

Wbrew regułom

Polska gospodarka i rynki finansowe

Departament Analiz Ekonomicznych
Santander Bank Polska S.A.
ekonomia@santander.pl
+48 (22) 534 1887



Bank Roku 2018
w Polsce według
magazynu **The Banker**



Spis treści

■ Podsumowanie	s. 3
■ 2019: nasze prognozy po rewizji	s. 5
■ Otoczenie zewnętrzne	s. 6
■ Dywergencja Polska-Niemcy	s. 7
■ Inwestycje	s. 9
■ Rynek pracy	s. 10
■ Inflacja	s. 11
■ Polityka pieniężna	s. 12
■ Nowy pakiet fiskalny	s. 14
■ Rynek długu	s. 17
■ Rynek walutowy	s. 21
■ Polityka	s. 24
■ Tabela z prognozami	s. 25



Podsumowanie (makro)

Po trzech miesiącach roku widzimy oznaki, że spowolnienie gospodarcze się zaczęło, ale – jak zapowiadaliśmy w styczniowych Perspektywach na 2019 r. – będzie raczej umiarkowane, ze **wzrostem PKB na poziomie ok. 4%** (wobec 5,1% w 2018). Rynki finansowe rozpoczęły rok z optymizmem, ale ostatnio mocno przejmują się spowolnieniem gospodarczym w Europie. Jednak naszym zdaniem fundamenty wzrostu w strefie euro są solidne i w dalszej części roku aktywność ekonomiczna powinna się poprawiać. Szczególnie, że widać też nieśmiałe sygnały ożywienia np. w Azji. Jak do tej pory polski eksport i przemysł wykazywały zaskakującą odporność na spowolnienie w Niemczech i ta sytuacja może jeszcze trochę potrwać. Niemniej, eksport netto nie będzie raczej wspierał wzrostu gospodarczego, gdyż import powinien rosnąć szybciej od eksportu. Tymczasem, nowo ogłoszony zbiór obietnic wyborczych PiS nada nowy rozpęd konsumpcji, co zmniejsza ryzyko poważnego hamowania gospodarki. Inwestycje będą dalej rosnąć, wspierane absorpcją środków z UE i (wreszcie) rosnącymi nakładami firm, chociaż nasz optymizm co do ich dynamiki jest mniejszy niż na początku roku.

Prawo i Sprawiedliwość rozpoczęło kampanię wyborczą „z grubej rury”, ogłaszając pakiet pięciu obietnic, z terminem realizacji jeszcze przed wyborami i kosztem ok. 18 mld zł netto w tym i 30 mld zł netto w przyszłym roku. **Oznacza to zerwanie z dotychczasową strategią konsolidacji fiskalnej i może pchnąć deficyt sektora publicznego w górę do prawie 3% PKB w 2020 r.**, z niemal zbilansowanej pozycji w 2018 r. Największym zmartwieniem resortu finansów nie jest jednak limit deficytu, ale stabilizująca reguła wydatkowa, która nie przewiduje miejsca na tak szczodre wydatki. Na razie nie wiadomo w szczegółach jak rząd zamierza poradzić sobie z tym problemem, choć oczywiste wydaje się, że nastąpią działania w kierunku cięcia innych wydatków i poszukiwania nowych dochodów. Niemniej, naszym zdaniem pole manewru w obu przypadkach nie wystarczy, aby w pełni pokryć koszty „Piątki PiS”. Pozostaje trzymać kciuki, żeby nie skończyło się rozmontowaniem lub zawieszeniem reguły wydatkowej. Ważną wskazówką w tym temacie będzie to, czy minister finansów Teresa Czerwińska odejdzie ze stanowiska.

Majowe wybory do Parlamentu Europejskiego będą papierkiem lakmusowym dla partii rządzącej, wskazującym, czy ogłoszony pakiet fiskalny wystarczy, aby zapewnić sobie zwycięstwo w wyborach parlamentarnych na jesieni. **Im gorszy wynik PiS w maju, tym większe ryzyko nowej fali kosztownych obietnic w czerwcu.** Będzie to jednocześnie moment testu dla zjednoczonej opozycji. Ich porażka w wyborach europejskich może zaszkodzić jedności koalicji i ułatwić PiS wygraną na jesieni. Jak na razie PiS i Koalicja Obywatelska idą w sondażach przed wyborami do Parlamentu Europejskiego też w łeb.

Banki centralne na całym świecie wyraźnie skręcają w stronę bardziej gołębiej polityki, za sprawą słabnących perspektyw wzrostu i malejących napięć inflacyjnych. W Polsce to nie ma na razie uzasadnienia, ponieważ gospodarka jest silna, inflacja zaczyna odbijać, a rząd właśnie ogłosił pakiet fiskalny, który przesuwa balans policy-mix w stronę bardziej ekspansywną. W zasadzie **połowa członków Rady Polityki Pieniężnej wyraziła już obawy, że efekty znacznego impulsu fiskalnego mogą zagrozić stabilizacji stóp procentowych.** Niemniej, dopóki inflacja pozostaje niska (wyraźnie poniżej celu 2,5%), a wybory parlamentarne przed nami, dopóty znacząca zmiana oficjalnej retoryki banku centralnego jest mało prawdopodobna. Jak dotąd, jedno wydaje się jasne – temat ewentualnej obniżki stóp procentowych stał się na razie nieaktualny.

Tymczasem, **inflacja weszła na początku roku na ścieżkę wzrostową, zgodnie z naszymi przewidywaniami, i wydaje się, że jest na dobrej drodze aby pod koniec roku zbliżyć się do 2,5%.** Przyspieszyły ceny towarów i usług niepodlegających wymianie międzynarodowej i naszym zdaniem ten trend będzie kontynuowany, ponieważ koszty operacyjne firm rosną nadal w szybkim tempie, marże się kurczą, napływ migrantów zarobkowych zwolnił, a na horyzoncie widnieje nowy impuls konsumpcyjny.



Podsumowanie (ryniki)

Rynek walutowy

Na początku kwietnia, EURPLN jest blisko poziomu na jakim zakończył 2018, ale porównując z innymi walutami z rynków wschodzących, złoty jest czwartą najsłabszą walutą do euro i dolara. W naszej ocenie, w obecnych warunkach, złotemu trudno może być zyskiwać. Sądzymy, że jest ryzyko, iż niebawem rozpocząć się może korekta na giełdach. Popyt na ryzykowne aktywa może być też pod presją niepewności związanej z Brexitem. W dalszej części roku, kiedy oczekujemy, że oznaki ożywienia w strefie euro będą wyraźniejsze, złoty może zyskiwać. Podtrzymujemy też pogląd, że EURUSD w tym roku wzrośnie, a retoryka RPP będzie mniej gołębia, co też powinno być pozytywne dla krajowej waluty.

Rynek stopy procentowej

W kolejnych miesiącach będziemy obserwować spadki rentowności obligacji w niewielkiej skali. Uważamy, że obecnie nie ma już dużo miejsca dla silnego spadku rentowności. Naszym zdaniem zniżki rentowności obligacji zakończą się wraz z początkiem III kw. 2019, kiedy to eskalacja kampanii wyborczej może negatywnie wpłynąć na krajowy rynek obligacji skarbowych. W perspektywie końca roku widzimy możliwość dalszego wzrostu rentowności jako reakcję na oczekiwaną poprawę perspektyw gospodarczych w Europie. Skala podwyżek nie powinna jednak prowadzić przesunięcia się rentowności obligacji 10L istotnie powyżej 3%.



2019: Nasze prognozy po rewizji

Wskaźnik	Nasza prognoza w styczniu	Nasza prognoza teraz
PKB	Cykl ekonomiczny jest już dojrzały i w kolejnych kwartałach wzrost PKB będzie stopniowo zwalniał, nadal jednak utrzymując się powyżej poziomu potencjalnego.	Ocena w zasadzie aktualna, chociaż lekko podnosimy prognozę PKB z 3,8% do 4,1% średnio w 2019 r.
Struktura PKB	Konsumpcja nadal najważniejszym motorem, chociaż lekko spowolni za sprawą osłabienia wzrostu realnych dochodów gosp. domowych. Kontynuacja wzrostu inwestycji, głównie dzięki publicznym wydatkom na infrastrukturę. Eksport netto ponownie na lekkim minusie.	Piątka PiS wzmocni konsumpcję, przez co jej dynamika nie spowolni. Inwestycje będą rosły, ale wolniej niż myśleliśmy na początku roku (wobec słabszych planów inwestycyjnych w samorządach i możliwych cięciach wydatków w budżecie centralnym). Eksport netto nawet nieco bardziej ujemny niż zakładaliśmy.
Rynek pracy	Gospodarka potrzebuje nowych etatów jeśli ma rosnąć w tempie ok. 4%, więc niedobór pracowników się utrzyma. Wyczerpane krajowe zasoby pracy sprawiają, że jesteśmy zależni od napływu pracowników z zagranicy. Wzrost płac pozostanie wysoki, ale raczej nie przyspieszy znacząco za sprawą ciągłego napływu migrantów, spowolnienia PKB, presji na wyniki firm i (później) wprowadzenia PPK.	Napływ migrantów zarobkowych zaczął spowalniać wcześniej niż zakładaliśmy. Przyspieszenie wzrostu płac tym bardziej prawdopodobne.
Inflacja	Wciąż spodziewamy się odwrócenia tendencji w CPI, jako że wszystkie warunki konieczne do wzrostu cen są spełnione. Rząd zatrzyma podwyżki cen prądu, ale inne czynniki pchną w górę koszty działania firm, co, biorąc pod uwagę zaawansowaną już kompresję marż, skieruje inflację bazową w kierunku 2,5%. Wzrost inflacji będzie jednak dość powolny.	Bez zmian.
Polityka pieniężna	RPP jasno zasygnalizowała, że będzie bardzo tolerancyjna dla odchyłeń inflacji od celu, przynajmniej tak długo, jak nie pojawi się trwały wzrostowy trend inflacji bazowej. Oznacza to, że 2019 r. będzie kolejnym rokiem ze stabilnymi stopami.	Bez zmian.
Polityka fiskalna	Perspektywy makro są solidne, więc ryzyka nie są znaczne. Projekt budżetu jest oparty o realistyczne założenia i nie zakłada znacznej ekspansji fiskalnej, mimo że 2019 r. to rok wyborczy.	Obietnice wyborcze PiS oznaczają odwrót od strategii konsolidacji fiskalnej i ryzyko zerwania kotwicy w postaci stabilizującej reguły wydatkowej.
Rynek stopy procentowej	Rentowności polskich obligacji pozostaną na niskim poziomie przez większość 2019 r., głównie ze względu na inflację pozostającą poniżej celu NBP, spowolnienie wzrostu PKB w całym 2019 r. oraz nadal niewysoką podaż obligacji.	Zwrot w polityce fiskalnej uzasadnia wyższą premię za ryzyko, ale trendy na rynkach bazowych spychają rentowności w dół. Lekkie odbicie możliwe w dalszej części roku jeśli osłabną sygnały globalnego spowolnienia.
Rynek walutowy	Wolniejszy wzrost gospodarczy i podwyżki stóp Fed mogą ciężać złotemu na początku roku. Później, EURPLN może nieco spaść m.in. pod wpływem umocnienia euro do dolara.	Bez zmian.



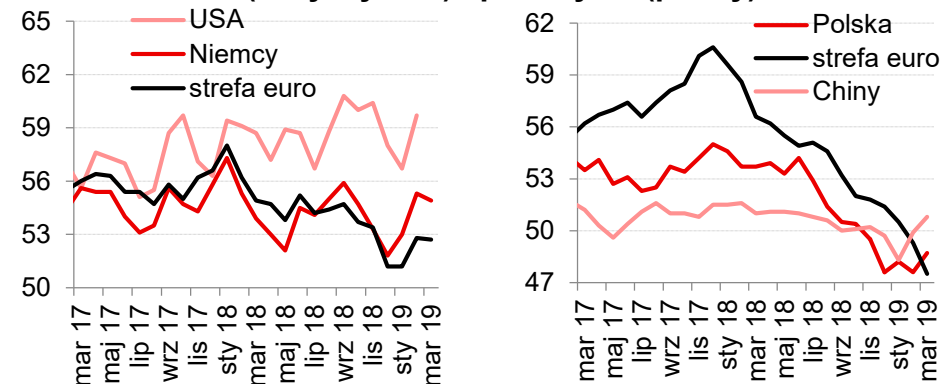
Otoczenie zagraniczne: blisko dna?

Na początku roku perspektywy globalnego wzrostu nadal się pogarszały, w tym szczególne obawy wzbudzała kondycja strefy euro. W marcu OECD dokonał dużych rewizji w dół prognozy wzrostu PKB w strefie euro, do 1% w 2019 (z 1,8% wskazanych w listopadzie) i do 1,2% w 2020 (wcześniej 1,6%). Najostrzej potraktowano prognozy dla Niemiec i Włoch. Jako powód wskazano słabość handlu zagranicznego oraz niepewność globalną i polityczną. Osłabł też wzrost kredytu. EBC również obniżył w marcu swoje prognozy wzrostu dla strefy euro, a przy tym postanowił opóźnić swoje plany zacieśnienia polityki pieniężnej i uruchomił kolejne operacje TLTRO, żeby pobudzić kredyt. Prognozy Santander dla PKB strefy euro również poszły w dół w marcu: do 1,3% w 2019 (z 1,9%) i do 1,7% w 2020 (z 1,9%).

Choć wiele banków centralnych i inwestorów obrasta w pesymizm, uważamy, że z fazy cięcia prognoz wejdziemy wkrótce w fazę stabilizacji. Co prawda główne spory handlowe nie zostały zakończone (USA i Chiny miały zakończyć wojnę handlową jeszcze w marcu, Parlament Europejski nie wyraził zgody na negocjacje handlowe z USA), ale za to popyt krajowy strefy euro pozostaje solidny a wśród europejskich danych zaczęły się pojawiać pozytywne niespodzianki, np. w niemieckiej sprzedaży detalicznej, eksporcie, imporcie, produkcji wraz z rewizjami w górę ich poprzednich odczytów. Odbiły też nowe zamówienia w niemieckim przemyśle samochodowym. Wskaźniki ZEW i Ifo zdają się wychodzić już z dołka, choć przemysłowy PMI nadal wieści zapaść.

