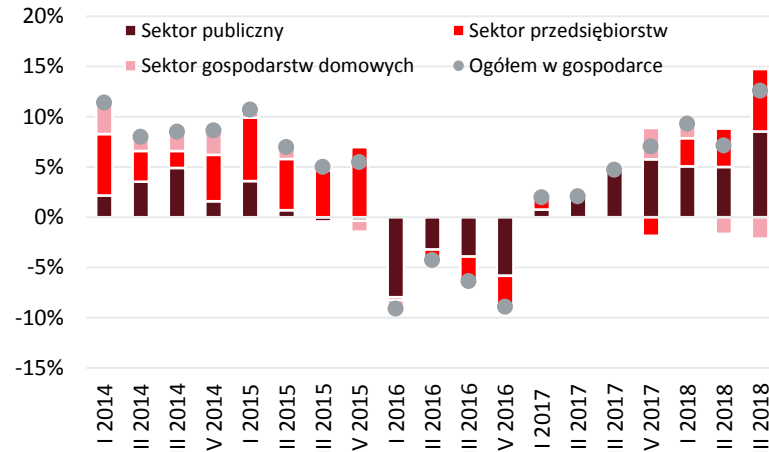
Źródło: Bloomberg 23

Sektor publiczny motorem napędowym, ale i głównym źródłem zmienności inwestycji

Inwestycje wg. sektorów własności (% zmiana rdr; ceny nominalne)



Kontrybucja poszczególnych sektorów we wzrost inwestycji



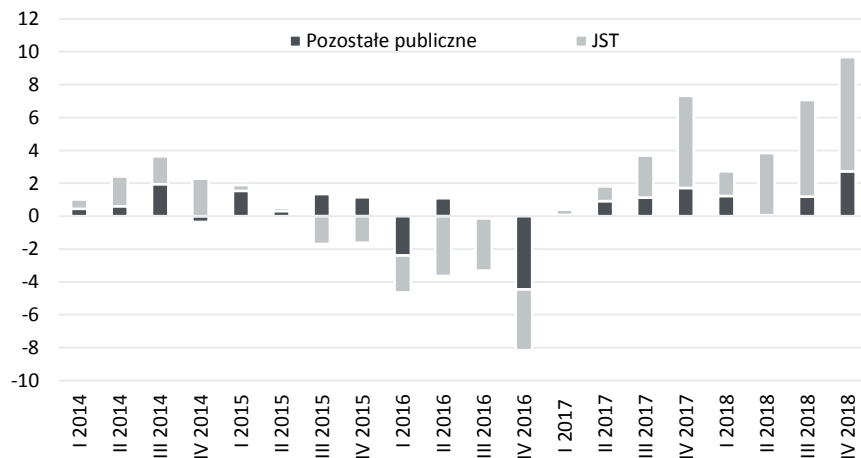
Źródło: GUS

- Po spowolnieniu w 2016 r., dynamika nakładów brutto na środki trwałe w polskiej gospodarce przyspieszyła w okresie 2017-2018, powracając do poziomów z lat 2014-2015. Głównym źródłem zmienności wskaźnika inwestycji w analizowanym okresie był sektor publiczny, szczególnie wrażliwy na cykl napływu środków unijnych z kończącej się w myśl zasady n+2 perspektywy finansowej 2007-2013 oraz rozpoczynającej się z opóźnieniem perspektywy 2014-2020.
- Dekompozycja sektorowa inwestycji ogółem wskazuje na dużo wyższe przyrosty nakładów sektora publicznego w okresach kumulacji napływu środków unijnych (2014-2015; 2017-2018) oraz niższe (spadki) w okresach przejściowych (2016).
- Na przełomie zamknięcia perspektywy finansowej 2007-2013 i rozpoczęcia wydatkowania środków z 2014-2020 dobrze widoczne były związane z powyższym sektorowe relacje zależności między inwestycjami publicznymi a inwestycjami przedsiębiorstw. Przy spadku alokacji funduszy unijnych (2016 r.) nastąpiło ograniczenie inwestycji publicznych (I kw. 2016 r.), a w ślad za nimi w coraz większym stopniu również i prywatnych (II-IV kw. 2016 r.). Rosnące wydatki majątkowe sektora publicznego (I kw. 2017 r.- III kw. 2018 r.) determinowały zwiększanie nakładów w sektorze przedsiębiorstw (I-III kw. 2018 r.).

Inwestycje samorządów dominują w strukturze inwestycji publicznych

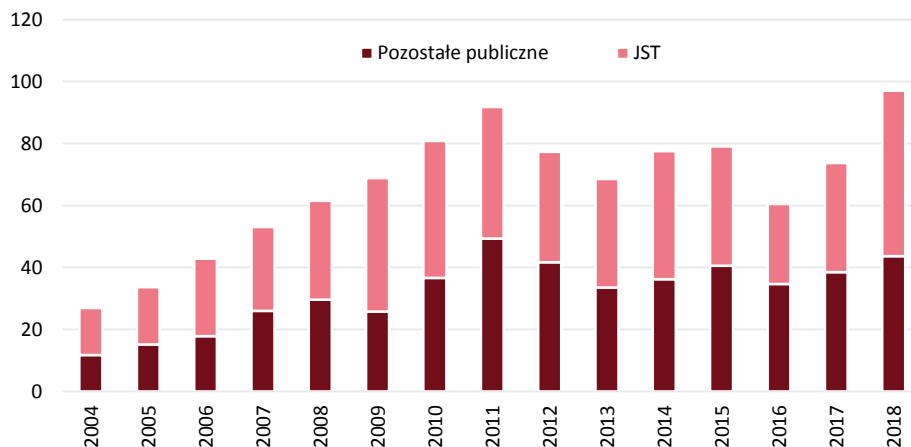
– ostatni rok dla inwestycji JST rekordowy

Dekompozycja nominalnej zmiany inwestycji publicznych (rdr; mld PLN; *IV kw. 2018 – szacunek BGK)



Źródło: GUS

Inwestycje publiczne (mld PLN; *2018 – szacunek BGK)



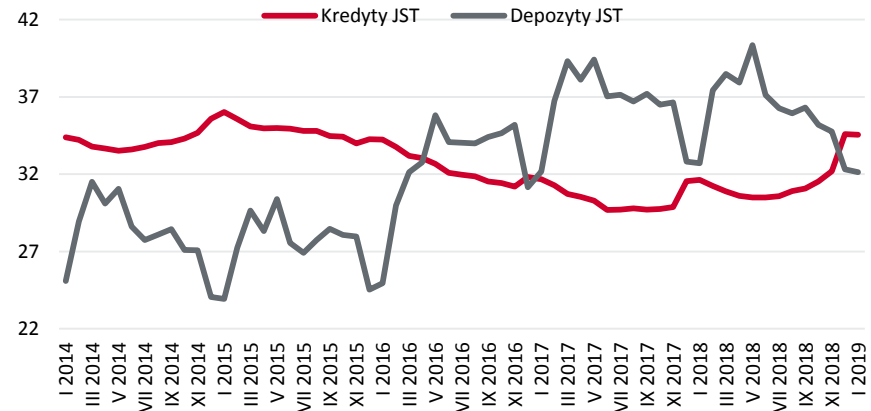
Źródło: GUS, MF

- Udział inwestycji sektora publicznego w inwestycjach krajowych ogółem w 2018 r. wyniósł ok. 25 proc., przy 21 proc. w 2017 r. i 18 proc. w 2016 r.
- W strukturze inwestycji publicznych kluczową rolę pełnią samorządy. Ich udział w inwestycjach sektora publicznego kształtuje się długookresowo na poziomie ok. 50 proc. W 2018 r. relacja ta osiągnęła najwyższy od 2009 r. poziom ok. 55 proc.
- Silna dynamika inwestycji publicznych w latach 2017-2018 była w głównej mierze efektem przyspieszenia na poziomie samorządowym. JST, poza dominującą rolą w generowaniu nakładów brutto na środki trwałe w sektorze publicznym, miały również istotne znaczenie w skali całej gospodarki.
- Kontrybucja inwestycji JST we wzrost PKB w całym 2017 r. wyniosła ok 0,5 pkt. proc., a w 2018 r., wg. szacunków BGK, ok. 0,9 pkt. proc.
- Bazując na naszych szacunkach oraz wstępnym odczycie GUS, inwestycje samorządowe w IV kw. 2018 r. odpowiadały za ponad połowę realnego wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w całej gospodarce.

