

Gospodarka i rynki w 2020 roku

Ernest Pytlarczyk
Marcin Mazurek
Piotr Bartkiewicz
Maciej Zdrolik



27 stycznia 2020



Rozliczenie poprzedniego dokumentu (ze stycznia 2019 r.)

Gospodarka globalna

	Co przewidzieliśmy poprawnie	Błędne prognozy	Zaskoczenia
Chiny	stymulacja gospodarki	odbicie wzrostu w połowie roku	mała skuteczność stymulacji
Stany Zjednoczone	„wąska” umowa USA-Chiny niższy wzrost PKB, ale bez recesji impeachment		
Europa	kontynuacja spowolnienia w I połowie roku	zmiana układu politycznego odbicie w II połowie roku	
Polityka pieniężna głównych banków centralnych	zmiana nastawienia Fed rewizja prognoz EBC w dół	brak zmian stóp Fed i EBC	cięcia stóp Fed nowy pakiet stymulacyjny EBC
Globalne rynki długu, walut i surowców		"krzywa J" na EURUSD	brak reakcji USD na stymulację monetarną w USA

Gospodarka polska

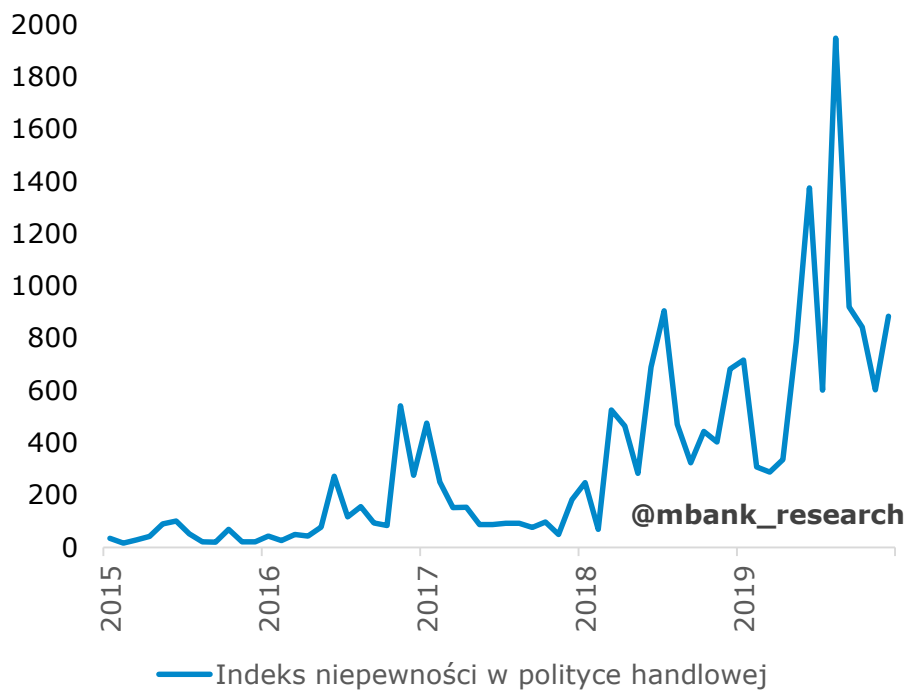
	Co przewidzieliśmy poprawnie	Błędne prognozy	Zaskoczenia
Koniunktura	spowolnienie inwestycji publicznych	słaby I kwartał spowolnienie konsumpcji do 3,5% r/r	triumfalny powrót inwestycji prywatnych (zagranicznych) bdb I kwartał w przemyśle
Inflacja	wzrost inflacji bazowej		ceny żywności
Polityka fiskalna	obniżka PIT, możliwość rozszerzenia 500+		większa skala stymulacji fiskalnej
Polityka pieniężna	stabilne stopy procentowe		
Rynek waluty	stabilność złotego z tendencją do osłabienia (i jego skalą)	moment osłabienia PLN	

Gospodarka globalna:

nareszcie jakaś poprawa

Wojna handlowa – rozejm i brak eskalacji, ale bez znaczących efektów gospodarczych.

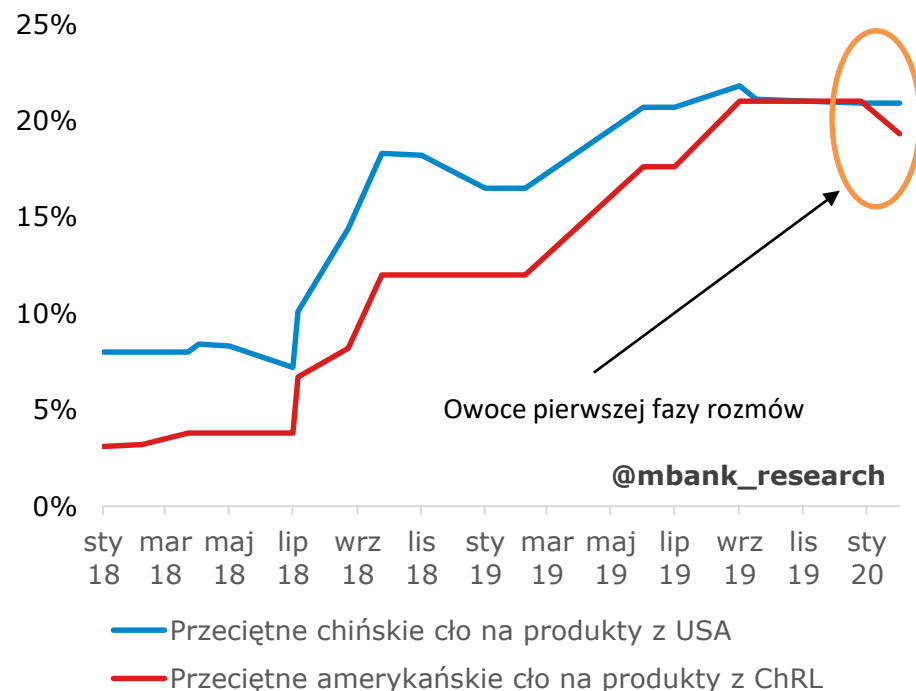
Znaczący spadek niepewności...



Zródło: <https://www.policyuncertainty.com/>

- ❖ Rozejm w wojnie handlowej oznacza efektywnie odłożenie dalszych negocjacji (dotyczących najtrudniejszych spraw) do okresu po wyborach prezydenckich w USA. Równocześnie, zobowiązania ChRL co do zakupów dóbr amerykańskich będą podlegały monitoringowi, ale stwierdzenie ich nieprzestrzegania wymaga czasu. **Eskalacja jest wysoce nieprawdopodobna w tym roku.**
- ❖ Głównym owocem porozumienia będzie zawężenie bilateralnego deficytu handlowego (ale niekoniecznie zmiany całkowitych sald wymiany handlowej USA i ChRL), co stanie się zapewne ważnym elementem kampanii wyborczej Donalda Trumpa.
- ❖ **Niepewność utrzyma się na poziomie wyższym niż przed 2018 r.**, cła spadną jedynie w mikroskopijnym zakresie, a dzin używania ceł jako narzędzia dyplomatycznego, negocyjacyjnego i ekonomicznego został na trwałe wypuszczony z butelki.
- ❖ Tak, jak efekty gospodarcze wojen handlowych są generalnie przeceniane, tak owoce rozejmu mogą nie być znaczące. Gospodarka światowa odbije, ale tyle z uwagi na przerwę w konflikcie USA-Chiny, co na dostosowanie zapasów, wygasanie czynników sektorowych (samochody, półprzewodniki) i stymulację monetarną.
- ❖ Pewne procesy (przenoszenie łańcuchów dostaw, rywalizacja na innych polach, zbrojenia, etc.,) będą kontynuowane w tle.

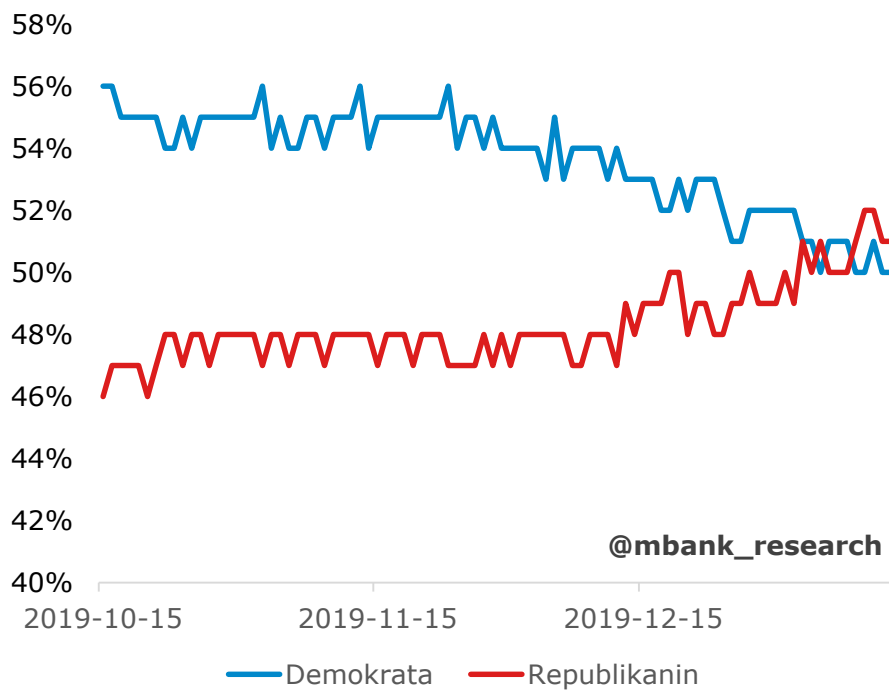
... nie oznacza znaczącego spadku ceł



Zródło: PIIE

Rok pod znakiem polityki w USA. Rewolucja jest jednak mało prawdopodobna.

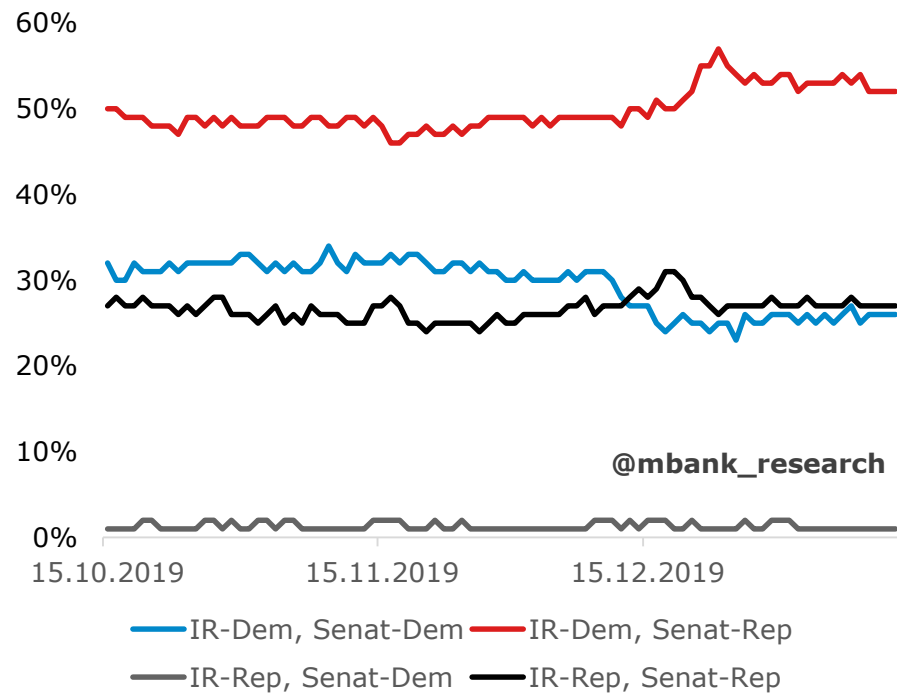
Prawdopodobieństwo zwycięstwa w wyborach prez.



Zródło: PredictIt

- ❖ 3 listopada odbędą się wybory prezydenckie w USA, połączone z głosowaniem do Izby Reprezentantów i 1/3 Senatu. Zdeteminuje to kierunki polityki gospodarczej na kolejne lata.
- ❖ W chwili obecnej szanse urzędującego prezydenta na reelekcję są oceniane na ok. 50%, co wynika z kilku przeciwstawnych czynników: relatywnie niskiego poparcia w społeczeństwie, korzystnego rozkładu głosów w Kolegium Elektorskim, dobrej sytuacji gospodarczej i niepewności co do tożsamości jego rywala (rywalki).
- ❖ **Scenariusz bazowy to utrzymanie status quo z podzieloną kontrolą nad ośrodkami władzy.** To utrzymanie niekonwencjonalnej polityki handlowej, inercja w polityce fiskalnej (większe wydatki, brak zmian w podatkach).
- ❖ Istotnych zmian w polityce gospodarczej (takich, jak w programach B.Sandersa i E.Warren) można spodziewać się tylko w przypadku, gdy zmieni się również kontrola nad Senatem. Prawdopodobieństwo takiego scenariusza jest mniejsze od 1/3. Amerykański system polityczny z dużą trudnością dostarcza radykalnych zmian legislacyjnych.

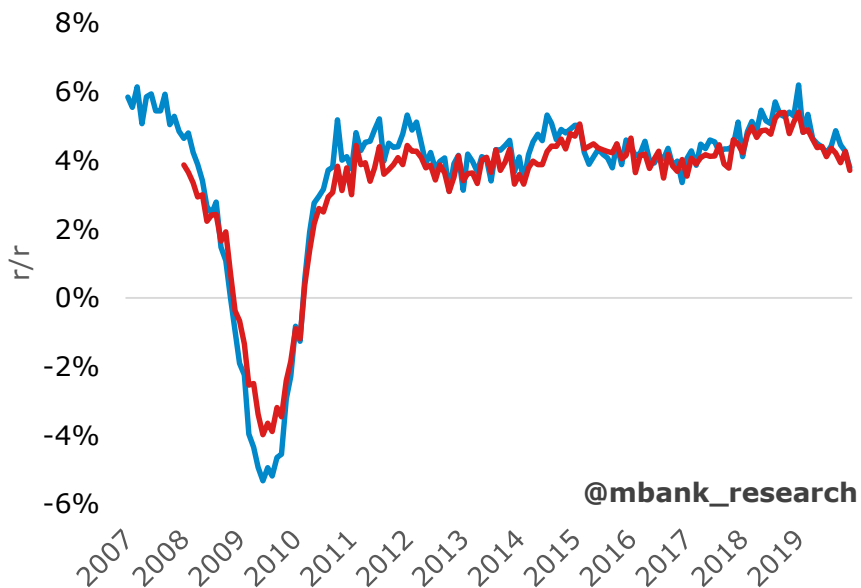
Prawdopodobieństwa kontroli nad Kongresem



Zródło: PredictIt

Szybszy wzrost gospodarczy w USA.

