

Kwartalny raport makroekonomiczny
Biuro Badań i Analiz BGK

Styczeń 2020

Wzrost w największych gospodarkach wciąż pod presją, pomimo zawarcia wstępnej umowy handlowej

Osiągnięcie pierwszej fazy umowy handlowej USA-Chiny redukuje obawy dotyczące negatywnego wpływu wojen handlowych na stan globalnej koniunktury. Niemniej spodziewamy się, że na początku bieżącego roku słabnąć będzie dynamika PKB w dwóch największych gospodarkach świata (USA i Chiny). Nowym źródłem ryzyka jest problem wykrytego w Chinach koronawirusa.

Polityki Fed i EBC w zawieszeniu

Deeskalacja napięć USA-Chiny zmniejszyła presję na dalsze obniżki stopy Fed. Bilans ryzyka dla zmian stóp w USA staje się bardziej zrównoważony. Podobnie szybko polityki nie zmieni Rada EBC pod kierownictwem nowej prezes Ch. Lagarde. W najbliższych kwartałach EBC będzie skoncentrowany na rewizji strategii.

Jak trwał będzie przyspieszenie krajowej inflacji?

Mocny wzrost inflacji był w Polsce jednym z głównych zaskoczeń na przełomie roku. Pierwszy kwartał przyniesie dalsze nasilenie presji cenowej. CPI będzie oscylować wyraźnie powyżej górnego przedziału odchyień od celu RPP. Niemniej oczekujemy, że kolejne kwartały przyniosą ponowny spadek CPI, który będzie kończył rok w dopuszczalnym paśmie odchyień.

RPP pozostanie mało wrażliwa na presję inflacyjną

W gronie RPP podwyższona inflacja będzie stymulować rozważania na temat podwyżki stopy referencyjnej NBP. Połączenie oczekiwań związanych z przejściowym charakterem silniejszej presji cenowej oraz z pogorszeniem krajowej koniunktury osłabi argumentację jastrzębiego skrzydła Rady i będzie skutkować dalszą stabilizacją stopy referencyjnej.

Perspektywy FI i FX

Pojawienie się koronawirusa w Chinach przełożyło się na silną awersję do ryzyka, która wspierała wycenę bezpiecznych obligacji. Choć problem może być przejściowy, to uważamy, że niższe poziomy rentowności na rynkach bazowych, jak i w kraju, mogą utrzymać się dłużej.

Prognozy na najbliższe kwartały

Tabele z aktualnymi prognozami parametrów makro oraz rynków finansowych na najbliższe kwartały.



Za granicą

- Przełom roku przyniósł złagodzenie napięć w relacjach USA-Chiny. Obydwa kraje podpisały wstępną umowę handlową (osiągnęły pierwszy etap porozumienia). W zamian za wstrzymanie wprowadzania dalszych ceł, USA uzyskały deklaracje zmian chińskiej polityki w najważniejszych sprawach. Dotychczas wprowadzone cła nie zostaną jednak zniesione. 25-procentowe stawki wciąż będą obowiązywać na trzy czwarte chińskiego eksportu do USA (rocznie sprowadzanych towarów o wartości około 370 mld USD).
- Perspektywa osiągnięcia drugiej fazy porozumienia jest bardzo odległa. Doniesienia wskazują, że umowa nie będzie podpisana wcześniej niż w listopadzie. Od jej zawarcia będzie uzależnione pełne zniesienie ceł. Negocjacje z nią związane mają obejmować trudne obszary dotyczące m. in. chińskiej pomocy publicznej dla przedsiębiorstw oraz działalności chińskich państwowych firm poza granicami Państwa Środka.
- Realizacja postanowień pierwszego etapu umowy może być problematyczna, gdyż wymagałaby zwiększenia eksportu towarów i usług z USA do Chin o 56 proc. w skali roku. Nie zostały w niej określone procedury arbitrażowe w spornych sprawach. Te mogą pojawić się zwłaszcza w obszarze ochrony własności intelektualnej. W efekcie ryzyko ponownej eskalacji napięć pozostaje podwyższone.
- Najbliższe kwartały na linii USA-Chiny powinny być spokojne. Sprzyja temu kalendarz wyborczy i kampania prezydencka w USA. Osiągnięte porozumienie jest korzystne dla USA i daje D. Trumpowi argumenty w walce o reelekcję. Rozpatrywanie tego, czy jest ono przestrzegane nastąpi zapewne dopiero na przełomie roku. Uważamy, że w dalszej perspektywie, bez względu na wynik wyborów, amerykańska administracja może utrzymywać twarde stanowisko wobec Chin.

Osiągnięto pierwszą fazę umowy handlowej

Najważniejsze ustalenia umowy USA-Chiny

Zwiększenie importu towarów i usług z USA o 200 mld USD w stosunku do 2017 roku

Liberalizacja rynku finansowego

Powstrzymanie się od dewaluacji yuana

Większa ochrona amerykańskiej własności intelektualnej w Chinach

Dotychczas wprowadzone cła nie zostają zniesione

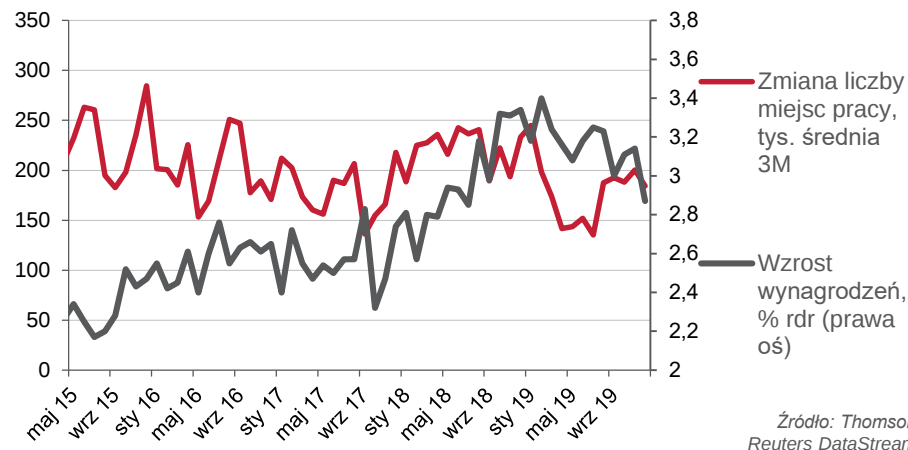
Rośnie presja na UE

- Ostatnie dni przyniosły ponowne nasilenie presji USA na UE w kwestii relacji handlowych. Prezydent D. Trump chciałby, aby jeszcze przed jesiennymi wyborami analogiczne porozumienie jak z Chinami zostało osiągnięte z UE.

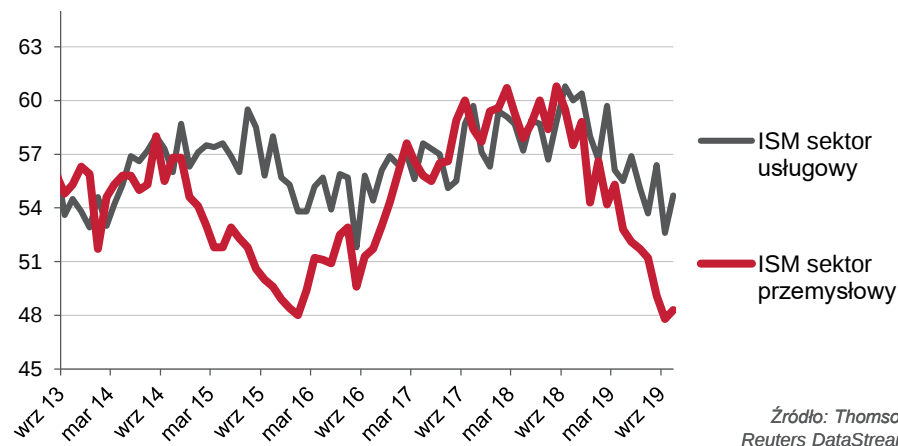
Koniunktura w USA stabilna, lecz wyniki gospodarki mogą ulec lekkiemu pogorszeniu

- W USA zapewne utrzyma się wzrostowy trend tworzonych miejsc pracy. Jednakże jego szczyt gospodarka USA ma już za sobą. Ponadto, wysoki poziom wykorzystania zasobów pracy nie przyłożył się dotychczas na siłę presji płacowej. W efekcie, z jednej strony gospodarka zabezpieczona jest przed trwałym silnym wzrostem inflacji, z drugiej nie ma przestrzeni do poprawy dynamiki konsumpcji. Po relatywnie mocnym IV kwartale 2019 roku oczekujemy wolniejszego wejścia amerykańskiej gospodarki w nowy rok. Spodziewamy się lekkiego ostudzenia nastrojów konsumpcyjnych ze względu na zmniejszenie dynamiki dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych.
- Niskie wskaźniki koniunktury w przemyśle sygnalizują spowolnienie w inwestycjach niezwiązanych z nieruchomościami. Natomiast rynek nieruchomości zaabsorbował już pozytywny bodziec związany z niskim oprocentowaniem kredytów hipotecznych (pochodna niższych rentowności na długim końcu krzywej UST). W bieżącym roku spodziewamy się stopniowego osłabienia aktywności tego sektora.
- Czynnikiem, który może podtrzymać tempo wzrostu jest ewentualna poprawa wyniku wymiany handlowej, jeśli eksport do Chin rzeczywiście przyspieszy.
- Ostatnie deklaracje przedstawicieli amerykańskiej administracji wskazują, że rozluźnienie polityki fiskalnej jest mało prawdopodobne w perspektywie najbliższych kwartałów. USA nie będą dążyć do zwiększenia deficytu budżetowego. Wydaje się, że zmiana policy-mix w tym aspekcie zostaje zarezerwowana na wypadek głębszego pogorszenia koniunktury, a tego trudno oczekiwać w warunkach rozejmu w wojnie handlowej. Tym samym wszelkie ewentualne rewizje polityki fiskalnej nie nastąpią wcześniej niż po wyborach prezydenckich w USA, czyli na początku przyszłego roku.