Wysokie transfery środków kapitałowych i dobra kondycja finansowa JST zapowiadają kolejny dobry rok dla inwestycji samorządów

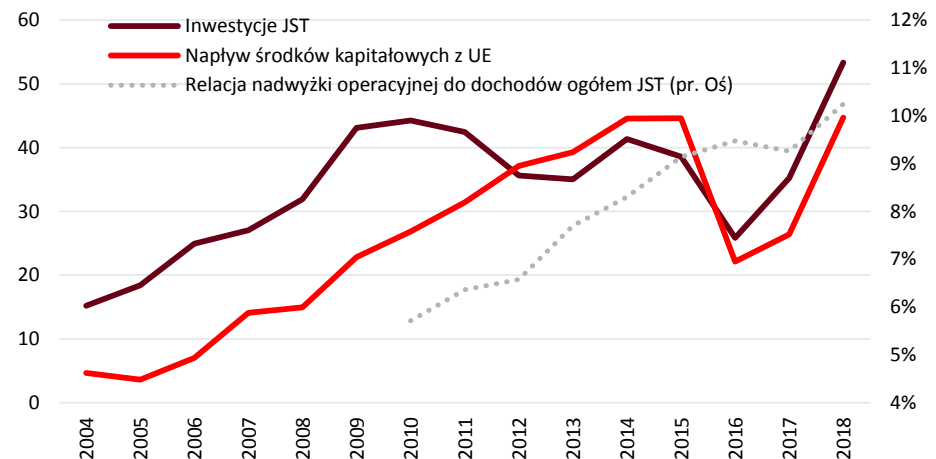
- W naszej ocenie wydatki inwestycyjne JST w bieżącym roku utrzymają nieco niższą niż w 2018 r. dynamikę na poziomie ok. 10 proc. Wiązać się to będzie z wyższymi niż w ubiegłych latach (opóźnienie rozpoczęcia wydatkowania obecnej perspektywy + wyższa pula środków) transferami środków kapitałowych z obecnej perspektywy finansowej 2014-2020, przy wysokiej bazie odniesienia z 2018 r.
- Potwierdza to dobra kondycja finansowa JST. Pomimo przeznaczenia w 2018 r. najwyższej w historii (ponad 50 mIn PLN) kwoty na projekty inwestycyjne, udział nadwyżki operacyjnej w dochodach ogółem był najwyższy od 2010 r. Wskaźnik ten obrazuje potencjał zdolności i możliwości JST do spłaty zobowiązań oraz do finansowania nowych inwestycji.
- Na utrzymującą się zdolność samorządów do realizacji kolejnych projektów inwestycyjnych wskazują ponadto dane nt. ich zobowiązań i należności wobec sektora finansowego.
- Wg najnowszych danych NBP zobowiązania JST z tytułu zaciągniętych w bankach kredytów były pod koniec 2018 i na początku 2019 r. najwyższe od 2015 r. tj. od kulminacyjnego dla poprzedniej perspektywy finansowej okresu wydatkowania środków UE. Na zdecydowanie niższym niż rok wcześniej poziomie utrzymywały się również depozyty JST.
- Utrzymujący się wzrost inwestycji JST, zwiększone nakłady na drogi oraz kolej sugerują, że cały sektor publiczny powinien zwiększyć wartość zainwestowanych w 2019 r. roku środków majątkowych realnie o ok. 10 proc.

Kredyty i depozyty JST (mld PLN; poszczególne miesiące; stan na koniec okresu)



Źródło: GUS

Inwestycje JST (mld PLN; *2018 – szacunek BGK)

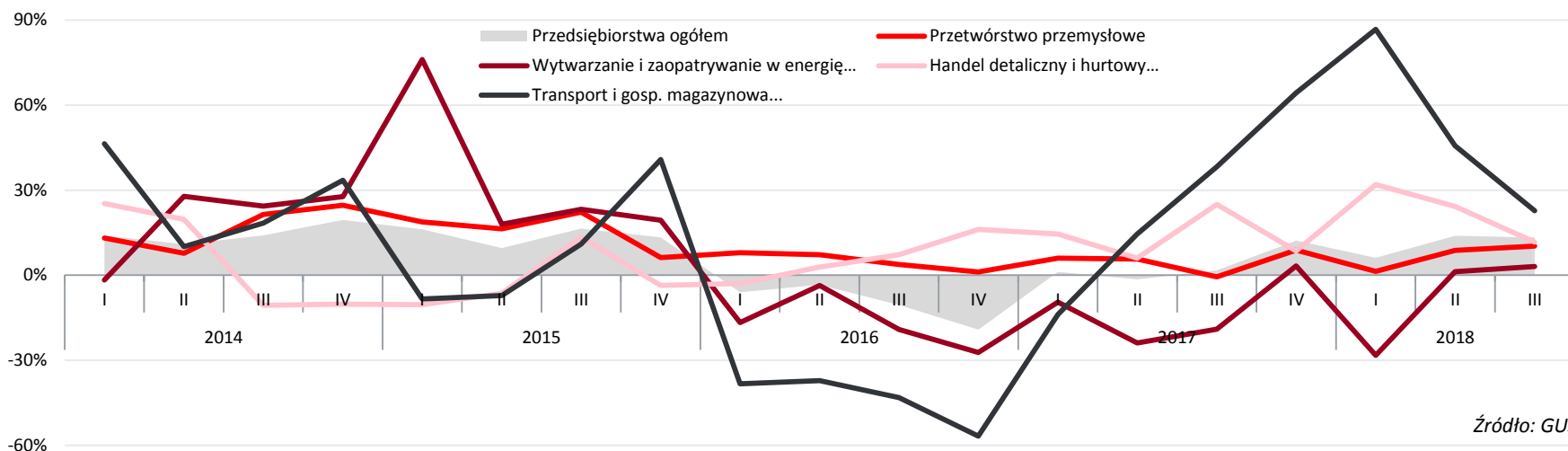


Źródło: GUS, NBP, MF

Inwestycje w sektorze przedsiębiorstw odrabiają straty z 2016 r.

Na fali dobrej koniunktury i napływu środków unijnych sektor transportowy był głównym motorem wzrostu w 2018 r.

Inwestycje w sektorze średnich i dużych przedsiębiorstw* w podziale na dominujące (>10% udział w inwestycjach ogółem sektora) sekcje PKD (% zmiana; rdr; ceny bieżące)



- Dynamika inwestycji w sektorze średnich i dużych przedsiębiorstw wyraźnie przyspieszała od drugiej połowy 2017 r. osiągając na przełomie II i III kw. 2018 r. najwyższe od 2015 r. poziomy.
- Głównym motorem wzrostów był sektor transportowy - korzystający zarówno z dobrej koniunktury lat 2017-2018 na rynku transportowym jak i napływu środków unijnych, sektor przetwórstwa przemysłowego - korzystający z utrzymującego się na wysokim poziomie zarówno krajowego jak i zagranicznego popytu oraz sektor handlu hurtowego i detalicznego oraz naprawy samochodów – korzystający z wysokiej skłonności gospodarstw domowych do konsumpcji.
- Z drugiej strony w dalszym ciągu negatywnie wyróżniały się inwestycje przedsiębiorstw z sektora energetycznego, których udział w nakładach inwestycyjnych sektora systematycznie spada z ok. 20 proc. w roku 2015 do ok. 12-13 proc. w III kw. 2018 r.

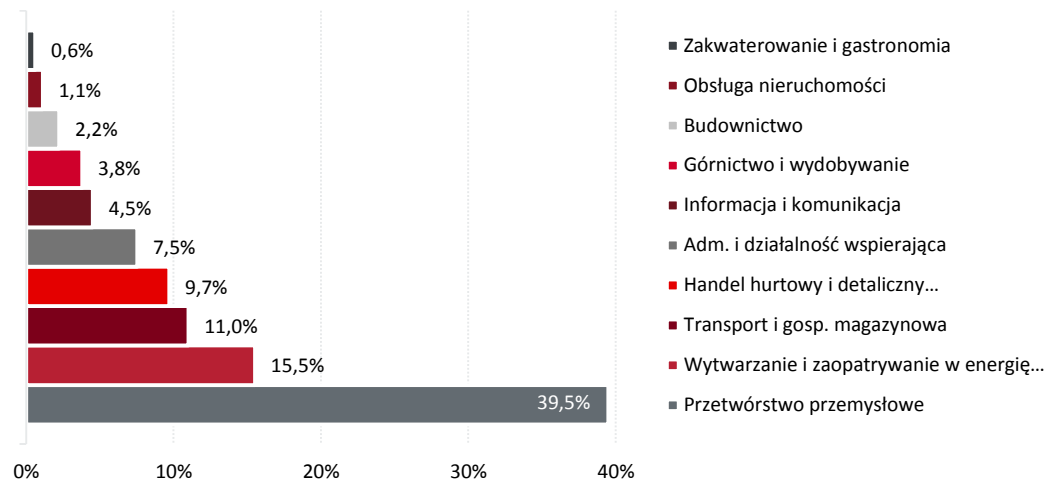
* Dane dla podmiotów zatrudniających powyżej 50 osób

W 2019 r. wzrośnie tempo inwestycji przedsiębiorstw napędzanych środkami z UE

- Podział inwestycji przedsiębiorstw na te realizowane przez sektory (PKD) będące beneficjentami środków unijnych tj. sektory „unijne” oraz „pozostałe” wyraźnie wskazuje na źródło powiązania z inwestycjami publicznymi. Dynamika nakładów inwestycyjnych sektorów „unijnych” jest ściśle skorelowana (t-1) z wydatkami publicznymi.
- Zważywszy na oczekiwane utrzymanie tempa wydatkowania środków z UE w perspektywie całego 2019 r. zakładamy stopniowy wzrost tempa inwestycji przedsiębiorstw z sektorów unijnych, w tym głównie energetycznego. Jednocześnie osłabienie popytu zagranicznego może w niewielkim stopniu negatywnie oddziaływać na decyzje inwestycyjne podmiotów z branż niepowiązanych bezpośrednio z obszarami objętymi wsparciem ze strony funduszy UE.
- W związku z powyższym, mając na uwadze oczekiwane utrzymanie pozytywnego wkładu nakładów publicznych, w 2019 r. w skali całej gospodarki wzrost inwestycji nieco przyspieszy i wyniesie realnie ok. 7,5%.

