



SPOWOLNIENIE DYNAMIKI WZROSTU PKB W UNII EUROPEJSKIEJ

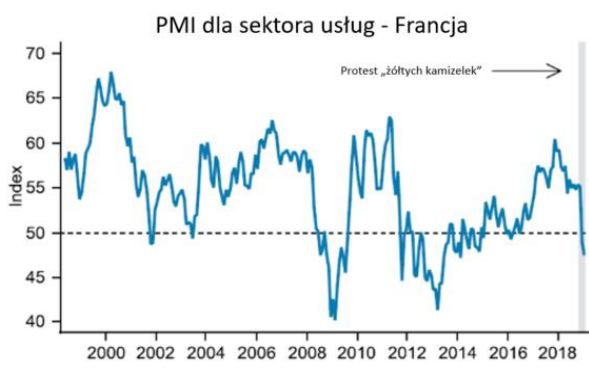
Pomimo, że prognozujemy, iż na początku 2019 roku poziom dynamiki wzrostu gospodarczego odbije w górę, uważamy, że główny, spadkowy trend zostanie w całym roku utrzymany. Spodziewamy się, że wzrost dynamiki PKB strefy euro spowolni w tym roku do 1,0% (0,4 pp. poniżej naszych wcześniejszych prognoz). Nasz scenariusz bazowy zakłada jednak, że gospodarka wspólnoty europejskiej uniknie recesji. Nadal spodziewamy się wzrostu inflacji bazowej z uwagi na zaawansowany etap cyklu gospodarczego w którym się obecnie znajdujemy. Powyższa perspektywa nie uzasadnia zatem przeprowadzania przez Europejski Bank Centralny takich działań jak cięcia stóp procentowych albo wskrzeszenia programu luzowania ilościowego (QE). Spodziewamy się jednak, że EBC utrzyma stopę depozytową na obecnym poziomie przynajmniej do 2020 r., a najpóźniej w marcu ogłosi nowe działania TLTRO polegające na udzieleniu bankom komercyjnym długoterminowych pożyczek, stanowiących zachętę do nasilenia akcji kredytowej.

	2017	Nowe prognozy			Poprzednie prognozy			Zmiana (pp.)		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
PKB	2,5%	1,8%	1,0%	1,1%	1,9%	1,4%	1,2%	-0,1	-0,4	-0,1
Inflacja HICP	1,5%	1,7%	1,4%	1,4%	1,8%	1,8%	1,5%	-0,1	-0,4	-0,1
Inflacja bazowa HICP	1,0%	1,0%	1,3%	1,5%	1,0%	1,6%	1,7%	0,0	-0,2	-0,2

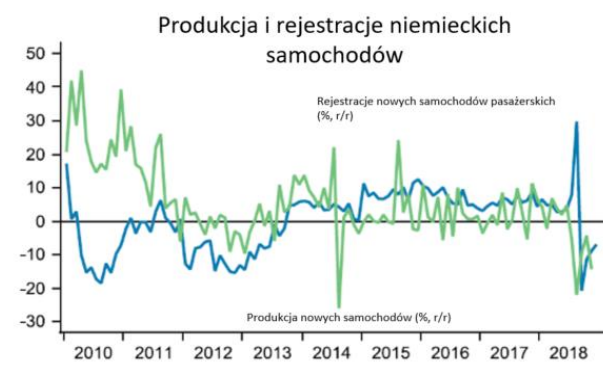
Słabe dane nt. produkcji przemysłowej za październik-listopad 2018 r. sugerują, że wzrost PKB w IV kw. 2018 r. będzie najprawdopodobniej sięgał +0,2% kw./kw. Niskie odczyty wskaźników wyprzedzających (np. PMI), które napłynęły na rynek w styczniu br., sugerują również przedłużenie okresu słabości gospodarczej Starego Kontynentu.

Lista jednorazowych czynników, które miały negatywny wpływ na gospodarkę wspólnoty europejskiej na przełomie 2018 i 2019 roku obejmuje min.:

- **Protest „żółtych kamizelek” we Francji**, który miał duży wpływ na spadek aktywności w segmencie usług.
- **Regulacje branży motoryzacyjnej**. Nowe regulacje w zakresie standardu emisji spalin uderzyły mocno w produkcję niemieckich oraz włoskich pojazdów. Ostatnie odbicie w rejestracji nowych aut sugeruje nadchodzącą normalizację poziomu produkcji.



Źródło: Markit, Macrobond, BNP Paribas



Źródło: Federal Statistical Office, ECB, Macrobond, BNP Paribas

- **Nagły zwrot w branży farmaceutycznej**. Niespodziewanie silny spadek produkcji w branży farmaceutycznej w Niemczech był, w naszej opinii, skoncentrowany na ograniczonej liczbie firm. Spodziewamy się widocznego odbicia produkcji w danych za grudzień 2018 r.

Autor: Lukas Cinikas

- **Świąteczny okres urlopowy.** W niektórych państwach mieliśmy do czynienia z niezwykle niską liczbą dni roboczych w okresie jesienno-zimowym ze względu na wysoką liczbę dni świątecznych.

- **Zniekształcenia chińskiego eksportu oraz chiński „Nowy Rok”.** Z uwagi na możliwość nałożenia dalszych ceł na produkty chińskie przez Stany Zjednoczone, niektóre grupy chińskich eksportów zwiększały poziom dostaw aby „wyprzedzić” działania administracji USA. To może w oczywisty sposób odbić się w przyszłości również na europejskich dostawcach i poziomie nowych zamówień nadchodzących z Państwa Środka. Chiński „Nowy Rok” wypada w tym roku wcześniej niż zwykle, w związku z czym korekty sezonowe nie uwzględniają jeszcze w pełni zmienności popytu na tamtejszych rynkach (obchody trwają 15 dni).

Zwracamy jednocześnie uwagę, że powyższe czynniki miały wpływ na europejską gospodarkę już w 2018 r. (np. protesty we Francji), w związku z czym przewidujemy lekkie odbicie poziomu dynamiki wzrostu PKB w I kw. 2019 r. do 0,4% kw./kw. Uważamy jednocześnie, że niektóre z ww. przyczyn będą ważyć na poziomie wzrostu gospodarczego w długim terminie. W szczególności, chodzi o słabnącą dynamikę wzrostu PKB w Chinach na co wpływ mają min. czynniki strukturalne oraz obecny, zaawansowany etap cyklu koniunkturalnego. Przewidujemy jednak, że władze w Pekinie będą używać różnego typu środków polityki gospodarczej, które będą wspierać poziom rozwoju gospodarczego. Oprócz ww. kwestii, w dalszym ciągu na rynku będą ważyć sprawy globalnej polityki, takie jak napięcia handlowe na linii Stany Zjednoczone – Chiny oraz ostateczny kształt Brexit-u. W kwestii protekcjonizmu, kluczowa dla gospodarki Starego Kontynentu może być debata dotycząca nałożenia ceł na import europejskich samochodów przez Stany Zjednoczone (do 19 lutego ma zostać opublikowane stanowisko Departamentu Handlu USA w tej sprawie). Zgodnie z naszym wcześniejszym stanowiskiem, **zakładamy małe prawdopodobieństwo tzw. „twardego Brexitu”,** przewidując jednocześnie trzy możliwe scenariusze: renegocjacje umowy na linii Bruksela – Londyn, nowe referendum albo dymisję rządu Theresy May i wybory parlamentarne w połączeniu z odroczeniem procesu wyjścia ze struktur wspólnoty europejskiej.

Pomimo spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego, większość europejskich firm wciąż narzeka na bariery rozwoju związane z niedoborem nowych pracowników. Spodziewamy się, że te ograniczenia będą stopniowo zanikać ze względu na spadek dynamiki popytu. **Ryzyko w postaci recesji państw strefy euro uznajemy jednak za mało prawdopodobne z powodu:**

- **silnej konsumpcji.** Wskaźniki zaufania konsumentów są wciąż powyżej historycznej średniej. Zatrudnienie rośnie, a wzrost wynagrodzeń utrzymuje się nadal na stabilnym poziomie z uwagi na ograniczone zasoby ludzkie na rynku pracy.



- **wparcie polityki fiskalnej.** Plany budżetowe państw należących do wspólnoty europejskiej, pierwszy raz od dłuższego czasu, przewidują ekspansywną politykę fiskalną. We Włoszech i Francji, większość dodatkowych środków budżetowych ma zostać rozdysponowane wśród gospodarstw o niskim poziomie dochodów, które mają relatywnie wysoką skłonność do konsumpcji.

- **zdrowe bilanse spółek**, które w przypadku luźnej polityki monetarnej powinny wspierać inwestycje.

Biorąc pod uwagę powyższe czynniki dokonujemy rewizji naszych prognoz wzrostu PKB w strefie euro w 2019 r. do 1,0% z wcześniejszych 1,4% (poniżej konsensusu rynkowego).

Połączenie nadchodzącego spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego i wpływu czynników zmniejszających wzrost cen, takich jak deregulacja oraz globalizacja powoduje, że obniżamy nasze prognozy poziomu inflacji bazowej HICP o 0,2 pp. w obecnym i przyszłym roku, co implikuje wskaźnik inflacji w ujęciu r/r na poziomie 1,0% w 2018 r., 1,3% w 2019 r. i 1,5% w 2020 r. Trzeba pamiętać, że **Inflacja bazowa jest „opóźnionym wskaźnikiem”**. Przykłady poprzednich spowolnień pokazują, że wpływ poziomu wzrostu gospodarczego na poziom inflacji jest opóźniony o około rok. W związku z powyższym obecne spowolnienie dynamiki znajdzie swoje odzwierciedlenie we wskaźniku wzrostu cen bazowych dopiero w kolejnych okresach.

Nasz scenariusz zakłada wstrzymanie działań normalizujących politykę pieniężną przez Europejski Bank Centralny z uwagi na spadek tempa wzrostu gospodarczego państw Unii i umiarkowany poziom inflacji. **W związku z tym spodziewamy się utrzymania obecnych poziomów stóp procentowych przez EBC w dłuższym, nawet kilkuletnim, okresie. Przewidujemy również, że do marca br. zostanie ogłoszony nowy program TLTRO z uwagi na to, że :**

- **do czerwca 2020 r. wygaśnie program płynnościowy w wysokości ok. 400 mld euro**, co wiązałoby się z dalszym zacieśnianiem polityki monetarnej przez EBC. Powyższe może kłócić się z nowymi projekcjami EBC dotyczącymi dynamiki wzrostu PKB w strefie euro, które wg nas mogą zakładać 1,4% wzrostu w 2019 r. vs. 1,7% zgodnie z prognozami z grudnia 2018 r.

- **nowy program TLTRO mógłby stanowić kompromis pomiędzy „gołębimi”, a „jastrzębimi” członkami Rady Prezesów EBC.** Wprowadzenie nowego TLTRO mogłoby się odbyć np. przy jednoczesnym utrzymaniu stóp procentowych na obecnych poziomach .

Najważniejszym argumentem przeciwko nowemu TLTRO jest to, iż płynność na rynku pozostaje wystarczająca. Banki od dawna zdawały sobie sprawę z końca programu TLTRO i nie ma wyraźnych dowodów osłabienia akcji kredytowej, uzasadniającej taką operację. Uważamy jednak, że czynniki za wprowadzeniem nowego programu przeważają nad argumentami przeciw. **Jako najbardziej prawdopodobną opcję przewidujemy TLTRO, który pozwoli bankom rolować poprzedni program przez następne dwa-trzy lata, z jednoczesną możliwością podwyższenia stóp procentowych przez EBC.**

Uważamy, iż konsensus rynkowy od pewnego czasu zakładał już wzrastające prawdopodobieństwo braku normalizacji polityki monetarnej przez EBC. Jednocześnie, naszym zdaniem, inwestorzy zareagują na mocną zmianę nastawienia amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Oczekiwania odnośnie podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych były wyższe, więc sygnalizowane obecnie złagodzenie kursu przez Fed będzie naszym zdaniem mocniej działało na deprecjację dolara. W efekcie, **słabszy dolar powinien przelożyć się na wzrostu kursu pary walutowej EUR/USD w perspektywie najbliższego roku.**

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 jakkolwiek 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 udostępniła 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 0000011571, posiadający NIP 526-10-08-546 oraz kapitał zakładowy w wysokości 147 418 918 zł, w całości wpłacony.