Wolniejszy wzrost zatrudnienia i wynagrodzeń



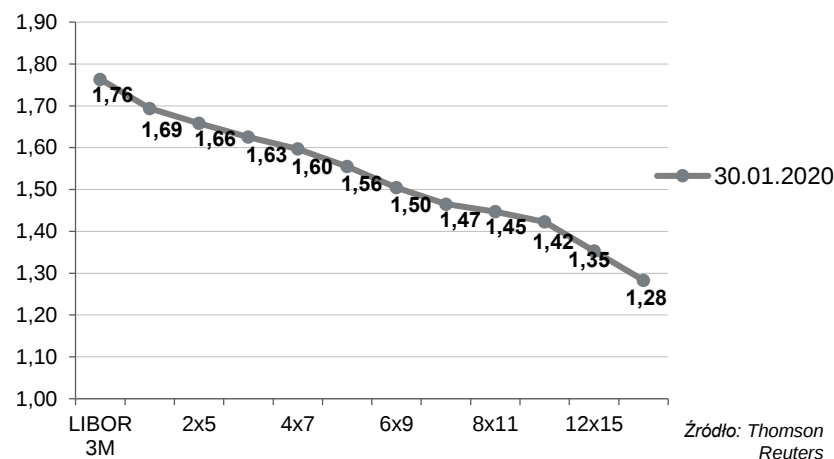
Indeksy koniunktury w USA najlepsze mają za sobą



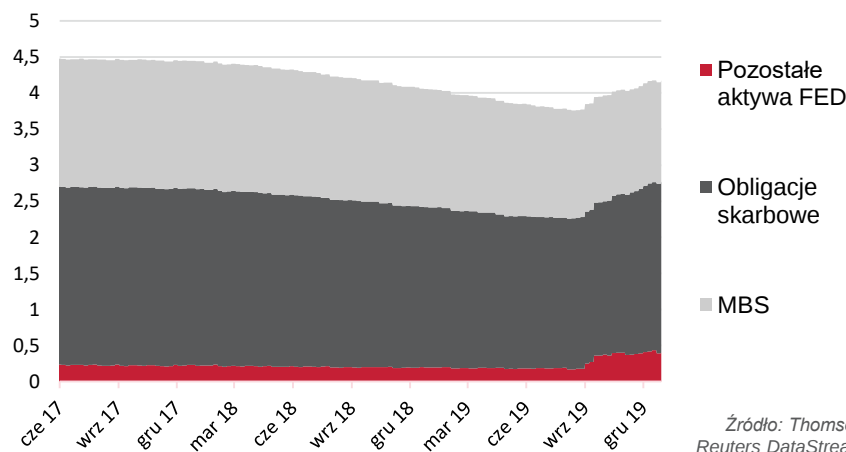
Stopy w USA na razie bez zmian

- Ostatnie impulsy z amerykańskiej gospodarki nie dają przesłanek do zmian nastawienia w polityce FOMC. Najbliższe posiedzenia Komitetu zapewne będą o wiele mniej emocjonujące od tych z II połowy ubiegłego roku, kiedy Komitet redukował stopy procentowe.
- Choć oczekujemy stabilizacji stopy Fed, to jednak nie wykluczamy, że gołębie skrzydło będzie wskazywać słabnący cykl koniunkturalny w USA jako argument za obniżkami stopy Fed. Dla takich argumentów dobrym tłem będzie mocny dolar oraz obawy związane ze stanem globalnej koniunktury (szczególnie wobec prawdopodobnego spadku nastrojów biznesu w reakcji na ekspansję wirusa w Chinach).
- Po jastrzębiej stronie pojawią się argumenty, że normalizacja stosunków na linii USA-Chiny, pomimo towarzyszącego umowie handlowej ryzyka, jest czynnikiem powstrzymującym od rozważań dotyczących dalszych redukcji stóp. W warunkach rosnącego popytu z Chin na amerykańskie towary i usługi może bowiem dojść do przedłużenia obecnego cyklu koniunkturalnego. W konsekwencji może to przełożyć się na silniejszą presję inflacyjną.
- Istotnym wymiarem będzie także sytuacja na giełdach. Silne wzrosty indeksów, wywołane m.in. obniżkami stóp, mogą być argumentem dla jastrzębi do przekłucia bańki na giełdach. W tym kontekście należy odnotować ponowny wyraźny wzrost zaangażowania Rezerwy Federalnej w amerykańskie obligacje skarbowe, w związku z działaniami stabilizującymi stawki dolarowe. Te w ostatnich miesiącach wyraźnie podniosły wartość sumy bilansowej Fed.
- Ostatecznie uważamy, że stopy w USA pozostaną stabilne, przynajmniej do przełomu roku. Rezerwa Federalna zapewne będzie kontynuować prowadzenie dostrajających płynność operacji repo. Zmniejszenie ich skali może nastąpić nie wcześniej niż w II połowie roku.