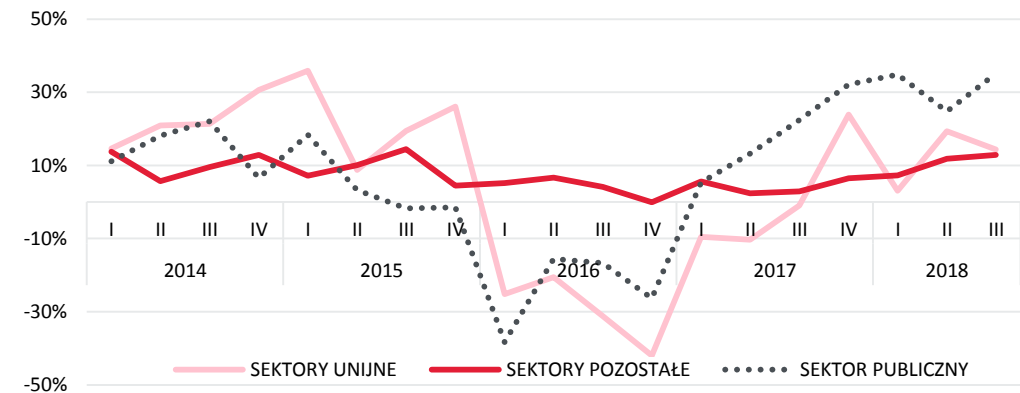
* Dane dla podmiotów zatrudniających powyżej 50 osób

Dekompozycja inwestycji sektora przedsiębiorstw* (2017 r.)



Źródło: GUS

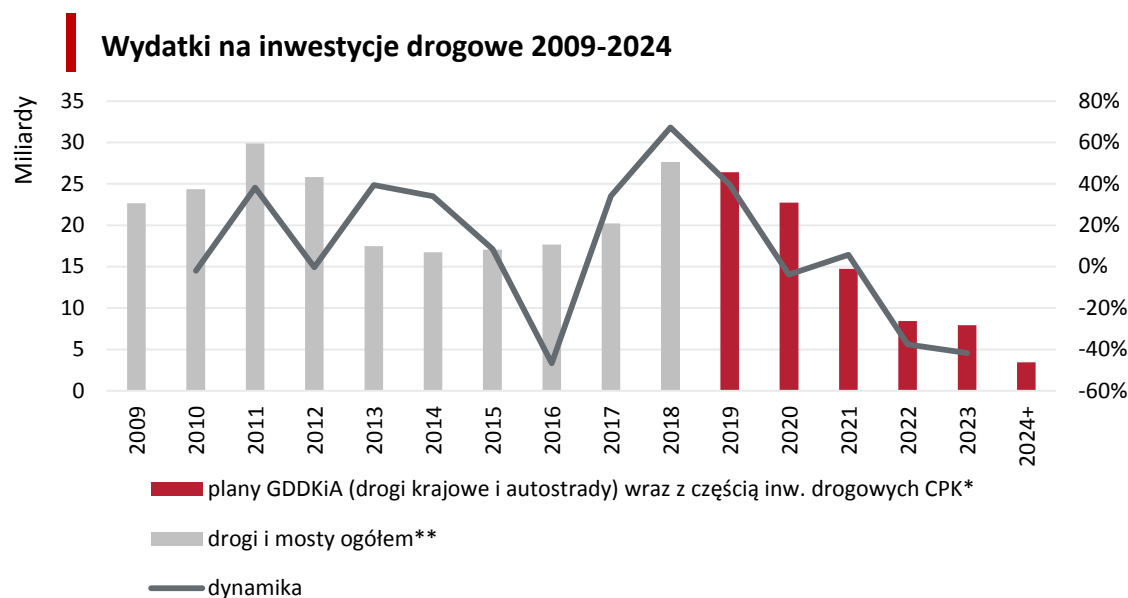
Inwestycje sektora przedsiębiorstw* w podziale na sektory (PKD) „unijne” i „pozostałe” + sektor publiczny (% zmiana; kwartały rdr; ceny bieżące)



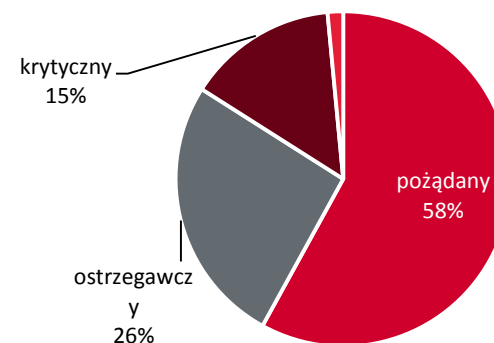
Sektory unijne – Energetyka, Dostawa wody..., Budownictwo, Transport

Źródło: GUS

Inwestycje drogowe zbliżone do szczytów z 2011-2012



Stan nawierzchni dróg krajowych zarządzanych przez GDDKiA na koniec 2017



Źródło: raport GDDKiA

- Budownictwo dróg ostatni boom przeżywało w latach 2010-2012 wraz ze wzmożonymi przygotowaniem do Euro 2012. Występowała wtedy duża konkurencja na rynku, a przedsiębiorstwa decydowały się na realizację projektów nawet przy cenach na poziomie 50% budżetu inwestora.
- Na lata 2013-2016 przypadła okres ograniczonego popytu ze strony finansów publicznych, a firmy decydowały się na kontrakty przy niskich marżach. Od roku 2017 dynamika produkcji bardzo szybko rośnie, a wraz z nią presja na ceny materiałów budowlanych i płac. To oraz długie cykle produkcyjne przy kontraktach typu projektuj i buduj oraz brak adekwatnej indeksacji umów skutkuje spadkami marż na kontraktach z poprzednich lat.
- Rozpoczęto program Mosty dla Regionów przewidujący budowę 21 priorytetowych mostów na co przeznaczono 2,3 mld zł w perspektywie do 2025 roku.
- Plany inwestycyjne GDDKiA obejmują okres 2014-2023 z perspektywą 2025, najprawdopodobniej w okolicy 2021 roku zostanie ogłoszony kolejny program inwestycyjny, który nałoży się na wygasające inwestycje z obecnego planu, brakuje jednak danych na temat wartości inwestycji w dłuższej perspektywie – jest to problem dla przedsiębiorstw starających się o kredyty w bankach, które potrzebują do oszacowania ryzyka dłuższej perspektywy inwestycyjnej (najlepiej do 2030).