Dynamika łącznych dochodów z pracy w normie



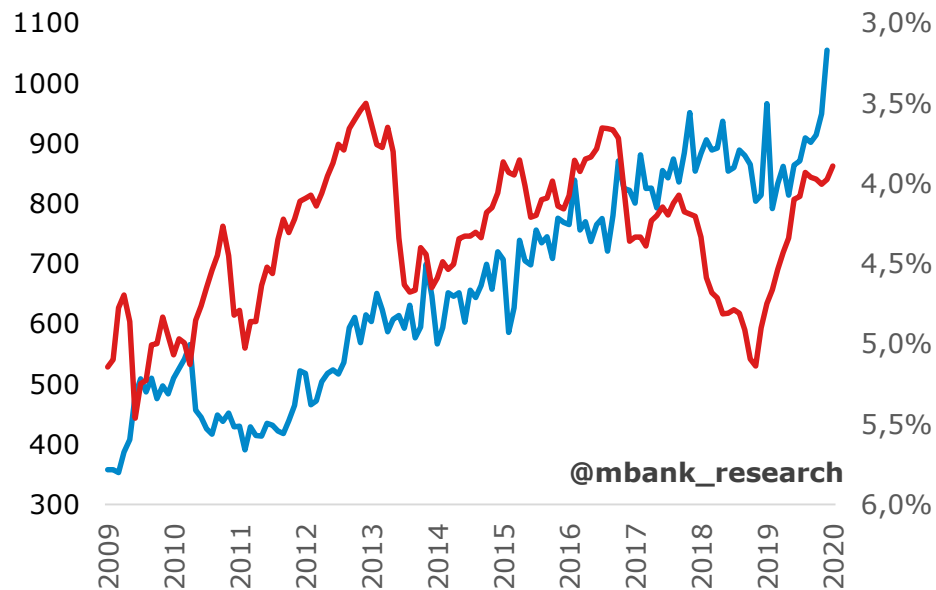
@mbank_research

- Sektor prywatny z wyłączeniem stanowisk nadzorczych
- Sektor prywatny ogółem

Źródło: BLS, Bloomberg

- ❖ **Recesji nie było**, a wielu przecież ją przepowiadało.
- ❖ Niskie stopy na amerykańską gospodarkę działają szybko i pewnie, tak też się stało w 2019. Kombinacja niskich długoterminowych stóp procentowych, głodu mieszkaniowego i dobrych nastrojów konsumenckich zapowiada **wysoką aktywność na rynku mieszkaniowym** również w 2020.
- ❖ Kolejny silnik wzrostu to konsumpcja prywatna – za tym przemawia stabilny strumień dochodów z pracy i wspomniane nastroje konsumentów.
- ❖ Dodatkowo, porozumienie USA-ChRL powinno krótkoterminowo znacząco podbić amerykański eksport (ale w mniejszym stopniu PKB, bo to zależy również od dodatkowego importu z innych krajów i wcześniejszego nagromadzenia zapasów). Otwartym jest pytanie o zawieszony w wyniku wojny handlowej inwestycje.
- ❖ W 2020 r. **wzrost PKB w USA przyspieszy**. 2,5% wydaje się rozsądnym pierwszym przybliżeniem.

Rynek nieruchomości na wznoszącej ścieżce



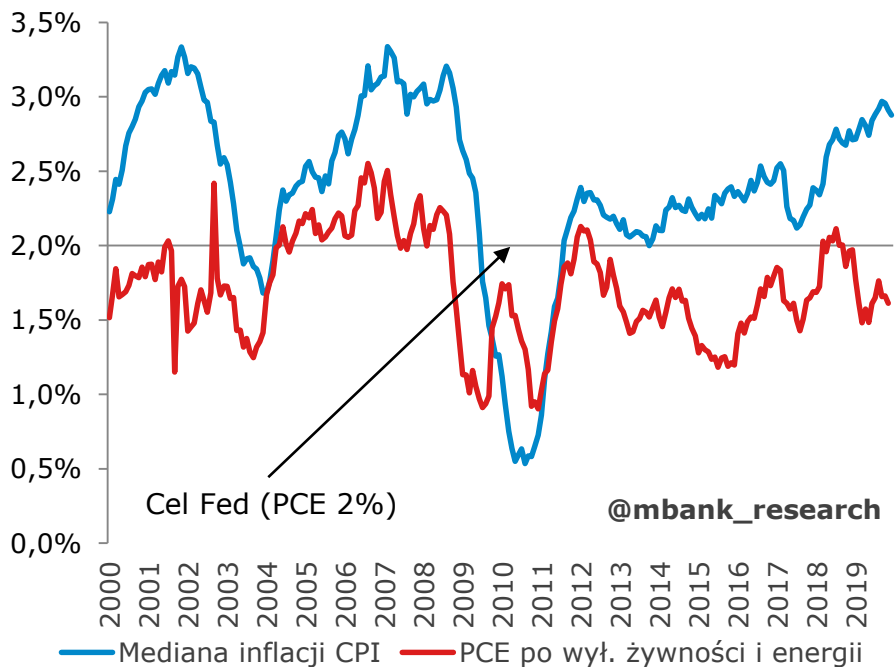
@mbank_research

- Rozpoczęte budowy domów jednorodzinnych (tys, LO)
- Oprocentowanie 30-letniej hipoteki (odwr., PO)

Źródło: Bloomberg

Fed wysoko zawiesił poprzeczkę do zmiany stóp procentowych?

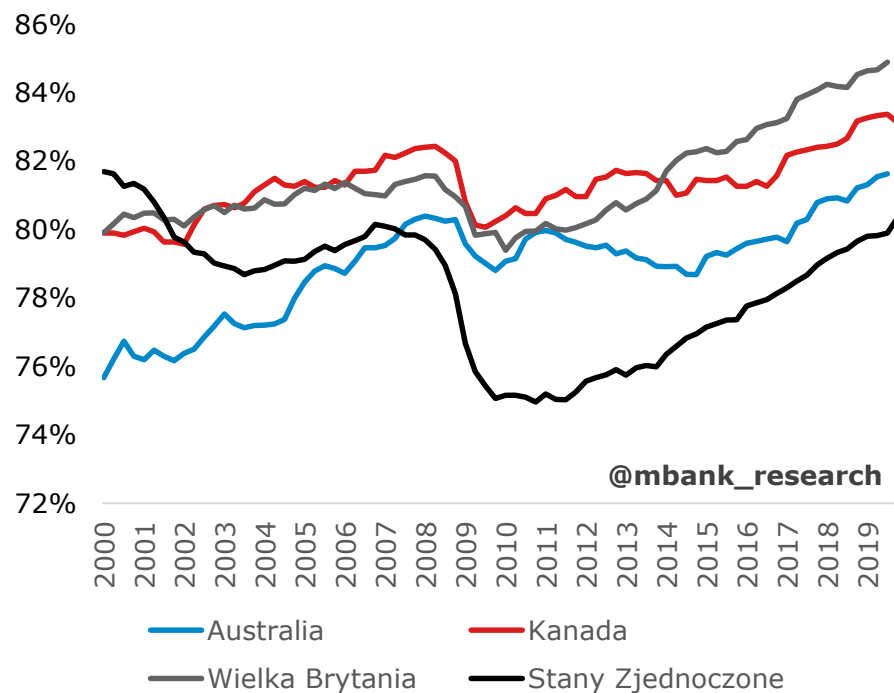
Inflacja niemal trwale poniżej celu Fed.



Źródło: FRED, Cleveland Fed

- ❖ **Fed w 2020 r. nie zmieni stóp procentowych.** Komunikacja koncentruje się w sposób jasny na sygnalizowaniu, że obecny poziom stóp jest optymalny, a sam bank jest zadowolony z dokonanego w 2019 r. złagodzenia polityki pieniężnej. Jest to też dla analityków scenariusz bazowy. Co musiałoby się stać, żeby stopy procentowe zostały zmienione?
- ❖ Kolejną obniżkę wymusiłoby pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego – jest to obecnie mało prawdopodobne, ale możliwe.
- ❖ Podwyżka stóp pojawiłaby się, gdyby inflacja wzrosła trwale i istotnie z obecnych poziomów. To oznacza wysoko zawieszoną poprzeczkę. Trend wzrostowy inflacji (por. mediana) jest ewidentny, ale po odliczeniu kategorii Mieszkanie lub przejściu na zawierającą mniej imputacji miarę PCE okazuje się, że presja inflacyjna jest niska.
- ❖ Brak istotnego wzrostu płac (w którego przełożenie na inflację Fed i tak zasadniczo nie wierzy) i, ewidentna na podstawie porównań międzynarodowych, skala niewykorzystania zasobów pracy sugerują możliwość **utrzymania zasadniczo bezinflacyjnego wzrostu jeszcze przynajmniej przez kolejny rok.**
- ❖ Obecne wyceny rynkowe (do końca roku: cięcie 60%; stabilizacja 35%; podwyżka 5%) odzwierciedlają tę asymetrię ryzyk.

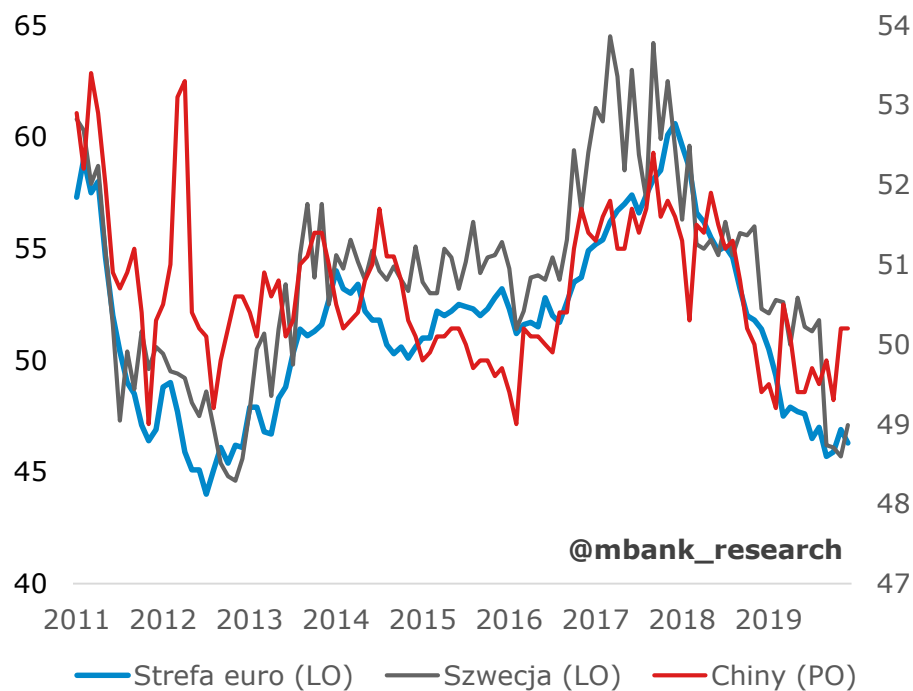
Wskaźnik zatrudnienia w grupie 25-54 wskazuje na rezerwy na rynku pracy



Źródło: OECD

Strefa euro – czekając na przełom w przemyśle.

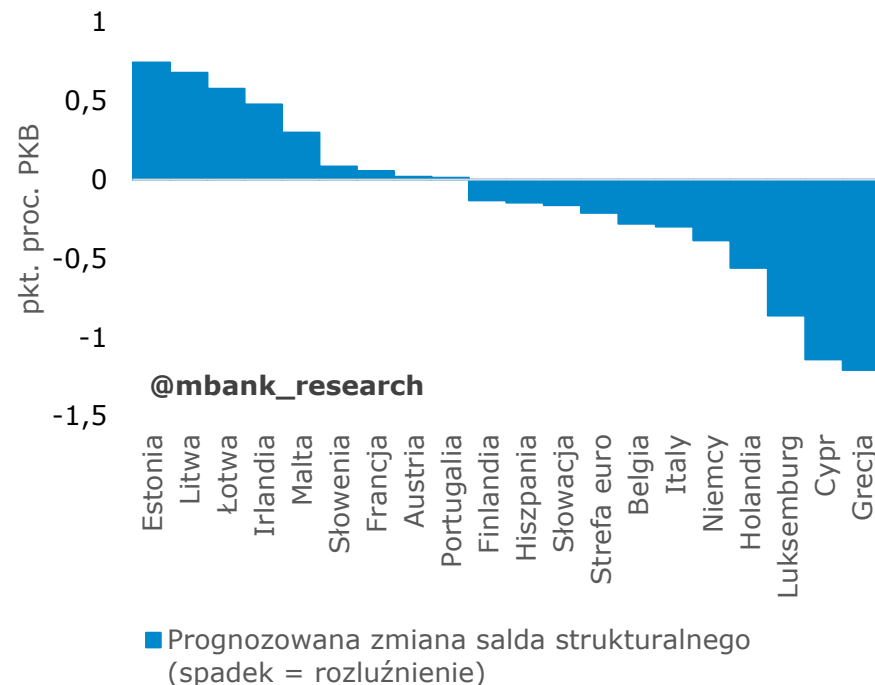
Kto ma rację, Chińczycy czy Szwedzi?



Zródło: Markit, Bloomberg

- ❖ W Europie utrzymuje się rozdziew między koniunkturą w przemyśle, a koniunkturą w usługach i wśród gospodarstw domowych. **Zakład dotyczący wzrostu PKB w Europie jest w dużej mierze zakładem o przemyśle.**
- ❖ Przy stosunkowo niewielkim rozluźnieniu polityki fiskalnej (szacowanym przez KE na ok. 0,3 pkt. proc. PKB) kluczem do europejskiego przemysłu jest popyt zagraniczny. Pewne sygnały jego odbicia już obserwujemy – widać je przede wszystkim w Azji Wschodniej, ale nie jest póki co jasne, w jakim stopniu rozleje się ono na Europę. Zwolennicy mogą zestawiać wskaźniki koniunktury z Azji i ze strefy euro, sceptycy mogą wskazywać na zachowanie szwedzkiego PMI, który nie maluje już tak optymistycznego obrazu.
- ❖ Pewnym ryzykiem dla europejskiego przemysłu jest... koniec wojen handlowych. Realizacja wzajemnych zobowiązań USA i ChRL będzie wiązać się z przesunięciami strumieni handlu, na których Europa może stracić.
- ❖ **Zakładamy przyspieszenie wzrostu w całej strefie euro w okolice 0,3-0,4% kw/kw.** To nie będzie silne szarpnięcie w górę.

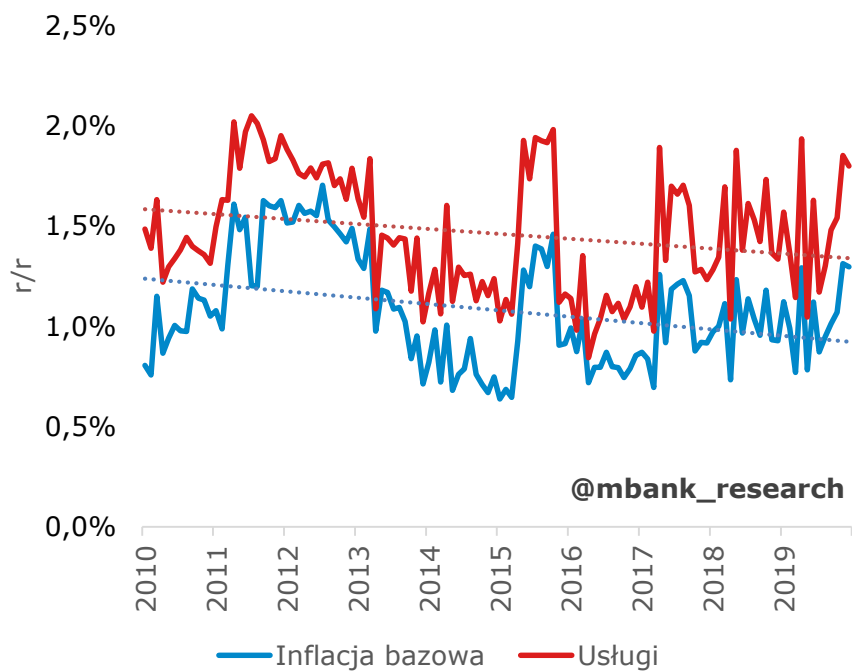
Niewielkie rozluźnienie polityki fiskalnej w 2020.



Zródło: AMECO

EBC skupi się na przeglądzie strategicznym, ale środowisko niskich stóp procentowych w Europie jest zabetonowane.