Horyzont wycenianych przez FRA obniżek w USA oddalił się na 2021 rok



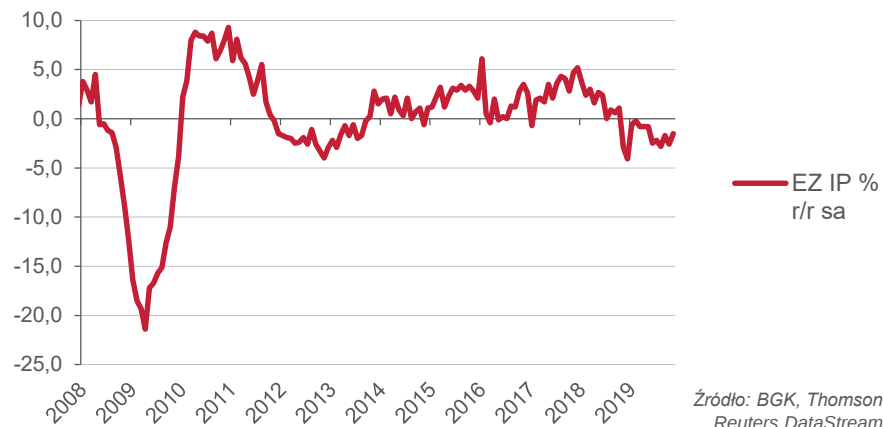
Ponowny wzrost sumy bilansowej Fed



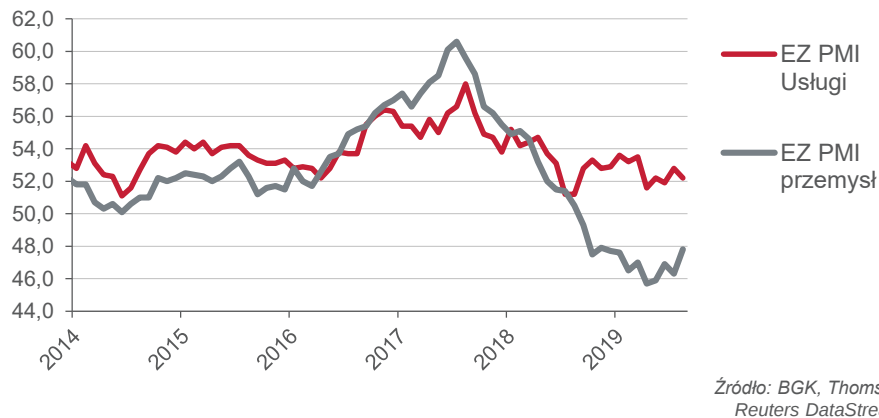
Stabilizacja w Eurostrefie

- IV kw. 2019 roku nie przyniósł istotnej poprawy w gospodarce Eurostrefy. Słabnąca wymiana towarowa negatywnie wpływała na wyniki przemysłu oraz nastroje biznesu w sektorze przetwórczym. Pomimo, że w II p. 2019 roku Eurostrefie udało się wrócić do nadwyżki handlowej, eksport i import z trudem były w stanie pokazać dodatnie dynamiki w poszczególnych miesiącach. Przełożenie tego widać w produkcji przemysłowej, która przez cały 2019 rok spadała rdr. Było to po części wynikiem wojen handlowych i spadku eksportu do Chin i USA, a po części problemów sektora motoryzacyjnego, którego wysokie bazy z pierwszych trzech kwartałów 2018 roku negatywnie ważyły na dynamikach rocznych. Jednak nawet niskie bazy motoryzacji z września-grudnia 2018 nie były w stanie wprowadzić dynamiki produkcji przemysłu w końcu 2019 roku na dodatnie poziomy.
- Sytuację w Eurostrefie ratowała przyzwoita sytuacja w sektorze usług oraz w konsumpcji prywatnej. Tutaj dynamika wzrostu była słabsza niż w analogicznym okresie 2017 roku, jednak lepsza niż w 2018 roku, zaś jej wynik na poziomie przekraczającym wyraźnie 2 proc. rdr, można uznać za całkiem przyzwoity. Nieco bardziej niepokojące są perspektywy dla utrzymania takiej aktywności w 2020 roku, wobec widocznego pogorszenia nastrojów konsumentów.
- Naszym zdaniem wszystko to przełoży się na utrzymanie niskiego tempa wzrostu PKB w Eurostrefie w 2020 roku. Podobnie jak ma to miejsce od roku 2018, wzrostowi ciężać będzie hamowanie globalnej wymiany handlowej. Ponadto, widoczny już obecnie niewielki spadek zatrudnienie w przemyśle przełoży się na niższą konsumpcję. Tym razem jednak skala przełożenia tego efektu na rynek pracy powinna być słabsza niż przy poprzednich spowolnieniach, ze względu na sytuację demograficzną.

Produkcja przemysłowa Eurostrefa proc. rdr SA



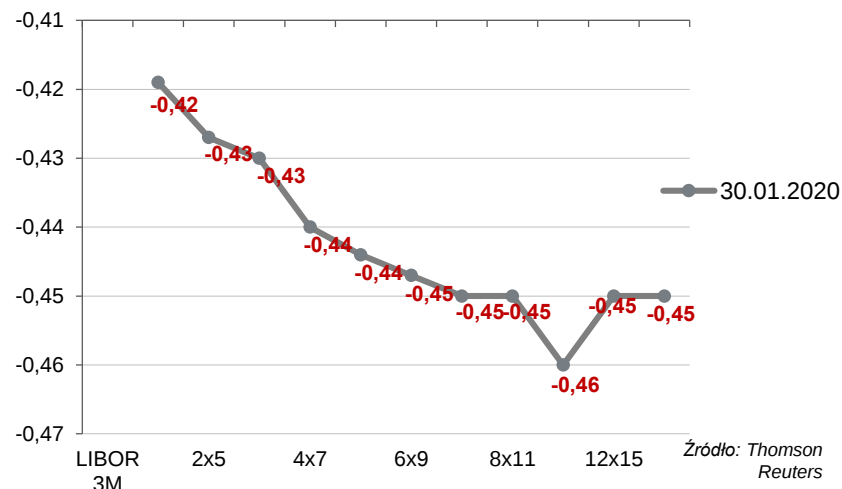
PMI Eurostrefa przetwórstwo, usługi



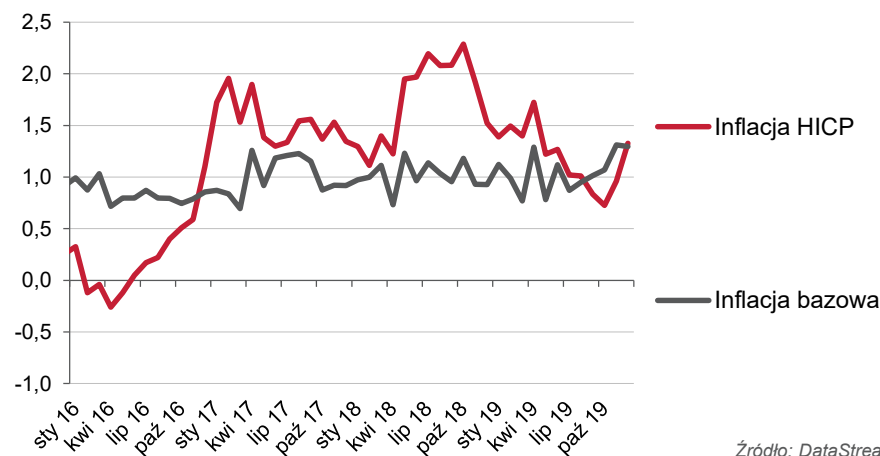
EBC nie zmienia stóp i pracuje nad nową strategią

- Na pierwszych spotkaniach pod przewodnictwem nowej prezes EBC Christine Lagarde, Europejski Bank Centralny nie zmienił stóp procentowych ani żadnych innych parametrów polityki monetarnej. Pozostawiono także *forward guidance* mówiące o tym, że stopy pozostaną na obecnym lub niższym poziomie, dopóki inflacja nie zbliży się do celu. Dobrze korespondują z tym niejednoznaczne zmiany w projekcjach EBC na najbliższe lata - podniesienie projekcji wzrostu PKB oraz obniżenie prognoz inflacji (konsekwencja wyższych cen paliw oraz żywności).
- W swoich wypowiedziach prezes Christine Lagarde unikała odpowiedzi na pytanie o to, czy jest bardziej przychylna polityce obniżania stóp czy postępowaniu się luzowaniem ilościowym.
- Obecnie prezes Lagarde deklaruje, że będzie koncentrować się na przeprowadzeniu przeglądu strategicznego w EBC. Będzie on obejmował m. in. zagadnienia: celu inflacyjnego, narzędzi polityki pieniężnej, analiz ekonomicznych oraz praktyk komunikacyjnych. Zakończenie przeglądu jest zapowiadane na ostatni kwartał bieżącego roku. Tym samym do tego czasu zmiany w polityce EBC są mało prawdopodobne i możliwe w wypadku realizacji jakiegoś szokowego scenariusza.
- Odnotować warto powołanie nowego przedstawiciela Niemiec w Radzie EBC. Miejsce Sabine Lautenschläger zajęła Isabel Schnabel. Zmiana ta miała na celu złagodzenie napięć w komunikacji wewnątrz banku. Niemniej Schnabel, podobnie jak Lautenschläger, jest przeciwniczką silniejszej stymulacji monetarnej, zwłaszcza rozszerzania skupu aktywów. Uważamy, że powyższe zmiany personalne w EBC przekładają się na zmniejszenie prawdopodobieństwa dalszego łagodzenia polityki monetarnej.

Krzywa FRA EUR



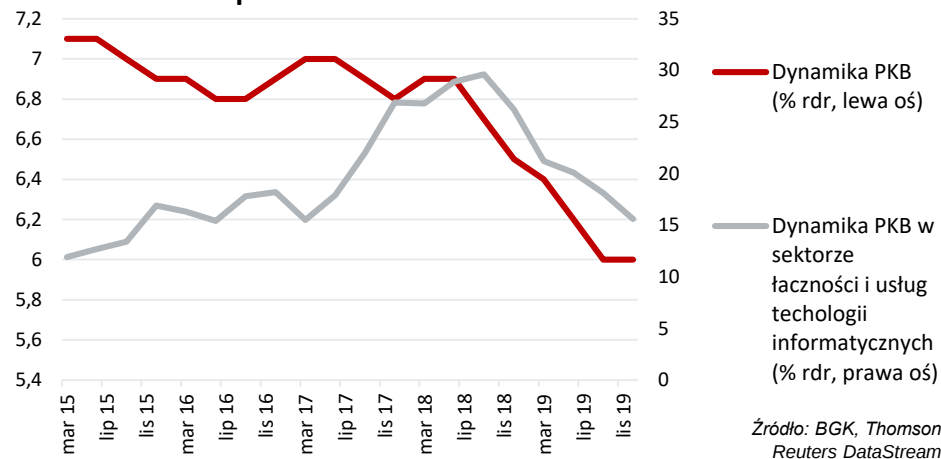
Inflacja w strefie euro wciąż niska



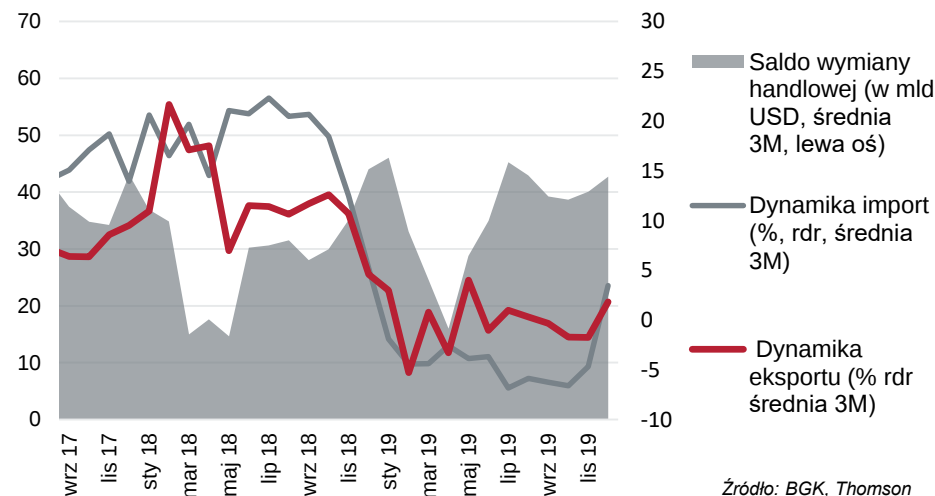
Wzrost w Chinach może dalej słabnąć, ryzykiem koronawirus