Jeśli założymy, że niedawna obniżka VAT w Chinach zapobiegnie poważnemu spowolnieniu w tym kraju i że Brexit uda się przełożyć o co najmniej rok, to możemy znaleźć się w środowisku całkiem stabilnego wzrostu, choć niższego niż zakładano kwartał temu. Trzymajmy kciuki.

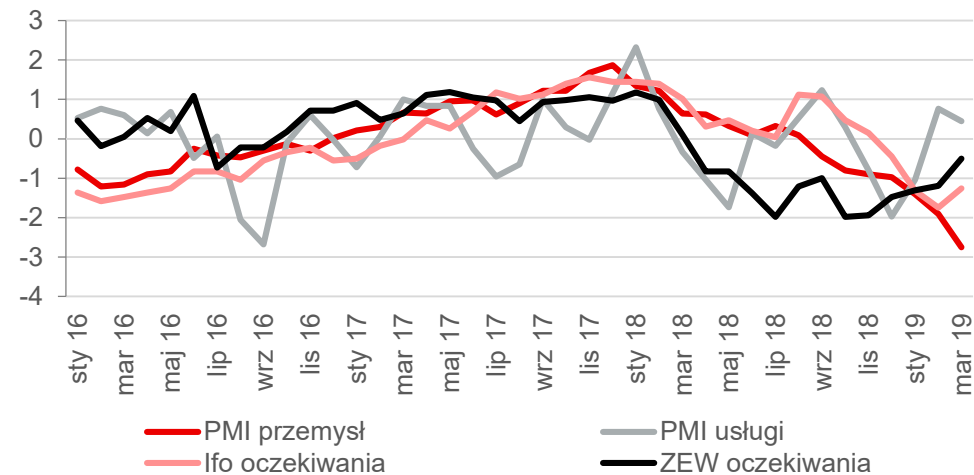
Wskaźniki nastrojów biznesowych PMI/ISM w usługach (lewy wykres) i przemyśle (prawy)



Źródło: Bloomberg, Markit, ISM, Santander

Źródło: Bloomberg, Markit, Santander

Wskaźniki koniunktury dla Niemiec, wystandaryzowane



Źródło: Bloomberg, Markit, Santander



Dywergencja Polska-Niemcy: czy może trwać? (1/2)

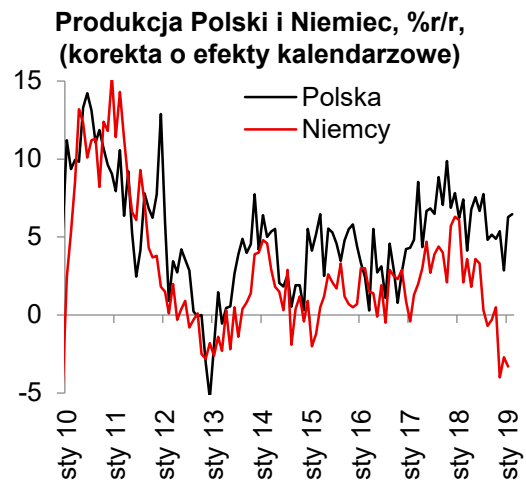
Ścieżki dynamiki polskiej i niemieckiej produkcji i eksportu wyraźnie się rozeszły. Luka we wzroście produkcji osiągnęła historycznie duże rozmiary. Zwykle korelacja jest wysoka ze względu na silne powiązania handlowe (Niemcy to główny odbiorca polskich towarów i główny dostawca kraju, Polska przyjmuje 4% niemieckiego eksportu i jest czwartym największym dostawcą Niemiec), które sprawiają, że oba kraje mają zbliżone cykle koniunkturalne. Ale ich wskaźniki aktywności ekonomicznej mogą się czasami rozejść, jak teraz.

W 2012-2013 dynamika polskiego eksportu uniknęła wyhamowania przez spowolnienie w Niemczech (i strefie euro), dzięki ukierunkowaniu się bardziej na kraje regionu i wschodnich sąsiadów. Przełożyło się to też na szybszy wzrost produkcji niż w Niemczech. Tym razem powodem rozejścia się ścieżek jest najwyraźniej siła polskiego popytu wewnętrznego raczej niż dywersyfikacja w handlu (ta również działa, ale na mniejszą skalę).

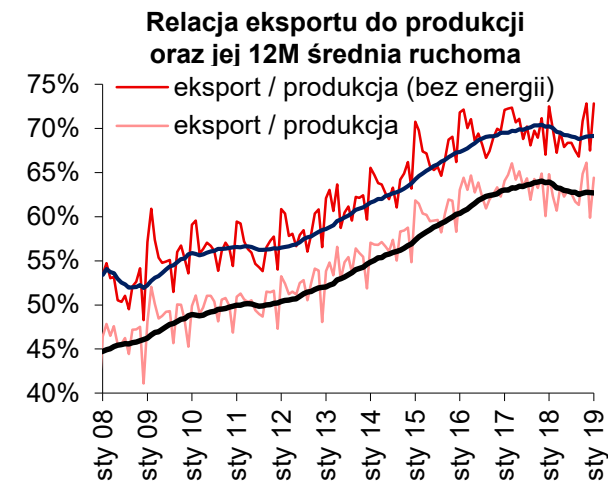
W 2018 r. po raz pierwszy od wielu lat doszło do spadku relacji wartości eksportu do produkcji, co sygnalizuje rosnące znaczenie rynku krajowego względem popytu zewnętrznego.

Co więcej, krajowa część książki zamówień polskiego przemysłu rośnie szybciej niż zamówienia z zagranicy. Dane GUS pokazują, że tempo wzrostu łącznej wartości nowych zamówień przewyższa wzrost składnika opisującego zamówienia nie-krajowe. W marcu wystąpiła najwyższa w historii różnica między wskaźnikami ESI opisującymi zamówienia w przemyśle ogółem i same zamówienia eksportowe.

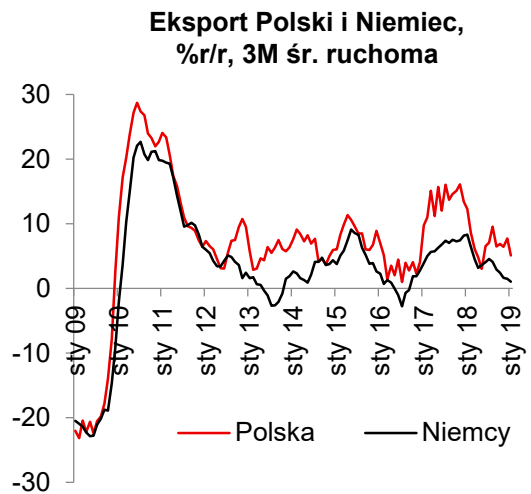
Luka w aktywności gospodarczej między Polską a Niemcami może się zatem utrzymać przez kolejny rok za sprawą silnego popytu krajowego w Polsce, który wspierany będzie pakietem fiskalnym, ewentualnie luka zacznie się kurczyć dzięki odbiciu w Niemczech). Ale są też inne powody do jej trwania.



Źródło: GUS, Eurostat, Santander



Źródło: GUS, NBP, Santander



Źródło: Bloomberg, Santander



Źródło: GUS, Santander

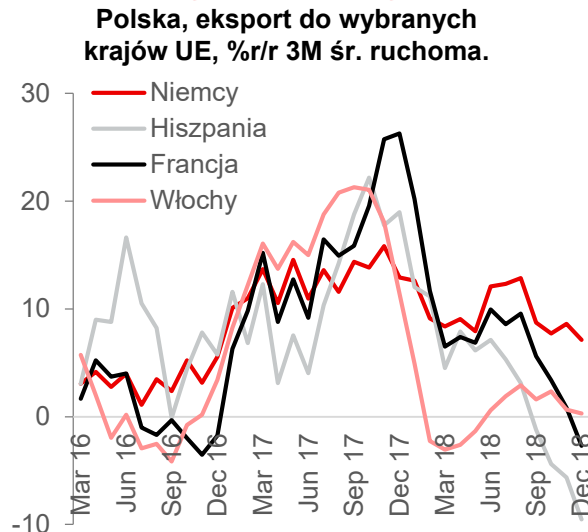


Dywergencja Polska-Niemcy: czy może trwać? (2/2)

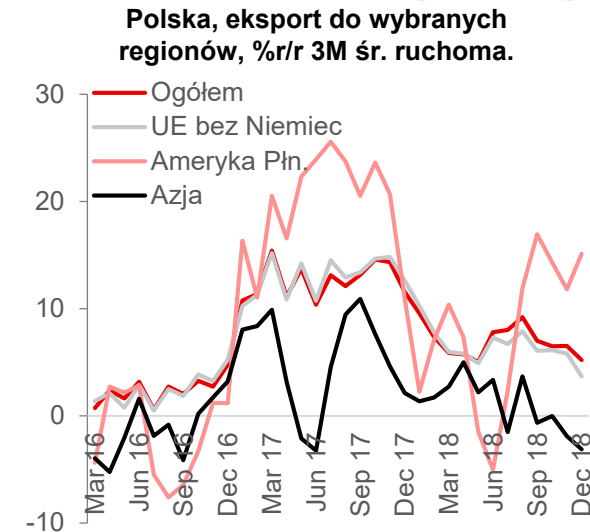
Wzrost polskiego eksportu wygląda całkiem dobrze w obliczu spowolnienia w strefie euro. Choć prognozy wzrostu Niemiec zostały obniżone, popyt tego kraju na polskie towary pozostaje mocny. Niemcy osłaniają Polskę od istotnego wyhamowania w eksporcie, podczas gdy pozostałe kluczowe gospodarki UE grają w przeciwną stronę. Wsparciem jest też popyt z obu Ameryk (w sumie otrzymują 5% polskiego eksportu), za to zmniejsza się już w ujęciu r/r strumień towarów do Azji.

Dane handlowe z lat 2008-2010 pokazują, że polskie firmy potrafią zwiększyć swój udział w rynkach strefy euro a szczególnie Niemiec w czasie spowolnienia/recesji w Europie. Takie okresowe wzrosty na wykresie udziału Polski w niemieckim imporcie są widoczne zwłaszcza w handlu dobrami konsumenckimi: trwałymi i półtrwałymi. Może to być przejaw substytucji tańszymi odpowiednikami w okresach kiedy znaczenia nabiera pilnowanie wydatków, szczególnie jeśli chodzi o duże pozycje wydatkowe. Zgodnie z tą hipotezą obserwujemy mniej niż proporcjonalną reakcję polskiej produkcji konsumenckich dóbr trwałych na obecne spowolnienie w strefie euro. Do tego dokłada się pozytywny trend w obecności Polski na rynkach strefy euro, np. w zakresie konsumpcyjnych dóbr nietrwałych. Poza tym, w 2018 doszło do czterokrotnego wzrostu polskiego udziału (który zwykle wynosił 2-3%) w niemieckim rynku pojazdów o przeznaczeniu przemysłowym.

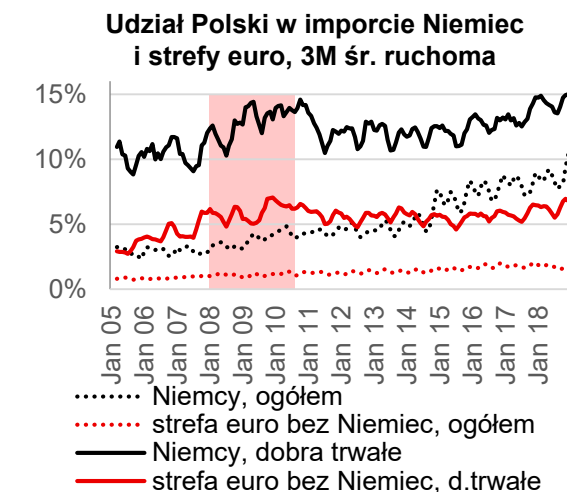
To daje nam kolejną podpowiedź co do przyczyn omawianej dywergencji – niemiecka gospodarka cierpi z powodu słabości sektora eksportowego, natomiast jej popyt wewnętrzny pozostaje dość silny, prowadząc do stabilnego popytu na produkty finalne dla konsumentów, których Polska jest ważnym europejskim dostawcą, podczas gdy znaki osłabienia koniunktury ujawniają się w popycie na dobra pośrednie.