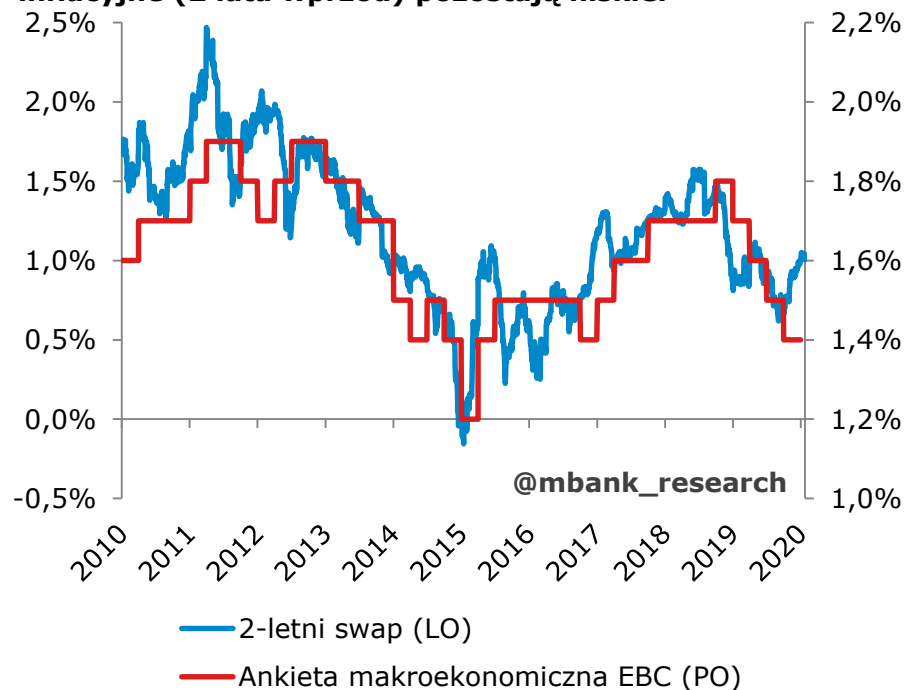
Od lat nie ma inflacji w strefie euro...



Zródło: Eurostat

- ❖ Skręt EBC w 2019 r. był zarazem zaskakujący i niezaskakujący (bo wynikał z zaskoczeń w sferze realnej). Rok 2020 zaczyna się z niskim wzrostem, chronicznie niską inflacją, dużymi rezerwami niewykorzystanych czynników produkcji i historią nieudanych prób normalizacji **oczekiwań** (bo od 2011 r. nie zacieśniano aktywnie polityki pieniężnej). Trudno pozbyć się wrażenia deja vu.
- ❖ Co może przynieść przegląd strategiczny? Prawdopodobne jest to, że EBC dryfuje w stronę symetrycznego celu i de facto celowania w poziom cen, a nie ich dynamikę. Oznacza to, że nierealizowanie celu inflacyjnego w poprzednich latach musi pociągać za sobą łagodną politykę pieniężną i pozwolenie na tymczasowe przekroczenie celu. Polityka pieniężna w strefie euro pozostanie ekspansywna jeszcze przez lata. **W istocie rzeczy nie ma obecnie sensu zakładać jakichkolwiek podwyżek stóp procentowych.**

... i wszyscy zdążyli się do tego przyzwycząić – oczekiwania inflacyjne (2 lata wprzód) pozostają niskie.



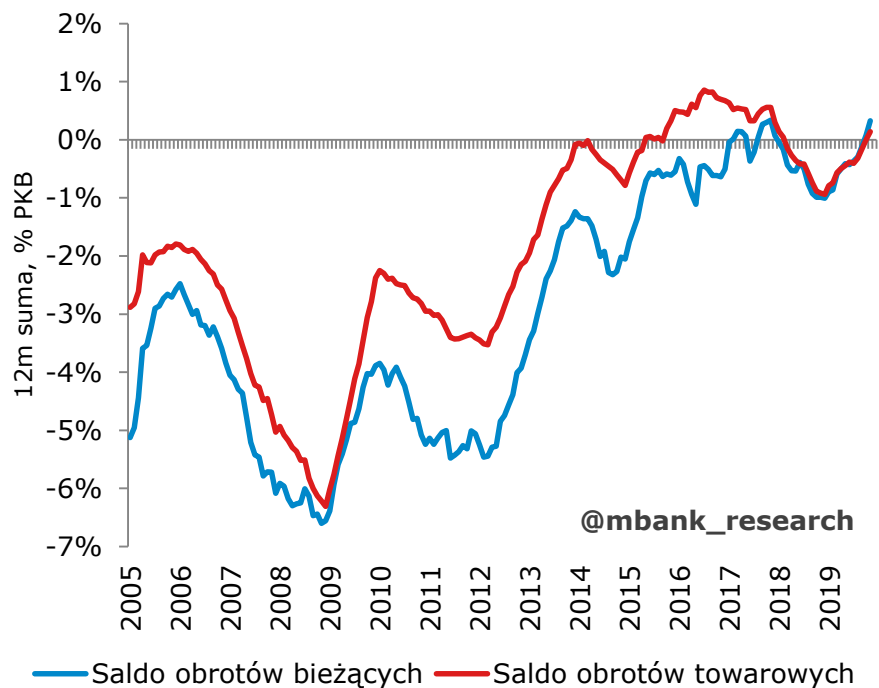
Zródło: Bloomberg, EBC

Gospodarka polska:

w równowadze zewnętrznej, powrót do równowagi
wewnętrznej
stagflacji nie będzie

Zewnętrznie, polska gospodarka jest w niemal pełnej równowadze.

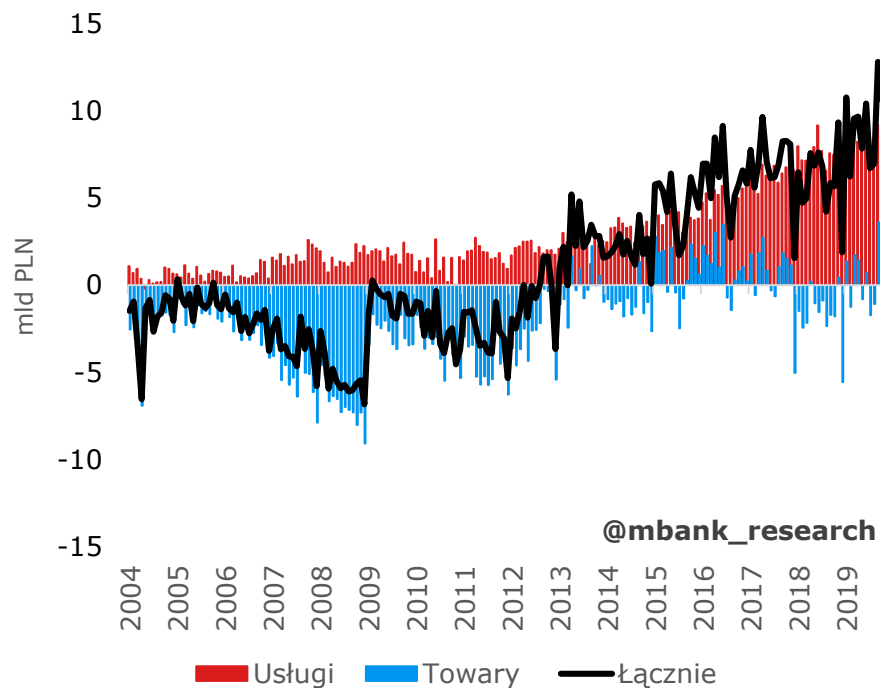
Równowaga zewnętrzna (rach. bieżący) jako % PKB.



Źródło: NBP, GUS, opracowanie własne.

- ❖ Od dawna scenariuszem bazowym było pogorszenie salda dochodów pierwotnych i wtórnych na rachunku bieżącym. Miała do tego prowadzić zmiana charakteru transferów z UE (bieżące -> kapitałowe) oraz wyższe odpływy w postaci zysków i odsetek (pokłosie wcześniejszego finansowania).
- ❖ Kontra ze strony nadwyżek na pozostałych saldach (usług i towarów) zrównoważyła rachunek bieżący. Z perspektywy wydaje się to zupełnie naturalne, gdyż dokonane inwestycje i udzielone finansowanie powinny zwracać się w postaci większego produktu w „eksportowalnej” formie.

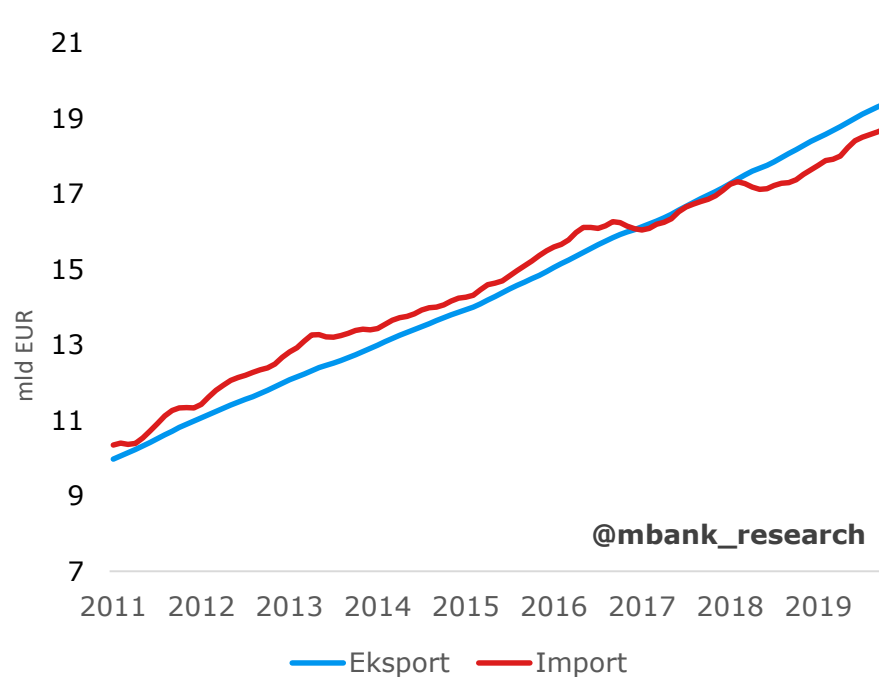
Dopalenie z sektora usług przy zrównoważonym saldzie towarowym robi różnicę.



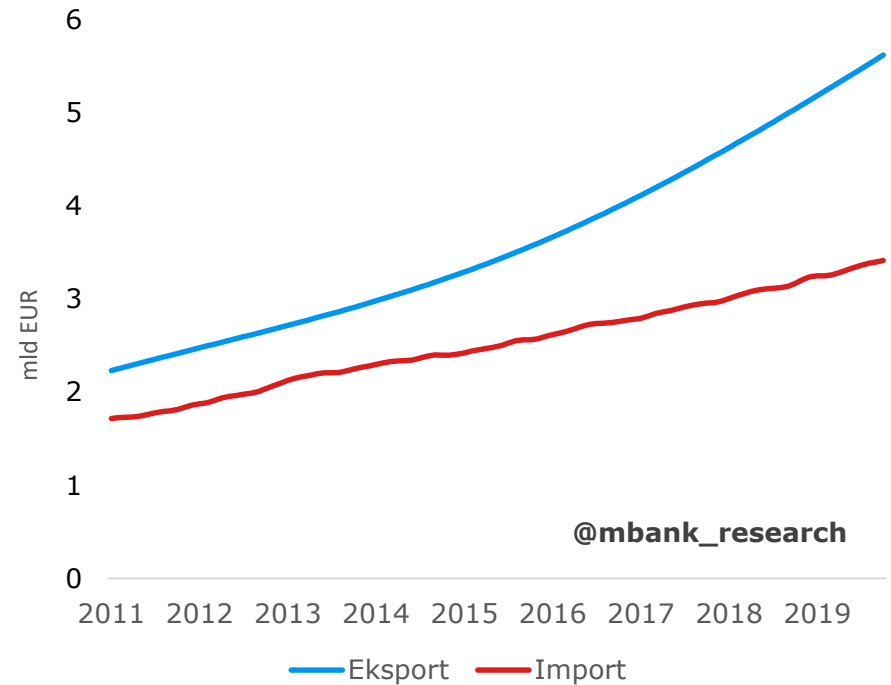
Źródło: NBP

Saldo towarowe poprawiło się dzięki obniżeniu importu. Saldo usługowe to z kolei zasługa eksportu.

Trend na eksporcie towarów bez zmian. Import zwalnia.



W sektorze usług sprawa jest już jasna. Wyjaśnienie jest głównie eksportowe.



Źródło: NBP, opracowanie własne

❖ Prawdziwa historia salda usługowego i towarowego ma więcej niuansów.

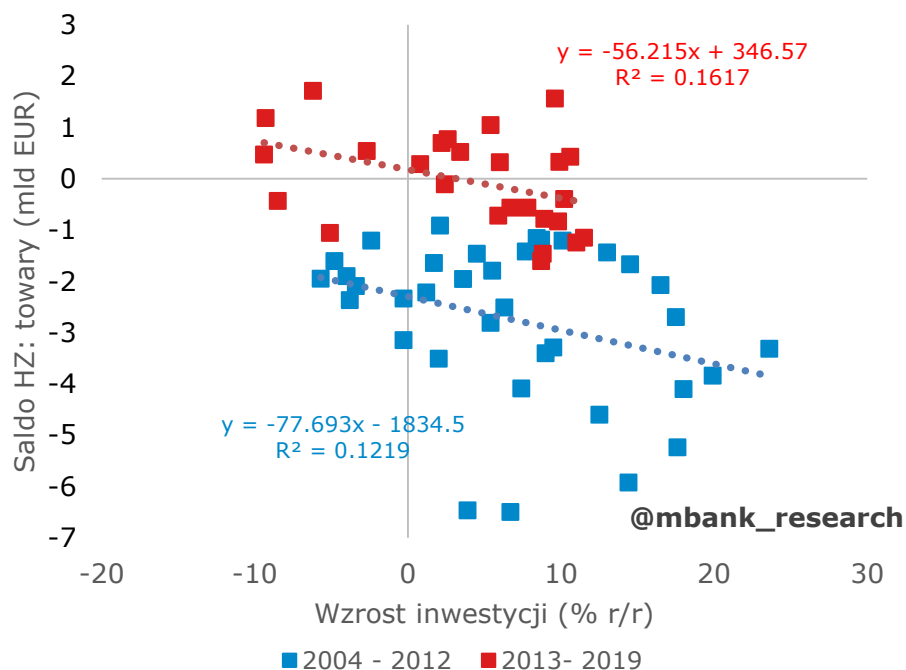
❖ Widać wyraźnie, że w przypadku salda towarowego prym w jego zbliżeniu do zbilansowania przyniosło obniżenie trendu dynamiki importu. Ekspert zachowywał się w tym czasie bardzo przewidywalnie i nie widać żadnej, strukturalnej zmiany. **Przyczyna poprawy salda handlowego leży prawdopodobnie w popycie wewnętrznym.**

❖ W przypadku sektora usług historia jest dokładnie odwrotna. Spokojny, liniowy trend importu spotyka się z nieliniowym przyspieszeniem eksportu. Przyczyna poprawy salda usług jest prawdopodobnie słabo związana ze strukturą popytu wewnętrznego i wynika z **szybkiego wzrostu konkurencyjności międzynarodowej polskiego sektora usług** opartej na relatywnie niskich płacach i wysokiej produktywności (związanej z technicznym wykształceniem pracowników, ale nie tylko). Ciężko tę tezę obalić (przynajmniej na razie).