- W ostatnim kwartale ubiegłego roku chińska gospodarka odznaczyła się wzrostem PKB o 6,0 proc., co pozwoliło na realizację wcześniejszych planów.
- Szóstkę z przodu zapewniło grudniowe odbicie dynamik chińskiej wymiany handlowej. Niemniej, może to mieć jedynie przejściowy charakter. Negatywnie na chiński eksport będą oddziaływać utrzymane w USA cła. Trudno liczyć na to, że popyt ze Starego Kontynentu będzie rósł na tyle szybko, aby uchronić przed negatywną kontrybucją do PKB komponentu wymiany towarowej.
- Problematiczny może być wzrost popytu wewnętrznego w Chinach, który będzie ograniczany przez inflację, która ma podłoże podażowe, m. in. ze względu na wysokie ceny żywności.
- Pytaniem otwartym pozostaje skala negatywnego oddziaływania sprawy koronawirusa na chińską gospodarkę. Region Wuhan, w którym wykryto koronawirusa jest jednym z najważniejszych ośrodków gospodarczych w Państwie Środka (np. to z niego poprowadzona jest linia kolejowa do Europy, zaś Jangcy łączy Wuhan z Szanghajem). Ograniczenie w przepływie ludzi będzie mieć długotrwałe konsekwencje dla dotychczas prowadzonych biznesów. Tłem dla tego będzie osłabienie nastrojów w turystyce.
- Problem koronawirusa będzie także osłabiał klimat inwestycyjny. Tym samym trudno spodziewać się jego poprawy, pomimo deeskalacji napięć w relacjach handlowych. W tym kontekście zapewne przejściowe okaże się odnotowane pod koniec roku lekkie ocieplenie nastrojów w sektorze przemysłowym.
- W efekcie chińska gospodarka nie uniknie dalszego osłabienia tempa wzrostu. Spodziewamy się, że będzie to czynnik sprzyjający relatywnie niskiej presji inflacyjnej w sektorze przemysłowym, nawet w scenariuszu wzrostu cen surowców na globalnych rynkach.

Chiński sektor technologiczny rośnie szybko, nawet w warunkach spowolnienia wzrostu PKB



Lekkie odbicie chińskiej wymiany towarowej pod koniec roku

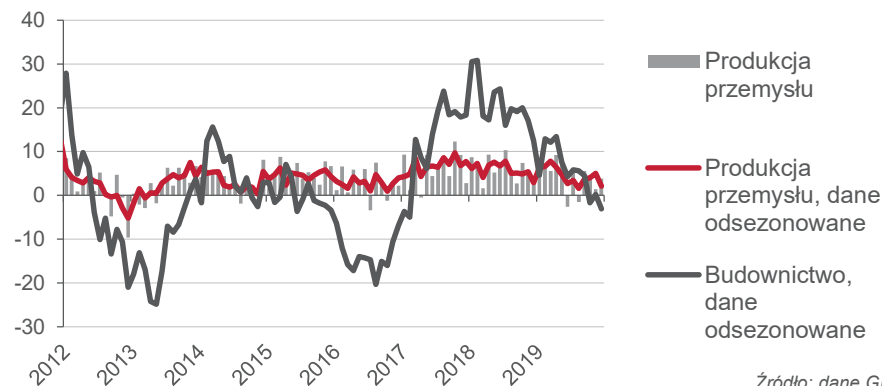




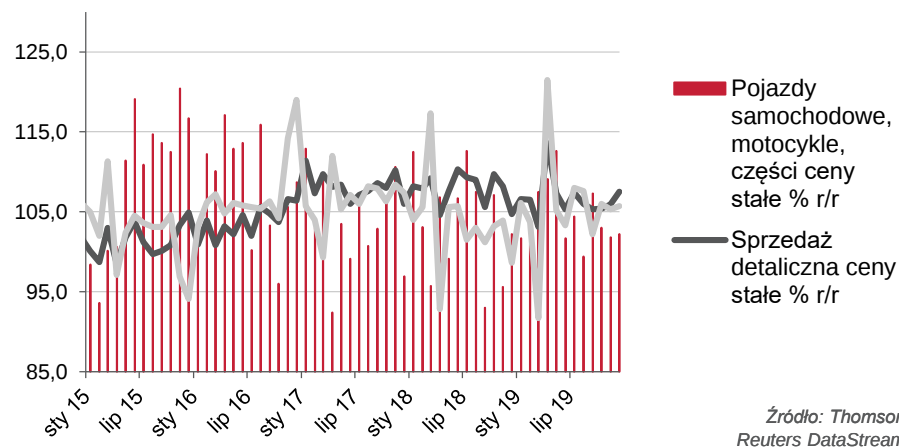
W kraju

- Na początku 2019 roku polski przemysł bardzo skutecznie opierał się spadkowi aktywności w Europie. Na przełomie II i III kw. w krajowym przemyśle dało się zauważyć już wyraźniejsze symptomy pogorszenia sytuacji. W minionym kwartale dało się odnotować pewne symptomy odbicia dynamiki rocznej. Kolejny kwartał może już nie być tak dobry pod względem dynamiki rocznej, co będzie pochodną gorszej sytuacji w sektorze przetwarzania ropy naftowej, sektora motoryzacyjnego oraz utrzymujących się na niewysokim poziomie wskaźników koniunktury.
- W poprzednich kwartałach wzrost dynamiki spożycia indywidualnego opierał się na szybkim wzroście wynagrodzeń oraz rosnących transferach socjalnych. W bieżącym roku będziemy mieli do czynienia ze słabnięciem tych czynników, jednak w bardzo powolnym tempie, ze względu na kolejne działania rządu w tym zakresie. Z jednej strony wygasanie pozytywnego wpływu 500+ będzie łagodzone przez 13 emerytury, a z drugiej strony tempo wzrostu płac, dla którego napęd ze strony dobrej sytuacji na rynku pracy będzie słabł, dostanie wsparcie z tytułu istotnych podwyżek płacy minimalnej. W efekcie spodziewamy się utrzymania tempa spożycie indywidualnego na poziomie niewiele poniżej 4,0 proc. przez cały rok, zaś tempa wzrostu sprzedaży detalicznej w okolicach 5,0 proc. rdr. Za scenariuszem tym przemawiają także utrzymujące się wciąż na wysokim poziomie nastroje w gospodarstwach domowych, w tym w szczególności komponent odpowiadający za zakupy dóbr trwałych.