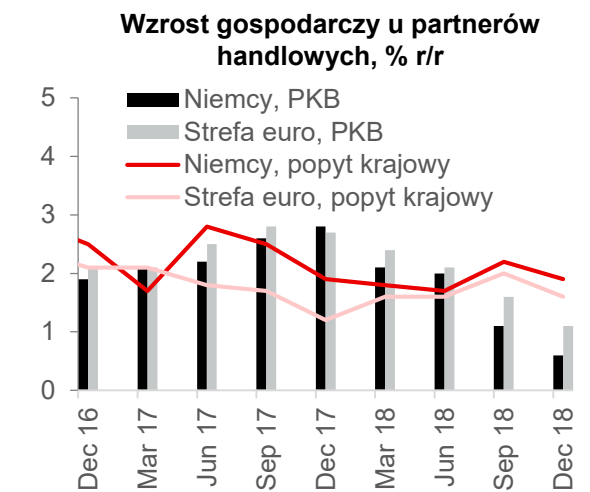
Źródło: Eurostat, Santander



Źródło: Eurostat, Santander



Źródło: Eurostat, Santander



Źródło: Bloomberg, Santander



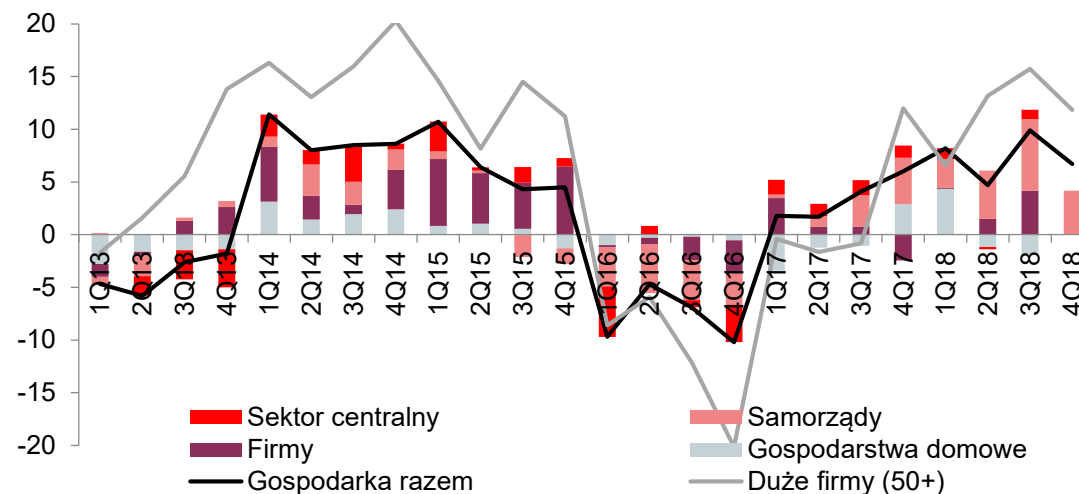
Inwestycje: bardziej prywatne, ale wolniejsze

Zrewidowaliśmy nieco w dół naszą prognozę inwestycji na 2019, biorąc pod uwagę słabszy wynik za IV kw. 2018 i nowy pakiet fiskalny. Nadal uważamy, że wysokie wykorzystanie środków unijnych będzie wspierać aktywność inwestycyjną w tym roku. Według nas, w 2019 inwestycje finansowane ze środków z UE zanotują szczyt w ujęciu nominalnym, a ich wkład do wzrostu może być mniejszy niż w 2018.

Wygląda na to, że wzmożona aktywność samorządów, która była głównym źródłem wzrostu inwestycji w 2018 traci impet. Na 2019 samorzady zaplanowały inwestycje mniejsze niż te zrealizowane w 2018. Biorąc pod uwagę, że realizacje są zazwyczaj niższe od planów, nie wykluczamy, że inwestycje samorządów mogą spaść o nawet o 10% r/r. Do niedawna mieliśmy nadzieję, że ten ubytek zostanie skompensowany wyższymi nakładami z budżetu centralnego, a styczniowe dane o inwestycjach centralnych były całkiem obiecujące. Teraz jesteśmy mniej optymistyczni: Ministerstwo Finansów będzie szukało możliwości cięcia wydatków, by zrobić miejsce na hojny pakiet fiskalny i inwestycje mogą być pierwszym wyborem.

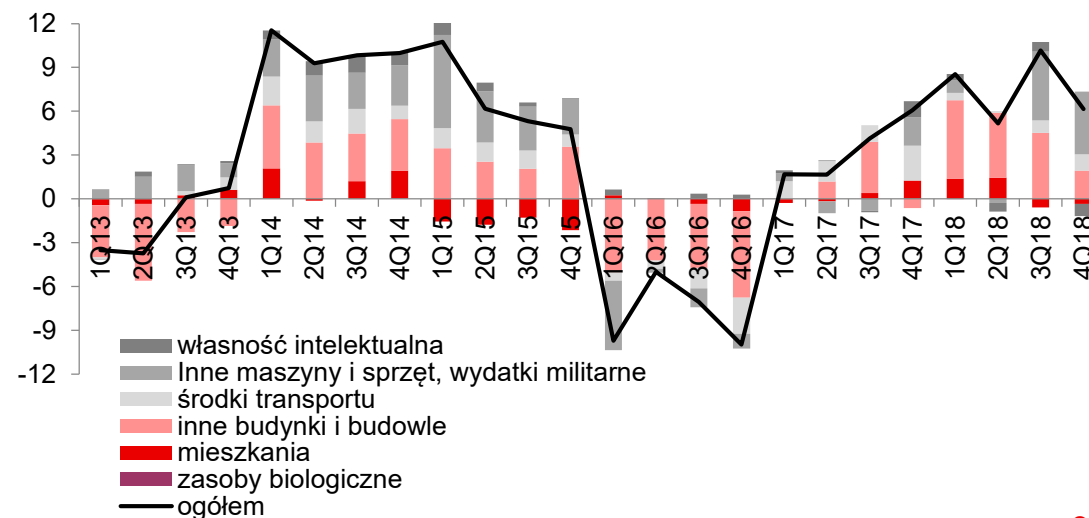
Dane za III kw. 2018 pokazały solidne odbicie inwestycji prywatnych (10% r/r). Rozbicie za IV kw. nie jest jeszcze dostępne, ale struktura aktywów pokazała mocne wyniki nakładów na maszyny oraz urządzenia, które są mocno skorelowane z inwestycjami przedsiębiorstw. Dynamika nakładów inwestycyjnych w dużych firmach spowolniła w stosunku do III kw., ale pozostała solidna. Sądzymy, że w 2019 inwestycje prywatne mogą rosnąć szybciej niż zakładaliśmy dotychczas, chociaż większość danych ankietowych pokazuje obecnie spowolnienie.

Dekompozycja wzrostu inwestycji wg sektorów



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Dekompozycja wzrostu inwestycji wg aktywów



Źródło: GUS, Eurostat, Santander



Rynek pracy: czy Polska wciąż wabi Ukraińców?

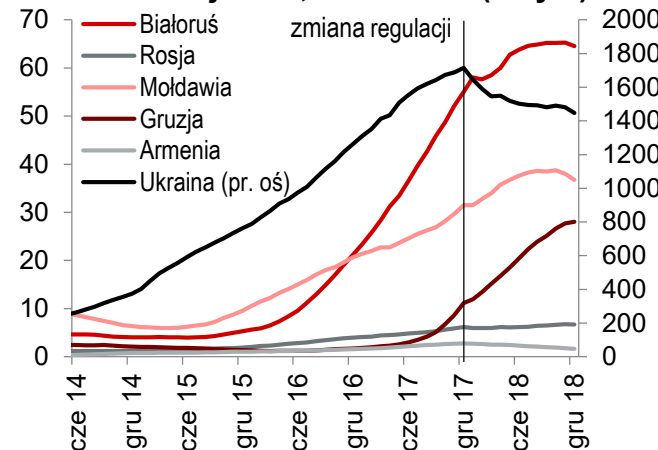
Napływ siły roboczej z Ukrainy złagodził problemy braku rąk do pracy w Polsce. NBP ocenił, że napływ Ukraińców podbijał w latach 2014-2017 wzrost liczby pracujących do 1,8-2,7% zamiast wykazywanych w BAEL 0,7-1,9%. Natomiast w 2018 r. ten pozytywny efekt już nie wystąpił. Poddajemy w wątpliwość dalszy wzrost zasobów ukraińskiej siły roboczej w Polsce.

IV kw. 2018 r. był pierwszym kwartałem od sześciu lat bez wzrostu liczby Ukraińców odprowadzających składki do ZUS, co sugeruje, że ich napływ osłabł. Z drugiej strony, nadal solidnie rosną statystyki ruchu granicznego z Ukrainą i nie ma sygnałów, aby coraz częściej krajem docelowym przekraczających polską granicę cudzoziemców były inne kraje UE, np. Niemcy czy Czechy (bariera językowa i lokalne regulacje działają przeciwko takiemu przekierowaniu przepływu Ukraińców).

Polska jest teraz relatywnie mniej atrakcyjna dla Ukraińców niż była w 2014 i 2015 w porównaniu z opcją pozostania na rodzimym rynku pracy. Ukraina wyszła już z głębokiej recesji i przez ostatnie trzy lata jej gospodarka była w stanie generować ponad 10-proc. podwyżki płac (w ujęciu realnym) a Ukraińcy nie są już wypychani za granicę przez niedostateczny krajowy popyt na pracę. Dwa lata temu polska płaca przeciętna przeliczona na hrywny była 5-6 razy większa niż na Ukrainie. Teraz jest to czterokrotność a pamiętajmy, że gra toczy się o nakłonienie do przyjazdu nowych osób a nie tylko o zapewnienie, żeby powrócili ci, którzy już w Polsce pracowali (bezwizowe pozwolenie na pracę działa przez dziewięć miesięcy w roku) – intuicyjnie, kraj goszczący powinien raczej zwiększać zachętę niż ją osłabiać.

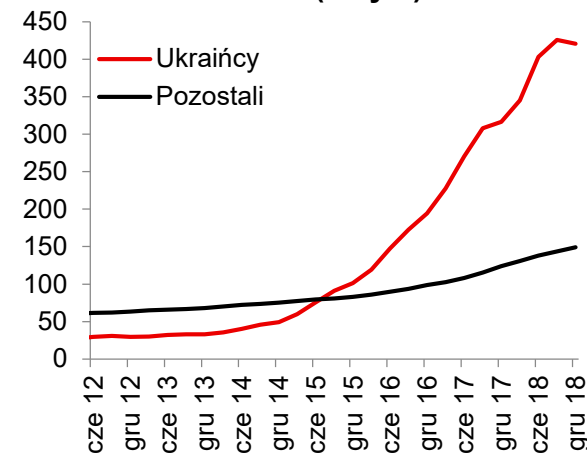
Co więcej, kurs walutowy UAHPLN przestał wspierać skłonność do migracji. Kurs spadał przez dekady, a szczególnie w okresie wzmożonego napływu Ukraińców na polski rynek pracy od 2014 r., podbijając dodatkowo ich dochody osiągnięte w Polsce przy transferowaniu ich do domu. Ale w 2018 r. kurs już nie spadał. Zaczynający pracę na przełomie 2017/2018 dostawali na koniec ub.r. o 10% mniej po przeliczeniu na hrywny (zakładając brak podwyżki w zł).

Oświadczenia o zatrudnieniu obcokrajowca, suma 12M (w tys.)



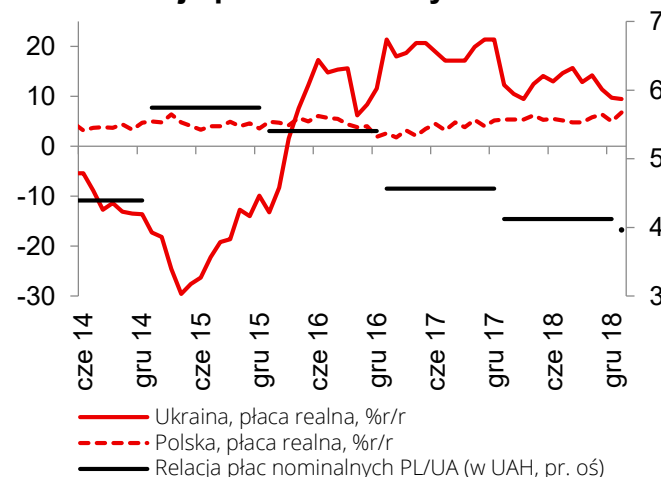
Źródło: GUS, Santander

Obcokrajowcy opłacający składki ZUS (w tys.)



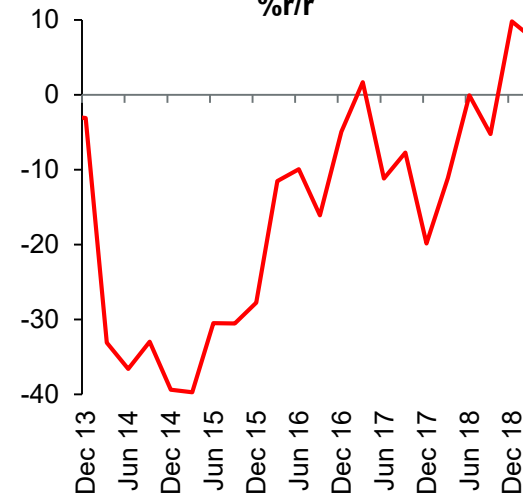
Źródło: ZUS, Santander

Średni wzrost płacy realnej, %/r i relacja płac nominalnych w UAH



Źródło: Bloomberg, Santander

Kurs walutowy UAHPLN, %/r



Źródło: Bloomberg, Santander



Inflacja: miary bazowe w górę

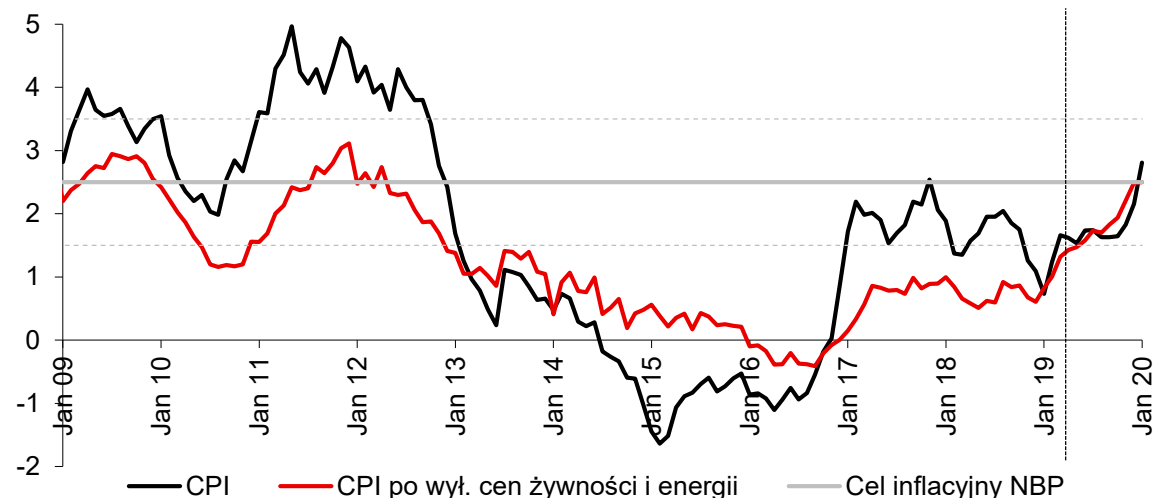
W I kw. 2019 r. inflacja zachowywała się mniej więcej zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Spodziewaliśmy się przyspieszenia w kategoriach niepodlegających wymianie międzynarodowej ze względu na presję na rynku pracy. Wzrost cen w tej kategorii okazał się nawet szybszy niż oczekiwaliśmy, w szczególności mocno podrożały usługi. Spodziewamy się dalszej presji w tej kategorii.

Inflacja niebazowa obniżyła się w styczniu 2019 r. wobec obniżenia cen elektryczności o ok. 7% w wyniku ustawy rządowej. Jeśli zaś chodzi o żywność, na początku widoczna jest presja na wzrost cen warzyw i zbóż – pokłosie zeszłorocznej suszy. Wyższe od oczekiwań są też ceny drobiu i cukru. Naszym zdaniem wzrost cen żywności może jeszcze nieco przyspieszyć w kolejnych miesiącach, choć warunki pogodowe w tym roku będą kluczowe dla ewolucji cen w ostatnich dwóch kwartałach.

Nieco zrewidowaliśmy swoje oczekiwania co do cen dóbr podlegających wymianie międzynarodowej. Niższa dynamika na przełomie 2018 i 2019 (niższe ceny samochodów) oraz obniżenie prognoz inflacyjnych EBC sugerują obniżenie prognozowanej przez nas ścieżki. Obecnie znajduje się ona nieco poniżej zera, chociaż w porównaniu historycznym wciąż prezentuje się względnie wysoko.

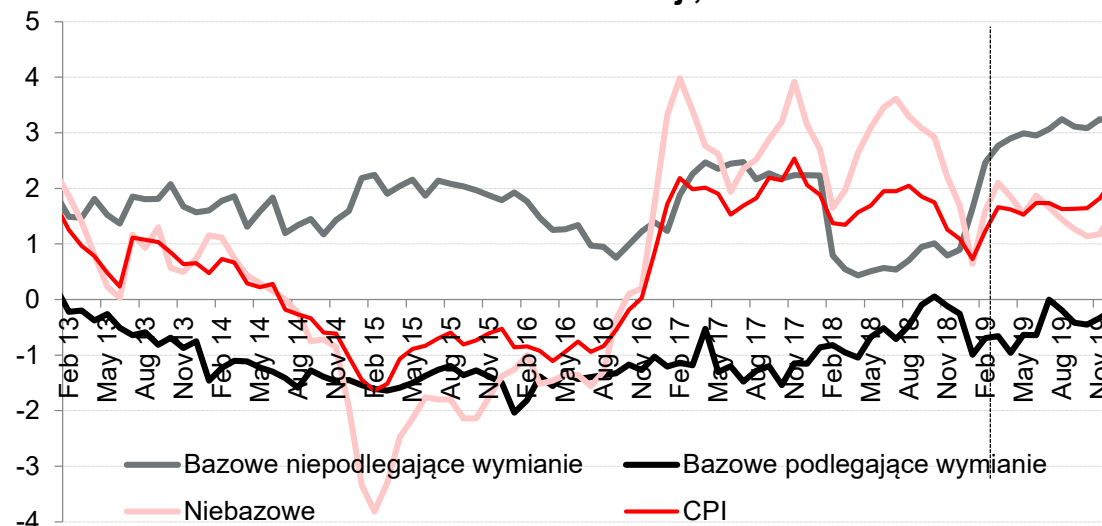
Ogólnie, spodziewamy się, że inflacja wyniesie średnio 1,7% a pod koniec roku zbliży się do 2,5%.

CPI a cel NBP, % r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander

Struktura inflacji, % r/r



Source: GUS, Eurostat, Santander



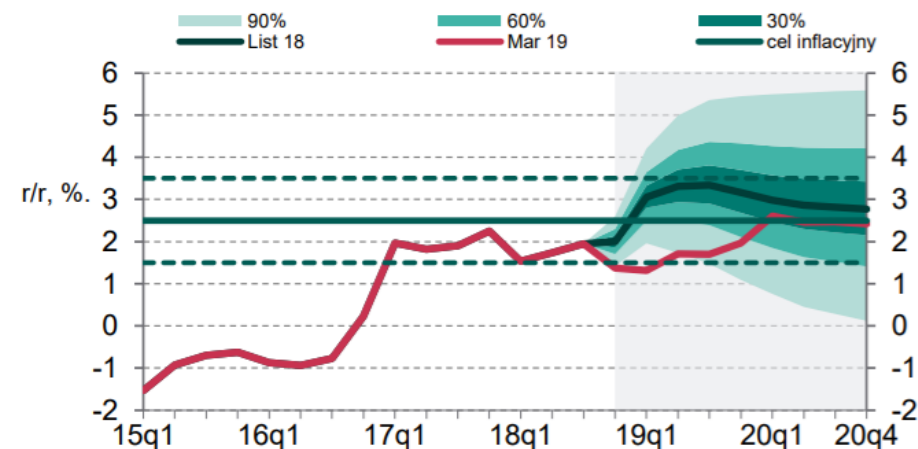
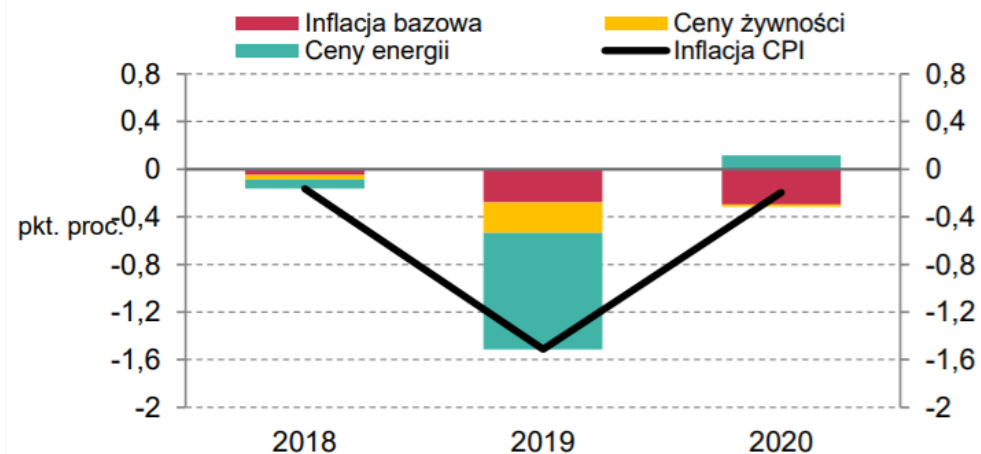
Polityka pieniężna: oaza stabilności

Banki centralne na całym świecie wyraźnie skręcają w stronę bardziej gołębiej polityki, za sprawą słabnących perspektyw wzrostu i malejących napięć inflacyjnych. W Polsce to nie ma na razie uzasadnienia, ponieważ gospodarka jest silna, inflacja zaczyna odbijać w górę, a rząd właśnie ogłosił pakiet fiskalny, który przesuwa balans policy-mix w stronę bardziej ekspansywną. Niemniej, bank centralny zachowuje spokojną postawę, deklarując długi okres stabilności stóp (wg prezesa Głapińskiego nawet do 2022 r.)

Nowa projekcja NBP opublikowana na początku marca pokazała wyższą ścieżkę PKB i niższą inflację niż w poprzedniej edycji. Niższa inflacja to nic dziwnego, ponieważ listopadowa prognoza bazowała na nierealistycznym założeniu mocnego wzrostu cen energii przed wyborami. Podwyższenie prognoz PKB wynika z uwzględnienia wpływu obietnic wyborczych PiS. Wg banku centralnego inflacyjny efekt tych obietnic będzie znikomy.

Prezes NBP podkreślił na ostatniej konferencji prasowej, że nowy pakiet fiskalny nie zmienia perspektyw polityki pieniężnej. Niemniej, ostatnie wypowiedzi członków RPP wskazują, że Rada jest w tej kwestii mocno podzielona. Połowa członków RPP wyraziła już obawę, że efekty znacznego impulsu fiskalnego mogą zagrozić stabilizacji stóp procentowych (zob. na następnej stronie). Jednak naszym zdaniem dopóki inflacja pozostaje nisko (wyraźnie poniżej celu 2,5%), a wybory parlamentarne przed nami, dopóty znacząca zmiana oficjalnej retoryki banku centralnego jest mało prawdopodobna. Sytuacja może zrobić się ciekawsza pod koniec br., kiedy CPI i inflacja bazowa zbliżą się do celu 2,5%. Ale jak na razie stabilizacja jest dominującym hasłem w polityce monetarnej. Jednocześnie, wydaje się jasne, że temat ewentualnej obniżki stóp procentowych stał się na razie nieaktualny.

Zmiana projekcji inflacyjnej – marzec wobec listopada



Źródło: NBP

Polityka pieniężna: impuls fiskalny nie bez znaczenia?

Wypowiedzi członków RPP po ogłoszeniu obietnic wyborczych PiS:

Grażyna Ancyparowicz, 26/03 Bloomberg

Nie jestem już przekonana, że będziemy w stanie zagwarantować stabilność stóp w obliczu tak agresywnej polityki fiskalnej. Plany fiskalne rządu są niebezpieczną kumulacją wydatków w krótkim okresie i nie wiadomo co jeszcze może zostać obiecane.

Jerzy Osiatyński, 25/03 PAP

Pakiet fiskalny tworzy ryzyko, że inflacja wzrośnie szybciej niż się to prognozuje, dlatego nie można już zakładać, że stopy pozostaną stabilne nawet do końca tego roku.

Kamil Zubelewicz, 25/03 PAP

Trudno oczekiwać, by skumulowanie wpływu pakietu fiskalnego skutkowało zmianą polityki pieniężnej w Polsce, choć stopy proc. powinny być wyższe. Z uwagi na fakt, iż pakiet fiskalny zmniejsza ryzyko stagnacji w Polsce, spekulacje na temat obniżek stóp proc. w ciągu następnych 3 lat stają się jałowe.

Jerzy Żyżyński, 25/03 PAP

Wprowadzenie pakietu fiskalnego nie przekreśla scenariusza hipotetycznej obniżki stóp procentowych, ani nie przybliża scenariusza ich podwyżki. Polska posiada przestrzeń do obniżek stóp procentowych, ale jest ona niewielka – 25 do góra 50 pb.

Eugeniusz Gatnar, 21/03 PAP

Biorąc pod uwagę policy mix, pakiet fiskalny będzie nas mobilizował do tego, aby pod koniec roku pomyśleć o lekkim zacieśnieniu polityki pieniężnej. Moim zdaniem impuls fiskalny zamyka dyskusję na temat obniżania stóp procentowych lub wykorzystania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

Łukasz Hardt, 14/03 Bloomberg

W związku z zaproponowanym przez rząd impulsem fiskalnym, który może podbić inflację, trudno wykluczyć potrzebę rozważenia zacieśnienia polityki monetarnej w 2020 r.

Adam Glapiński, 13/03, 06/03 PAP

Zapowiedziany przez rząd pakiet fiskalny nie ma wpływu na ścieżkę stóp procentowych i nie zwiększa prawdopodobieństwa ich podwyżki (..) Niewykluczone, że stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca kadencji RPP, czyli do 2022 r. Pogorszenie koniunktury w nadchodzących latach nie będzie wymagało zmiany stóp procentowych i nie ma perspektyw na użycie instrumentów niestandardowych.

Rafał Sura, 26/02 Bloomberg

Plan (PiS) nie zmienia opinii o stabilności stóp. Pakiet nie będzie miał znaczącego wpływu na ceny. Spowolnienie gospodarcze w Polsce nie będzie wymagało cięć stóp, ale przestrzeń do hipotetycznego złagodzenia polityki pieniężnej istnieje mimo planu fiskalnego.

Konsensus PAP: gołębie i jastrzębie w RPP

Konsensus PAP dotyczący nastawienia poszczególnych członków RPP do zmian w polityce pieniężnej

Konsensus powstał w oparciu o prognozy 15 ekonomistów zbierane przez PAP Biznes w dniach 13-18.03.2019 r.

● konsensus z marca '19
○ konsensus z grudnia '18

nastawienie:

5 - jastrzębie

3 - neutralne

1 - gołębie

Pakiet fiskalny nie zmienia perspektyw polityki pieniężnej.

Nie można zagwarantować stabilności stóp procentowych.

Kamil Zubelewicz	Eugeniusz Gatnar	Łukasz Hardt	Jerzy Osiatyński	Grażyna Ancyparowicz	Rafał Sura	Jerzy Kropiwnicki	Adam Glapiński	Jerzy Żyżyński	Eryk Łon
4,9	4,5	3,7	2,9	2,8	2,6	2,3	1,8	1,7	1,1
-	-0,2	-	-	-0,1	-	-0,1	-0,1	+0,6	-0,1

Źródło: PAP Biznes

pap biznes



Nowy pakiet fiskalny: impuls konsumpcyjny

23 lutego PiS przedstawiło swój nowy pakiet przedwyborczy. Program zakłada: (1) rozszerzenie dodatku 500+ na wszystkie dzieci (obecnie pierwsze dziecko jest objęte świadczeniem po spełnieniu progu dochodowego), (2) jednorazowy bonus dla emerytów o wartości 1100 zł, (3) brak podatku PIT dla pracowników w wieku do 26 lat (w pierwszym progu podatkowym), (4) obniżenie podatków: niższa pierwsza stawka PIT, wyższe koszty uzyskania przychodu, (5) przywrócenie publicznych połączeń autobusowych. Szczegóły opisaliśmy w naszym [Komentarzu ekonomicznym](#).