Źródło: NBP, opracowanie własne

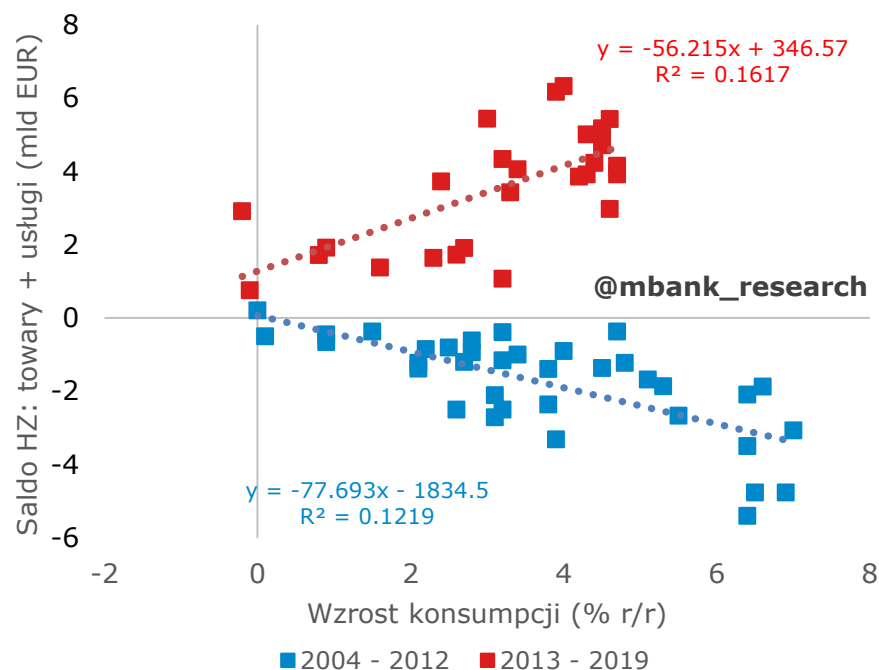
Obecnie równowagę zewnętrzną łatwiej osiągnąć przy dowolnym tempie wzrostu inwestycji i konsumpcji.

Inwestycje wiążą się z mniejszymi deficytami handlowymi.



Źródło: Opracowanie własne na danych NBP i GUS.

Prawdziwy „odlot” to konsumpcja. Dodatnia korelacja!



Źródło: Opracowanie własne na danych NBP i GUS.

- ❖ Widać wyraźnie, że cykle od 2013 roku charakteryzują się zupełnie innym przełożeniem na deficyty w wymianie międzynarodowej.
- ❖ Przy każdym wzroście inwestycji, deficyt handlowy jest wyższy – przy inwestycjach wzięliśmy pod uwagę tylko obroty towarowe implicite zakładając, że dynamika inwestycji nie ma wpływu na saldo usług.
- ❖ Prawdziwa zmiana nastąpiła jednak w konsumpcji. Od 2013 roku korelacja zmieniała znak i wyższe dynamiki konsumpcji łączą się z poprawą bilansu towarów i usług. Gdyby dla porównania zbadać tylko saldo towarowe, ujemna korelacja zmienia się od 2013 roku w brak korelacji. Tak czy inaczej teza o **braku negatywnego wpływu konsumpcji (500+ i inne pakiety) na saldo handlowe (i usługowe) potwierdza się.**
- ❖ Zmiana ma daleko idące, cykliczne konsekwencje: **gospodarka może pozostawać w równowadze nawet przy wyższym tempie wzrostu**, co jeszcze kilka lat wcześniej było niemożliwe.

Dlaczego nagle gospodarka stała się w ujęciu całościowym mniej importochłonna?

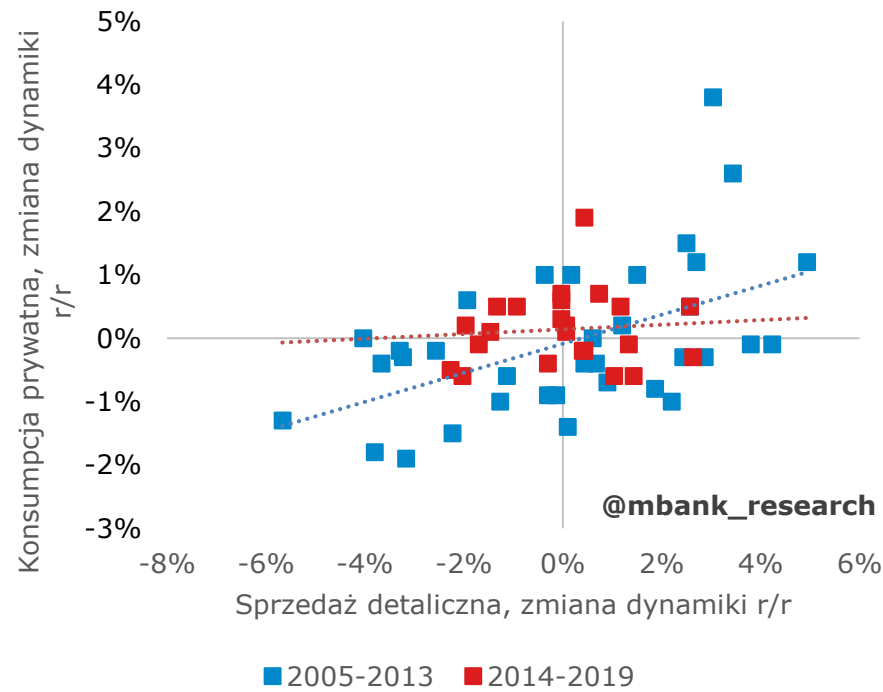
Importochłonność eksportu nie zmieniła się.



Zródło: OECD

- ❖ Importochłonność produkcji eksportowej nie zmieniła się. Czysto ekonometrycznie można pokazać, że z biegiem czasu zmiany importu wciąż tłumaczą dość dobrze zmiany eksportu, natomiast oszacowania parametrów przy dynamice inwestycji i konsumpcji przestają statystycznie różnić się od zera. To częściowo potwierdza wykresy z poprzedniego slajdu.
- ❖ Istnieją jednak powody, aby sądzić, że struktura konsumpcji przesunęła się w stronę usług, które są świadczone w kraju i tym samym dochodzi do obniżenia importu towarów. Dowodzi tego rozłączenie sprzedaży detalicznej towarów z konsumpcją. **Obecnie znajomość sprzedaży detalicznej nie pozwala precyzyjnie prognozować konsumpcji.**
- ❖ Byłoby to spójne z naturalną drogą, którą przechodzi kompozycja konsumpcji w zależności od dochodu per capita. Ta zmiana tłumaczy też bardzo zgrabnie brak reakcji salda handlowego na zmiany konsumpcji.
- ❖ Nie mamy hipotezy dotyczącej mniejszej importochłonności inwestycji. Być może to artefakt statystyczny.

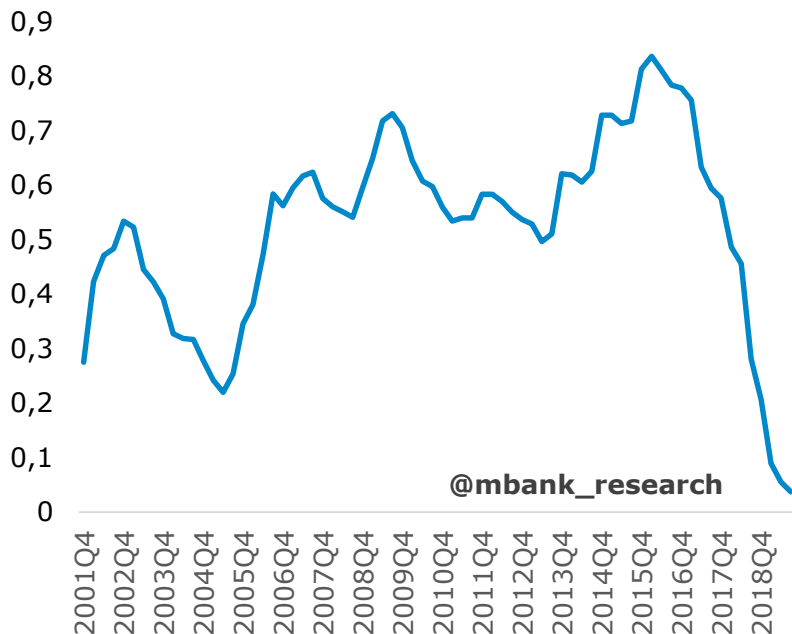
Zmieniła się natomiast struktura konsumpcji. Sprzedaż detaliczna towarów już jej nie wyjaśnia.



Zródło: opracowanie własne, GUS

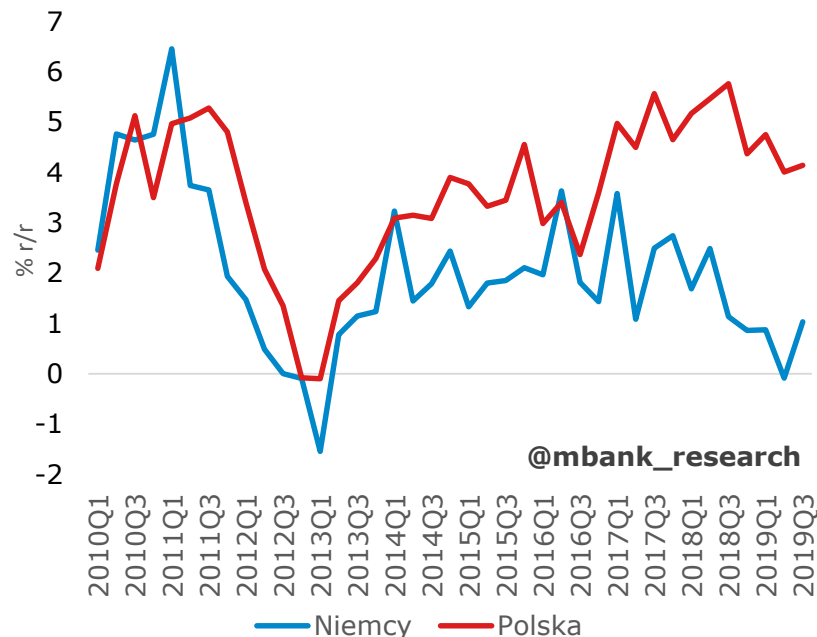
Rozłączenie koniunktury w Polsce i w Niemczech. Za wcześnie, aby stawiać krzyżyk na relacjach cyklicznych z Niemcami.

Korelacje robią medialne wrażenie (średnia z 4, 5 i 6 rocznego ruchomego okna czasowego).



Źródło: Opracowanie własne na danych Eurostat.

Warto jednak oglądać też surowe dynamiki PKB.

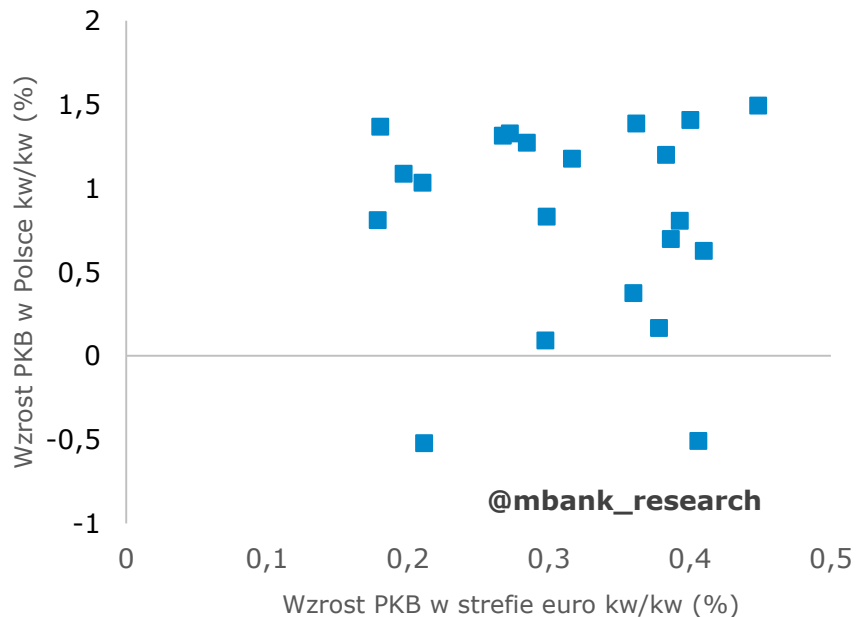


Źródło: Eurostat.

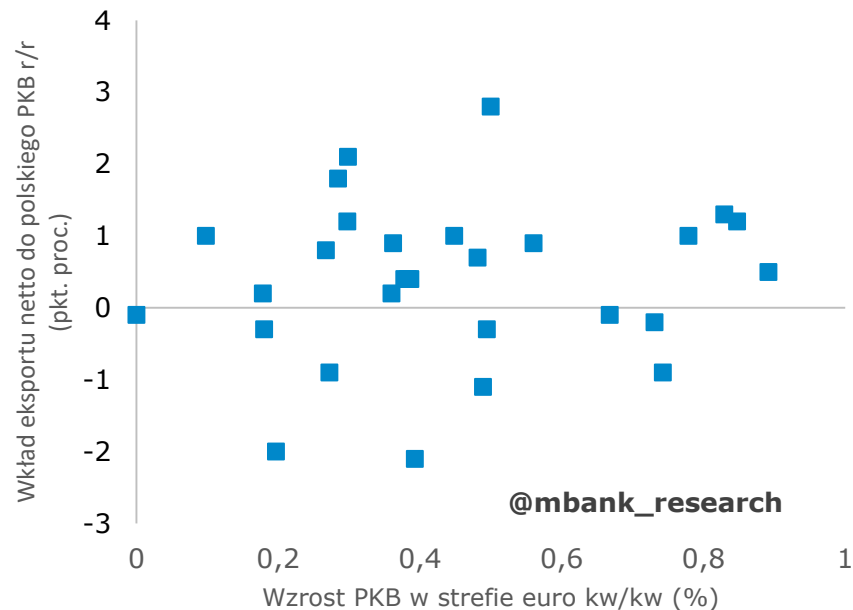
- ❖ Biorąc pod uwagę okno czasowe, przyczyn spadku korelacji można nawet szukać wcześniej niż w 2016 roku, ale był on kluczowy. Hamowanie w Niemczech (2016 do dziś) było stosunkowo łagodne. Na tych poziomach wzrostu PKB w ujęciu sekwencyjnym (kw/kw odseż.) można pokazać (dotyczy to także EMU), że w zasadzie nie ma korelacji ze wzrostem w PL i może się on plasować zarówno na wysokim, jak i niskim poziomie. I uplasował się na wysokim.
- ❖ **Hipoteza nr 1:** spłaszczenie cyklu eksportowego i wypuklenie roli popytu wewnętrznego w PL, a więc przypadek. **Hipoteza nr 2:** specyficzne ułożenie inwestycyjnego cyklu unijnego w Polsce; zaczął hamować gospodarkę dużo później niż zwykle (w odniesieniu do cyklu niemieckiego). Kolejny przypadek. **Hipoteza nr 3:** dodatkowe wsparcie popytu konsumpcyjnego w Polsce (mocny start w 2016/2017 i dodatkowe podtrzymanie w 2018). Czynniki przejściowe.
- ❖ **Wniosek:** korelacja zacznie stopniowo wracać w 2020 roku, ale nie od razu. Cykl unijny oraz presja na spowolnienie konsumpcji w PL będą sprawiać, że przyspieszenie wzrostu w gospodarce niemieckiej może nie przekładać się na wzrostową ścieżkę w Polsce.

Zachowanie strefy euro również pozostaje bez związku z eksportem netto. Bez szarpnięcia popytu wewnętrznego, jest ono bez wpływu na wzrost w Polsce.

Normalne tempo wzrostu w strefie euro słabo koreluje się z dynamiką PKB w Polsce.



Eksport netto może mieć jakikolwiek wkład do wzrostu PKB. Ważniejszy jest krajowy cykl (import).