Przemysł i budownictwo



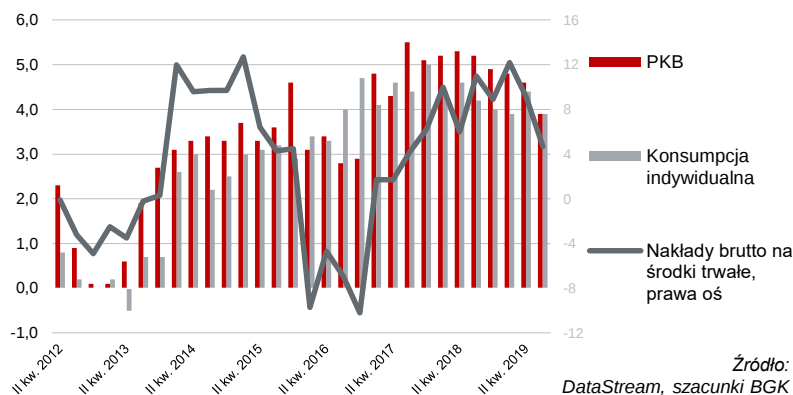
Sprzedaż detaliczna



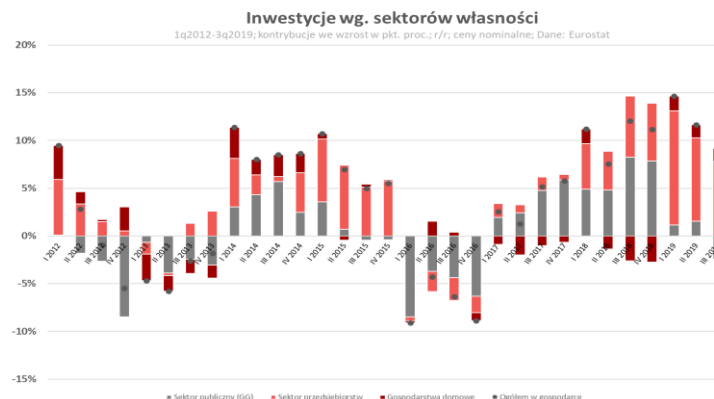
Słabsza dynamika inwestycji

- Między III kw. roku 2018, a II kw. roku 2019 miał miejsce szczyt dynamiki nakładów inwestycyjnych w krajowej gospodarce, zaś w III kw. nastąpił jej spadek. Wpływ na to miała m.in. wysoka aktywność inwestycji sektora samorządowego w I poł. 2019 roku. W IV kw. 2019 zobaczyliśmy odbicie tempa wzrostu nakładów na środki trwałe w gospodarce w okolice 7,0 proc. rdr. Poza czynnikami o charakterze koniunkturalnym (postępujący spadek globalnej aktywności gospodarczej w roku 2019) oddziaływały na to także hamujące inwestycje samorządowe. W tym przypadku była to prawdopodobnie pochodna końca cyklu wyborczego oraz słabości strony podażowej, która utrudniała kontraktowanie nowych zadań. Według naszych szacunków, w całym 2019 roku mieliśmy do czynienia ze spadkiem dynamiki inwestycji samorządowych, ale w bardzo w umiarkowanej skali.
- Sądzimy, że początek roku 2020 oznaczać będzie lekki spadek dynamiki inwestycji w kraju. Naszym zdaniem, słabsza aktywność na początku roku będzie zdeterminowana niepewnością przedsiębiorstw co do kształtowania się popytu. Pewne symptomy tego widać już w spadku tempa wzrostu kredytu dla przedsiębiorstw w III i IV kw. 2019 roku oraz w ujemnej dynamice aktywów przedsiębiorstw leasingowych niemal we wszystkich kwartałach 2019 roku.
- Uważamy, że począwszy od II kw. dynamika inwestycji będzie rosła, zaś w skali całego roku pozostanie dodatnia i utrzyma się na poziomie 4,1 proc. Na dodatnie tempo wzrostu inwestycji pracować będą inwestycje publiczne sektora centralnego oraz nakłady przedsiębiorstw pozostających pod kontrolą państwa (w tym głównie z sektora energetycznego). Uważamy ponadto, że boom w mieszkalnictwie przełoży się na pozytywną kontrybucję inwestycji gospodarstw domowych do dynamiki inwestycji. Nie zakładamy jednocześnie znaczącego obniżenia wolumenu inwestycji samorządów.

Słabszy wzrost i słabsze inwestycje rdr



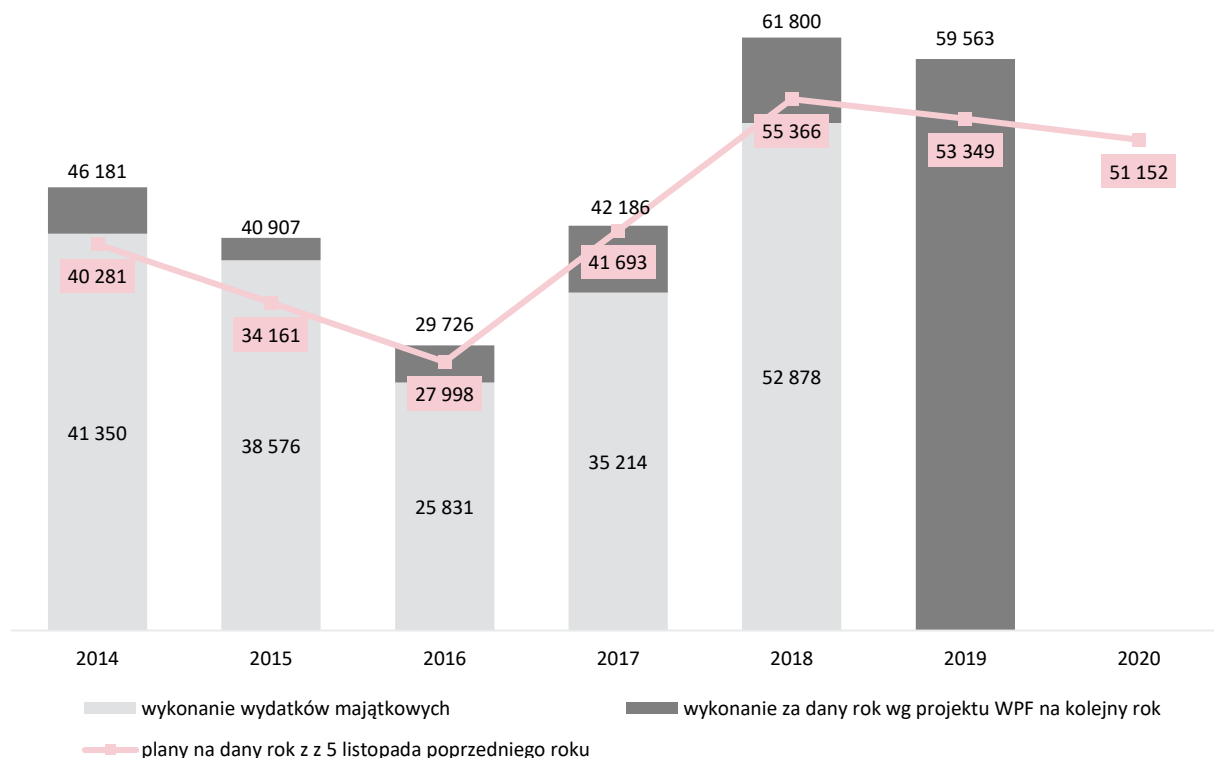
Kontrybucja inwestycji



Wolumeny inwestycji samorządowych w roku 2020 będą najprawdopodobniej niższe niż w roku 2019, ale nie będzie to spadek znaczący¹

Plany roczne z lat poprzedzających a zrealizowane wydatki majątkowe samorządów

mln PLN



- Na poziom kwot wydatków majątkowych istotny wpływ mają środki unijne, które wykorzystywane były w większości w ostatnich latach poprzedniej perspektywy finansowej UE (do 2016 r., reguła n+2). W obecnej perspektywie finansowanie może być pozyskane do 2023 r. (n+3). W kolejnych latach środki unijne powinny powstrzymywać istotne spadki inwestycji w sektorze samorządowym.
- Za scenariuszem ograniczonego spadku wolumenu inwestycji samorządowych w roku 2020 przemawia także analiza dotychczasowych trendów dotyczących relacji prognozowanych wydatków majątkowych w planach rocznych WPF z końca roku poprzedzającego do rzeczywistego wykonania wydatków majątkowych samorządów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie zestawień zbiorczych z wykonania budżetów poszczególnych rodzajów jednostek samorządu terytorialnego oraz baz danych z Wieloletnimi Prognozami Finansowymi JST ze stron Ministerstwa Finansów.

¹ Plany wydatków majątkowych na 2020 rok w kwocie przedstawionej w Wieloletnich Prognozach Finansowych z 5 listopada 2019 roku są o 4% niższe od kwot zakładanych na miniony rok w WPF z 5 listopada 2018 roku

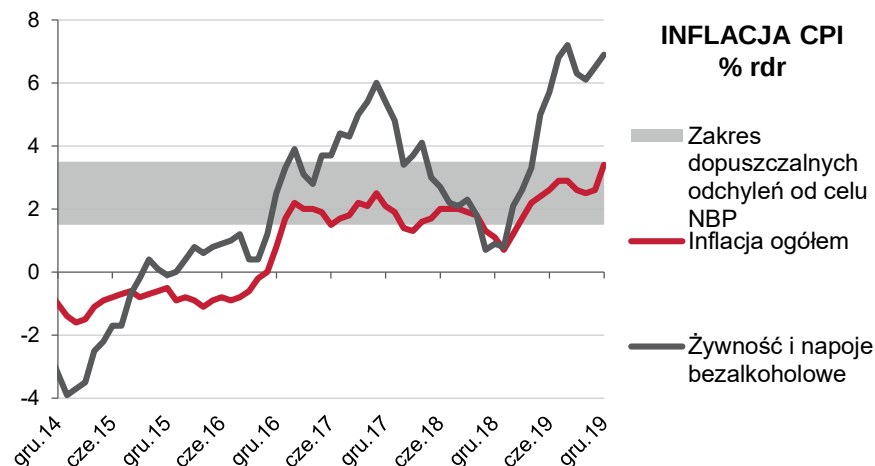
Inflacja najwyższa od lat. Na jak długo?

- W grudniu nastąpiło wyraźne przyspieszenie wzrostu inflacji. Odnotowany poziom CPI był najwyższy od ponad 7 lat. Równocześnie podniósł się komponent bazowy do 3,1 proc., co jest najwyższym poziomem od prawie dekady.
- Choć głównym źródłem przyspieszającej inflacji pozostają niezmiennie ceny żywności, to nie można pominąć faktu, że wzrost cen usług jest również najwyższy od wielu lat, czego trudno nie łączyć z bieżącym dobrym stanem koniunktury, demografią i wzrostem płac.
- Spodziewamy się, że najbliższe miesiące przyniosą dalszy wzrost CPI. Silnie oddziaływać na to będą ceny regulowane, przede wszystkim energii elektrycznej. Liczyć się będzie także podwyżka akcyzy na alkohol oraz wyższa opłata paliwowa. Jednocześnie spodziewamy się utrzymania wzrostu cen usług. W efekcie, najbliższe odczyty pokażą CPI powyżej poziomu 4,0 proc. rdr, natomiast do końca kwartału CPI znajdzie się w okolicach 4,0-4,5 proc. Można dodać, że problem koronawirusa wyraźnie obniżył wycenę ropy naftowej, tak więc czynnikiem mogącym obniżyć CPI są ceny paliw.
- Kolejne miesiące powinny przynieść ponowne osłabienie rocznej dynamiki CPI. Oddziaływać będą na to efekty bazy (w pierwszej połowie roku związane z cenami żywności), jak również osłabiać się może inflacja bazowa. Po pierwsze ze względu na niewielkie osłabienie koniunktury gospodarczej w II połowie roku. Spodziewamy się, że będzie ono skutkowało złagodzeniem presji płacowej. Po drugie ze względu na utrzymującą się presję deflacyjną ze strony towarów importowanych. Po trzecie podobnie jak w wypadku całego indeksu, efektów wyższych baz.

Główne źródła wzrostu inflacji w ubiegłym roku

	gru.19	gru.18	
CPI	3,4	1,1	
CPI bazowa	3,1	1,1	
Najważniejsze kategorie			wpływ
Żywność i napoje bezalkoholowe	5,9	1,0	+1,2 pp.
Łączność	4,3	-6,1	+0,4 pp.
Edukacja	4,6	3,0	+0,2 pp.
Restauracje i Hotele	5,4	3,1	+0,1 pp.
Pozostałe	3,2	-0,1	+0,2 pp.

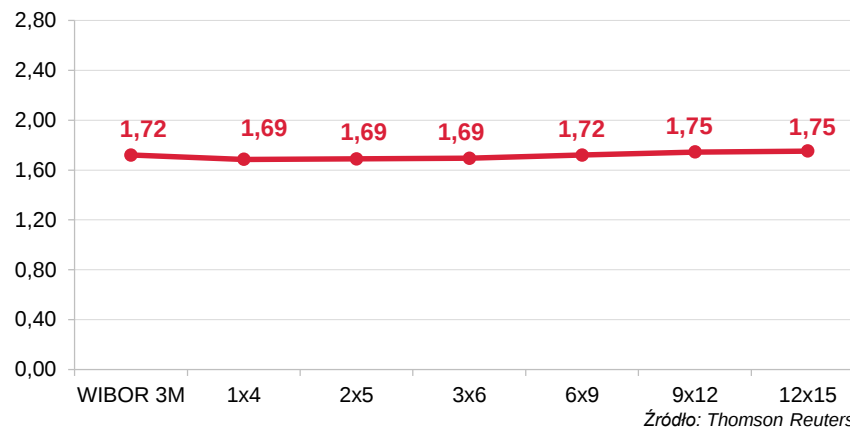
Inflacja CPI przebiega górną przedział odchylen od celu NBP



Źródło: GUS

- Inflacja, przynajmniej w najbliższych miesiącach, pozostanie powyżej górnego pasma odchyień od celu RPP (3,5 proc.). W efekcie należy się liczyć z tym, że jastrzębie skrzydło Rady może nadal zgłaszać wnioski o podwyżki stóp procentowych. Skala proponowanego zacieśnienia polityki zapewne pozostanie niewielka (w styczniu zgłoszono wniosek o podwyżkę w wysokości 15 pb.). Uważamy, że taki wniosek zapewne będzie powtarzany, lecz nie uzyska aprobaty większości członków Rady, a stopy pozostaną stabilne w perspektywie końca jej bieżącej kadencji. Ten scenariusz jest powszechnie oczekiwany przez ekonomistów.
- Gołębie skrzydło wciąż będzie posiadać mocne argumenty za pozostawieniem stóp na dotychczasowym poziomie, takie jak: częściowo podażowy charakter procesów inflacyjnych, przejściowy charakter wzrostu inflacji (żywność, energia), rosnące obawy dotyczące stanu globalnej koniunktury i jej wpływu na krajowy wzrost gospodarczy, słabnący wpływ polityki fiskalnej na krajowy wzrost gospodarczy (wygasanie efektów 500 +) oraz umiarkowany przyrost akcji kredytowej. Do tego dochodzą pogarszające się wyniki sektora finansowego w związku z wprowadzanymi regulacjami.
- Dostrzegamy analogię w zakresie ryzyka dotyczącego stanu koniunktury i struktury CPI pomiędzy obecną sytuacją, a tą z maja 2012 roku, kiedy Rada podwyższyła stopy procentowe po raz ostatni. Decyzja ta okazała się błędna i Rada szybko się z niej wycofała obniżając stopy jeszcze w tym samym roku.

Krzywa FRA PLN wycenia znikome szanse na zmiany stóp



Trudniej o redukcję stóp

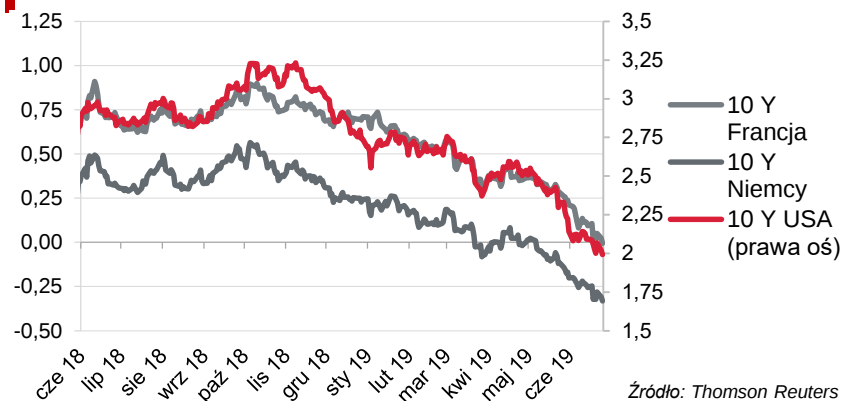
- Podwyższona inflacja zmienia jednak bilans ryzyka dla scenariusza stabilizacji stopy referencyjnej. Trzeba odnotować, że w styczniu pojawił się także wniosek o redukcję stóp o 25 pb. Spodziewamy się, że przy wyższych odczytach CPI w dalszej części roku nie będzie on ponawiany. Będzie to też korespondować z brakiem zmian w polityce monetarnej EBC stanowiącej dla Rady ważny punkt odniesienia. Uważamy, że nawet w warunkach nieoczekiwanego obecnie szybszego pogorszenia krajowej koniunktury Radzie trudniej będzie zdecydować się na redukcję stóp.

Rynki finansowe

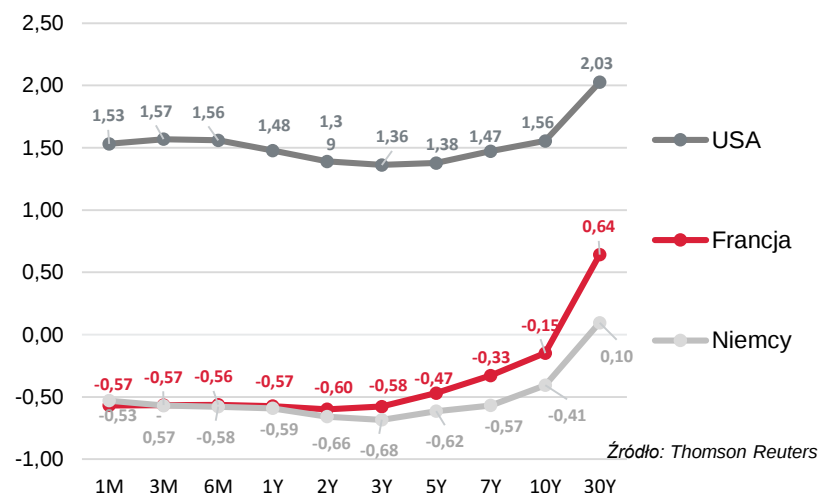
Problem koronawirusa może być przejściowy, lecz umocnienie długu na rynkach bazowych trwałe

- Koniec roku przyniósł wzrosty rentowności na rynkach bazowych związane z częściowym odreagowaniem wcześniejszych spadków. Krzywa UST podniosła się o 1, 27 i 23 pb., zaś niemiecka o 17, 37, 44 pb. Ruchy te były pochodną nadziei rynków na poprawę sytuacji gospodarczej w reakcji na osiągnięcie postępu w negocjacjach nowej umowy handlowej USA-Chiny.
- Istotnym wymiarem była tu polityka banków centralnych. Deeskalacja napięć USA-Chiny, wcześniej będących głównym źródłem obaw, skutkowała erozją oczekiwań na redukcję stóp procentowych. Korespondowała z tym bardziej wyważona komunikacja najważniejszych banków z rynkami, która oddalała horyzont dalszych obniżek stóp.
- Ostatnie dni przyniosły jednak ponownie wyraźną poprawę sentymentu do obligacji skarbowych, czego źródłem była wyzwolona przez pojawienie się koronawirusa w Chinach awersja do ryzyka. Prawdopodobnie rynki przereagowują znaczenie tego czynnika. Niemniej, pomimo przejściowego charakteru źródła umocnienia długu, uwarunkowania dla obligacji mogą pozostać dobre w dłuższej perspektywie. Składa się na to kilka czynników. Po pierwsze, problemy ze stanem koniunktury w największych gospodarkach. Po drugie, nikłe szanse na stymulację fiskalną w USA i strefie euro. Po trzecie, podażowy charakter procesów inflacyjnych. Po czwarte to, że pełny negatywny wpływ skutków dotychczas wprowadzonych ceł w USA zobaczymy dopiero w tym roku, natomiast na osiągnięte efekty porozumienia handlowego trzeba będzie jeszcze poczekać. Po piąte fakt, że niepewność związana z relacjami USA-Chiny pozostanie podwyższona, a osiągnięcie drugiej fazy porozumienia jest wątpliwe. W konsekwencji dostrzegamy niewiele przestrzeni do korekty cen długu na rynkach bazowych, natomiast więcej do dalszego umocnienia w najbliższych miesiącach.

Rentowności 10-letnich obligacji



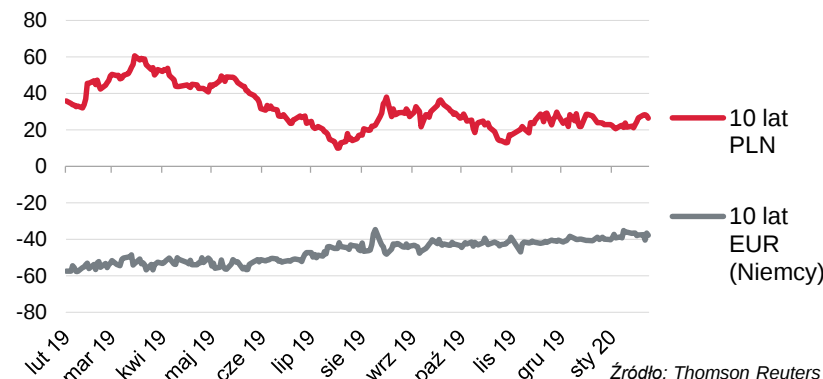
Krzywe rentowności



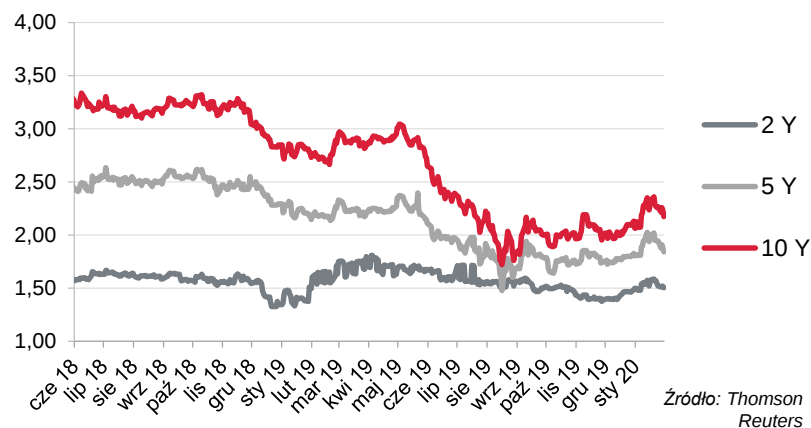
SPW z potencjałem do umocnienia

- Połączenie korekty cen na rynkach bazowych z nieoczekiwanym szybkim wzrostem krajowej inflacji miało negatywne konsekwencje dla wyceny krajowego długu. Dodatkowo, przeciwko obligacjom oddziaływały oczekiwania inwestorów na wyższą podaż długu w pierwszych miesiącach roku. W konsekwencji nastąpiło wyraźne podniesienie rentowności na całej długości krzywej SPW.
- W ostatnich dniach awersja do ryzyka, będąca pochodną problemu kornawirusa, słabiej oddziałuje na obligacje EM niż najbezpieczniejsze papiery – notowane spadki rentowności są relatywnie skromne.
- Pozostałe dwa miesiące kwartału powinny przynieść nieznaczne zniżki dochodowości wzdłuż całej krzywej, a w kolejnych miesiącach spodziewamy się wyraźniejszego spadku rentowności SPW. Koresponduje z tym kreślony wcześniej scenariusz dla rynków bazowych. Ponadto uważamy, że również czynniki krajowe mogą sprzyjać wzrostom cen polskiego długu.
- Sama wyższa inflacja (czynnik negatywny dla cen) jest za słabym argumentem aby utrzymać rentowności wyżej. Jej wpływ neutralizuje bowiem osłabienie wzrostu gospodarczego oraz fakt, że zapewne nie będzie mieć ona wpływu na najbliższe decyzje RPP. Natomiast korzystnie na ceny długu oddziaływać będzie wciąż silny napływ krajowych oszczędności na rynek, co dobrze odzwierciedla duży popyt ze strony lokalnych banków. Warto przy tym zauważyć, że rośnie zainteresowanie banków dłuższymi zapadalnościami obligacji, co powinno stabilizować długi koniec krzywej. Jednocześnie, wraz z upływem kolejnych miesięcy, maleć może podaż długu. Resort finansów wciąż posiada komfortową sytuację płynnościową.
- Konsekwencją wyższej inflacji mogą być jednak skromniejsze ruchy kontraktów IRS. W efekcie marże ASW mogą pozostać relatywnie niskie.

Rentowności 10-letnich obligacji



Krzywe rentowności SPW



Bezpieczne przystanie zyskują na awersji do ryzyka

- W ostatnich dniach EURUSD oscyluje blisko minimum z przełomu listopada i grudnia (1,0980). Dostrzegamy szanse na wzrosty EURUSD, nawet w warunkach słabego apetytu na ryzyko. Przyczyniać się do tego może po pierwsze lekka poprawa koniunktury w strefie euro oraz bardziej sceptyczne niż Mario Draghiego nastawienie Christine Lagarde do dalszego luzowania monetarnego w Eurolandzie. Po drugie, wydaje się, że kolejne kwartały przyniosą pogorszenie wyników niemieckiego budżetu i oczekiwania na zwiększenie podaży bundów w kolejnych latach. Po trzecie, osłabienie tempa wzrostu gospodarczego w USA w I kwartale bieżącego roku połączone z problemami chińskiej gospodarki może przypomnieć inwestorom, że FOMC ma znacznie więcej przestrzeni do redukcji stóp niż Rada EBC.

EURUSD



- Problem koronawirusa w Chinach i wywołana nim awersja do ryzyka silniej niż na EURUSD oddziaływała na waluty uznawane za bezpieczne przystanie, w tym na japońskiego jena. Korespondują z tym nieco bardziej optymistyczne (w kontekście wzrostu gospodarczego) komentarze ze strony przedstawicieli władz Banku Japonii (BoJ), do czego przyczyniła się deeskalacja napięć w handlu. Uważamy, że optymizm BoJ jest przejściowy, a jen w kolejnych miesiącach będzie ponownie tracił na wartości. Spowolnienie w Chinach może bowiem w pierwszej kolejności negatywnie dotykać japońską gospodarkę.