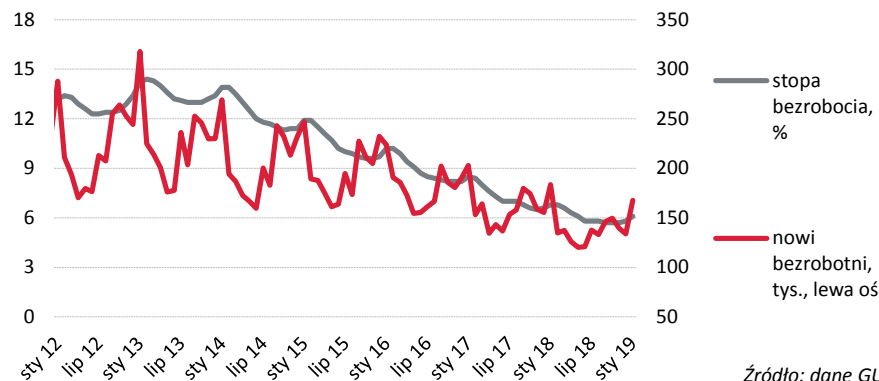
*Program Budowy Dróg Krajowych na lata 2014-2023 oraz koszt komponentu kolejowego CPK określony jako 6,87 mld w ciągu 9 lat (koszt może być niższy i wynieść 1,75 mld), na podstawie informacji ze strony internetowej Ministerstwa Infrastruktury **Kwoty produkcji obiektów inżynierii lądowej – drogi i mosty, dane GUS, nieuwzględnione kwoty robót specjalistycznych

Krajowemu wzrostowi gospodarczemu ciężać będą ograniczenia rynku pracy

Skutki wyczerpujących się zasobów pracy dotkliwe dla przedsiębiorstw

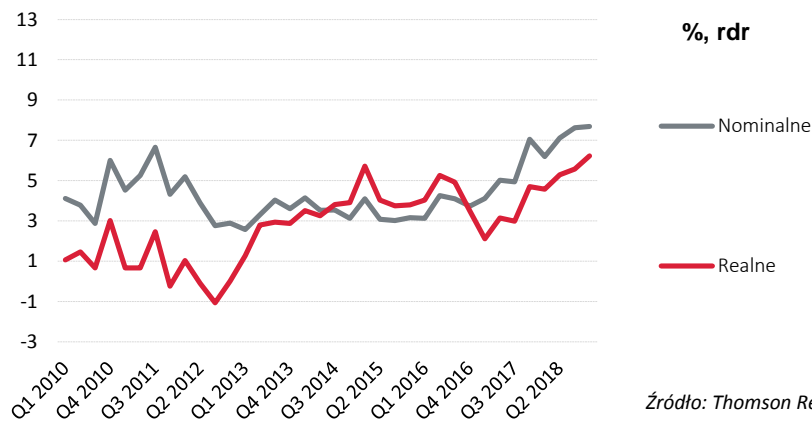
- Coraz wyższy poziom wykorzystania zasobów pracy znajduje odzwierciedlenie we wszystkich najważniejszych wskaźnikach z rynku pracy. Stopa bezrobocia kształtuje się na historycznych minimach.
- Jednocześnie w warunkach rosnącego popytu na pracę przedsiębiorstwa odczuwają niedobór pracowników. Jest to szczególnie widoczne w sektorze budownictwa. Brak rąk do pracy jest problemem dla rekordowo dużej grupy przedsiębiorstw.
- W tych uwarunkowaniach utrzymanie silnego wzrostu płac wydaje się być nieuniknione, co z kolei będzie pozytywnie oddziaływać na nastroje konsumpcyjne.

Sytuacja na rynku pracy – bezrobotni



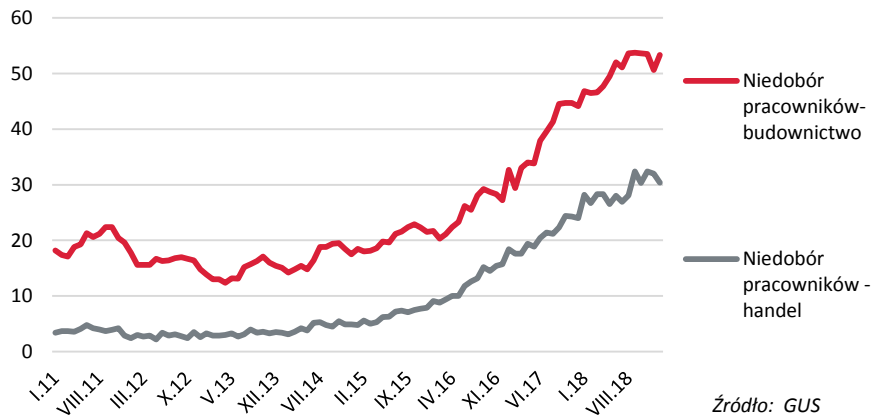
Źródło: dane GUS.
Thomson Reuters Datastream

Sytuacja na rynku pracy – wynagrodzenia



Źródło: Thomson Reuters
DataStream

Sytuacja na rynku pracy – bariery działalności



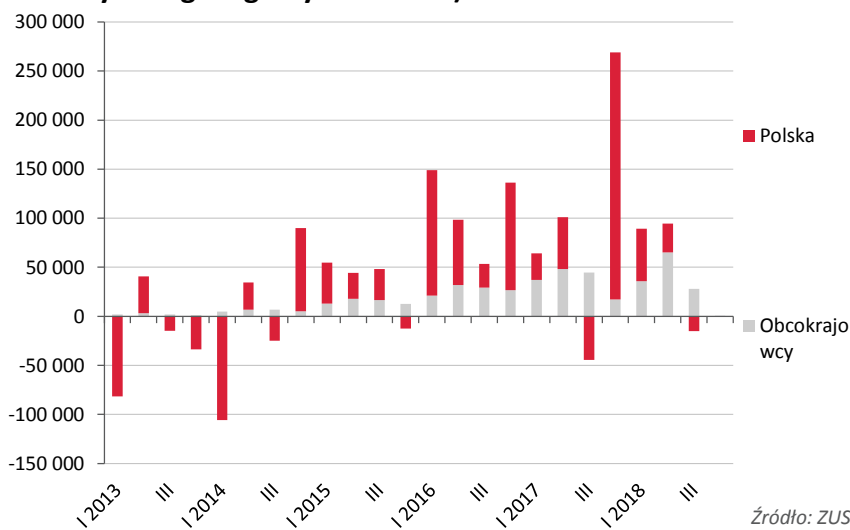
Źródło: GUS

Rynek pracy uzależniony od napływu pracowników z zagranicy

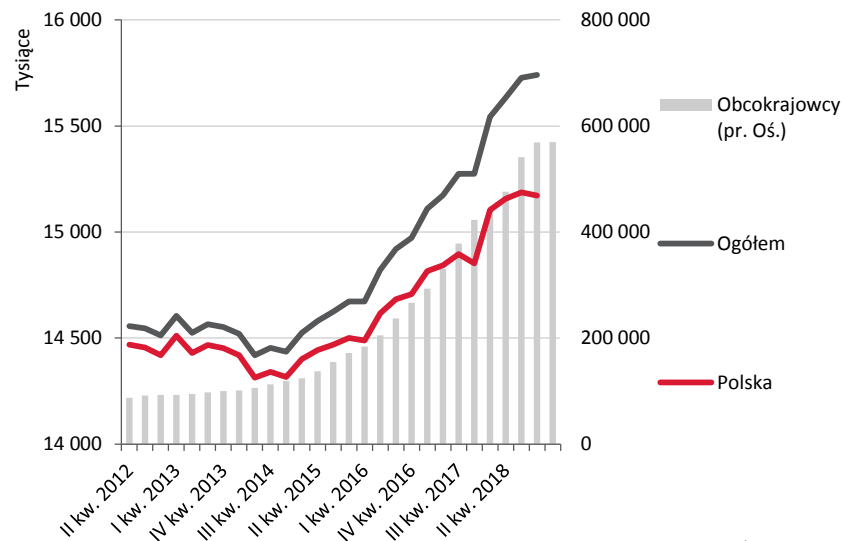
Brak podaży pracy grozi realizacji inwestycji

- W ostatnich kwartałach niedobory na rynku pracy częściowo neutralizowane były przez silny napływ pracowników z zagranicy.
- Dane ZUS wskazują jednak, że pod koniec ubiegłego roku nastąpiło wyraźne osłabienie fali migracji zarobkowej do Polski, zwłaszcza z wschodniej granicy.
- Trudny do oszacowania będzie również wpływ liberalizacji przepisów w Niemczech dotyczących dostępu do rynku pracy dla pracowników z Ukrainy. Badania nie dają jednoznacznych sygnałów. Ukraińcy w większości są zadowoleni z pracy w Polsce oraz planują dłuższy (2-3 letni pobyt). Jednocześnie jednak wysoki odsetek deklaruje gotowość do wyjazdu do Niemiec w celu poszukiwania lepiej płatnej pracy.
- W sytuacji zmniejszenia napływu pracowników z zagranicy, neutralizującego krajowy brak podaży pracy, niedobór siły roboczej będzie się nasilał. Pogłębiająca się luka na rynku pracy może skutkować zmniejszeniem dynamiki inwestycji, w szczególności tych pracochłonnych, jak w budownictwie.
- Uwarunkowania mogą motywować pracodawców do zwiększania nakładów na technologie zastępujące pracę rąk ludzkich.

Napływ pracowników z zagranicy (saldo napływu pracowników do zasobu ubezpieczenia emerytalnego wg obywatelstwa)

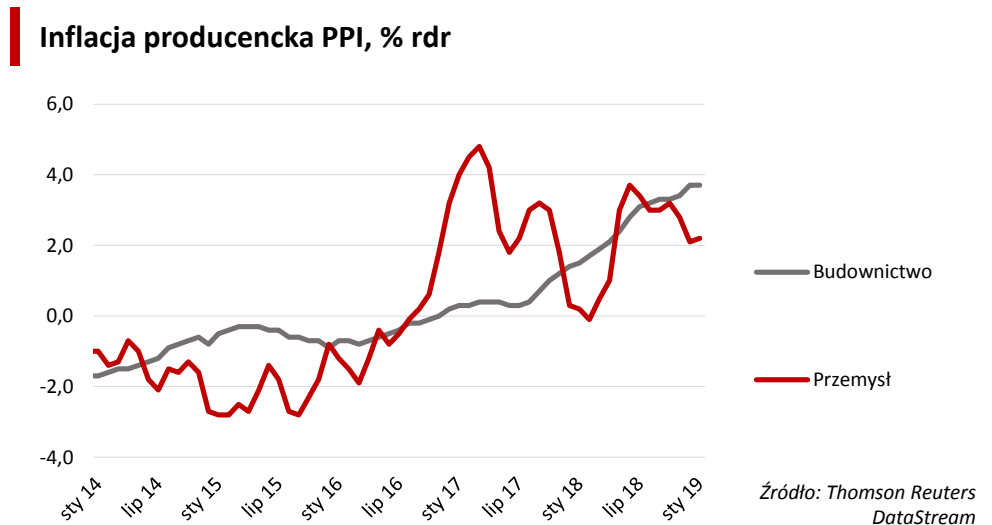
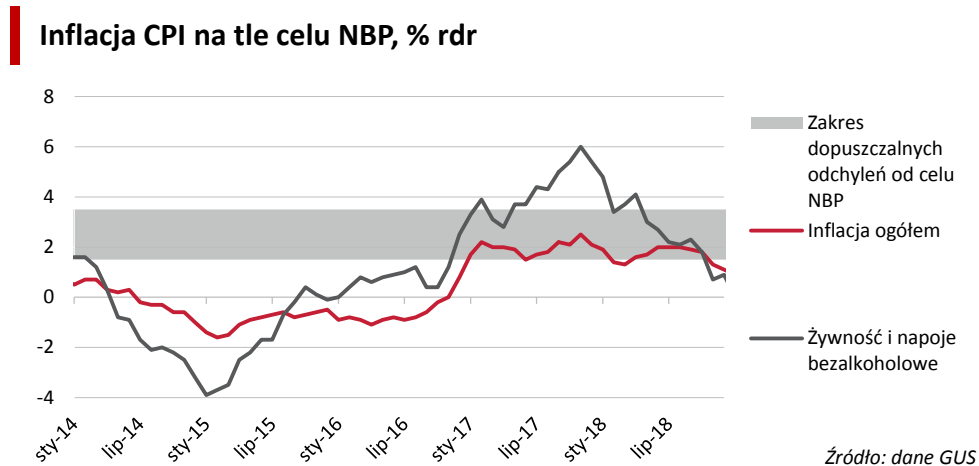


Liczba pracowników objętych ubezpieczeniem emerytalnym i rentowym



Małe szanse, aby RPP odeszła od polityki stabilizacji stopy referencyjnej - stopy procentowe bez zmian do końca 2020

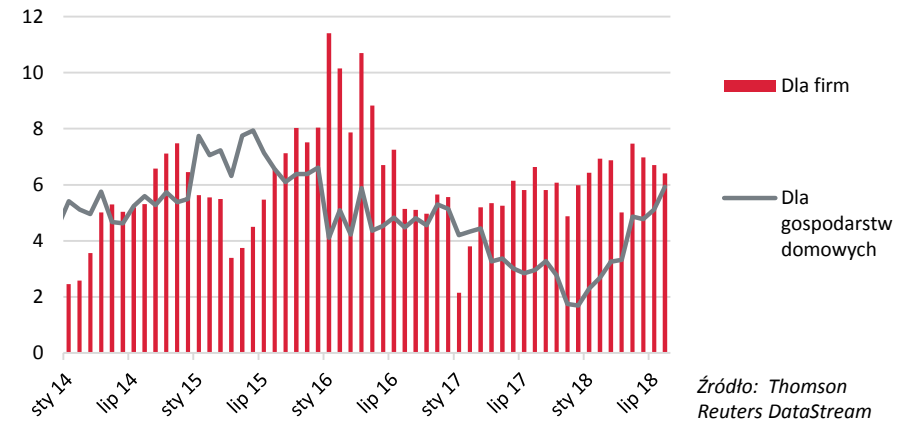
- Zakładamy, że RPP nie zmieni stóp procentowych do 2020 roku. Presja inflacyjna jest zbyt słaba, aby zmusić Radę do zacieśnienia polityki monetarnej.
- Inflacja bazowa, choć zapewne stopniowo będzie rosnąć, to jednak nie osiągnie poziomów, które mogłyby podważać retorykę Rady. Ostatnie lata pokazały słabsze od oczekiwań przełożenie presji płacowej w kraju na inflację konsumencką. Trudno spodziewać się zmian w tym względzie.
- Ponadto uwarunkowania zewnętrzne związane ze spowolnieniem globalnego wzrostu, w tym najważniejszej dla Polski gospodarki niemieckiej sprzyjają zachowaniu dużej ostrożności przez RPP.
- Problemy chińskiej gospodarki również mogą, przez kanał importowy, redukować presję cenową, zwłaszcza w przemyśle. Jedynie inflacja w budownictwie może dalej rosnąć osiągając nowe wieloletnie szczyty.
- Ważnym punktem odniesienia dla RPP pozostaje polityka monetarna EBC. Ta zapewne jeszcze na długi czas pozostanie bardzo luźna, co będzie dawać Radzie dodatkowy argument za stabilizacją stop.
- Nie wykluczamy dłuższego horyzontu stabilizacji stopy referencyjnej.
- Bilans ryzyka dla podwyżek i redukcji stop procentowych oceniamy jako zrównoważony.



Sytuacja na rynku kredytowym na razie nie martwi RPP, w dłuższym okresie może być jednak źródłem presji na zacieśnienie monetarne

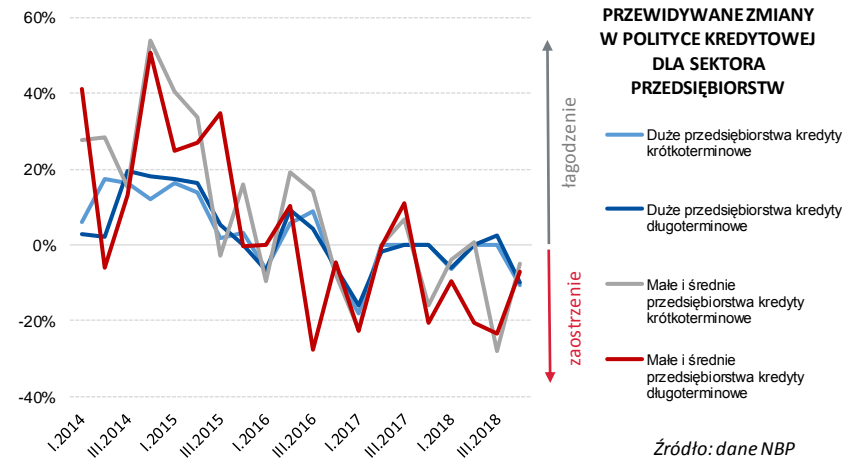
- Dotychczas sytuacja na rynku kredytowym nie generowała silnej presji na RPP. Przyrost akcji kredytowej jedynie nieznacznie przebijał tempo nominalnego wzrostu PKB.
- Perspektywy dla wzrostu należności kredytowych nadal pozostają korzystne. Potrzeby inwestycyjne przedsiębiorstw będą sprzyjały popytowi na kredyt, choć akcja kredytowa może być ograniczana przez zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów firmom.
- Mocno może wzrastać kredyt konsumpcyjny. Zdolność kredytowa gospodarstw domowych będzie wzmocniona nie tylko przez rosnące wynagrodzenia lecz także przez transfery socjalne (500+). W efekcie czynnik ten może stać się jedną z ważniejszych kwestii w dalszej dyskusji dotyczącej poziomu stóp procentowych.
- Ponadto w kontekście polityki RPP problematyczna pozostaje sytuacja na rynku nieruchomości. W bieżących uwarunkowaniach - relatywnego niskiego oprocentowania depozytów gospodarstw domowych - polityka stabilizacji stopy referencyjnej wspiera transfer oszczędności na ten rynek i w konsekwencji wzrosty cen nieruchomości.
- Kwestie związane z ujemnym realnym oprocentowaniem depozytów, jak i ewentualnym przegrzaniem budownictwa mieszkaniowego przestały się jednak w ostatnim czasie pojawiać w formułowanych publicznie wypowiedziach członków Rady.

Dynamika akcji kredytowej, % rdr



Źródło: Thomson Reuters DataStream

Polityki kredytowe banków



Źródło: dane NBP

Ważne dla inwestorów odczyty makro o dużym poziomie niepewności

Najciekawiej w najbliższym czasie prezentować się będą dane o:

Chińskiej wymianie handlowej

Ostatnie dane za luty była niepokojące (spadek eksportu o 20 proc. rdr). W lutym wymiana handlowa w Państwie Środka gwałtownie wyhamowała. Z jednej strony stać za tym mogły czynniki jednorazowe związane z odreagowaniem nieco lepszych wyników notowanych w poprzednich miesiącach, co ma związek z budową “zapasów” na wypadek wprowadzenia ceł. Z drugiej strony osłabienie wymiany handlowej może być efektem spowolnienia globalnego, przede wszystkim w przemyśle. Weryfikacja tych tez będzie kształtować oczekiwania dotyczące stanu chińskiej gospodarki, co może determinować zmiany apetytu na ryzyko na giełdach. Trzeba podkreślić, że dane o wymianie handlowej są jednymi z niewielu odczytów dotyczących Państwa Środka o względnie wysokiej wiarygodności.

Wynagrodzeniach w USA

Napięcia na rynku pracy w USA związane z ograniczeniami podażowymi stają się coraz bardziej widoczne. Jeśli znajdą ujście w wyższej dynamice wynagrodzeń, to przełożą się na wzrost rynkowych oczekiwań inflacyjnych i wpłyną na wycenę UST.

Niemieckim przemyśle

Tak źle, jak w ostatnich miesiącach w niemieckim przemyśle nie było od lat. Zwiastunów poprawy nie widać. Długość spowolnienia będzie determinować oczekiwania rynkowe dotyczące polityki EBC.

Wykonaniu krajowego budżetu

Po ogłoszeniu planów fiskalnych rządu mocno wzrosły obawy dotyczące przyszłej kondycji budżetu Państwa. Inwestorzy mogą być więc wrażliwi na dane z pierwszych miesięcy roku.

Spis treści

- USA – zwrot w polityce FOMC
- Ciężka zima w strefie euro
- Polska gospodarka – impuls fiskalny i inwestycje w kontrze do zewnętrznych zagrożeń
- Perspektywy FI i FX
- Tabele z prognozami

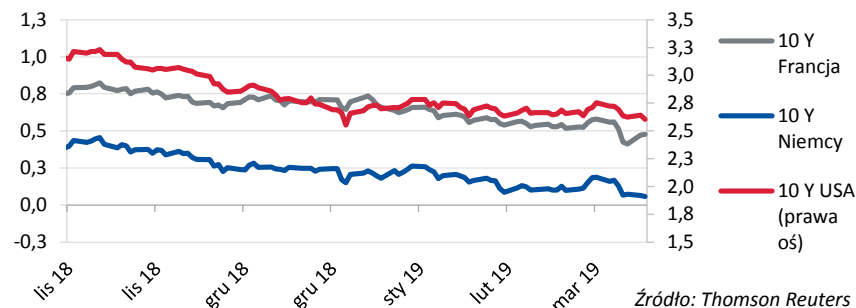


**BANK
GOSPODARSTWA
KRAJOWEGO**

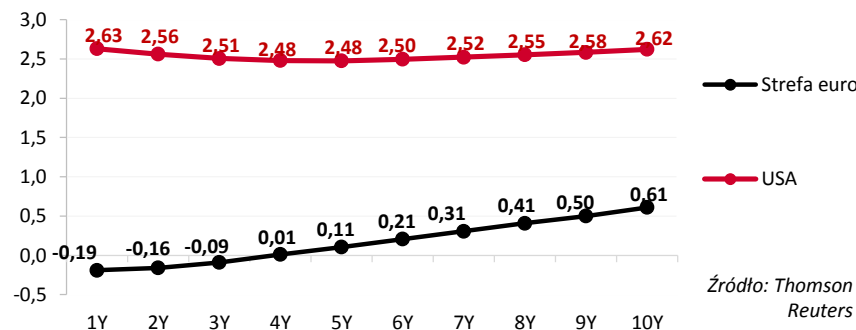
Na rynkach bazowych EBC wspiera ceny bunda, UST w konsolidacji

- Pesymistyczne projekcje EBC w połączeniu z kolejnymi działaniami zwiększającymi poziom akomodacji w polityce monetarnej strefy euro dały impuls do testowania przez rentowności najważniejszych europejskich benchmarków nowych lokalnych minimów.
- Zwrot w polityce FOMC silnie wpłynął na wycenę UST na przełomie roku. Od początku lutego UST pozostają w konsolidacji. Z jednej strony złagodzenie retoryki Fed ogranicza przestrzeń do wzrostu rentowności UST, z drugiej strony dane makro są zbyt dobre by grać na redukcje stóp.
- Kwestia Brexitu pozostaje silnym impulsem dla wzrostu zmienności giltów, co przekłada się też na obligacje na rynkach bazowych.
- Krzywa bundowa wydaje się już wyceniać scenariusz bardzo głębokiego spowolnienia w strefie euro. Zważywszy na wciąż nieźle uwarunkowania wewnętrzne, wyniki gospodarki strefy euro mogą okazać się w najbliższych miesiącach lepsze od nisko zawieszonych oczekiwań rynkowych. W efekcie większe szanse dostrzegamy na wzrosty rentowności niemieckich obligacji skarbowych.
- Łagodna polityka FOMC ogranicza przestrzeń do wzrostu rentowności UST. Niemniej brak zmian stóp oraz wygaszenie redukcji bilansu Fed wydaje się być już wliczony w ceny. W konsekwencji przy utrzymujących dobrych nastrojach konsumpcyjnych, po przejściu „shutdownowej” fali gorszych wyników gospodarki USA przyjdzie czas na ponowne odbicie w górę danych makro. To z kolei będzie sprzyjać niewygodnym dla wyceny UST pytaniom o granice “cierpliwości” członków FOMC.
- Czynnikiem niepewności pozostaje geopolityka. Na pierwszym planie sprawa amerykańsko-chińskich negocjacji handlowych. Pomimo deklaracji obydwu stron, szanse na szybki przełom nie wydają się duże. Negocjacje, na wpływ których inwestorzy wydają się być coraz bardziej uodpornieni, mogą ciągnąć się jeszcze miesiącami.