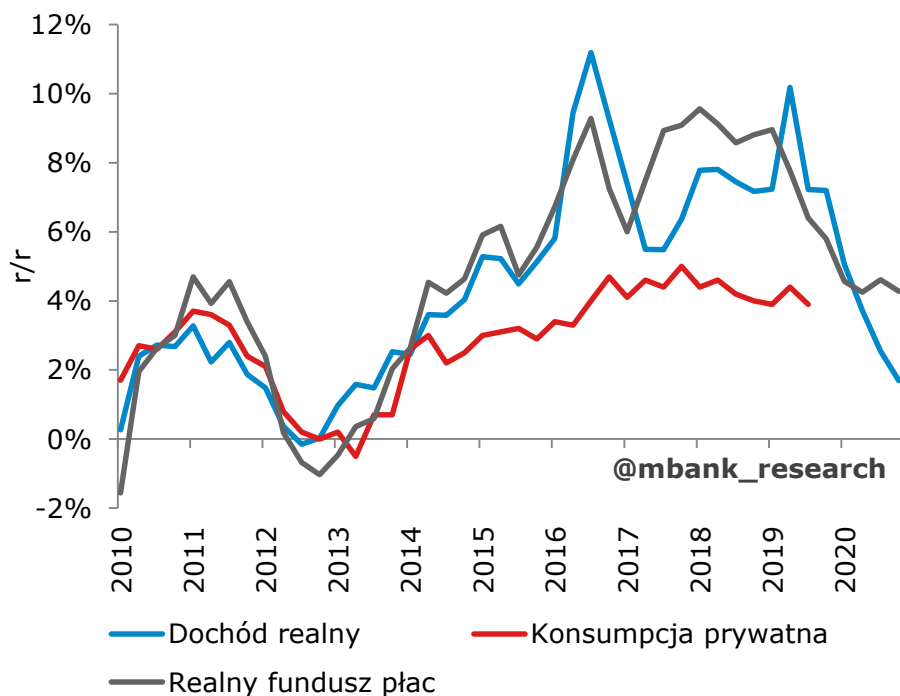
Źródło: opracowanie własne na danych Eurostatu

Źródło: opracowanie własne na danych Eurostatu i GUS

- ❖ Liczymy na odbicie strefy euro w 2020 roku. W normalnych warunkach (wzrost w strefie euro w przedziale 0,1-0,5% kw/kw) nie ma istotnej krótkoterminowej korelacji między wzrostem tam i w Polsce. Co więcej, **nie ma automatycznego związku między wkładem eksportu netto do polskiego wzrostu i wzrostem w strefie euro.**
- ❖ Dlaczego? Wiemy, że spadek importochłonnego eksportu pociąga za sobą także spadek importu. Osłabienie popytu wewnętrznego powoduje dodatkowy spadek importu dóbr finalnych. Mimo poprawy zbilansowania gospodarki **efekt poprawy eksportu netto przy hamowaniu polskiej gospodarki jest w zasadzie tak samo silny, jak w latach ubiegłych.**
- ❖ Mając z tyłu głowy konsekwencje równowagi zewnętrznej i krótkoterminowy wpływ strefy euro na polski wzrost, można przejść do omówienia najważniejszych elementów popytu wewnętrznego.

Konsumpcja – ciąg dalszy spowalniania, dna (na dynamikach r/r) jeszcze nie widzieliśmy.

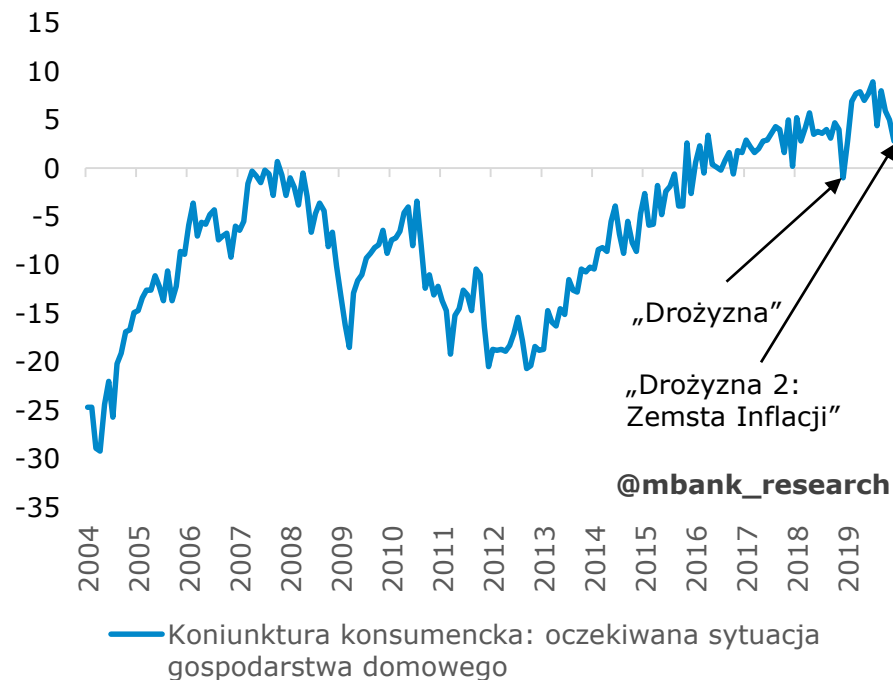
Dochody gospodarstw domowych będą spowalniać



Źródło: GUS, opracowanie własne

- ❖ Pakiet stymulacyjny i niezrealizowanie się obaw narosłych w końcówce 2018 r. zapewniły bardzo łagodne hamowanie konsumpcji w 2019 r. Ten splot okoliczności się nie powtórzy.
- ❖ Niższy wzrost funduszu płac (pomimo podwyżki płacy minimalnej), wzrost inflacji i mniejsza (r/r) waloryzacja emerytur i rent implikują **znacznie niższy wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych w 2020 r.**
- ❖ Utrzymanie wysokiej ścieżki dochodów wymaga założenia nierealistycznie wysokich wzrostów nadwyżki operacyjnej – my od tej zmiennej kategorii abstrahujemy.
- ❖ W gospodarstwa domowe w 2020 r. uderzy **silny, negatywny, zewnętrzny szok cenowy**. W takich warunkach może wzrosnąć skłonność konsumenta do oszczędzania (wzrost oszczędności przezornościowych).
- ❖ Jeszcze na początku roku konsumpcja będzie rosnąć o około **4% r/r, rok skończy z dynamiką ok. 3% r/r lub niższą.**

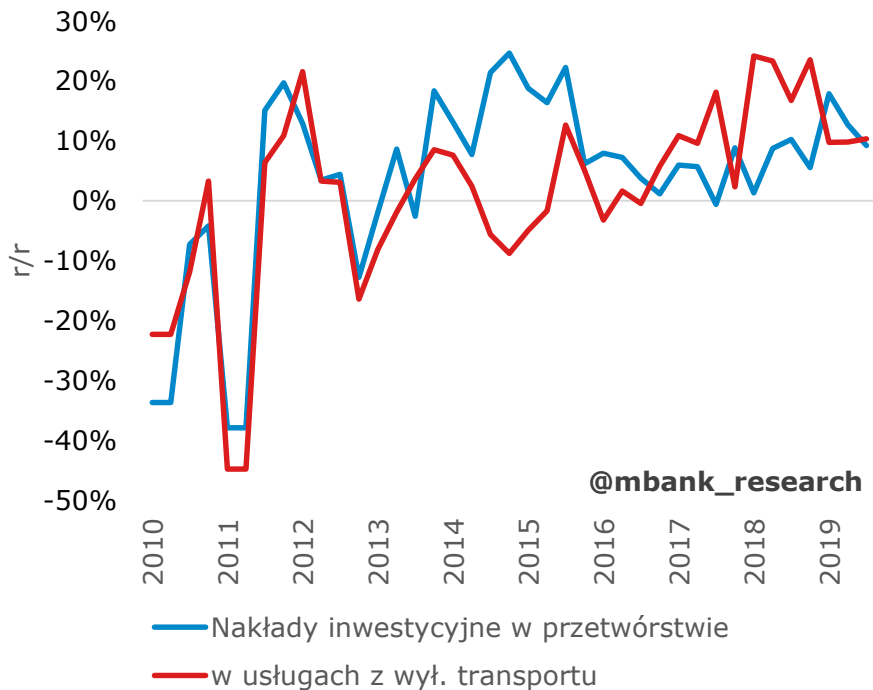
Pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych



Źródło: GUS, opracowanie własne (=wnikliwie wypatrywanie „drożynny”)

Inwestycje prywatne – koniec cyklu inwestycyjnego podmiotów zagranicznych, bez przełomu ze strony podmiotów krajowych

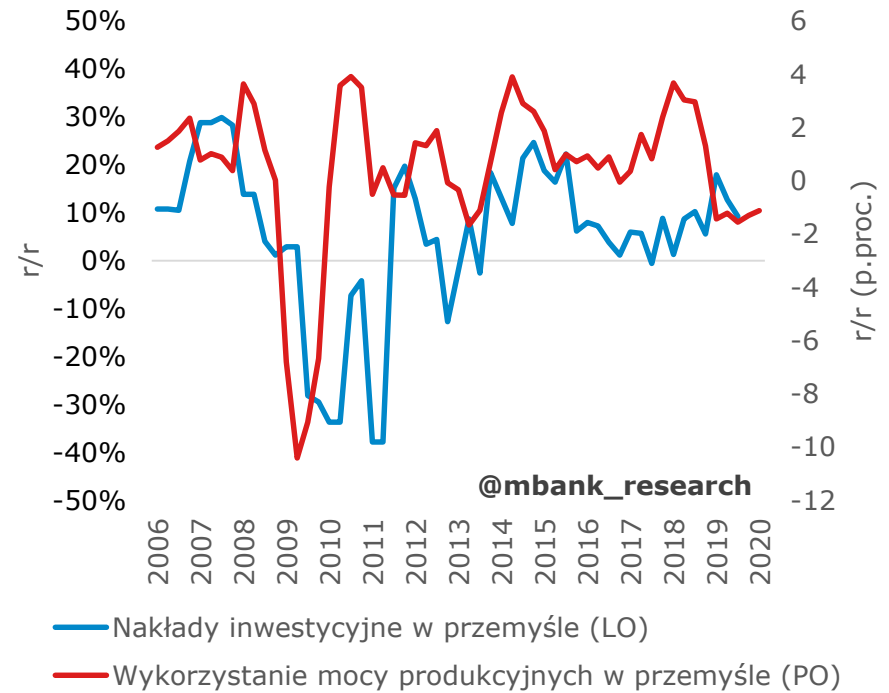
Wystrzał inwestycji prywatnych to zasługa przemysłu



Źródło: GUS

- ❖ Inwestycje prywatne były czarnym koniem 2019 roku – aktywność firm z kapitałem zagranicznym pozwoliła na utrzymanie dwucyfrowej dynamiki nakładów inwestycyjnych firm w pierwszych kwartałach roku. *Ex post* można argumentować, że napływ BIZ w 2018. zapowiadał taki wynik...
- ❖ Historycznie rzecz biorąc, mini-cykle wydatków inwestycyjnych samorządów trwały od 4 do 6 kwartałów, co plasowałoby **hamowanie inwestycji przedsiębiorstw na I połowę b.r.**
- ❖ W przypadku inwestycji podmiotów krajowych prywatnych pozostajemy agnastykami (uwierzmy, gdy zobaczymy), warto jednak odnotować, że otoczenie dla inwestycji, z uwagi na presję kosztową, słabsze i niepewne perspektywy popytu i nawis braków kadrowych, pozostaje niekorzystne.
- ❖ Wskaźniki wyprzedzające (napływ BIZ, rozpoczęte inwestycje, wykorzystanie mocy produkcyjnych) zapowiadają **niższą dynamikę inwestycji przedsiębiorstw w najbliższych kwartałach.**

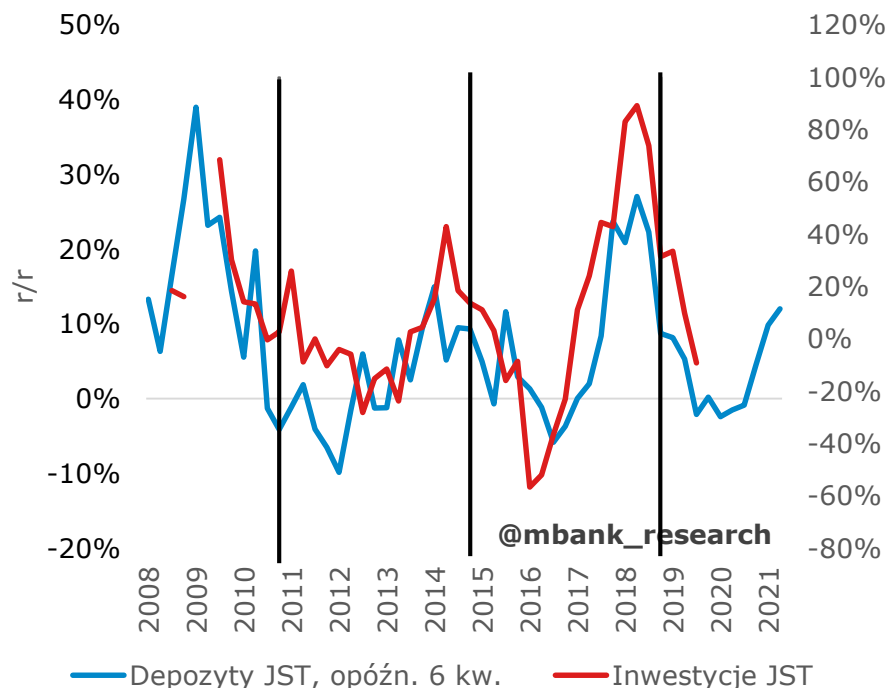
Spadek mocy produkcyjnych to mniej inwestycji



Źródło: GUS

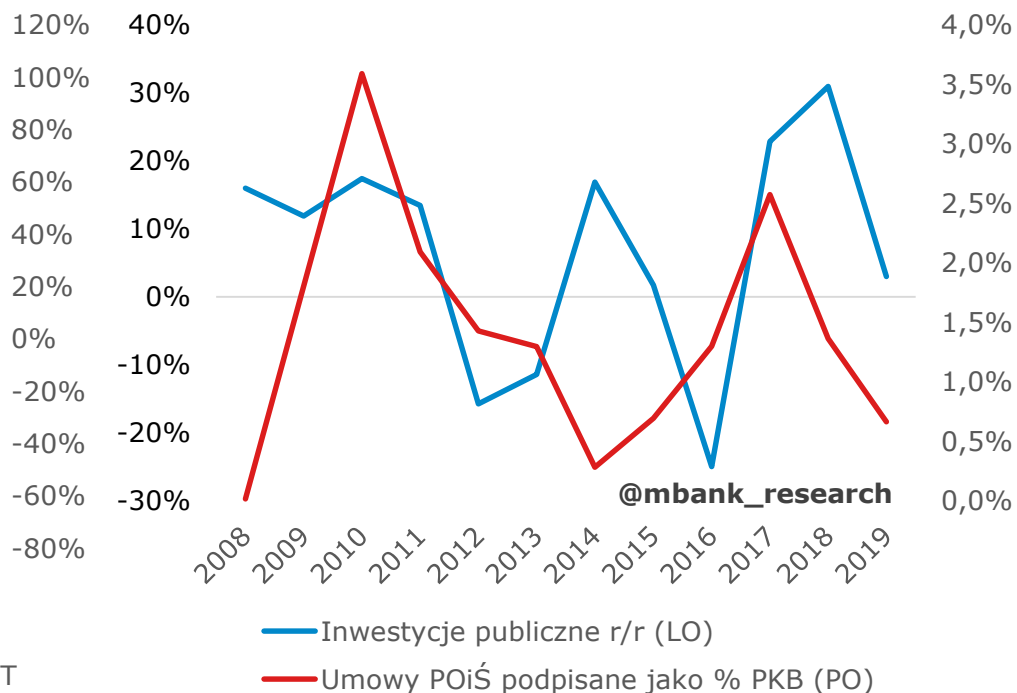
Inwestycje publiczne w środku spadkowej fazy cyklu

Inwestycje JST wzrosną dopiero w 2021



Źródło: Ministerstwo Finansów, NBP

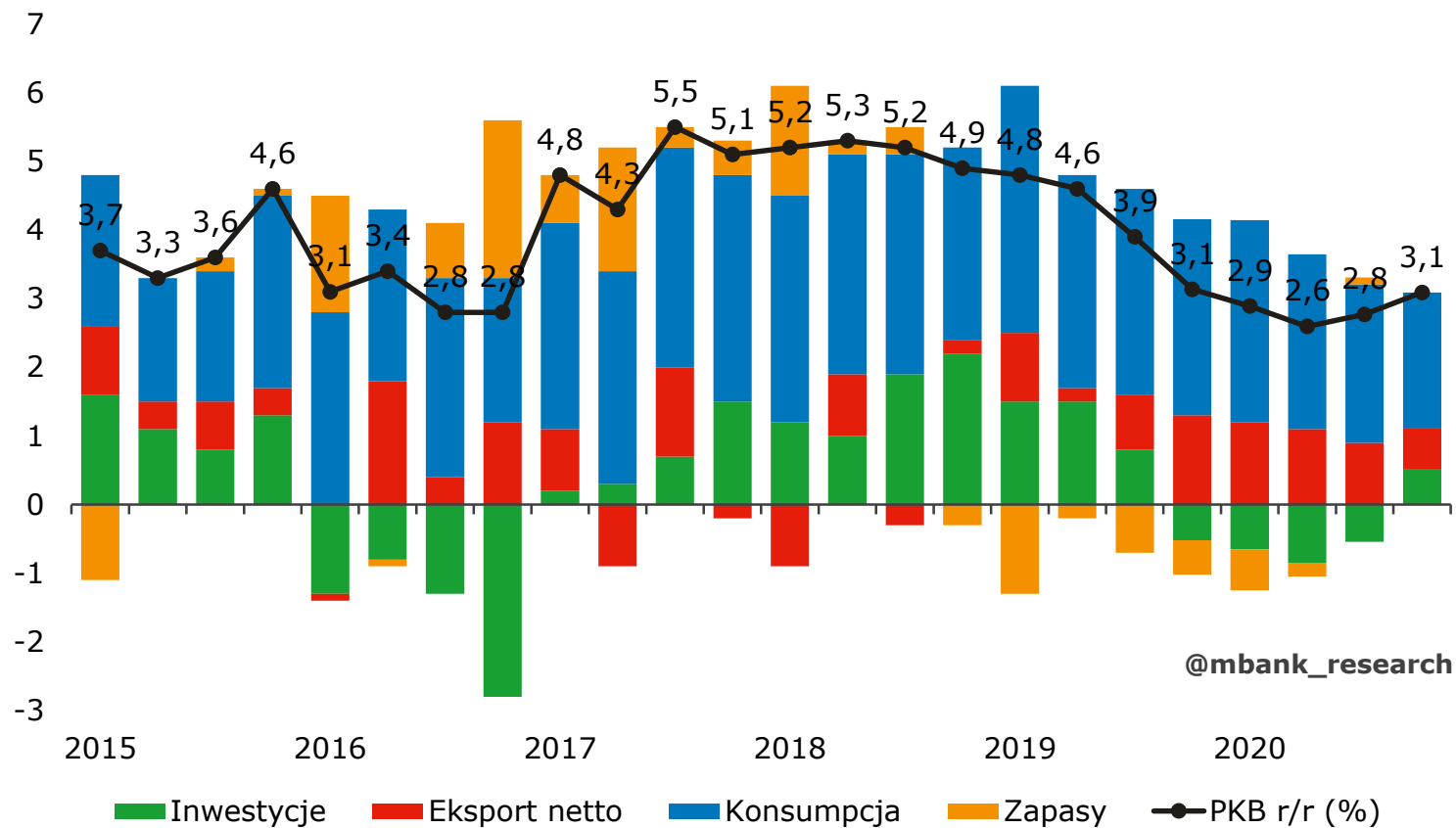
Kontraktacja POiŚ nie przyspieszyła



Źródło: Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej, Eurostat, GUS

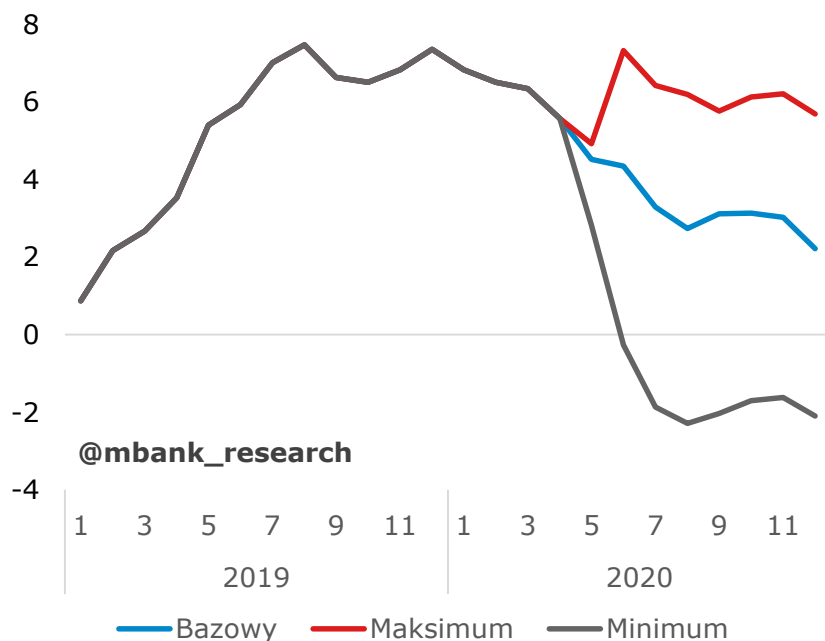
- ❖ Inwestycje publiczne spowolniły wyraźnie w 2019 r. – w III kwartale na minusie w ujęciu r/r były już zarówno wydatki JST, jak i pozostałych części sektora instytucji rządowych i samorządowych.
- ❖ Trzymając się analogii z poprzednim cyklem inwestycyjnym: 2018 był odpowiednikiem 2011, 2019 odpowiednikiem 2012, a 2020 powinien przypominać 2013. Ostatnia fala wydatkowania funduszy UE w ramach obecnej perspektywy wypadnie wówczas na lata 2021-22. W przypadku JST zbiegnie się to z wyborami samorządowymi (2022). Potwierdza to stan kontraktacji POiŚ, a także trajektoria depozytów JST.
- ❖ W 2020 r. **inwestycje publiczne spadną w ujęciu r/r**. W przypadku JST spadki będą znacząco mniejsze niż pierwotnie szacowano (aktualizacja planów finansowych ze stycznia podniosła prognozowaną dynamikę nakładów JST). Tym niemniej: plany są w ujęciu nominalnym i historycznie mają tendencję do przeszacowywania ostatecznie zrealizowanej skali inwestycji. **Założenie umiarkowanego spadku inwestycji JST (ok. 5-7%) jest rozsądne**. Ponadto, nowa ścieżka wydatków JST zmienia przede wszystkim trajektorię inwestycji w II połowie roku. Spadki inwestycji na początku są pewne.

PKB 2020. U-kształtna ścieżka to raczej nadużycie, ale II połowa roku może być nieznacznie lepsza.

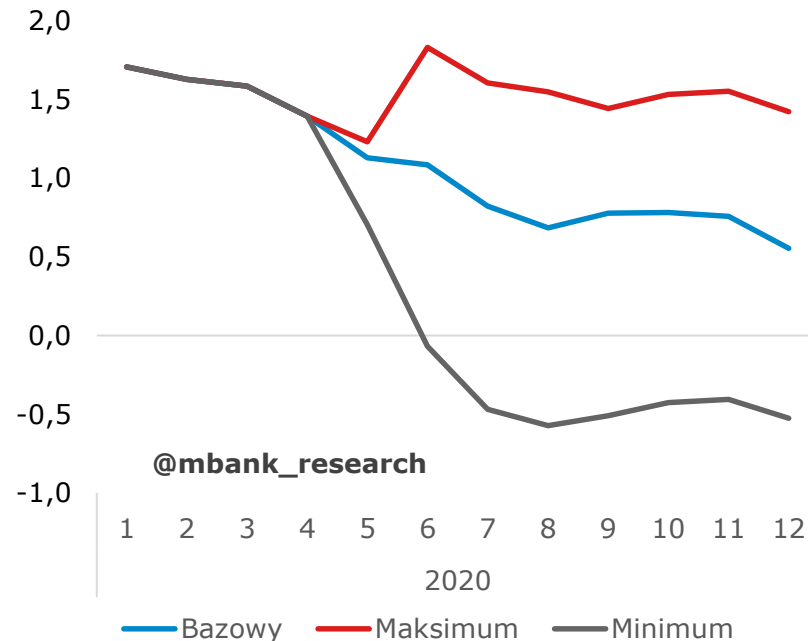


Inflacja – ceny żywności zwolnią, ale pozostaną wysokie.

Dynamika cen żywności w różnych wariantach



Wkład cen żywności do inflacji CPI w różnych wariantach



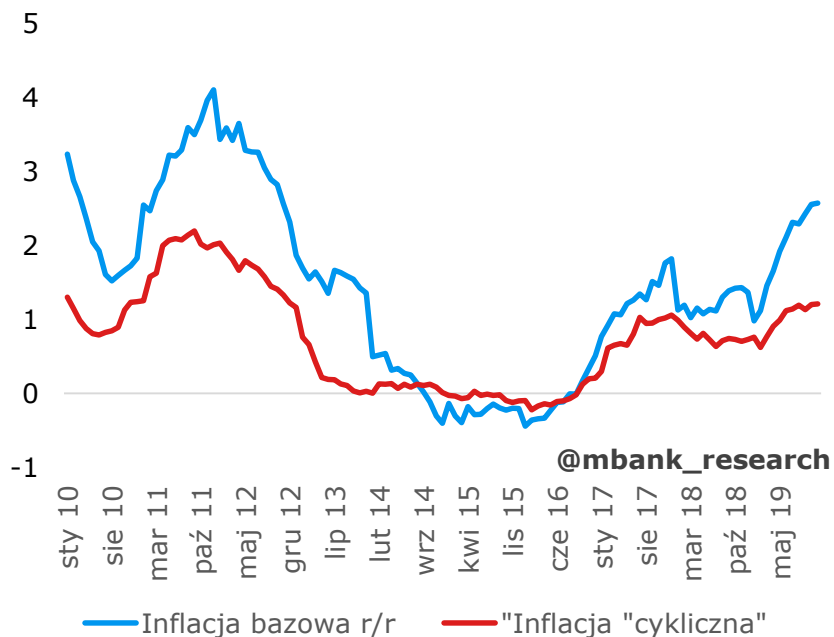
Źródło: Opracowanie własne na danych MinRol

Źródło: Opracowanie własne na danych MinRol i GUS

- ❖ ASF, grypa ptaków, anomalie pogodowe. To czynniki silnie wpływające na ścieżkę cen żywności nieprzetworzonej.
- ❖ Spodziewamy się **podwyższonych cen żywności (nadal dodatnie dynamiki cen żywności w ujęciu rocznym)**.
- ❖ Testem dla ścieżki cen żywności będzie zachowanie cen w sezonie maj-wrzesień (warzywa i owoce). Prezentowane powyżej wykresy pokazują wyraźnie, że wachlarz realizacji ścieżek tych części inflacji żywności może decydować o powrocie inflacji do celu bądź jego solidnym przestrzeleniu (grubo powyżej górnej granicy odchyień).
- ❖ Na wykresach prezentujemy warianty maksimum i minimum (na podstawie historycznych realizacji) dla cen żywności i ich wkładu do CPI. Różnice dotyczą cen owoców i warzyw.
- ❖ Plasujemy naszą prognozę bliższej wyższych realizacji zmian cen w sezonie. **Dotychczasowe anomalie temperaturowe oraz wyniki badań nad suszą sugerują, że ryzyka rozkładają się jednoznacznie w górę** mimo faktu, że 2019 rok był w zasadzie rekordowy pod względem łącznej, miesięcznej zmiany cen warzyw i owoców w sezonie.

Inflacja bazowa i super-bazowa rosną żwawo: cyklicznie i po części egzogenicznie (śmieci, samorządy i, inne niezwiązane z cyklem).

Cykliczny komponent inflacji świetnie koreluje się z inflacją bazową w zakresie punktów zwrotnych

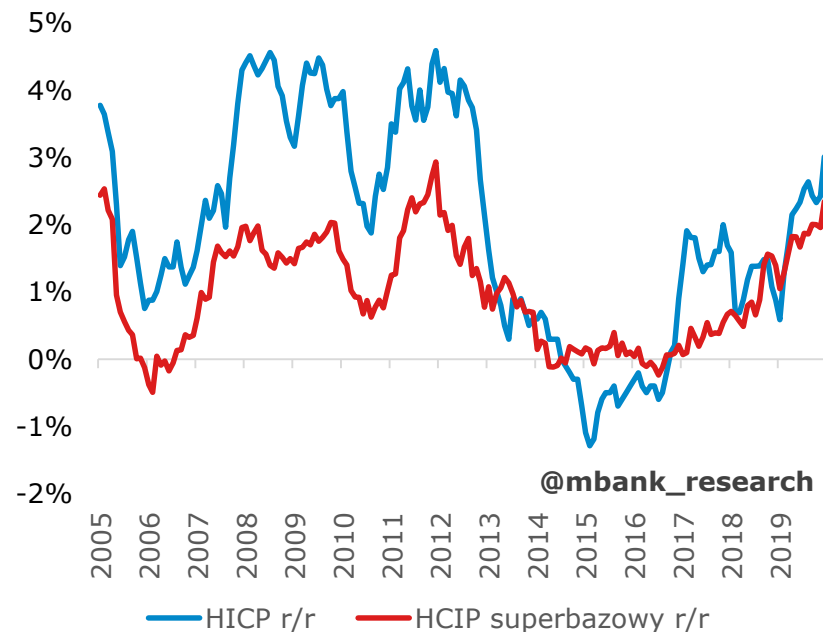


Źródło: opracowanie własne na danych NBP, GUS i Eurostat

- ❖ Cykliczna inflacja powstała jako efekt dopasowania poszczególnych kategorii inflacji (3-literowe kody COICOP bez żywności nieprzetworzonej, która została odrzucona ad hoc) do luki popytowej (wyznaczonej metodą Hamiltona*) przy opóźnieniach od 0 do 4 kwartałów.
- ❖ Wybieraliśmy te kategorie, które charakteryzowały się najlepszym dopasowaniem (skorygowany R^2), a punkt odcięcia ustawiliśmy na 25% procentach „najlepszych” kategorii. Opóźnienie wybraliśmy metodą „na oko” aby wyłuskać najlepsze własności takiego szeregu inflacji względem jego zdolności przewidywania (zwłaszcza) punktów zwrotnych przez lukę popytową.
- ❖ Okazało się, że o ile ta miara inflacji to efekt czysto statystycznego doboru kategorii, o tyle ... świetnie wyznacza punkty zwrotne inflacji bazowej, nawet jeśli nie zawsze trzyma „poziom”. Ścieżka inflacji cyklicznej w dużej mierze pokrywa się z naszymi miarami inflacji super-bazowej, które wyznaczyliśmy na zasadzie obciążenia kategorii stricte egzogenicznych (np. śmieci) i często skaczących (telekomunikacja, usługi finansowe, bilety lotnicze, wycieczki zorganizowane).

* Hamilton J.D., 2018, „Why You Should Never Use the Hodrick-Prescott Filter”, RES 100(5), doi:10.1162/rest_a_00706

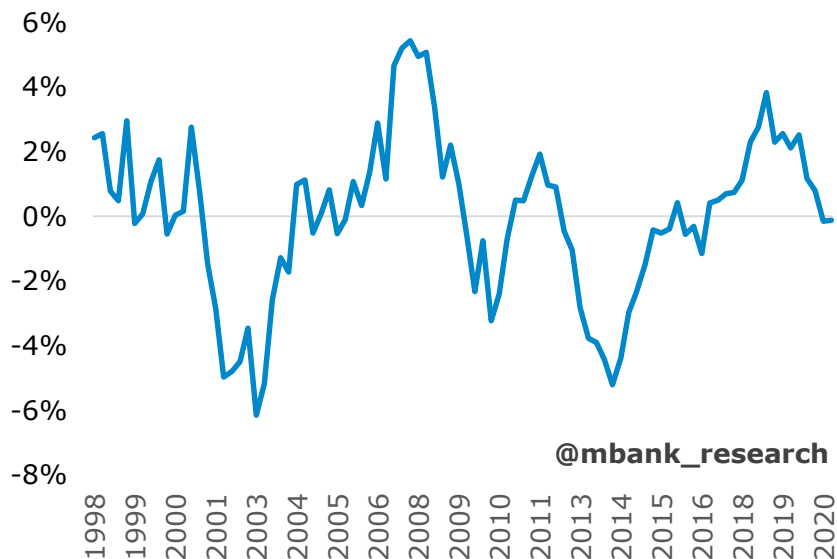
Sporo w bazowej czynników jednorazowych (śmieci, samorządy), ale super-bazowa też żwawo rośnie



Źródło: opracowanie własne na danych Eurostat

Cykl sprawia, że inflacja bazowa zawróci w 2020/2021. Przekroczenie celu będzie przejściowe, ale potwierdzenie tej hipotezy rozciągnie się w czasie.

Luka powinna się ponownie zerować w najbliższych kwartałach, prowadząc do spadku inflacji cyklicznej

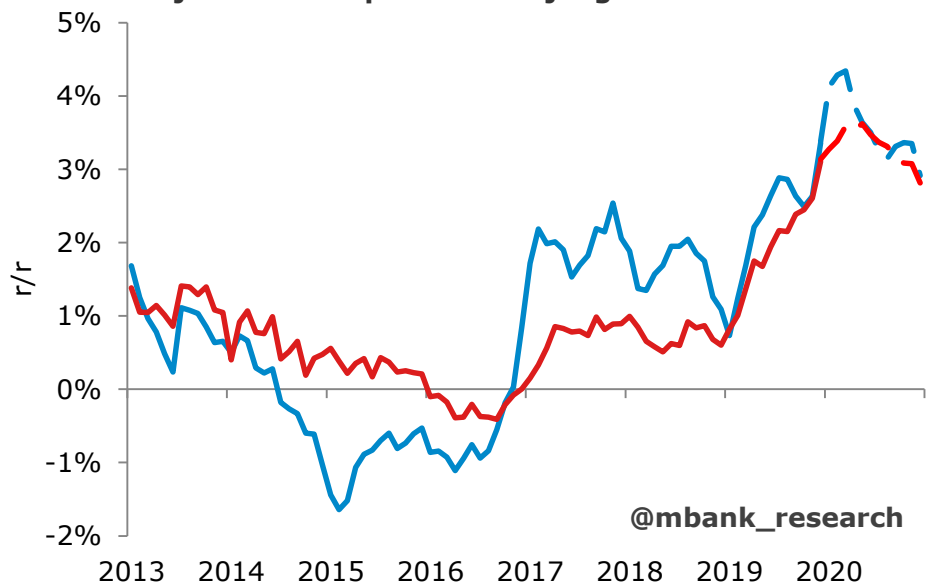


— Cykliczny składnik PKB wg filtru Hamiltona [2018], z uwzględnieniem prognozy wzrostu PKB na 2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie GUS i Eurostat

- ❖ Od dawna polska inflacja nie budziła takich emocji i nie była takim tematem dla inwestorów.
- ❖ Ścieżka inflacji będzie spadkowa w 2020 roku ze szczytem na początku roku.
- ❖ Będzie na początku 2020 roku poważnie zaburzana przez czynniki egzogeniczne i podatkowe: ceny energii (prąd w górę, gaz w dół: netto spory wzrost), akcyzę na tytoń i alkohol, koszty wywozu śmieci (zebrane przez nas informacje sugerują, że największy wzrost nastąpi w styczniu, mówi się jednak o drugiej fali podwyżek w dalszej części roku). Do tego dochodzą pomniejsze kwestie związane z cenami biletów (komunikacja miejska i przewozy kolejowe). **Aktualny szczyt inflacji: 4,3-4,4% r/r w marcu.**
- ❖ Ważny dla ustalenia tempa spadania na przestrzeni 2020-2021 będzie „efekt stycznia”. Silny wyskok inflacji na początku roku będzie generował także bardzo silny efekt bazowy na początku 2021, dzięki któremu wszelkie prognozy inflacji będą wyglądały na jeszcze silniej opadające. **Cykliczny spadek presji cenowej nałoży się na efekty bazowe** i wzmocni przekonanie RPP o możliwości przeczekania podwyżek z I kwartału.

To z kolei powinno prowadzić do spadku inflacji bazowej w czasie i spadku inflacji ogółem.

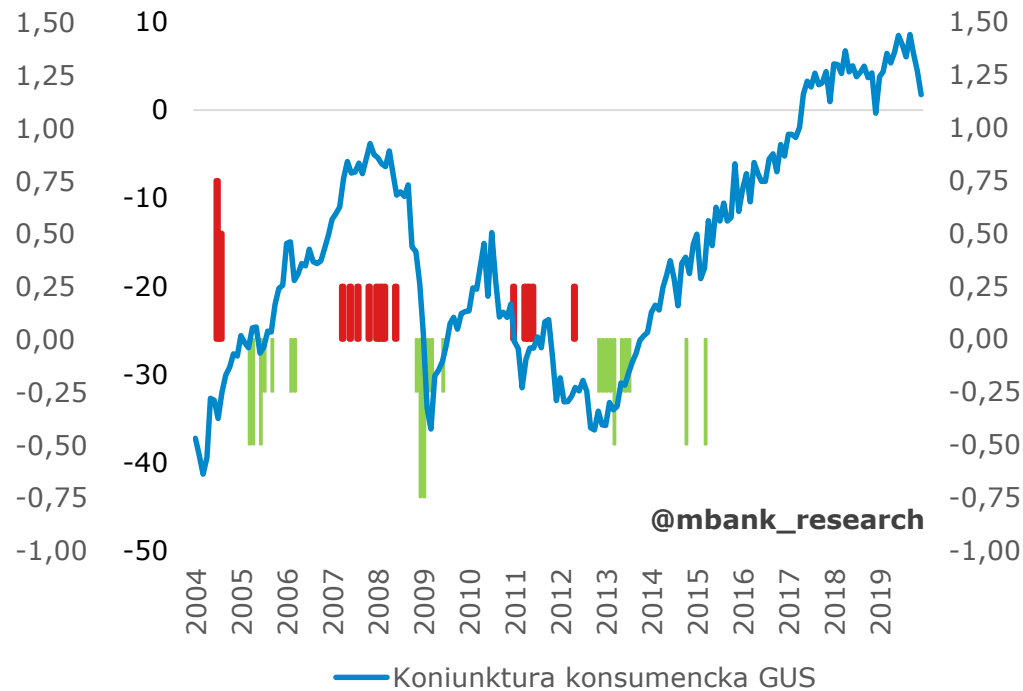
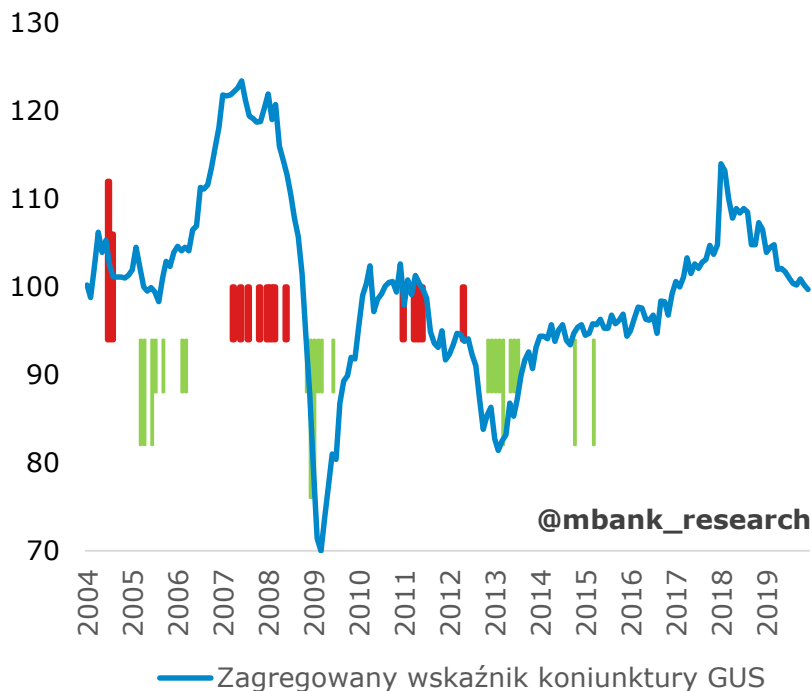


— Inflacja CPI
— Inflacja bazowa
- - Inflacja CPI - prognoza
- - Inflacja bazowa - prognoza

Źródło: opracowanie własne.

RPP nie chce wchodzić w buty poprzedniczek. Brak zmian stóp procentowych.

Zmiany stóp procentowych (czerwony – podwyżki, zielony – obniżki) na tle wskaźników makro.



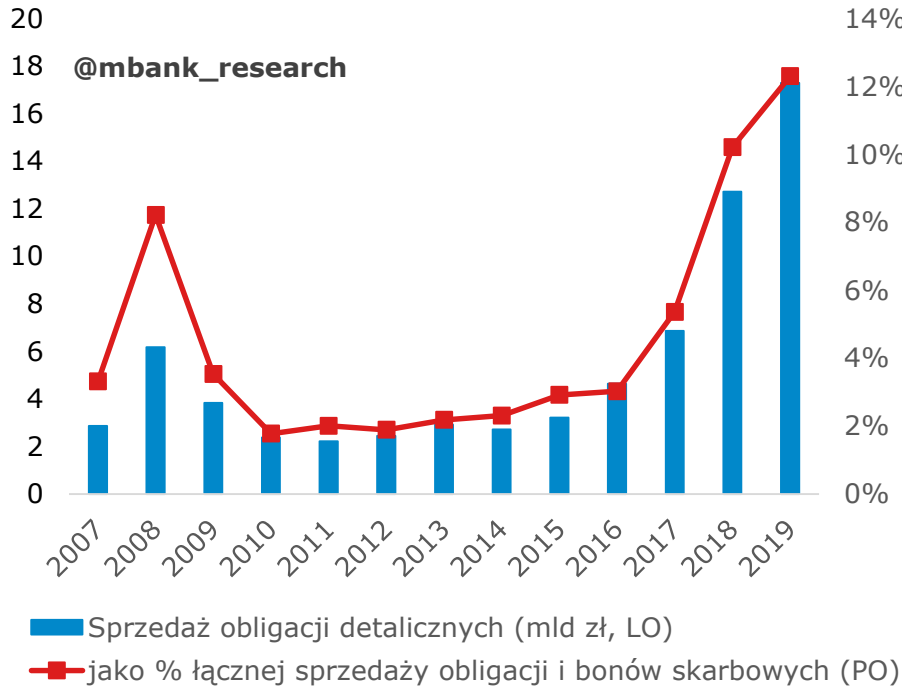
Źródło: GUS, NBP

Źródło: GUS, NBP

- ❖ **Preferowanie przez RPP ochrony wzrostu gospodarczego** ponad reagowanie na przejściowy i pozostający poza kontrolą polityki pieniężnej wystrzał inflacji (a tak pokazują dostępne projekcje i taki jest właśnie wewnętrzny scenariusz RPP) ma jeszcze jeden wymiar.
- ❖ Obecna RPP postrzega część podwyżek stóp procentowych wykonanych przez swoje poprzedniczki w analogicznych okolicznościach za błędy – dotyczy to w szczególności wiosny 2008 r. i maja 2012 r. Wówczas rady reagowały w sposób klasyczny, kontrolując zewnętrzne, negatywne szoki podażowe podwyższaniem stóp procentowych. *Ex post* wiemy, że stało się to w okresie głębokiej dekoniunktury i, nawet używając standardowych oszacowań oddziaływania polityki pieniężnej możemy stwierdzić, że ówczesne epizody zacieśnienia polityki pieniężnej pogłębiły ówczesne spowolnienia.

Nowa era w finansowaniu długu publicznego.

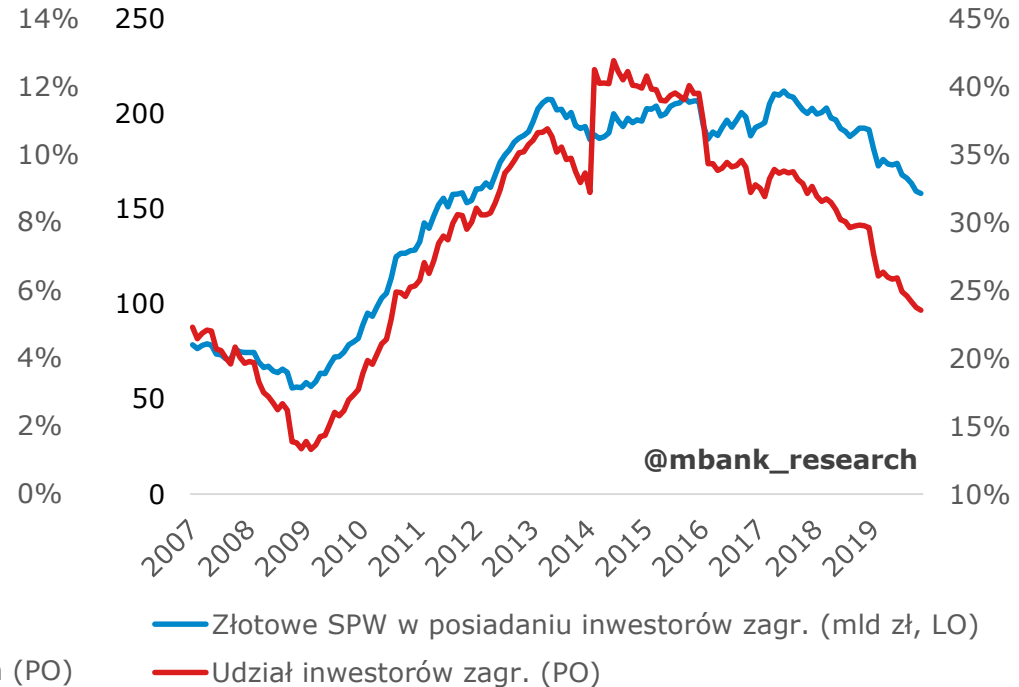
Sprzedaż obligacji detalicznych mocno rośnie.



Zródło: Ministerstwo Finansów

- ❖ Elementem zrównoważenia polskiej gospodarki jest **znacząca zmiana w strukturze finansowania długu publicznego**.
- ❖ Po pierwsze, znacząco wzrósł udział krajowych podmiotów w gronie posiadaczy obligacji skarbowych – obecnie przekracza on 75%. Nie oznacza to mniejszego wpływu inwestorów zagranicznych na wyceny – krajowe sektory (banki, gospodarstwa domowe) są zasadniczo niewrażliwe na cenę, a krajowy popyt pochodzi od inwestorów zagranicznych.
- ❖ Po drugie, wśród wierzycieli Skarbu Państwa szybko rośnie w siłę nowa kategoria – gospodarstwa domowe. Sprzedaż obligacji detalicznych wzrosła w 2019 r. do rekordowego poziomu, podobnie jak udział gospodarstw domowych w finansowaniu długu. Przestrzeń do dalszego wzrostu zadłużenia u tej kategorii podmiotów nadal istnieje (biorąc za benchmark Węgry jest ona co najmniej kilkukrotna). Powszechna percepcja niskiego oprocentowania depozytów a także świeży epizod *bail-in* na polskim rynku wzmacniają popyt na obligacje detaliczne (traktowane jako długoterminowy depozyt).

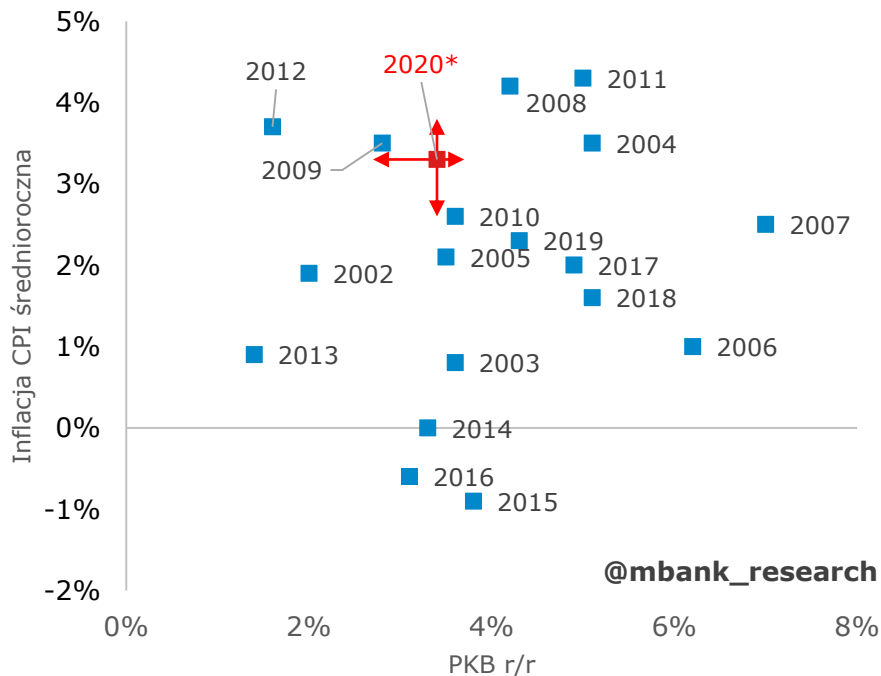
Udział zagranicy w finansowaniu długu silnie spada.



Zródło: Ministerstwo Finansów

Zamiast podsumowania – czy Polsce grozi STAGFLACJA?

Kombinacja CPI i PKB w `20 jest... typowa.



Stagflacyjna ściągowka (intuicyjna skala kolorów).

Kryterium	Polska dziś
Inflacja	Yellow
Wzrost bezrobocia	Green
Hamujący PKB	Yellow
Odklejenie oczekiwań inflacyjnych	Green
Indeksacja płac	Green
Korelacja CPI i bazowej	Yellow
Negatywny szok podażowy	Red

Źródło: ankieta makroekonomiczna NBP, GUS, opracowanie własne

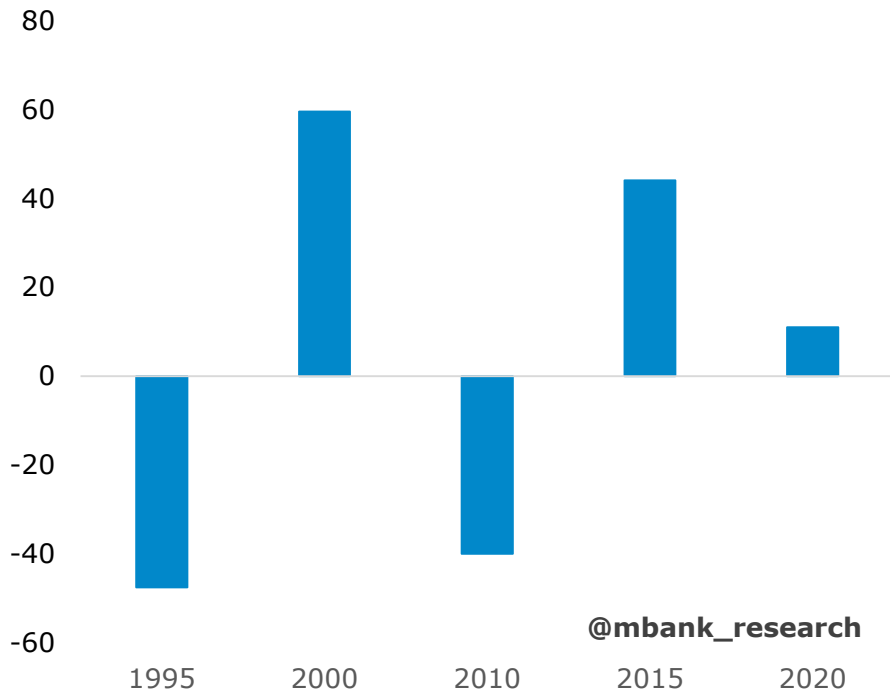
Źródło: opracowanie własne

- ❖ Kombinacja wyższej inflacji i niższego PKB wywołała falę komentarzy o grożącej Polsce stagflacji. Czy to realna perspektywa? Nie!
 - ❖ Po pierwsze, obecny rok nie zapowiada się nietypowo.
 - ❖ Po drugie, historyczny epizod stagflacji notowanej w państwach rozwiniętych w latach 70-tych nie oznaczał tylko jednoczesnego wzrostu inflacji przy relatywnie wolnym wzroście PKB. Oznaczał wieloletnie utrwalenie tych zjawisk.
 - ❖ Czego obecnie brakuje? (1) mechanizmów indeksacji tworzących spiralę płac i cen; (2) wzrostu bezrobocia; (3) wychylenia nominalnych zmiennych z wieloletnich trendów; (4) zupełnie innego zachowania inflacji i inflacji bazowej (tj. ścisłej korelacji między nimi).

* - strzałki oznaczają przedział centralny wokół mediany prognoz z ankiety makroekonomicznej NBP, a więc zakres „typowych” prognoz przedstawionych przez analityków w ostatniej rundzie

W 2020 roku w dalszym ciągu nie uciekniemy od krajowej polityki

Poparcie netto* dla prezydenta w roku starań o reelekcję

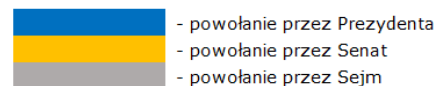


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych TNS Global

Możliwość bardziej jastrzębiej RPP od 2022 roku (dla uproszczenia pominięto lata 2020-21)

Kadencje obecnych członków RPP

Członek	Jastrzębiomierz PAP	Powołujący	Kadencja do	(...)	2022
K.Zubelewicz	4,9	Prezydent	20.02.2022		
E.Gatnar	4,9	Senat	25.01.2022		
Ł.Hardt	3,7	Prezydent	20.02.2022		
C.Kochalski	-	Prezydent	20.12.2025		
G.Ancyparowicz	2,7	Sejm	09.02.2022		
J.Kropiwnicki	2,6	Senat	25.01.2022		
R.Sura	2,4	Senat	16.11.2022		
A.Głapiński	1,9	Sejm	21.06.2022		
J.Żyżyński	1,7	Sejm	30.03.2022		
E.Łon	1,1	Sejm	09.02.2022		



@mbank_research

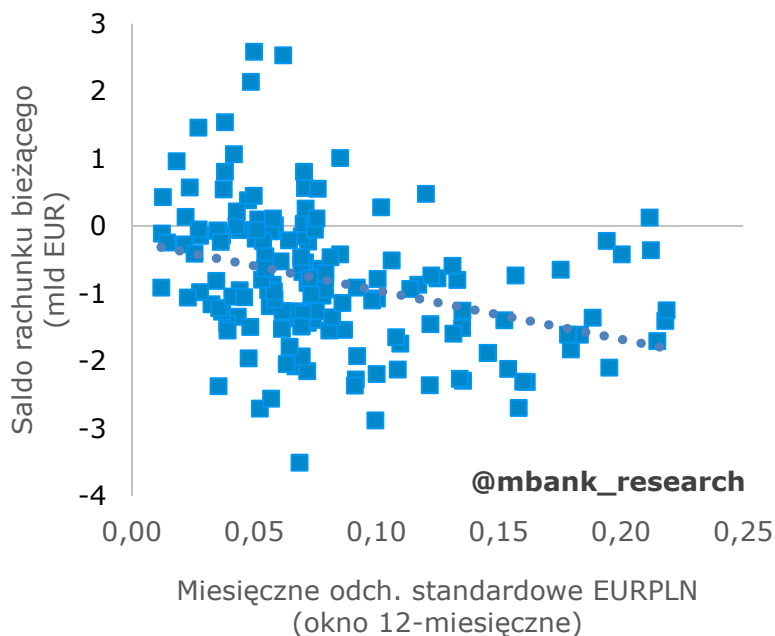
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

- ❖ W maju b.r. odbędą się wybory prezydenckie (termin nie jest jeszcze znany). Sondaże wskazują na reelekcję Prezydenta Dudy, jednak margines błędu i sama (niewielka) skala jego przewagi w sondażach **każą uznawać wynik wyborów za niepewny**. Wpływ wyborów prezydenckich na politykę gospodarczą i rynki następujący.
- ❖ Reelekcja Andrzeja Dudy to kontynuacja polityki gosp. PiS, tj. większa elastyczność w polityce fiskalnej.
- ❖ Ewentualne przejście urzędu przez opozycję oznaczałoby trudną kohabitację z większością parlamentarną i, zważywszy na rolę ustrojową Prezydenta RP, duży potencjał do blokowania inicjatyw legislacyjnych (w tym okołobudżetowych). W takim scenariuszu polityka fiskalna byłaby w całości podporządkowana Stabilizującej Regule Wydatkowej. Ceteris paribus zatem, oznacza to **bardziej restrykcyjną politykę fiskalną**.
- ❖ W powiązaniu z wcześniejszym uzyskaniem przez partie opozycyjne większości w Senacie, oznacza to **zmianę układu sił w RPP w nowej kadencji**. Z większą łatwością można wyobrazić sobie budowanie jastrzębich koalicji od wiosny 2022.

* - różnica między % zwolenników i przeciwników w pierwszym sondażu zrealizowanym w roku wyborczym

EURPLN. Równowaga ma konsekwencje.

Większe zrównoważenie zewnętrzne oznacza niższą* zmienność kursu.

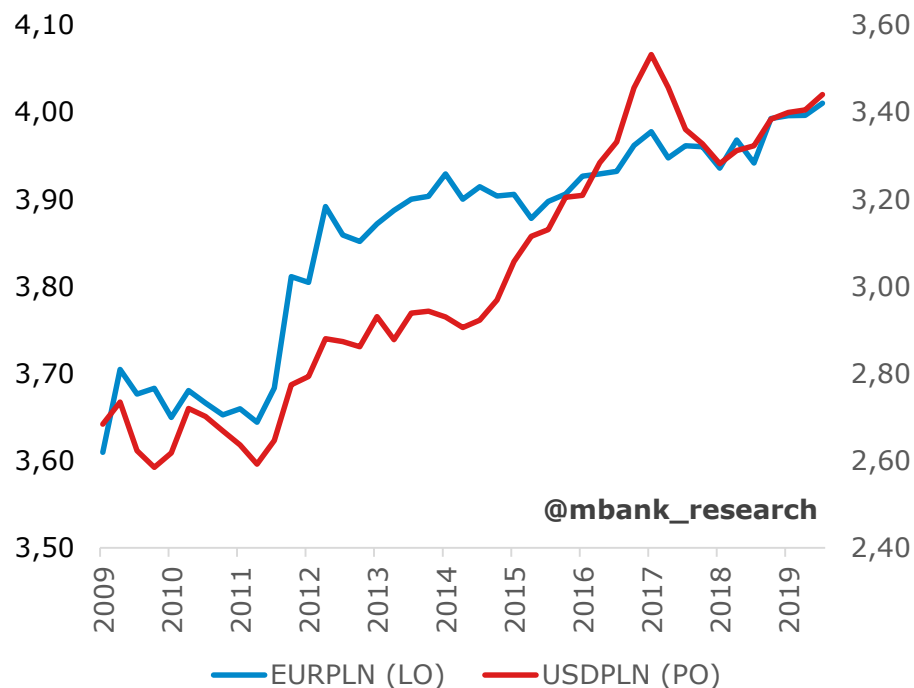


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

- ❖ Najbliższe miesiące upłyną pod znakiem budowania oczekiwań na podwyżki stóp w związku z wysoką inflacją. Pozytywna reakcja to też efekt poprawy oczekiwań dotyczących gospodarki światowej. Dopóki nie zobaczymy projekcji inflacji i dopóki RPP nie stwierdzi, że definitywnie nie podniesie stóp, inwestorzy mogą grać podwyżki stóp proc.
- ❖ Później wkraczamy – w zależności od stanu gospodarki i inflacji (przypomnijmy, weryfikacja scenariusza „zawracania” inflacji bazowej potrwa wiele miesięcy) – na terytorium błędu polityki pieniężnej, a stopy procentowe w PL odsłaniają miękkie podbrzusze: ujemne realne stopy procentowe (bólczka Węgier). **Kombinacja podwyższonej inflacji i niechętniej podwyżkom RPP powinna oznaczać słabszego złotego.** Jest to także bardziej spójne z trendem wzrostu kursu opłacalności eksportu.
- ❖ Informacje dotyczące wyroków sądów w sprawach kredytów walutowych oraz sporu o praworządność mogą zwiększać zmienność na złotym i być poza-ekonomicznym katalizatorem osłabienia.

* Celowo wycięliśmy większą część 2009 roku, bo każdy się zgodzi, że to obserwacje odstające (odchylenie standardowe wzrosło wtedy do 50gr). Każdy też się zgodzi, że powtórzenie Wielkiej Recesji przyniesie dużą zmienność kursu przed którą żadna równowaga nie uchroni i nie trzeba do tego żadnego instrumentarium, aby to stwierdzić.

Kurs opłacalności eksportu rośnie i (prawdopodobnie) rósł będzie.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

Aktualne prognozy mBanku

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PKB	%	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,1	2,8
Popyt krajowy	%	4,8	3,3	2,3	4,9	5,3	3,4	2,8
Inwestycje	%	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,9	6,0	-2,8
Konsumpcja prywatna	%	2,6	3,0	3,9	4,5	4,3	4,1	3,3
Inflacja CPI (średnia)	%	-0,1	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,6
Inflacja CPI (na koniec roku)	%	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	3,0
USD/PLN (koniec roku)		3,54	3,92	4,19	3,48	3,74	3,8	3,83
USD/PLN (średnia)		3,23	3,82	3,92	3,70	3,65	3,8	3,82
EUR/PLN (koniec roku)		4,29	4,26	4,40	4,18	4,29	4,3	4,40
EUR/PLN (średnia)		4,20	4,19	4,33	4,24	4,29	4,3	4,33
CHF/PLN (koniec roku)		3,57	3,92	4,11	3,57	3,81	3,9	4,06
CHF/PLN (średnia)		3,47	3,94	3,99	3,79	3,73	3,9	4,01
LIBOR CHF 3M (średnia)	%	-0,01	-0,77	-0,75	-0,73	-0,73	-0,7	-0,71
LIBOR CHF 6M (średnia)	%	0,04	-0,71	-0,67	-0,65	-0,65	-0,7	-0,66
WIBOR 3M (średnia)	%	2,43	1,71	1,71	1,73	1,71	1,7	1,71
WIBOR 6M (średnia)	%	2,43	1,76	1,78	1,81	1,79	1,8	1,79
EURIBOR 3M (średnia)	%	0,17	-0,04	-0,29	-0,33	-0,32	-0,4	-0,38
EURIBOR 6M (średnia)	%	0,24	0,03	-0,19	-0,30	-0,32	-0,4	-0,37
USD LIBOR 3M (średnia)	%	0,24	0,37	0,78	1,37	2,46	2,2	1,90
USD LIBOR 6M (średnia)	%	0,34	0,56	1,10	1,55	2,61	2,2	1,95
Stopa repo NBP (koniec roku)	%	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,5	1,50
Stopa bezrobocia (koniec roku)	%	11,4	9,8	8,2	6,6	5,9	5,2	5,6

Dokument sporządzony został w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z art. 83c Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o Obrocie Instrumentami Finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768 z późn. zm.). Dokument nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Dokument nie stanowi również doradztwa inwestycyjnego ani oferty w rozumieniu art. 66 § 1 Kodeksu cywilnego. Opracowanie sporządzone zostało w oparciu o najlepszą wiedzę autorów, popartą informacjami z wiarygodnych rynkowych źródeł. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie w dniu wydania materiału i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Kwantowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego, pochodzą z serwisów informacyjnych (Reuters, Bloomberg) i mają charakter wyłącznie informacyjny.

Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.

Skrzynka pocztowa research@mbank.pl służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.