USDJPY



EURPLN w okolicach 4,30

- Awersja do ryzyka związana z koronawirusem spowodowała, że złoty oddał umocnienie z przełomu roku. Zważywszy na stan globalnej koniunktury, słaby apetyt na ryzyko może negatywnie oddziaływać również w kolejnych miesiącach. Dodatkowo, niekorzystnie na wycenę złotego będzie oddziaływać pogorszenie krajowej koniunktury. Jednocześnie oddziaływanie pozytywnego dla wyceny złotego przyspieszenia inflacji będzie przytłumione brakiem zmian retoryki RPP. Spodziewamy się, że EURPLN w najbliższych miesiącach przesunie się powyżej listopadowego szczytu 4,3286. Średnioterminowy potencjał deprecjacyjny będą jednak ograniczać mocne fundamenty krajowego wzrostu gospodarczego, takie jak relatywnie dobre wyniki wymiany towarowej, czy też niewielki deficyt budżetowy. W efekcie nie zakładamy pokonania wrześniowych szczytów.

EURPLN



- Ciekawa jest sytuacja franka szwajcarskiego. Awersja do ryzyka skutkuje silną presją spadkową na EURCHF. Notowane poziomy (okolice 1,067) są najniższe od 2017 roku. Mogą one prowokować SNB do interwencji. Zakładamy, że w najbliższym czasie SNB nie zdecyduje się na cięcie stóp, niemniej może prowadzić działania bezpośrednio na rynku FX, co przynajmniej zatrzyma presję spadkową na EURCHF. Powinno to dać oddech silnie rosnącemu w ostatnich tygodniach CHFPLN. Przestrzeń spadkowa na tej parze jest jednak niewielka i ograniczana przez wzrosty EURPLN.

CHFPLN



Na co będziemy szczególnie zwracać uwagę

Efekty kornawirusa

Kornawirus, który został odkryty w Chinach, silnie wpływa na nastroje na rynkach finansowych. Jego oddziaływanie uwidoczni się także negatywnie w twardych danych makro. Na razie trudno jednak spekulować jak duża będzie skala tego oddziaływania. Tę ukażą dopiero nadchodzące miesiące, co będzie mieć istotny wpływ na oczekiwania dotyczące globalnego wzrostu gospodarczego w dalszej przyszłości.

Odczyty o amerykańskiej i chińskiej wymianie handlowej

Po podpisaniu umowy USA-Chiny kwestie związane z relacjami handlowymi nie będą już tak istotne jak w ostatnich miesiącach ubiegłego roku. Niemniej trzeba zauważyć, że porozumienie zakłada znaczący wzrost chińskiego importu z USA. Jak na razie jednak inwestorzy pozostali sceptycznie nastawieni do wypełniania jego zobowiązań, a rynki nie wyceniły jego pełnej realizacji. Stąd też większa może być wrażliwość na zazwyczaj spokojnie przyjmowane dane o amerykańskim bilansie handlowym, jeśli ten rzeczywiście będzie pokazywał, że deklaracje zawarte w treści umowy wchodzą w życie. W takiej sytuacji możliwa jest wycena podwyżek stóp procentowych w USA. Jednocześnie też uwagę będą zwracać odczyty o chińskiej wymianie handlowej, które będą również sygnałem pozwalającym ocenić momentum globalnej koniunktury.

Oznaki poprawy koniunktury w strefie euro

Inwestorzy będą wypatrywać sygnałów ze strony wskaźników koniunktury, które mogą świadczyć o ponownym przyspieszeniu tempa wzrostu gospodarczego w Eurolandzie. Jeśli te nie nadejdą (np. w reakcji na możliwe pogorszenie sytuacji w Chinach), to rynki zaczną ponownie wyceniać scenariusz kolejnego luzowania polityki monetarnej przez EBC.

Krajowe dane o inflacji CPI

Przekroczenie górnego pasma odchyłeń od celu RPP jest bardzo prawdopodobne w najbliższych miesiącach. Powstają pytania o to jak wysoki będzie szczyt inflacyjny w I kwartale oraz jak trwale będzie podwyższony poziom CPI. Wrażliwość RPP na dane inflacyjne zapewne pozostanie niewielka i posiedzenia Rady nadal nie będą budzić większych emocji.

Aneks. Prognozy

Prognozy parametrów makroekonomicznych

Wyszczególnienie		Prognoza IV kw 2019*	Prognoza I kw 2020	Prognoza II kw 2020	Wykonanie 2019**	Prognoza 2020
PKB	realne tempo wzrostu, %	3,1	3,1	3,4	4,0	3,4
Popyt krajowy	realne tempo wzrostu, %	3,4	3,4	3,6	3,8	3,6
Nakłady brutto na środki trwałe	realne tempo wzrostu, %	7,2	4,0	5,0	7,8	4,6
Spożycie indywidualne	realne tempo wzrostu, %	3,6	3,4	3,4	4,0	3,4
Eksport	realne tempo wzrostu, %	3,9	3,2	3,5	4,8	3,6
Import	realne tempo wzrostu, %	4,6	3,8	3,9	4,4	3,9
Inflacja CPI	na koniec okresu, %	3,4	4,4	3,5	3,4	2,8
Inflacja bazowa	na koniec okresu, %	3,1	3,4	3,0	3,1	2,7
Indeks cen produkcyjnych PPI	na koniec okresu, %	1,0	1,4	1,6	1,0	2,2
Indeks cen produkcyjnych w budownictwie PPI	na koniec okresu, %	3,5	3,5	3,3	3,5	3,0
Stopa bezrobocia	na koniec okresu, %	5,2	5,2	4,8	5,2	5,1
Wzrost zatrudnienia	na koniec okresu, %	2,6	2,2	2,2	2,6	1,8
Wzrost wynagrodzeń	na koniec okresu, %	6,5	6,8	6,8	6,5	6,0

*Dane za IV na koniec okresu są wykonaniem

**Dynamiki eksportu i importu za 2019 rok są szacunkiem BGK
Prognoza BGK na dzień 30.01.2020

Prognozy wskaźników rynków finansowych

	2019	Prognoza 2020			
	IV kw .	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.
Kurs EUR/PLN	4,26	4,36	4,33	4,33	4,34
Kurs USD/PLN	3,79	3,96	3,84	3,81	3,72
Kurs CHF/PLN	3,92	4,03	3,95	3,92	3,85
Kurs EUR/USD	1,12	1,10	1,12	1,14	1,17
Stopa referencyjna	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M	1,63	1,64	1,64	1,64	1,64
WIBOR 3M	1,71	1,72	1,72	1,72	1,72
WIBOR 6M	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79
EURIBOR 3M	-0,38	-0,39	-0,39	-0,39	-0,39
LIBOR USD 3M	1,91	1,80	1,80	1,80	1,78
LIBOR CHF 3M	-0,69	-0,67	-0,67	-0,67	-0,67
2 letnie polskie obligacje PLN	1,49	1,50	1,41	1,38	1,33
5 letnie polskie obligacje PLN	1,81	1,80	1,68	1,67	1,78
10 letnie polskie obligacje PLN	2,12	2,10	1,88	1,90	2,02
2 letnie polskie obligacje EUR	-0,19	-0,19	-0,14	-0,11	-0,07
5 letnie polskie obligacje EUR	-0,03	-0,04	0,13	0,15	0,22
10 letnie polskie obligacje EUR	0,16	0,13	0,21	0,26	0,30
10 letnie obligacje niemieckie EUR	-0,19	-0,34	-0,24	-0,20	-0,15
10 letnie obligacje francuskie EUR	0,12	-0,09	-0,03	0,03	0,09
10-letnie obligacje amerykańskie USD	1,92	1,51	1,47	1,45	1,73

*Prognoza BGK na dzień 30.01..2020

Autorzy raportu

Piotr Dmitrowski – Menedżer ds. analiz rynkowych +48 22 522-9217

Konrad Soszyński - Menedżer ds. analiz rynkowych +48 22 599-8464

Współpraca z klientami

Aleksandra Szafrńska (+48 22) 522-9218

Przemysław Domanowski (+48 22) 475—30-93

Michał Kudosz (+48 22) 475-30-71

Piotr Pryczek (+48 22) 775-30-08

Paweł Pikuła, tel. (+48 22) 475-30-20

Marcin Piękowski, tel. (+48 22) 475-30-09

Regionalni Eksperti ds. Produktów Skarbowych

Grzegorz Giebułtowski – Region Gdańsk, Olsztyn, (+48 22) 475-66-31

Tomasz Dziędzic – 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

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

Biuro Badań i Analiz

Mateusz Walewski - Dyrektor Biura +48 22 596-5913

Piotr Dmitrowski – Menedżer ds. analiz rynkowych +48 22 522-9217

Agnieszka Kowalczyk - Menedżer ds. ewaluacji +48 22 596-5913

Maciej Rozkrut - Ekspert. ds. analiz sektorowych +48 22 599-8461

Konrad Soszyński- Menedżer ds. analiz rynkowych +48 22 475-8463

Rafał Boguszewski - Ekspert ds. ds. ewaluacji +48 22 599-8462

Bank Gospodarstwa Krajowego nie ponosi odpowiedzialności za skutki finansowe decyzji podjętych w oparciu o niniejszy materiał. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku Odbiorcy. Nie może być on powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości.