



REWIZJA PROGNOZ WZROSTU GOSPODARCZEGO – SYNCHRONICZNE SPOWOLNIENIE

Globalne zacieśnianie polityki monetarnej i utrzymujące się ryzyka polityczne w postaci min. napięć handlowych najprawdopodobniej spowodują obniżenie dynamiki światowego wzrostu gospodarczego z szacowanych 3,7% w 2018 r. do 3,4% w 2019 r. i 3,3% w 2020 r. Poniżej prezentujemy trzy możliwe scenariusze, z wyróżnionym scenariuszem bazowym, dotyczące rozwoju eskalacji/deeskalacji napięć handlowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, a ich partnerami handlowymi, które będą wpływać na koniunkturę w nadchodzącym roku:

Chiny – trzy alternatywne scenariusze		
Pełna zgoda (najmniej prawdopodobne)	Niepełna zgoda (nasza prognoza)	Niezgoda (średnio prawdopodobne)
<ul style="list-style-type: none"> - zaprzestanie nakładania nowych tariff przez obie strony i eliminacja poprzednich - porozumienie zawarte do wiosny 2019 r. - wzrost gospodarczy Chin i USA większy o 0,2 p.p. wobec naszej prognozy na 2019 r. - inflacja w USA mniejsza o 0,2 p.p. 	<ul style="list-style-type: none"> - długie i burzliwe negocjacje z Chinami, USA ponownie grożą nałożeniem tariff na nową gamę produktów z Chin o wartości 267 mld dolarów - zawarcie porozumienia handlowego nadal możliwe 	<ul style="list-style-type: none"> - aktualne rozmowy nie przynoszą przełomu i USA podnoszą tariffy z 10% na 25% i nakładają nowe sankcje na chińskie towary o wartości 267 mld dolarów - Chiny wprowadzają nowe bariery handlowe - wzrost Chińskiego PKB mniejszy o 0,4-0,5 p.p. wobec naszej prognozy na 2019 r. - wzrost PKB w USA mniejszy o 0,4 p.p., inflacja większa o 0,4 p.p.
Strefa Euro – trzy alternatywne scenariusze		
Optymistyczny (najmniej prawdopodobne)	Umiarkowany (nasza prognoza)	Pesymistyczny (najmniej prawdopodobny)
<ul style="list-style-type: none"> - USA grożą nałożeniem nowych tariff handlowych na import aut z UE, lecz ostatecznie zostaje zawarte korzystne porozumienie handlowe - wzrost PKB większy o 0,2 p.p. w 2019 r. i 0,1 p.p. w 2020 r. 	<ul style="list-style-type: none"> - eskalacja gróźb nałożenia ceł na import aut z UE - obie strony przystępują do negocjacji i wejście tariff na import aut z UE jest zawieszono 	<ul style="list-style-type: none"> - USA implementuje 25% cła na import samochodów i części - ewentualne porozumienie handlowe korzystne tylko dla USA - prognozy wzrostu PKB obniżono o 0,3 p.p. w 2019 r. i 0,2 p.p. w 2020 r.
USA, Meksyk, Kanada – trzy alternatywne scenariusze		
Nowe porozumienie USA-Kanada-Meksyk (nasza prognoza)	NAFTA (średnio prawdopodobne)	WTO (najmniej prawdopodobne)
<ul style="list-style-type: none"> - Kongres USA zaimplementuje nowe porozumienie handlowe 	<ul style="list-style-type: none"> - Kongres sprzeciwia się nowemu porozumieniu USA-Kanada-Meksyk - obowiązuje nadal NAFTA 	<ul style="list-style-type: none"> - brak porozumienia - wypowiedzenie przez USA części postanowień NAFTA - ostatecznie, powrót do zasad WTO
Japonia – trzy alternatywne scenariusze		

Autor: Lukas Cinikas



Optymistyczny (średnio prawdopodobny)	Nowe porozumienie (nasza prognoza)	Dezintegracja (najmniej prawdopodobne)
<ul style="list-style-type: none"> - porozumienie USA-Japonia - brak „zatrutej pigułki” (zasada: jeśli jakiegokolwiek z państw wejdzie w porozumienie handlowe z państwem „nierynkowym” pozostałe mogą wypowiedzieć umowę) w treści traktatu, co sprawia, że jego warunki są mniej restrykcyjnej w stosunku do Chin - brak ceł na japońskie auta 	<ul style="list-style-type: none"> - porozumienie USA-Japonia - „zatruta pigułka” w treści porozumienia - część stanowisk pracy w przemyśle przeniesionych z Japonii do USA 	<ul style="list-style-type: none"> - USA implementują 25% taryfy na samochody z Japonii - Japonia niechętna do zawarcia nowego porozumienia na amerykańskich warunkach

Nasze prognozy wzrostu gospodarczego są oparte na trzech głównych założeniach:

- 1) niedobór siły roboczej może doprowadzić do rosnących ograniczeń dalszego rozwoju gospodarczego, co w konsekwencji może spowodować obniżenie zdolności dalszego tworzenia nowych miejsc pracy oraz utrzymania tempa wzrostu wynagrodzeń;
- 2) normalizacja polityki pieniężnej przez banki centralne może ważyć na kosztach finansowania i płynności przedsiębiorstw w przyszłości;
- 3) nasz scenariusz bazowy zakłada zawarcie porozumienia w formule „mapy drogowej” pomiędzy Chinami a USA, dzięki której oba państwa nie będą nakładać kolejnych taryf handlowych. Poniżej prezentujemy aktualną tabelę ze zrewidowanymi prognozami wzrostu gospodarczego:

Wzrost gospodarczy (% r/r)	Prognoza				Zmiana od ostatniej prognozy (p.p.)	
	2017	2018	2019	2020	2018	2019
Polska	4,6	5,1	3,4	2,8	0,3	-0,1
Rynki rozwinięte						
USA	2,2	2,9	2,1	1,5	0,1	0,3
Strefa EURO	2,5	1,9	1,4	1,2	-0,1	-0,1
Japonia	1,7	0,9	0,7	0,3	0	0,1
Rynki wschodzące						
Chiny	6,9	6,6	6,2	6,0	0,2	0,1
Brazylia	1,0	1,3	3,0	2,5	-0,2	0,0
RPA	1,3	0,6	1,4	1,5	-0,7	-0,6
Meksyk	2,0	2,3	2,0	1,6	0,8	-1,0

Polska:

Od 2019 r. spodziewamy się spowolnienia rocznego tempa wzrostu gospodarczego w związku z umiarkowanie wolniejszą dynamiką popytu zewnętrznego. Wzrost gospodarczy stabilizować będzie utrzymanie dobrej sytuacji na rynku pracy oraz, szczególnie w pierwszej połowie 2019 r., silna realizacja inwestycji w sektorze publicznym. **W związku ze wzrostem cen energii (średnio o 10% r/r) inflacja CPI wg naszych prognoz przekroczy w przyszłym roku 3%, a inflacja bazowa 2%.** Pierwszych podwyżek stóp procentowych spodziewamy się w 2020 r., co powinno się przełożyć na aprecjację złotego w stosunku do zagranicznych walut (zakładamy kurs USD/PLN na poziomie 3,48 na koniec 2019 r. i 3,25 na koniec 2020 r.).

Rynki rozwinięte:



W nadchodzącym roku, w amerykańskiej gospodarce spodziewamy się zaniku efektu reform podatkowych Donalda Trumpa, które były jednym z głównych czynników wzrostu PKB. Szacujemy, że tylko w tym roku reformy fiskalne podniosły poziom wzrostu gospodarczego o 0,7 p.p. W 2019 r. i 2020 r. wpływ szacujemy na 0,3 p.p. **W wyniku podziału Kongresu nie przewidujemy wejścia w życie kolejnych tego typu regulacji.** Efekty spowolnienia będą naszym zdaniem również widoczne wśród przedsiębiorstw eksportowych, które będą musiały się zmierzyć min. z wolniejszym wzrostem gospodarczym globalnych gospodarek, zacieśnianiem warunków finansowania oraz wzrostem kosztów wynagrodzeń. **Spodziewamy się obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego w USA do 2,1% i 1,5% r/r w 2019 i 2020 r. (poniżej konsensusu rynkowego) szacując prawdopodobieństwo recesji przed końcem 2020 r. na 30%. W związku z tym przewidujemy również, że Fed zdecyduje o podwyżce stóp procentowych w 2019 r. jedynie dwa razy, w pierwszej połowie przyszłego roku.** Wyższe krótkoterminowe stopy procentowe w USA oraz różnica w tempie wzrostu gospodarczego w stosunku do państw reszty świata powinna wspierać kurs dolara w krótkim terminie, co będzie ważyć na gospodarkach krajów rozwijających się. W średnim terminie spodziewamy się jednak osłabienia waluty amerykańskiej z uwagi na zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych przez Fed oraz relatywne przewartościowanie (z punktu widzenia naszego długoterminowego modelu) wartości godziwej tej waluty.

W dół, tj. do poziomu 1,4% (również poniżej konsensusu) rewidujemy nasze prognozy odnośnie wzrostu PKB w strefie euro w 2019 r. Globalne spowolnienie gospodarcze oraz aprecjacja wspólnej waluty (względem innych walut niż amerykański dolar) uderza w pozycję eksportową państw europejskich. Popyt wewnętrzny, z uwagi na stabilny rynek pracy, powinien jednak umiarkowanie pozytywnie wpłynąć na utrzymanie wzrostu gospodarczego. **Największe czynniki ryzyka jakie widzimy obecnie dla sytuacji gospodarczej państw strefy Euro, to nadal utrzymująca się niepewność polityczna (brak ostatecznego kształtu Brexit-u, kwestia deficytu budżetowego Włoch i majowe wybory do Parlamentu) oraz mocniejsze spowolnienie gospodarcze państw rynków wschodzących.** Do naszych założeń przyjmujemy, że USA nie zaimplementuje ceł na import europejskich aut – w przeciwnym wypadku, przyjmując 25% cło na import należałoby obniżyć nasze prognozy wzrostu w strefie euro o 0,3 p.p. w 2019 r. i 0,2 p.p. w 2020 r. Przewidujemy, że Europejski Bank Centralny będzie w 2019 r. kontynuował politykę normalizacji poprzez zaprzestanie skupowania aktywów z rynku. Utrzymujący się wzrost wynagrodzeń przełoży się wg nas na wzrost inflacji bazowej w strefie euro do poziomu 1,6% w 2019 r. i 1,7% w 2020 r. Z uwagi na powyższe, przewidujemy pierwszą podwyżkę stóp procentowych (o 20 p.b.) przez EBC we wrześniu 2019 r., jednakże spowolnienie gospodarcze w 2020 r. może prowadzić do tego, że stopa depozytowa nie zostanie podniesiona powyżej 0%. Prognozowana podwyżka doprowadzi do zmniejszenia różnicy europejskich i amerykańskich stóp procentowych, co w konsekwencji spowoduje wg nas aprecjację euro do poziomu 1,34 w stosunku do dolara na koniec 2020 r.

Rynki wschodzące:

Spodziewamy się dalszego, stopniowego spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego Chin. Nasze prognozy na lata 2019-2020 zakładają zawarcie porozumienia pomiędzy Chinami, a USA, zawieszającego możliwość nakładania kolejnych taryf na towary będące przedmiotem wymiany handlowej. Pomimo tego, spodziewamy się istotnego spadku dynamiki wzrostu eksportu w ujęciu rocznym (3,5% i 4,0% odpowiednio w 2019 r. i 2020 r. vs. 11,8% w 2018 r.), po części, z powodu efektu wysokiej bazy. Zakładamy również, że władze państwowe Chin jeszcze w grudniu br. wprowadzą w życie reformy umacniające własność prywatną, co spowoduje, że sektor prywatnych przedsiębiorstw będzie mógł lepiej konkurować z państwowymi podmiotami. W konsekwencji, może to spowodować wzrost wewnętrznej konsumpcji. Jednym z kluczowych aspektów rozwoju Chin jest polityka urbanizacji państwa. Chiny planują do 2020 r. zaadoptować do obszarów miejskich ok. 100 mln obywateli, co wg naszych szacunków może wpłynąć na wzrost PKB tego kraju o ok. 1-2 pp rocznie. **Spowolnienie chińskiej gospodarki pozostaje wg naszej oceny najważniejszym czynnikiem ryzyka dla utrzymania wzrostu gospodarczego państw należących do grupy rynków wschodzących.** Wśród pozostałych państw z grupy zwracamy uwagę na utrzymującą się niepewność polityczną w RPA (w szczególności, w kontekście wyborów w 2019 r.) oraz negatywne otoczenie inwestycyjne związane z reformą rolną. Niepewność polityczna (rosnący populizm) negatywnie oddziałuje również na przyszły poziom rozwoju gospodarczego w Meksyku i Brazylii. **Z drugiej strony, wydaje się, że państwa należące do emerging markets są obecnie bardziej odporne na przetrwanie kryzysu niż było to w latach poprzednich z uwagi na min. utrzymującą się, niską inflację, większe rezerwy walutowe i niższą nierównowagę na rachunku bieżącym.** Na plus należy również odnotować obecną strukturę zadłużenia, która ma głównie charakter krajowy. W latach 2019-2021 spodziewamy się podwyższenia dynamiki wzrostu PKB w Indiach (do poziomu odpowiednio: 7,4%, 7,6% i 7,8%) z uwagi na wzrost inwestycji oraz pozytywną kontrybucję eksportu netto. Uważamy również, że Turcja powróci na ścieżkę wzrostu gospodarczego w 2020 r. ze względu na odbicie





prywatnej konsumpcji i inwestycji w środki trwałe, które były w ostatnim czasie pod wpływem „szoku walutowego” z powodu gwałtownej deprecjacji liry.

Potencjalne scenariusze szans i ryzyk dla rynków finansowych w najbliższej przyszłości prezentujemy na poniższym grafie:

Szanse: Wzrost gospodarczy utrzymuje się pomimo zacieśniania polityki monetarnej

Niepewność dot. napięć handlowych zanika

Sytuacja na rynku pracy okazuje się być bardziej odporna na czynniki zewnętrzne

Reformy chińskiej gospodarki i działania tamtejszych władz prowadzą do skutecznej transformacji modelu gospodarczego

Potencjalna reakcja rynku:

Wyższe stopy procentowe w USA prowadzą do dłuższej (niż w naszych prognozach) aprecjacji dolara

Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych USA przekracza 3,5%, a BUND-ów 1,5%

Znaczące wzrosty europejskich akcji, w szczególności małych i średnich spółek

Wzrosty cen akcji banków strefy euro

Relatywnie lepsze zachowanie aktywów (waluty, akcje, obligacje) emerging markets

Ryzyka: Niekontrolowany Brexit i eskalacja napięć handlowych

Brak porozumienia dot. Brexitu (szacujemy prawdopodobieństwo na 30%) powoduje recesję w tym kraju

Eskalacja napięć handlowych zwiększa niepewność, prowadząc do zmniejszenia poziomu inwestycji

Spowolnienie gospodarcze w strefie euro uniemożliwia kontynuację normalizacji polityki monetarnej przez EBC

Wyższa od oczekiwań inflacja przekłada się na szybsze tempo zacieśniania polityki monetarnej przez Fed

Potencjalna reakcja rynku:

Deprecjacja EUR i GBP w stosunku do USD i JPY

Spadek rentowności 5-letnich BUND-ów do -0,5%, a 10-letnich do 0,05%

Wyższa zmienność na rynkach wschodzących

Wyprzedaż akcji w UK (w szczególności podmiotów z sektora bankowego), banki europejskie chronione przez powrót do operacji TLTRO organizowanej przez EBC

Z poważaniem,
Zespół Doradztwa Inwestycyjnego,
Biuro Maklerskie BGŻ BNP Paribas

DISCLAIMER

Nadzór nad Biurem Maklerskim Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Twardej 18, sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej BM) dla klientów BM wyłącznie w celach informacyjnych, nie uwzględnia indywidualnej





sytuacji i potrzeb klienta oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku. Niniejsza publikacja nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych. BM dołożyło należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji. Niniejsza analiza nie jest przygotowana na indywidualne zamówienie jakiegokolwiek Klienta Banku BGŻ BNP Paribas S.A. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM, opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne i BM nie gwarantuje ich sprawdzenia się. Publikacja niniejsza ani żaden jej fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. BM nie ponosi odpowiedzialności za prawdziwość i kompletność przedstawionych w niniejszym dokumencie informacji i prognoz, jak również za wszelkie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. BM udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie, nie była ona przekazywana wcześniej lub udostępniana przed datą publikacji. Analiza udostępniana jest na stronie www Banku BGŻ BNP Paribas oraz wysyłana poprzez pocztę elektroniczną. Niniejsza analiza nie posiada daty ważności. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie tej publikacji lub jej części bez zgody BM.

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas, ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa - Bank BGŻ BNP Paribas Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Kasprzaka 10/16, 01-211 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000011571, posiadający NIP 526-10-08-546 oraz kapitał zakładowy w wysokości 147 418 918 zł, w całości wpłacony.