Rząd zapowiedział wypłatę trzynastej emerytury w maju, 500+ na pierwsze dziecko w lipcu i wprowadzenie obniżki podatków jesienią. Co do obniżki podatków, to raczej spodziewamy się przygotowania jej jesienią i wejścia w życie od początku 2020 ze względów praktycznych. Niepewność dotyczy też premii emerytalnej – politycy PiS wielokrotnie twierdzili, że będzie ona coroczna, o ile wygrają wybory. Szkopuł w tym, że projekt budżetu na 2020 r. musi pojawić się przed wyborami na jesieni i dość trudno będzie wytłumaczyć opinii publicznej brak środków na to świadczenie.

Szacujemy, że wpływ nowego programu fiskalnego na wzrost PKB wyniesie ok. 0,2 punktu procentowego w 2019 i 2020 r. Konsumpcja prywatna przyspieszy naszym zdaniem o 0,6 punktu procentowego w 2019 r. i o 0,4 pp w 2020 r. Są to dość ostrożne szacunki, zakładające, że nowe transfery przynajmniej częściowo zostaną sfinansowane cięciami w innych kategoriach budżetowych.

Oszacowania kosztu pakietu fiskalnego, mld zł

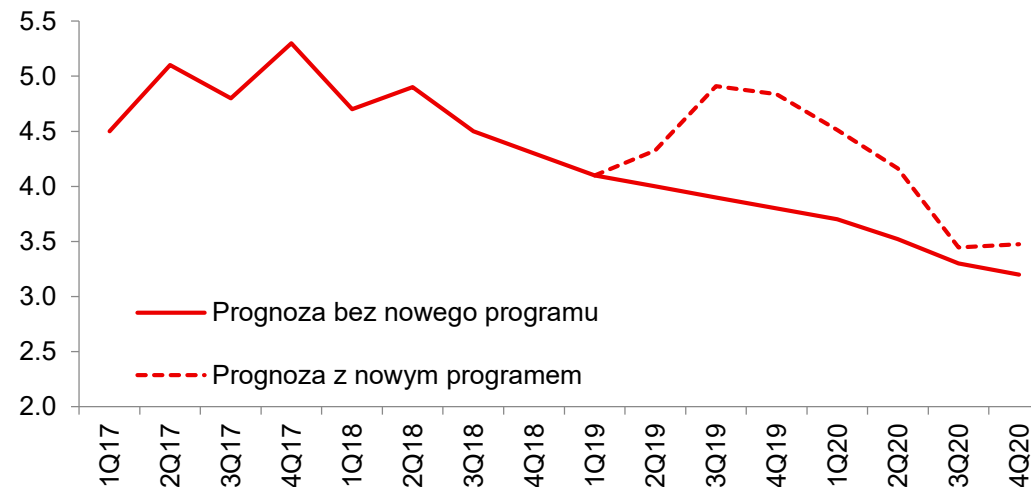
	Wariant bazowy*		Wariant maks**	
	2019	2020	2019	2020
Rozszerzenie 500+	9.2	18.5	9.2	18.5
13. emerytura	10.2	-	10.2	10.5
Zero PIT dla młodych	-	2.5	1.2	2.5
PIT 17%	-	8.0	3.0	8.0
Wyższe koszty uzyskania przychodu	1.7	3.5	1.7	3.5
Autobusy	-	1.0	0.5	1.0
Razem brutto	21.1	33.5	25.8	44.0
Wróci w podatkach	3.0	4.0	4.0	6.0
Razem netto, mld zł	18.1	29.5	22.0	38.0
Net total (% GDP)	0.8%	1.3%	1.0%	1.6%

* Wariant bazowy to ten uznany przez nas za najbardziej prawdopodobny

** W wariantcie bazowym zakładamy wprowadzenie wszystkich działań w połowie 2019 i ponowną wypłatę bonusu emerytalnego w 2020 r.

Źródło: KPRM, Santander

Konsumpcja – wpływ nowego programu, % r/r



Źródło: GUS, Eurostat, Santander



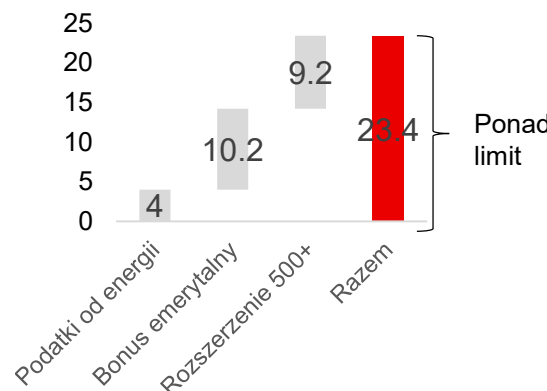
Nowy pakiet fiskalny: koniec z konsolidacją?

Koszt nowego programu fiskalnego szacujemy na 18 mld zł netto w 2019 r. i 30 mld zł netto w 2020 r. Naszym zdaniem da się zmieścić nowy pakiet w tegorocznym limicie deficytu centralnego 28,5 mld zł dzięki wyższym od oczekiwań dochodom podatkowym, zyskowi NBP (spodziewamy się ok. 5 mld zł), oszczędnościom w innych wydatkach i przekierowaniem kosztu trzynastej emerytury do budżetu FUS. Natomiast deficyt finansów publicznych może wzrosnąć do 1,7% PKB w 2019 r. i zbliżyć się do 3% PKB w 2020 r., co oznacza w tył zwrot na ścieżce konsolidacji fiskalnej.

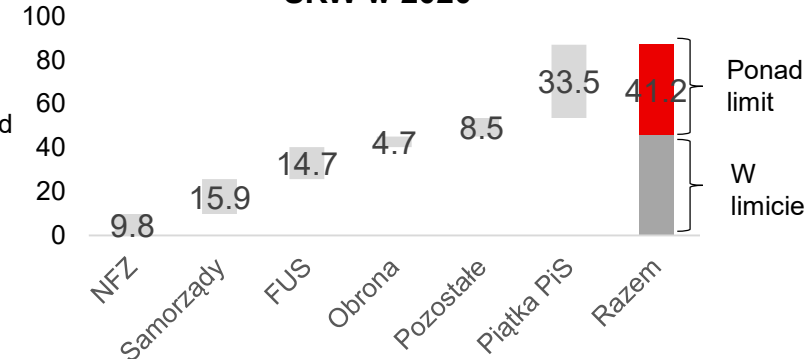
Naszym zdaniem największą przeszkodą w realizacji nowego pakietu fiskalnego jest nie deficyt, a stabilizująca reguła wydatkowa (SRW), która ustanawia twarde ograniczenie wzrostu wydatków. Budżet na 2019 r. wyczerpał cały limit na ten rok, a i tak rząd musi w niego jeszcze wcisnąć koszt obniżki podatków od energii (4 mld zł). Jeśli założymy, że w tym roku w życie wejdą tylko trzynasta emerytura i rozszerzenie 500+, to w sumie w limit reguły trzeba zmieścić ponad 23 mld zł. W 2020 r. reguła pozwoli na wzrost wydatków o ok. 46 mld zł, ale to może ledwo starczyć na pokrycie wydatków, które już są zapisane w ustawach (wzrost wydatków na zdrowie, FUS, szkolnictwo wyższe itp.), nie mówiąc już o dodatkowym pakiecie wydatkowym. Według naszych szacunków, w limicie SRW brakuje co najmniej 40 mld zł na 2020 r.

Jak dotąd, rząd stoi na stanowisku, że będzie przestrzegał zapisów SRW, więc przytnie wydatki w innych obszarach, zmaksymalizuje dywidendy ze spółek i zwiększy ściągalność podatków. Naszym zdaniem to wszystko może jednak nie wystarczyć i istnieje wysokie ryzyko, że SRW straci swoje znaczenie jako wiarygodna kotwica fiskalna.

Zakładany wzrost wydatków a limit SRW w 2019

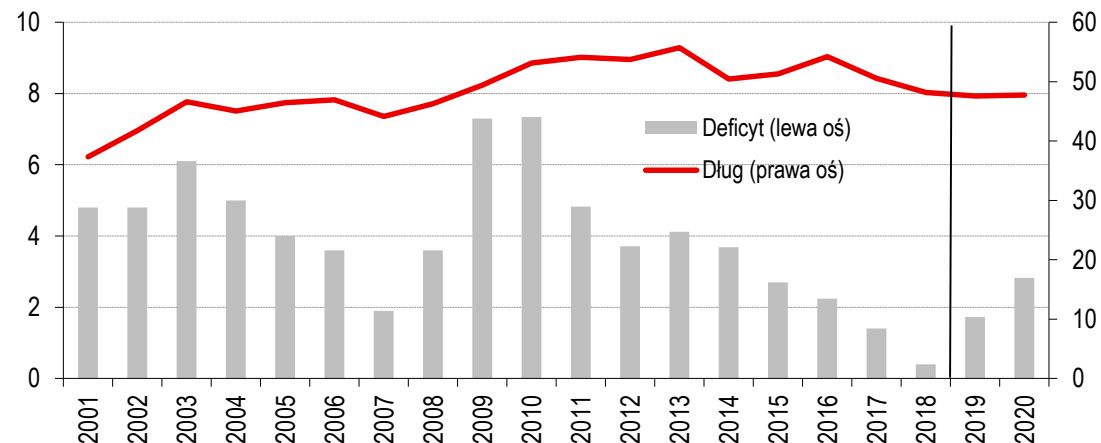


Zakładany wzrost wydatków a limit SRW w 2020



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Dług i deficyt publiczny (% PKB)



Źródło: GUS, Eurostat, Santander



Nowy pakiet fiskalny – co mówi Fitch?

Kilka tygodni po tym, jak PiS przedstawił swoje hojne obietnice wyborcze, agencja Fitch potwierdziła rating Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną, podkreślając silne fundamenty gospodarcze. Agencja wierzy, że rząd będzie przestrzegał krajowej „reguły wydatkowej” i zasad konwergencji fiskalnej UE, choć podniosła prognozy deficytu na lata 2019-2020.

Dwie pozostałe główne agencje mają zaplanowane przeglądy polskiego ratingu na kwiecień. Biorąc pod uwagę to co agencje powiedziały przy okazji poprzednich przeglądów oraz brak jasności, jak rząd zamierza pogodzić wzrost wydatków z ograniczeniami wynikającymi z reguły wydatkowej, nie oczekujemy żadnych zmian oceny kredytowej już na tym etapie. Może się to zmienić w dalszej części roku jeśli (kiedy?) stanie się jasne, że nie uda się sfinansować impulsu fiskalnego bez złamania reguły wydatkowej.

Dodatkowo, w kwietniu Polska ma przesłać do Komisji Europejskiej aktualizację Programu Konwergencji. Dokument powinien uwzględniać wpływ nowych wydatków na ścieżkę deficytu. Warto pamiętać, że nawet bez wprowadzenia „5-ty PiS” Polska miała jeden z najwyższych deficytów strukturalnych w UE.

Fitch Najbliższy przegląd: 27 września Ostatni przegląd: 29 marca A-, perspektywa stabilna	S&P Najbliższy przegląd: 12 kwietnia Ostatni przegląd: październik 2018, A-, perspektywa stabilna	Moody's Najbliższy przegląd: 19 kwietnia Ostatni przegląd: wrzesień 2018, A2, perspektywa stabilna
<u>Czynniki pozytywne dla ratingu:</u> - Dalsza trwała redukcja zadłużenia zagranicznego netto jako % PKB w kierunku mediany państw w ratingiem „A” - Konsolidacja fiskalna zmierzająca do trwałego spadku relacji dług/PKB - Tempo wzrostu PKB wspierające konwergencję dochodów do mediany państw w ratingiem „A”	<u>Czynniki pozytywne dla ratingu:</u> - Dalszy wzrost realnych dochodów, który będzie przewyższać wzrost u głównych partnerów handlowych oraz nie spowoduje nierównowagi zewnętrznej - Nadwyżki budżetowe, prowadzące do spadku długu publicznego w ujęciu nominalnym. - PPK zwiększą prywatne oszczędności, redukując tym samym przyszłe zobowiązania Polski, które mogą pojawić się w związku z sytuacją demograficzną i malejącą liczbą ludności w wieku produkcyjnym	<u>Czynniki pozytywne dla ratingu</u> - Konsolidacja fiskalna, której skutkiem byłaby trwała redukcja deficytu strukturalnego - Poprawa stabilności systemu świadczeń społecznych jak również ram instytucjonalnych - Strukturalne reformy zwiększające w średnim terminie potencjał wzrostu gospodarczego i wydajności pracy
<u>Czynniki negatywne dla ratingu:</u> - Słabsze przywiązanie do limitu 3% dług/PKB lub nieustabilizowanie tej relacji w średnim terminie - Słabsze reguły polityki makroekonomicznej prowadzące do wolniejszego wzrostu PKB - Pogorszenie standardów rządzenia lub nastroju do prowadzenia biznesu mające negatywny wpływ na gospodarkę	<u>Czynniki negatywne dla ratingu:</u> - Znaczne pogorszenie się sytuacji fiskalnej - Nagły wzrost wynagrodzeń prowadzący do szybszego niż prognozowany wzrostu finansowania zagranicznego netto, co będzie sygnałem pogarszającej się konkurencyjności	<u>Czynniki negatywne dla ratingu</u> - Trwałe pogorszenie wyników fiskalnych - Istotne pogorszenie klimatu inwestycyjnego, potencjalnie prowadzące do odpływu kapitału - Brak reform strukturalnych prowadzący do blokowania innowacji i/lub zniechęcenia do dokonywania inwestycji bezpośrednich, co w efekcie obniży tempo wzrostu - Ryzyko mniejszych transferów z UE
<u>Kluczowe czynniki dla ratingu:</u> Rating Polski na poziomie „A-” oddaje jej zdywersyfikowaną gospodarkę i silne fundamenty makroekonomiczne, wspierane przez solidnie prowadzoną politykę gospodarczą i silny system bankowy. Czynniki te są bilansowane niskim PKB na głowę i wysokim zadłużeniem zewnętrznym netto w stosunku do grupy porównawczej. Fitch oczekuje, że rząd będzie działał w zgodzie z krajowymi i Unijnymi regułami konwergencji, tak jak to miało miejsce w przeszłości.	Podwyżka ratingu odzwierciedla osiągnięcia w zakresie zrównoważonego wzrostu gospodarczego i ostrożności budżetowej. Sądzymy, że nawet w przypadku wolniejszego wzrostu gospodarczego, osiągnięty zostanie przyszłoroczny [tj. 2019] cel 1,8% deficytu do PKB.	<u>Kluczowe czynniki dla ratingu:</u> + Odporność gospodarki dzięki konkurencyjności i rozmiarowi + Solidna struktura makroekonomiczna wzmocniona celem inflacyjnym, krajowym regułem fiskalnym i płynnym kursem walutowym + Stabilność systemu finansowego - Wysoki w stosunku do podobnych państw stosunek długu do PKB - Zewnętrzna wrażliwość powodowana przez wysoki dług zewnętrzny - Utrzymujące się podziały społeczne i regionalne nierówności, które wzmocniają ryzyko polityczne

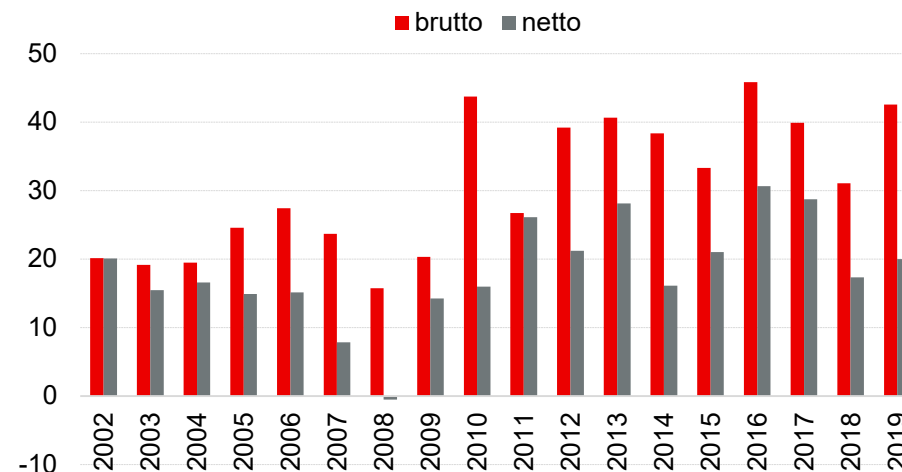


Emisje: za półmetkiem

Obecnie sfinansowano już ponad 60% tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto. Zakładając, że tegoroczny deficyt budżetowy nie przekroczy planowanego poziomu 28,5 mld zł, szacujemy, że do końca tego roku Ministerstwo Finansów, by sfinansować budżet 2019, będzie musiało wyemitować obligacje za ok. 50-55 mld zł. Oznaczać to będzie podaż netto w wysokości 15-20 mld zł. Po dodaniu prawdopodobnego prefinansowania 2020 roku (na poziomie ok. 27 mld PLN), do końca roku zobaczymy emisję długu brutto na poziomie 83-88 mld PLN.

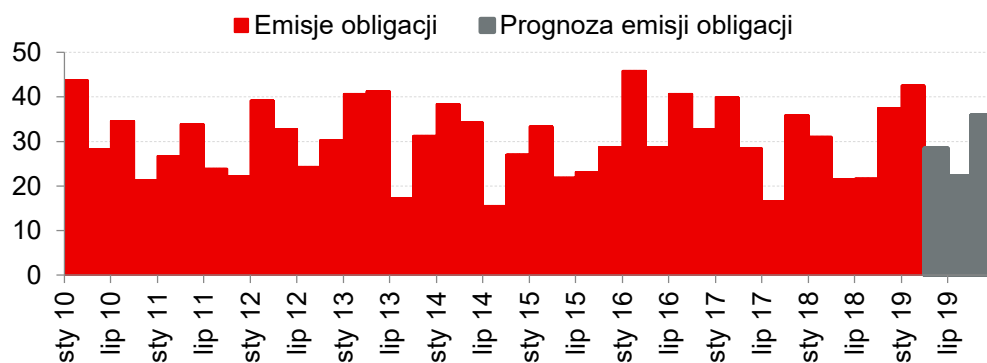
Uważamy, że większość planowanej podaży zostanie ulokowana w II poł. roku. Wcześniejsze finansowanie wydaje się mniej prawdopodobne ze względu na wysoką płynność budżetu (na koniec lutego na rachunkach było 52 mld PLN) oraz koncentrację wykupów w II poł. roku. Uważamy, że gotowość MF do wcześniejszego finansowania deficytu będzie ograniczana przez ubiegłoroczną opinię NIK, która skrytykowała podwyższoną płynność utrzymywaną przez Ministerstwo.

Emisje długu w I kwartale, mld zł



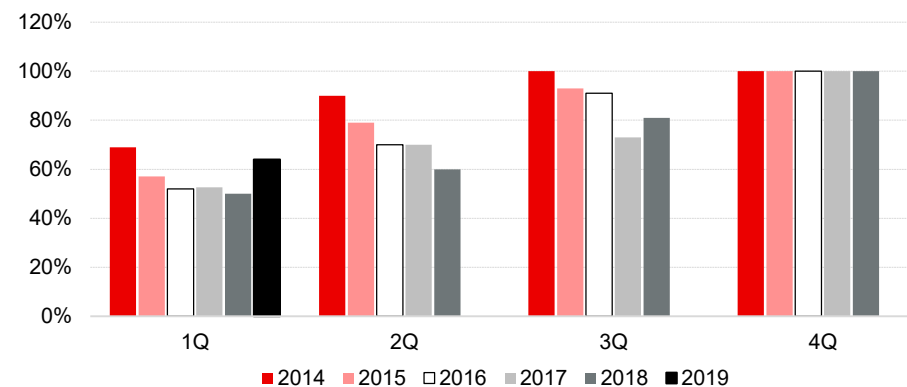
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Emisje długu i ich prognoza mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Pokrycie całorocznych potrzeb pożyczkowych brutto (%)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

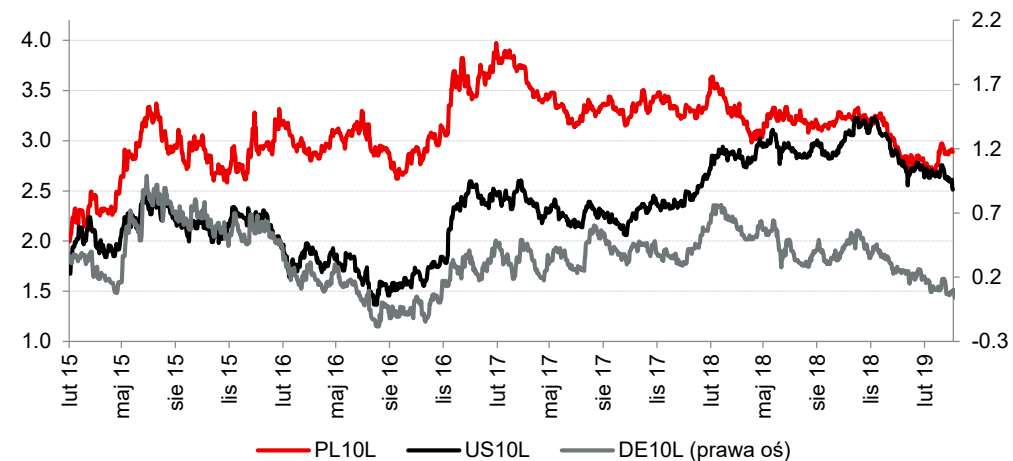


Rynek długu: rentowności nieco w górę

Rynek zareagował negatywnie na prezentację nowych obietnic wyborczych PiS, dyskontując spodziewane luzowanie fiskalne. Uważamy, że nie wszystkie ryzyka zostały już w pełni wycenione (np. ryzyko odstąpienia od reguły wydatkowej). W najbliższym czasie krajowy rynek długu będzie prawdopodobnie determinowany przez czynniki globalne. Uważamy, że nowa projekcja Fed, nie pozostawiająca miejsca na podwyżki stóp procentowych, będzie sprzyjać stopniowemu spadkowi rentowności na długim końcu krzywej w II kw.. Niższe rentowności będą dodatkowo wspierane przez krajowe dane, które powinny potwierdzić solidny wzrost, co naszym zdaniem przełoży się na niższą wycenę ryzyka kredytowego. Nie uważamy, aby planowane na kwiecień przeglądy ratingów (S&P, Moody's) przyniosły zmianę oceny kredytowej i tym samym nie przełożą się negatywnie na dług. Krótki koniec i środek krzywej powinny w dalszym ciągu korzystać z zakupów krajowych banków dokonywanych pod limity płynności (szacujemy, że ich zdolność do zwiększenia portfela POLGB w całym 2019 roku wyniesie minimum 30 mld PLN). Oczekujemy, że również nierezydenci zwiększą swoje zaangażowanie po niedawnych redukcjach portfela (patrz następna strona).

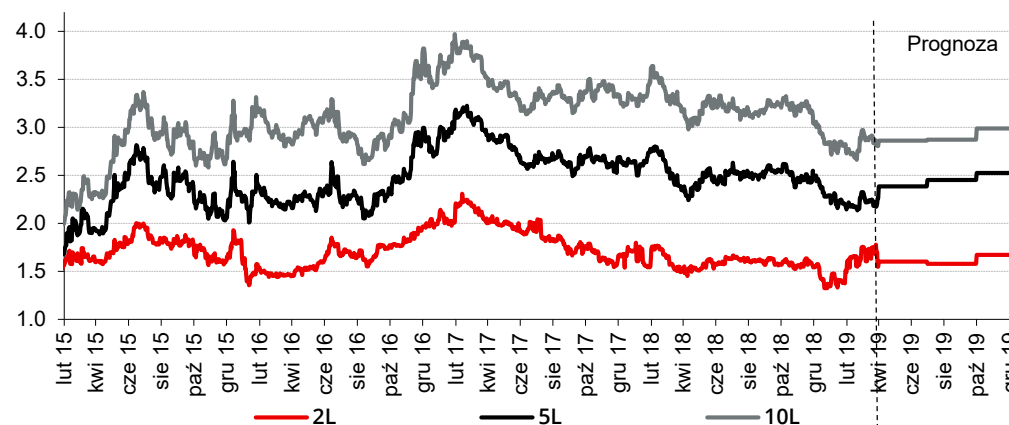
W III kw., spodziewamy się lekkiej przeceny długu, związanej z eskalacją kampanii wyborczej. Biorąc pod uwagę, że rentowności na rynkach bazowych pozostaną niskie (zapowiedź Fed o braku planowanych podwyżek i zaprzestaniu normalizacji bilansu oraz zapowiedź EBC o TLTRO-III), efekt ten nie będzie znaczący. Wyraźniejszy ruch w górę rentowności może nastąpić dopiero w IV kw., gdy ożywienie gospodarcze w Europie stanie się bardziej widoczne. Powinno to przełożyć się na wyższe dochodowości europejskich papierów, a w rezultacie krajowych obligacji 10L.

Rentowność polskich, niemieckich i amerykańskich obligacji 10L



Źródło: Thomson Reuters, Santander

Rentowności i prognozy rentowności obligacji SP (średnia)



Źródło: Thomson Reuters, Santander

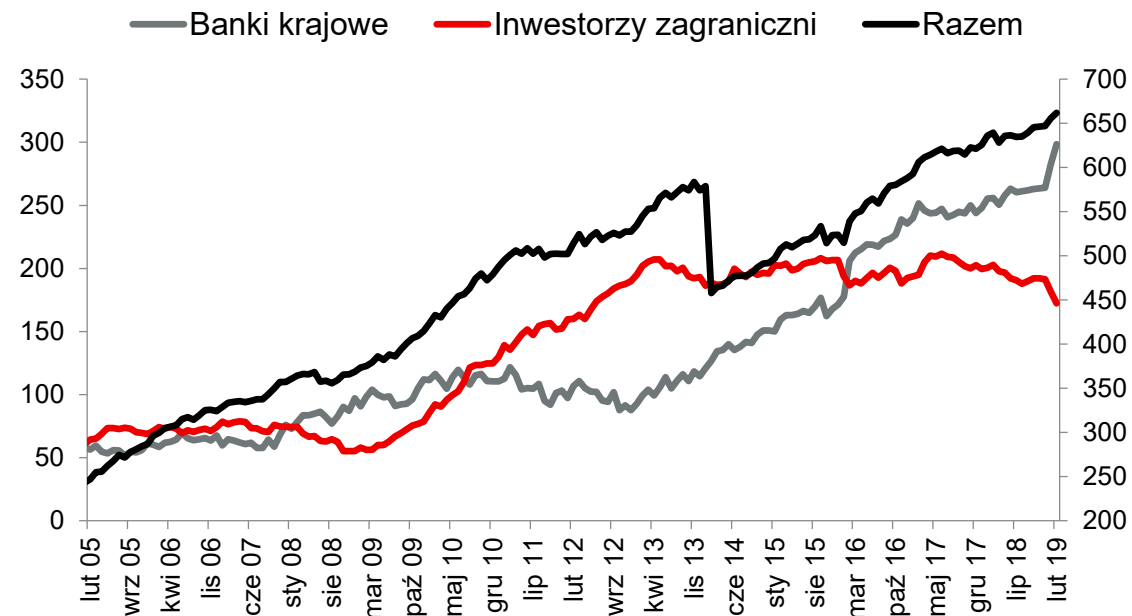


2019 finansowanie: (na razie) mniej zagranicy

W danych za luty na temat ekspozycji inwestorów zagranicznych na polskim rynku długu widoczny jest znaczący (ok. 20 mld PLN vs. koniec grudnia) spadek ekspozycji tej klasy inwestorów na dług rządowy w PLN. Jest to głównie pochodną wyprzedaży najkrótszych papierów stało-kuponowych i zerokuponowych (do 1 roku) przez zagraniczne instytucje finansowe, przy jednoczesnym braku podaży odpowiednich papierów z segmentu 8-10 lat. Naszym zdaniem zachowanie takie to konsekwencja pewnych wymogów co do płynności emisji obejmowanych przez część zagranicznych instytucji finansowych. Według naszych szacunków próg ten to około 10-12 mld PLN, poniżej którego zagraniczne instytucje finansowe nie obejmują i/lub pozbywają się poszczególnych emisji. Szczególnie dobrze proces ten widoczny jest w przypadku krótkich obligacji, które objęte są przedterminowymi wykupami.

Tym samym sądzimy, że mniejsze zaangażowanie zagranicznych inwestorów w lutym w krajowy dług jest zjawiskiem przejściowym (z dokładnością do strukturalnej zmiany jaką jest powolne zmniejszenia uzależnienia od zaangażowania zagranicznego). Uważamy, że w kolejnych miesiącach zwiększenie łącznego wolumenu dłużnych obligacji stało-kuponowych będzie sprzyjać odbudowie części portfela inwestorów zagranicznych. Dodatkowo wspierać odbudowę portfeli inwestorów zagranicznych powinny niższe rentowności długu w USD.

Struktura inwestorów, obligacje złotowe, w mld zł

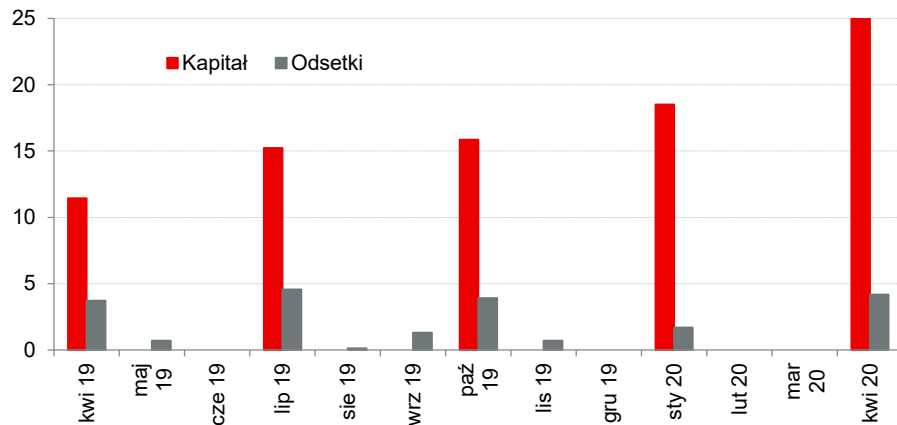


Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



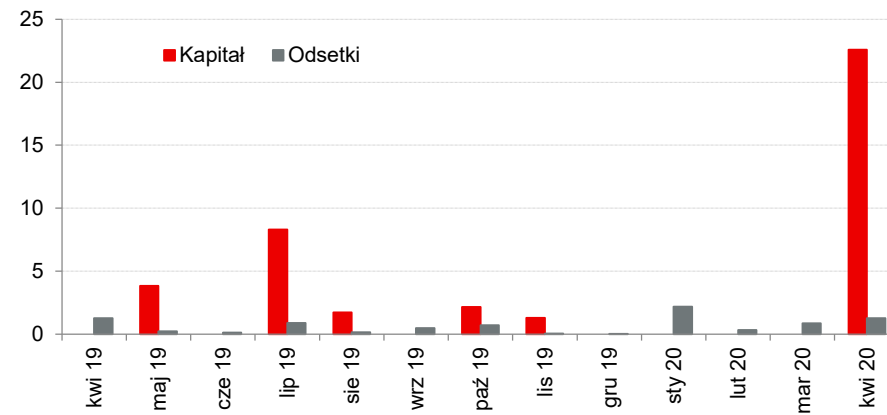
Wykupy długu, wycena rynku pieniężnego

Wykupy obligacji i spłaty odsetek w PLN, mld zł



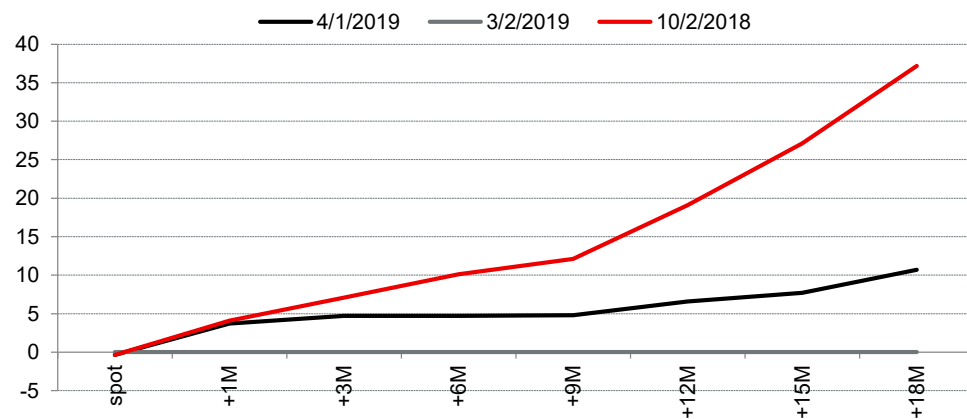
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Spłaty kapitału i odsetek obligacji walutowych, w mld zł



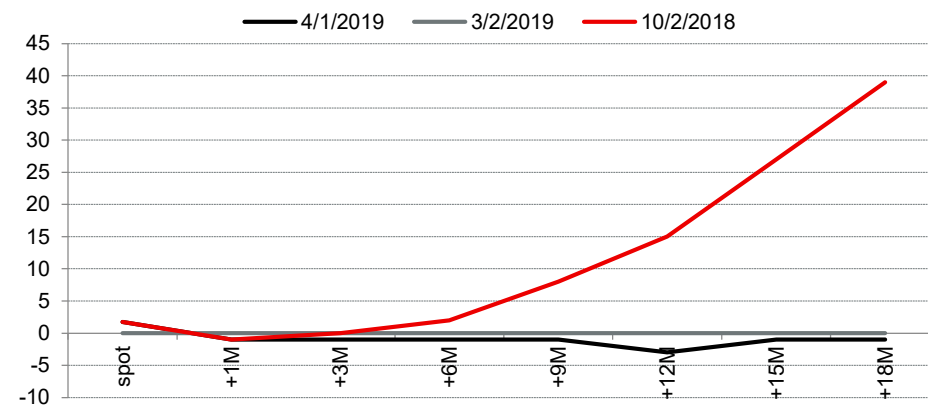
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Wyceniana przez rynek zmiana stawki Euribor3M w kolejnych miesiącach (pb)



Źródło: Thomson Reuters, Santander

Wyceniana przez rynek zmiana stawki Wibor3M w kolejnych miesiącach (pb)



Źródło: Thomson Reuters, Santander



Rynek FX: Złoty w tyle na początku roku...

W naszym raporcie rocznym zakładaliśmy, że początek 2019 może być dla złotego trudny. Pod koniec marca, EURPLN był blisko poziomu, na którym zakończył 2018, ale w porównaniu z innymi walutami z rynków wschodzących, złoty jest czwartą najsłabszą walutą do euro i dolara, jedynie za argentyńskim peso, turecką lirą i rumuńskim lejem.

Krajowa waluta przegapiła impuls aprecjacyjny walut z rynków wschodzących napędzany rosnącymi giełdami (wyceniającymi koniec spowolnienia wzrostu gospodarczego) i drożącymi surowcami. Mogło to wynikać z niepewności związanej z Brexitem i planami wznowienia przez polski parlament prac nad „ustawą frankową”.

I kw. 2019 nie przyniósł przełomowych zmian na polskim rynku walutowym i w przypadku EURPLN dostosowujemy nieznacznie jedynie naszą prognozę na II kw. Z powodu rewizji w dół celu EURUSD na koniec br., podniosła się oczekiwana na ten rok ścieżka USDPLN.

Prognozy kursów walutowych

	II kw. 2019	III kw. 2019	IV kw. 2019
EUR/PLN	4,32	4,35	4,32
USD/PLN	3,76	3,77	3,67
EUR/USD	1,15	1,16	1,18

Źródło: Santander; średnio w kwartale

Notowania walut z rynków wschodzących

	31.12.18-29.03.19 (%)	
	vs EUR	vs USD
RUB	8,44	6,22
THB	4,68	2,55
CNY	4,62	2,48
CLP	4,17	2,05
COP	4,13	2,00
UAH	3,64	1,52
PEN	3,62	1,51
MYR	3,37	1,26
MXN	3,34	1,23
IDR	3,15	1,05
INR	3,00	0,90
SGD	2,64	0,54
HKD	1,85	-0,23
ZAR	1,24	-0,83
BRL	0,89	-1,17
HUF	-0,08	-2,12
CZK	-0,34	-2,37
PLN	-0,35	-2,38
RON	-2,41	-4,41
TRY	-3,03	-5,02
ARS	-11,23	-13,05

Źródło: Bloomberg



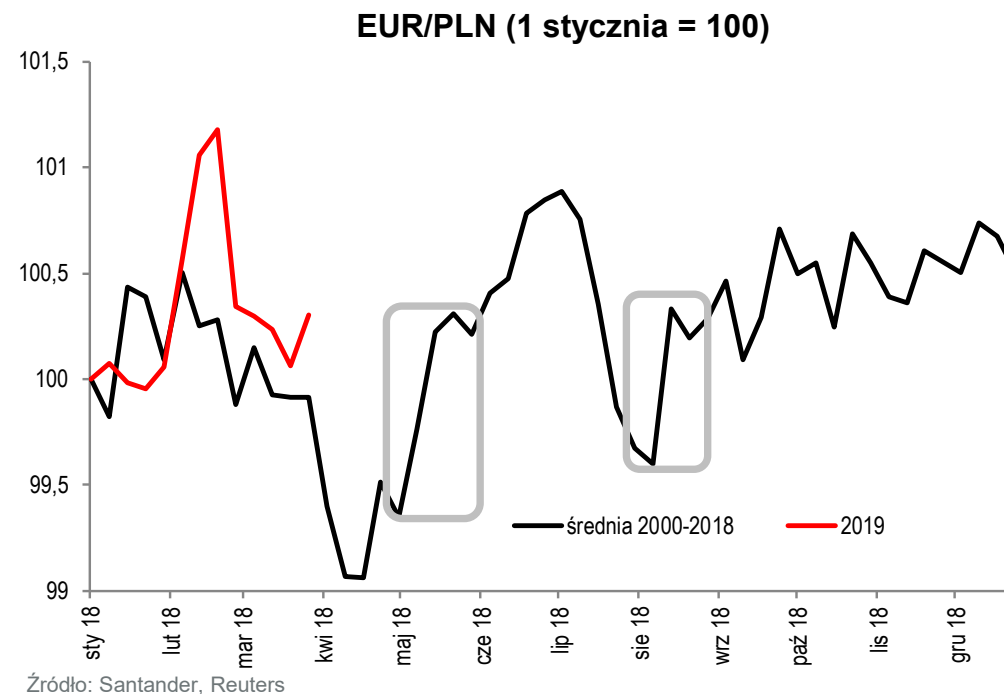
Rynek FX: ... i stan ten może trwać do połowy roku

Jak dotąd, EURPLN trzyma się dość dobrze średniej ścieżki z lat 2000-2018. W naszej ocenie w obecnych warunkach złotemu trudno może być dalej zyskiwać.

Światowe giełdy rozpoczęły rok solidnymi wzrostami w nadziei, że spowolnienie wzrostu w strefie euro zbliża się ku końcowi. Najnowsze dane nie dają na to jednak przekonujących dowodów, co rodzi ryzyko, że niebawem rozpocząć się może korekta na giełdach. W raporcie rocznym wskazaliśmy, że zmiany cen akcji są istotniejsze niż notowania obligacji. W efekcie, spadki na giełdach mogłyby mieć negatywny wpływ na złotego. Spadek popytu na ryzykowne aktywa mógłby być zainicjowany przez niepewność związaną z Brexitem.

W maju odbędą się wybory do Parlamentu Europejskiego i jeśli chodzi o Polskę, to wyniki mogą istotnie wpłynąć na przebieg kampanii wyborczej przez wyborami parlamentarnymi planowanymi na jesień. Jeśli PiS osiągnie niesatysfakcjonujący wynik, może to zachęcić rząd do przestawienia kolejnych obietnic, co mogłoby zostać negatywnie odebrane przez inwestorów. Aktualne sondaże przed wyborami do europarlamentu wskazują, że Zjednoczona Prawica i Koalicja Obywatelska idą łeb w łeb.

W okolicy połowy roku występują dwa silne efekty sezonowe – złoty zazwyczaj traci w maju i w sierpniu. Ponieważ nie zakładamy, by marzec/kwiecień przyniósł istotne umocnienie złotego, efekt maja może być mniej istotny niż w poprzednich latach.





Rynek FX: Wzrost EURUSD i mniej gołębienia RPP

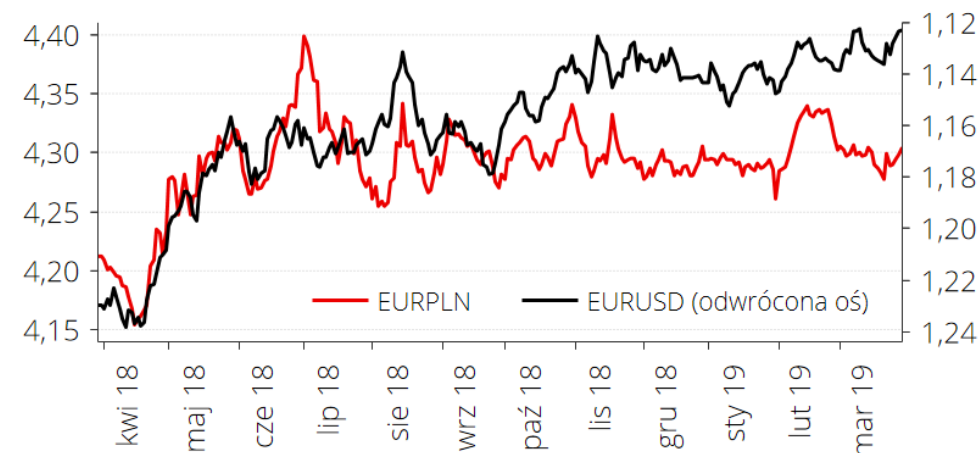
W dalszej części roku, kiedy oczekujemy, że oznaki ożywienia w strefie euro będą wyraźniejsze, złoty może zyskiwać. Podtrzymujemy też pogląd, że EURUSD w tym roku wzrośnie, co też powinno być pozytywne dla krajowej waluty.

Czynniki korzystne dla dolara wydają się tracić na sile – FOMC wycofał się z planu dalszych podwyżek stóp w tym roku, tempo wzrostu PKB w USA może nieco wyhamować – co w scenariuszu końca spowolnienia w strefie euro mogłoby pozwolić na wzrost EURUSD, nawet jeśli EBC odłożyłby w czasie podwyżki stóp.

Dodatkowo, ostatnie wypowiedzi członków RPP – wskazujące, że scenariusz stabilnych stóp nie jest taki pewny w świetle planu fiskalnej ekspansji rządu – pokazały że bilans opinii przesunął się nieco w jastrzębią stronę. Jeśli pojawi się zauważalny wpływ tego czynnika na PKB czy inflację, rynek może zacząć wyceniać podwyżki stóp, co byłoby korzystne dla złotego.

Podczas gdy w przypadku RPP mamy jedynie pewną ewolucję poglądów, czeski (CNB) i węgierski bank (MNB) podjęły już konkretne działania. Główna stopa procentowa w Czechach jest już powyżej polskiej (1,75% wobec 1,50%), a bank centralny Węgier podniósł w marcu stopę depozytową. W pierwszym przypadku, zakładamy, że cykl normalizacji polityki pieniężnej zbliża się ku końcowi, a w drugim bank stwierdził, że było to tylko jednorazowe dostosowanie w tym roku. Jeśli jednak dane ze strefy euro zaczną pokazywać stopniową poprawę – co jest naszym scenariuszem bazowym – CNB i MNB mogą wznowić proces zacieśniania/normalizacji polityki pieniężnej. Jednocześnie, krajowa RPP mogłaby znowu pozostać w tyle prowadząc do sytuacji, kiedy złoty będzie sobie radził słabiej niż inne waluty regionu CEE.

EURPLN i EURUSD



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska



Wybory do PE: ważny test przed jesienią

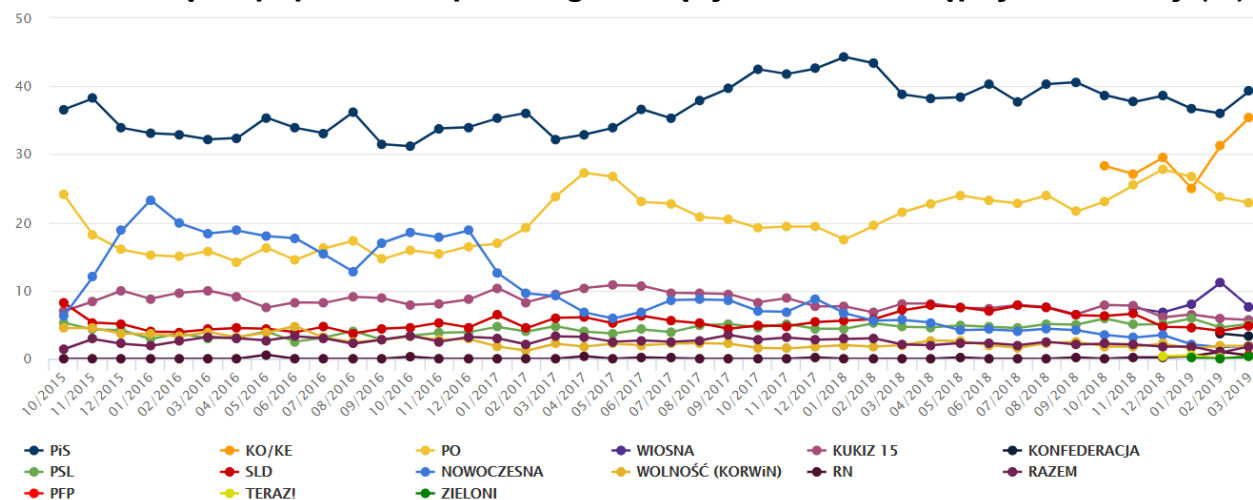
PiS wciąż prowadzi w sondażach, choć poparcie do niedawna stopniowo spadało, a koalicja partii opozycyjnych (KO/KE) zaczęła wyraźnie zmniejszać dystans. Co więcej, przed jesiennymi wyborami jest jeszcze do pokonania jedna przeszkoda: wybory do Parlamentu Europejskiego (PE) w maju, które mogą się okazać problematyczne dla partii rządzącej (frekwencja w tych wyborach historycznie była wyższa w miastach niż na wsi, co nie sprzyja PiS). Prawdopodobnie był to jeden z powodów wyjścia w lutym przez rząd z tak dużym programem transferów na rzecz gospodarstw domowych.

Dla partii rządzącej wybory do PE będą papierkiem lakmusowym czy zapowiedziany pakiet fiskalny wystarczy, żeby zapewnić zwycięstwo również w wyborach jesiennych. Im gorzej pójdzie PiS w majowych wyborach do PE, tym większy może być zapowiedziany dodatkowy zestaw obietnic wyborczych w czerwcu. Może to też być kluczowy moment dla koalicji partii opozycyjnych. Porażka w maju może obniżyć jej morale i poparcie, ułatwiając PiS starania o reelekcję.

Najnowsze sondaże opinii wskazują, że ogłoszenie nowego pakietu fiskalnego miało już pewien wpływ na elektorat i zaowocowało przygaszeniem negatywnego rozgłosu po kilku skandalach dotyczących osób powiązanych z partią rządzącą. Uwaga mediów przeniosła się na kwestię czy w ogóle możliwe jest wdrożenie zaproponowanych działań w ramach obowiązujących ram fiskalnych. Mimo to przewaga PiS nadal maleje.

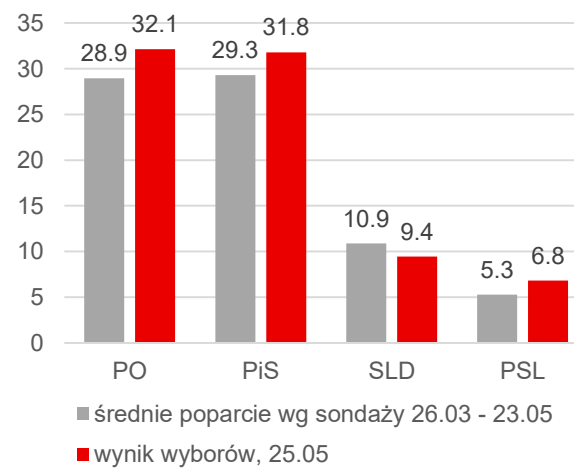
Zasadniczo jednak pomysły na zwiększanie transferów socjalnych spodobały się szerokiej publiczności pomimo wątpliwości co do ich finansowania. Niedawny sondaż CBOS wykazał, że 73% popiera pakiet, mimo że tylko 2% tolerowałoby duży deficyt (25% zaakceptowałoby mały deficyt na potrzeby ważnego celu społecznego, 60% chciałoby zrównoważonego budżetu). Co więcej, tylko 45% uważa, że Polskę stać na pakiet fiskalny a 38% jest przeciwnego zdania. Nastroje konsumentów ustanowiły nowy rekord po ogłoszeniu pakietu.

Przeciętne poparcie dla partii wg miesięcy na bazie dostępnych sondaży (%)



Źródło: ewybory.eu

Wybory do PE 2014 – sondaże a wynik (cztery najwyżej notowane partie)



Źródło: Ośrodki badania opinii publicznej, PKW

Wybory do PE 2019 – ostatnie sondaże (cztery najwyżej notowane partie/koalicje)

Ośrodek	Data	PIŚ	KE	WIOSNA	KUKIZ'15
IBSP	1.04	38.76	41.51	8.63	4.46
Estymator	24.03	42.2	39.3	6.1	5.2
IBSP	21.03	39.35	41.82	7.49	5.04
IBRIS	19.03	41	37.2	6	2.9
CBOS	19.03	41.8	26.4	4.5	4.6
IBRIS	14.03	40	38	7	5
Kantar MB	13.03	33	35	11	7
IBRIS	7.03	39.7	38.5	6.2	5.1
Pollster	1.03	38	32	12	8
Estymator	23.02	38.5	38.5	10.2	7
IBRIS	21.02	34.7	38.5	8.9	6.6
IPSOS	17.02	33.9	33.2	12	7.9

Źródło: ewybory.eu



Prognozy

		2016	2017	2018	2019E	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
PKB	mld PLN	1,861.1	1,988.7	2,116.4	2,224.2	486.5	507.1	525.3	597.5	513.6	532.2	551.9	626.4
PKB	% r/r	3.1	4.8	5.1	4.1	5.3	5.1	5.1	4.9	4.5	4.0	4.0	3.8
Popyt krajowy	% r/r	2.3	4.9	5.5	4.3	6.6	4.4	6.2	4.8	4.0	4.4	4.5	4.4
Spożycie indywidualne	% r/r	3.9	4.9	4.6	4.6	4.7	4.9	4.5	4.3	4.2	4.3	4.9	4.8
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-8.2	3.9	7.2	6.0	8.2	4.7	9.9	6.7	7.2	6.8	6.3	5.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	2.9	6.5	5.9	5.5	5.5	7.0	5.3	5.4	5.6	5.5	6.4	4.4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-14.5	13.7	19.7	9.7	25.6	21.9	18.3	16.8	9.8	13.6	9.4	7.1
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	5.2	7.1	6.5	5.6	8.1	5.5	5.6	5.8	4.2	7.4	8.8	7.5
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	3.8	5.3	7.2	8.0	6.2	7.1	7.6	7.7	7.1	8.1	8.2	8.6
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.3	3.3	2.6	1.8	2.8	3.0	2.3	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6
Stopa bezrobocia*	%	8.2	6.6	5.8	5.4	6.6	5.8	5.7	5.8	5.9	5.3	5.3	5.4
Rachunek bieżący	mln EUR	-2,248	715	-3,449	-6,796	535	400	-2,631	-1,753	1,167	-466	-3,679	-3,818
Rachunek bieżący	% PKB	-0.5	0.2	-0.7	-1.3	-0.2	-0.1	-0.6	-0.7	-0.6	-0.7	-0.9	-1.3
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-2.2	-1.4	-0.4	-1.7	-	-	-	-	-	-	-	0.0
CPI	% r/r	-0.6	2.0	1.6	1.7	1.5	1.7	1.9	1.4	1.2	1.8	1.9	2.0
CPI *	% r/r	0.8	2.1	1.1	2.3	1.3	2.0	1.9	1.1	1.7	1.9	1.8	2.3
Inflacja bazowa	% r/r	-0.2	0.7	0.7	1.7	0.8	0.6	0.8	0.7	1.0	1.6	1.8	2.3

* Koniec okresu; inne zmienne średnio w okresie



Prognozy

		2016	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Stopa referencyjna NBP *	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M	%	1.70	1.73	1.71	1.72	1.72	1.70	1.71	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72
Rentowność obligacji 2L	%	1.66	1.89	1.59	1.62	1.64	1.57	1.61	1.53	1.61	1.59	1.59	1.67
Rentowność obligacji 5L	%	2.37	2.78	2.51	2.42	2.61	2.43	2.53	2.45	2.26	2.40	2.47	2.55
Rentowność obligacji 10L	%	3.05	3.44	3.21	2.90	3.37	3.18	3.19	3.12	2.86	2.85	2.90	3.00
IRS 2L	%	1.62	1.90	1.89	1.85	1.93	1.83	1.89	1.90	1.72	1.84	1.87	1.97
IRS 5L	%	1.94	2.40	2.43	2.21	2.50	2.39	2.45	2.40	2.06	2.18	2.25	2.36
IRS 10L	%	2.37	2.86	2.89	2.57	2.96	2.89	2.92	2.80	2.42	2.50	2.60	2.76
EUR/PLN	PLN	4.36	4.26	4.26	4.32	4.18	4.26	4.30	4.30	4.30	4.32	4.35	4.32
USD/PLN	PLN	3.95	3.78	3.61	3.75	3.40	3.58	3.70	3.77	3.79	3.78	3.77	3.67
CHF/PLN	PLN	4.00	3.84	3.69	3.70	3.59	3.63	3.76	3.79	3.80	3.76	3.66	3.60
GBP/PLN	PLN	5.35	4.86	4.81	4.99	4.73	4.86	4.81	4.85	4.93	5.02	5.06	4.96

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 01.04.2019 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: ekonomia@santander.pl

serwis ekonomiczny w Internecie: <http://www.skarb.santander.pl>

Maciej Reluga, Główny ekonomista, CFO	22 534 18 88
Piotr Bielski, dyrektor	22 534 18 87
Marcin Luziński	22 534 18 85
Grzegorz Ogonek	22 534 19 23
Konrad Soszyński	22 534 18 86
Marcin Sulewski, CFA	22 534 18 84

ZASTRZEŻENIA

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl

Our purpose is to help people
and business prosper.

Our culture is based on believing
that everything we do should be:

Simple Personal Fair



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM