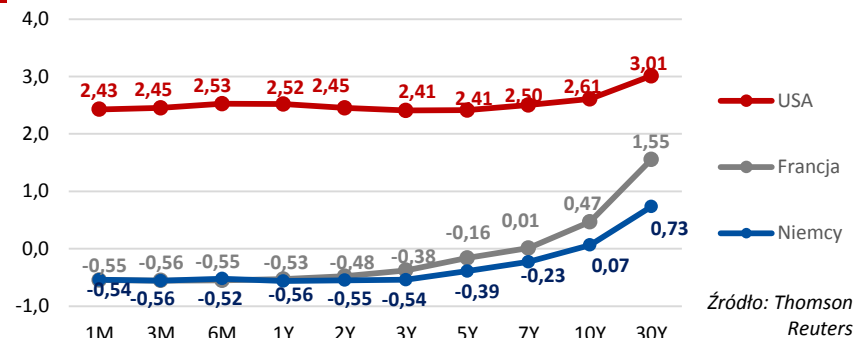
Rentowności 10-letnich obligacji



Krzywe IRS



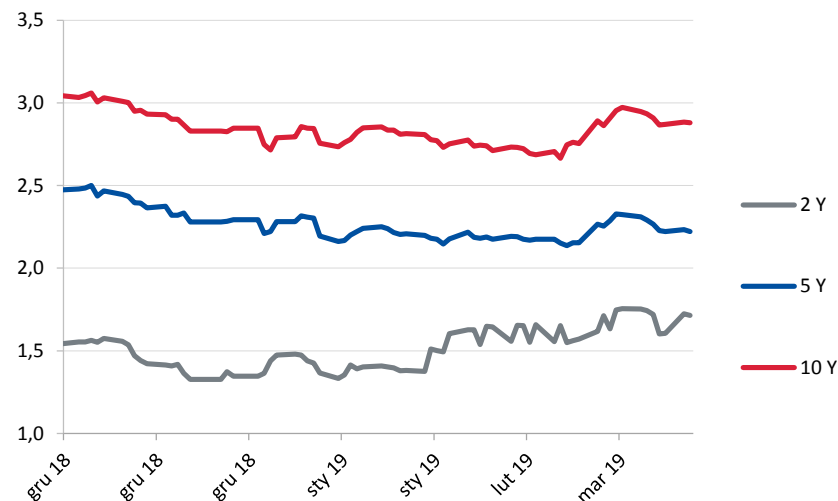
Krzywe rentowności



Krajobraz po korekcie cen na krajowym rynku FI

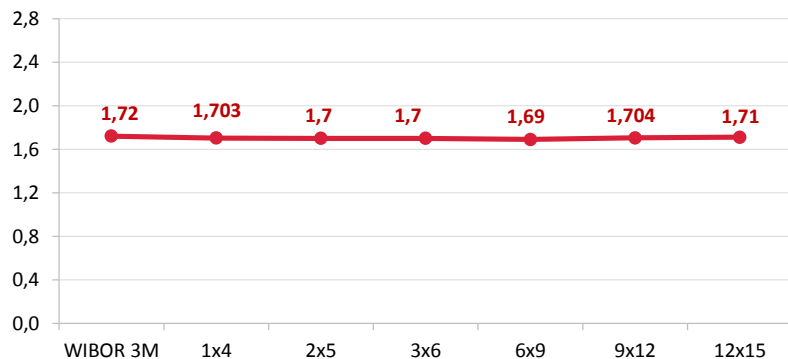
- Plany zwiększenia wydatków budżetowych przełożyły się na mocne wzrosty rentowności polskich obligacji skarbowych na przełomie lutego i marca. Ruch obejmował całą długość krzywej SPW.
- Jednocześnie plany te pobudziły oczekiwania inflacyjne, co z kolei skutkowało przesunięciem w górę krzywej IRS. Kwotowania 10-letnich kontraktów notowały lokalne maksima. Mniej wrażliwy był krótki koniec krzywej IRS. Ten podobnie jak kontrakty FRA skoncentrowany jest na polityce RPP - scenariusz stabilizacji stopy referencyjnej ogranicza zmienność.
- Korzystny dla wyceny SPW wpływ impulsów ze strony EBC jest jednak ograniczany przez awersję do ryzyka, która przekłada się na wyższe poziomy marż ASW i rozszerza spread pomiędzy bundem, a polskimi papierami. Awersja do ryzyka dotyka także obligacji południa strefy euro. Tu również widoczne są znaczące wzrosty spreadów.
- Dobre wyniki ostatniej aukcji MF wskazują, że popyt na SPW nie słabnie. Generują go przede wszystkim krajowe instytucje.

Rentowności SPW



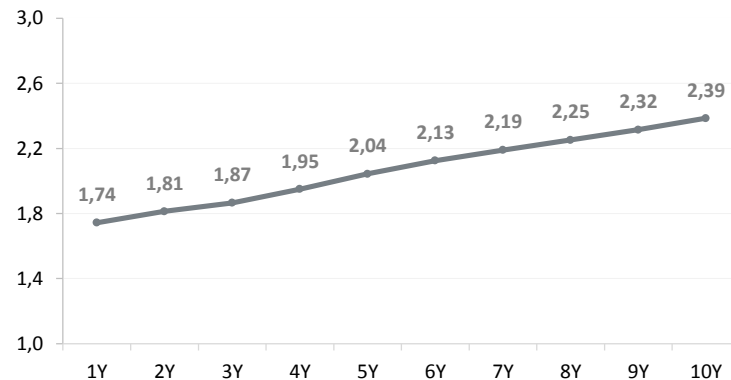
Źródło: Thomson Reuters

Krzywa FRA PLN



Źródło:
Thomson
Reuters

Krzywa IRS PLN



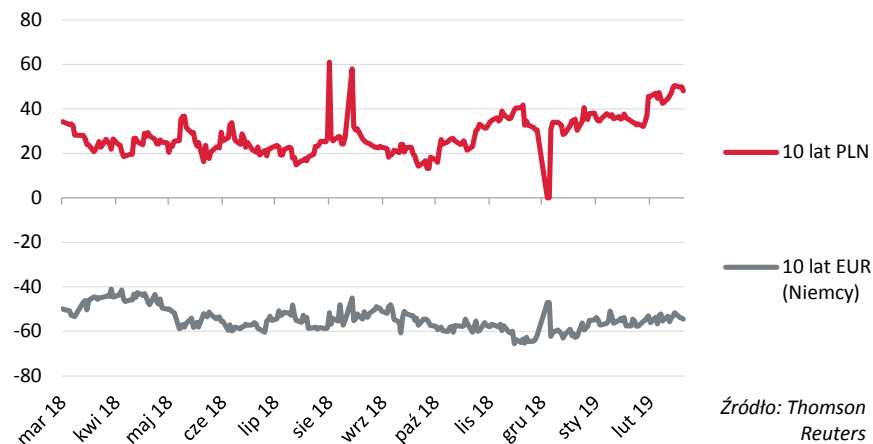
Źródło:
Thomson
Reuters

Krajowe czynniki wspierające wzrosty cen SPW

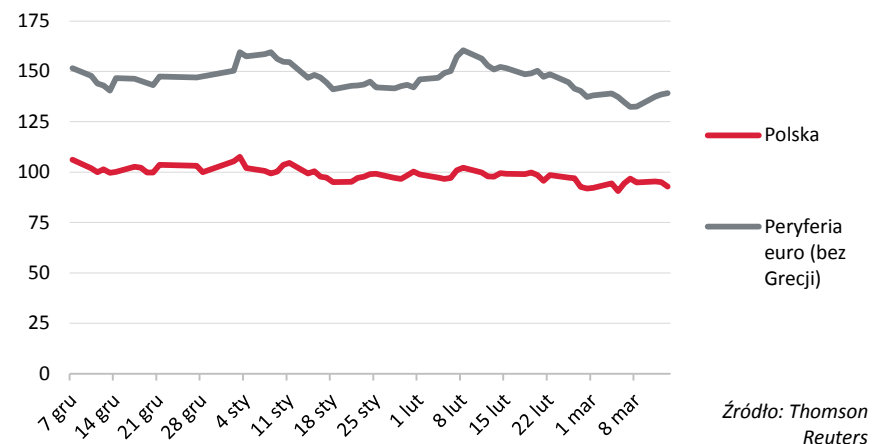
W najbliższych miesiącach korzystnie na ceny SPW będą oddziaływać **czynniki krajowe:**

- Krzywa IRS wycenia zbyt restrykcyjną politykę monetarną - implikuje solidny wzrost stopy referencyjnej w horyzoncie kilku lat. Nie idzie to w parze ani z retoryką Rady, ani ze spadającym tempem krajowego wzrostu gospodarczego po zakończeniu bieżącej perspektywy finansowej funduszy UE. Jednocześnie w warunkach silnego wzrostu popytu wewnętrznego trudno będzie o grę pod redukcję stóp procentowych, nawet przy dalszych negatywnych niespodziankach ze strefy euro. W efekcie dostrzegamy przestrzeń do obniżenia kwotowań IRS (powyżej 5 lat), przy stabilizacji kwotowań krótszych.
- Dochody budżetowe mogą być źródłem pozytywnych niespodzianek. Szybki wzrost konsumpcji (VAT) oraz płac (PIT) nadal będą zapewniać względnie wysokie dochody, pomimo, że dalsze uszczelnienie system podatkowego zapewne nie będzie dawać już tak imponujących wyników, jak w ostatnich latach.
- Czynniki krajowe związane z wciąż relatywnie wysokim tempem dynamiki PKB powinny przyczynić się do zawężenia marż ASW. Są one relatywnie wysokie w segmencie dłuższych obligacji (10-letnich), gdzie w połączeniu z redukcją kwotowań IRS przestrzeń do spadku rentowności jest największa. Oczekujemy przy tym zawężenia spreadów SPW do bunda i UST.
- Niemniej popyt na obligacje generowany przez krajowe instytucje skoncentrowany jest na krótszych papierach. A to one będą zyskiwać najwięcej wolnych środków na fali ekspansji fiskalnej i szybszym wzroście podaży pieniądza. W efekcie również w tym segmencie krzywej SPW dostrzegamy przestrzeń do umocnienia.

Marże ASW



Spread do 10-letniego bunda



Rynek FX EURUSD z potencjałem wzrostowym

- EURUSD po serii rozczarujących danych ze strefy euro skutkujących przeszacowaniem oczekiwań dotyczących polityki EBC zanotował nowe minimum w okolicach 1,118, czyli na poziomach najniższych od 2017 roku.
- W ostatnich kilku tygodniach drugorzędne znaczenie miały osłabiające dolara impulsy płynące z USA, w tym złagodzenie retoryki przez FOMC, czy zakończenie shutdown. Przyniosły one jedynie przejściowe wzrosty EURUSD na początku roku.
- Uważamy, że EURUSD wycenia już scenariusz bardzo słabego wzrostu w strefie euro. Analogicznie jak w wypadku bunda dostrzegamy szanse na pozytywne niespodzianki, wobec nisko zawieszonych oczekiwań, co do wzrostu strefy euro.
- Wpływ ewentualnego odreagowania słabszego początku roku wynikającego z shutdown będzie kontrowany przez retorykę FOMC. Zresztą wycena dolara wydaje się wliczać utrzymanie przynajmniej solidnego tempa wzrostu amerykańskiej gospodarki, co ogranicza jego potencjał aprecjacyjny.
- W tle odnotować trzeba dużą zmienność na parach powiązanych GBP ze względu na sprawę Brexitu. Liczymy na uniknięcie scenariusza bezumownego wyjścia UK z UE, co będzie czynnikiem sprzyjającym poprawie wyceny funta, a w konsekwencji także wspólnej waluty.
- Czynnikiem ryzyka dla scenariusza wzrostu EURUSD pozostaje kwestia negocjacji handlowych USA-Chiny. Ich nieoczekiwane zerwanie może przełożyć się na umocnienie amerykańskiej waluty.

EURUSD



Na krajowym FX niewielkie szanse na głębokie wahania EURPLN, większa zmienność możliwa na USDPLN

- Bieżący rok EURPLN rozpoczął bardzo niemrawo oscylując blisko poziomu 4,30. Próby trwałego oddalenia od tego poziomu okazały się być jak na razie nieskuteczne. Zakotwiczeniu EURPLN sprzyja mix względnie stabilnych polityk monetarnych w Polsce i strefie euro. Najbliższe miesiące nie przyniosą zmian oczekiwań, co ogranicza przestrzeń dla wahań EURPLN.
- Niewielkie zejście EURPLN w dół jest jednak możliwe. Impuls fiskalny zapewni bowiem, że spowolnienie dynamiki PKB będzie niewielkie. Spore są przy tym szanse na przebicie bieżących oczekiwań rynkowych.
- Zmiany USDPLN będą determinowane przede wszystkim przez EURUSD. Zakładamy, że połączenie wzrostu EURUSD z lekkim zejściem w dół EURPLN będzie skutkowało silniejszymi zmianami USDPLN. Zakładamy możliwe zejście USDPLN w okolice 3,65.
- Czynnikiem ryzyka dla umocnienia złotego jest scenariusz globalnego risk-off, czego źródłem może być ponowna eskalacja napięć handlowych, czy dalsze osłabienie perspektyw światowego wzrostu gospodarczego (niepewność dotycząca Chin, czy strefy euro)
- Złoty słabł wobec walut regionu. Najwyższe od 2017 roku poziomy notuje HUFPLN. Podobnie lokalne szczyty testowała para CZKPLN. Za zmianami stały przede wszystkim poprawa perspektyw wzrostu na Węgier i Czech, co przekładało się także na oczekiwania dotyczące kształtu polityk monetarnych, Zważywszy silniejsze uzależnienie gospodarek Czech i Węgier od eksportu, zwłaszcza do Niemiec zmiany oceniamy jako przejściowe. W kolejnych kwartałach złoty może zyskiwać na tle regionu.



Spis treści

- USA – zwrot w polityce FOMC
- Ciężka zima w strefie euro
- Polska gospodarka – impuls fiskalny i inwestycje w kontrze do zewnętrznych zagrożeń
- Perspektywy FI i FX
- Tabele z prognozami



BANK
GOSPODARSTWA
KRAJOWEGO

Prognozy parametrów makroekonomicznych

Wyszczególnienie		2018	Prognoza I kw 2019	Prognoza II kw 2019	Prognoza III kw 2019	Prognoza IV kw 2019	Prognoza 2019	Prognoza 2020
PKB	realne tempo wzrostu, %	5.1	4.1	4.6	4.4	4.7	4.5	3.8
Popyt krajowy	realne tempo wzrostu, %	5.5	4.5	4.9	4.7	5.1	4.8	4.6
Nakłady brutto na środki trwałe	realne tempo wzrostu, %	7.3	7.3	8.5	6.3	7.0	7.2	6.5
Spożycie indywidualne	realne tempo wzrostu, %	4.6	4.1	4.2	4.4	4.4	4.3	4.2
Eksport	realne tempo wzrostu, %	6.2	7.8	6.8	7.4	5.8	6.9	5.4
Import	realne tempo wzrostu, %	7.0	8.7	7.6	8.2	6.7	7.8	7.0
Inflacja CPI	na koniec okresu, %	1.1	1.4	1.4	1.6	2.1	2.1	2.2
Inflacja bazowa	na koniec okresu, %	0.6	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5	2.0
Indeks cen produkcyjnych PPI	na koniec okresu, %	2.2	2.8	1.5	1.4	3.2	3.2	2.3
Indeks cen produkcyjnych w budownictwie PPI	na koniec okresu, %	3.7	3.8	3.9	4.3	4.4	4.4	3.8
Stopa bezrobocia	na koniec okresu, %	5.8	5.9	5.3	5.2	5.3	5.3	5.0
Wzrost zatrudnienia	na koniec okresu, %	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	5.6
Wzrost wynagrodzeń	na koniec okresu, %	6.1	7.4	6.9	7.6	7.9	7.9	5.6

Źródło: opracowanie własne BGK

Prognozy wskaźników rynków finansowych

Na koniec okresu	2018	13-Mar-19	Prognoza 2019				Prognoza 2019
			I kw	II kw	III kw	IV kw	
Kurs EUR/PLN	4.29	4.30	4.30	4.27	4.25	4.28	4.28
Kurs USD/PLN	3.75	3.81	3.80	3.67	3.63	3.66	3.66
Kurs CHF/PLN	3.81	3.79	3.78	3.67	3.59	3.59	3.59
Kurs EUR/USD	1.15	1.13	1.13	1.16	1.17	1.17	1.17
Stopa referencyjna	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 1M	1.64	1.64	1.64	1.64	1.64	1.64	1.64
WIBOR 3M	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72
WIBOR 6M	1.79	1.79	1.79	1.79	1.79	1.79	1.79
EURIBOR 3M	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30
LIBOR USD 3M	2.81	2.59	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64
LIBOR CHF 3M	-0.71	-0.71	-0.71	-0.71	-0.71	-0.71	-0.71
Rentowność:							
2 letnie polskie obligacje PLN	1.35	1.64	1.58	1.54	1.50	1.49	1.49
5 letnie polskie obligacje PLN	2.28	2.23	2.22	2.16	2.11	2.10	2.10
10 letnie polskie obligacje PLN	2.83	2.89	2.84	2.71	2.68	2.66	2.66
2 letnie polskie obligacje EUR	-0.17	-0.14	-0.15	-0.11	-0.06	0.00	0.00
5 letnie polskie obligacje EUR	0.20	0.21	0.28	0.31	0.33	0.36	0.36
10 letnie polskie obligacje EUR	1.19	0.88	0.84	0.87	0.90	1.08	1.08
10 letnie obligacje niemieckie EUR	0.24	0.07	0.10	0.16	0.25	0.31	0.31
10 letnie obligacje francuskie EUR	0.71	0.46	0.37	0.44	0.50	0.71	0.71
10-letnie obligacje amerykańskie USD	2.68	2.63	2.62	2.70	2.77	2.79	2.79

Źródło: opracowanie własne BGK



**BANK
GOSPODARSTWA
KRAJOWEGO**

Współpraca z klientami

Dorota Kowaleczko (+48 22) 52-29-213
Karolina Domanowska (+48 22) 522-9209
Aleksandra Szafrńska (+48 22) 522-9218
Przemysław Domanowski (+48 22) 59-65-993
Piotr Pryczek (+48 22) 59-65-708
Michał Kudosz (+48 22) 59-65-871

Organizacja Emisji

Izabela Klajnberg (+48 22) 52-29-294
Dominik Bednarski (+48 22) 52-29-207

Instytucje Finansowe

Anna Rywacka (+48 22) 52-29-366

Regionalni Eksperci ds. Produktów Skarbowych

Grzegorz Giebułtowski – Region Gdańsk, Olsztyn, (+48 22) 475-66-31
Tomasz Dziedzic – Region Kraków, Katowice, Kielce, Rzeszów, (+48 22) 475-66-32
Katarzyna Jasińska – Region Warszawa, Łódź, (+48 22) 475-66-35
Filip Kalinowski – Region Poznań, Szczecin, Toruń, (+48 22) 475-66 -34
Hanna Nowak – Region Wrocław, Opole, Zielona Góra, (+48 22) 475-66-33
Małgorzata Wojtkowiak – Region Warszawa, Lublin, Białystok, (+48 22) 475-66-36

Biuro Badań i Analiz

Mateusz Walewski - Dyrektor Biura +48 22 596-5913
Piotr Dmitrowski - Ekspert ds. analiz +48 22 522-9217
Agnieszka Kowalczyk - Ekspert ds. ewaluacji +48 22 596-5913
Maciej Rozkrut - Ekspert. ds. analiz sektorowych +48 22 599-8461
Anna Topczewska - Ekspert ds. analiz rynkowych +48 22 599-8462
Tomasz Chałupa - Ekspert ds. analiz rynkowych +48 22 599-8463