

# Punkty zwrotne (wciąż) przed nami

## Polska: Perspektywy 2019

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

■ <a href="#">Podsumowanie</a>	s. 3
■ <a href="#">2018: Nasze prognozy a rzeczywistość</a>	s. 5
■ <a href="#">2019: Nasze prognozy i główne ryzyka</a>	s. 6
■ <a href="#">Otoczenie zewnętrzne</a>	s. 7
■ <a href="#">PKB</a>	s. 9
■ <a href="#">Konsumpcja</a>	s. 11
■ <a href="#">Inwestycje</a>	s. 14
■ <a href="#">Handel zagraniczny</a>	s. 18
■ <a href="#">Rynek pracy</a>	s. 21
■ <a href="#">Inflacja</a>	s. 26
■ <a href="#">Polityka pieniężna</a>	s. 31
■ <a href="#">Polityka fiskalna</a>	s. 32
■ <a href="#">Rynek długu</a>	s. 36
■ <a href="#">Rynek walutowy</a>	s. 41
■ <a href="#">Polityka</a>	s. 48
■ <a href="#">Tabela z prognozami</a>	s. 49



# Podsumowanie (makro)

Nad światową gospodarką zbierają się coraz ciemniejsze chmury i wprawdzie wciąż nie spodziewamy się mocnego załamania wzrostu gospodarczego w Europie w 2019 r., ale pogarszające się otoczenie zewnętrzne będzie się odbijać negatywnie na wynikach polskiego eksportu i przemysłu (silnie powiązanego z europejskim łańcuchem dostaw). Na szczęście przeciwwagą dla tych tendencji będzie dalszy wzrost krajowych inwestycji finansowanych ze środków UE, które już w ostatnich kwartałach zanotowały mocne ożywienie – wg naszych szacunków szczyt wydatków finansowanych z UE w obecnej siedmioletniej perspektywie finansowej jest dopiero przed nami. Konsumpcja prywatna pozostanie najmocniejszym motorem wzrostu, chociaż w tym obszarze najlepsze chwile mamy już raczej za sobą. W efekcie, **tempo wzrostu PKB w Polsce spowolni z ok. 5% w 2018 do ok. 4% w 2019, nadal jednak pozostając jednym z najwyższych w Europie i powyżej potencjału naszej gospodarki.**

Na rynku pracy wyczerpują się rezerwy – stopa bezrobocia jest na nowych minimach, a pogłębiające się braki kadrowe są jedną z głównych barier dla firm w rozwijaniu biznesu. Na szczęście wydaje się, że napływ migrantów zarobkowych nadal trwa (choć widoczność w tym obszarze jest mocno ograniczona brakiem rzetelnych danych), co daje przedsiębiorcom wciąż pewną przestrzeń do działania. Niepokojące jest to, że nawet pomimo wzrostu stopy aktywności zawodowej podaż krajowej siły roboczej raczej nie będzie już rosła. To czyni naszą gospodarkę coraz bardziej uzależnioną od napływu pracowników z zagranicy i pozwala oczekiwać, że **dynamika płac raczej nie zmaleje, jeśli gospodarka ma się rozwijać w tempie ok. 4 proc. rocznie.**

Pomimo pozornie idealnego środowiska dla wzrostu inflacji (wzrost PKB powyżej potencjału, napędzany głównie konsumpcją, zacieśnienie na rynku pracy, niskie stopy procentowe, niezły wzrost kredytu), dynamika cen nie tylko wciąż jest niska, ale wręcz pozostała w tyle za inflacją w większości gospodarek europejskich. Naszym zdaniem część wyjaśnienia tej zagadki leży w wynikach finansowych firm, które do tej pory były wystarczająco dobre, aby firmy mogły sobie pozwolić na absorbowanie kosztów, zamiast przerzucania ich na klientów. Jednak taka sytuacja nie może trwać zbyt długo, tym bardziej, że widzimy coraz więcej sygnałów, że proces kompresji marż przez firmy jest już dość zaawansowany. W efekcie, albo zobaczymy niebawem większą skalę przerzucania kosztów na ceny, albo wyniki firm pogorszą się dość znacząco w warunkach spowolnienia gospodarczego. **Oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji bazowej w 2019 r., do ok. 2,5% na koniec roku.** Wskaźnik CPI będzie się poruszał po bardzo podobnej trajektorii, po tym jak rząd podjął działania aby zamrozić ceny energii elektrycznej.

Polski bank centralny przygląda się rozwojowi sytuacji gospodarczej z dużym spokojem i wygląda na to, że słusznie, biorąc pod uwagę brak nierównowag ekonomicznych do tej pory. Odbicie inflacji bazowej w 2019 r. będzie dość powolne, w związku z **czym trudno sobie wyobrazić zbudowanie konsensusu na rzecz podwyżek stóp procentowych przed 2020 r.,** szczególnie w warunkach słabnącej dynamiki PKB.

Znacznie lepsze od oczekiwań wykonanie budżetu państwa wykonało w tym roku część roboty w zakresie antycyklicznego dostosowania policy-mix. Wygląda na to, że rok zakończy się z prawie zrównoważonym budżetem. **Budżet na 2019 r. został zaplanowany dość odpowiedzialnie, jako że pole do ekspansji wydatkowej skutecznie ogranicza reguła wydatkowa.** Jednak biorąc pod uwagę cykl wyborczy, wydaje się prawdopodobne, że deficyt zaplanowany na 2019 r. zostanie zrealizowany w znacznie większym stopniu, co znowu oznaczałoby antycykliczne dostosowanie po stronie polityki fiskalnej. Przy deficycie wyraźnie poniżej 3% PKB i obniżającym się długi publicznym w relacji do PKB, pojawia się widoczna przestrzeń do większej ekspansji w razie mocniejszego spowolnienia gospodarczego.



# Podsumowanie (rynki)

## FX

**Oczekujemy, że EURPLN wzrośnie powyżej górnego ograniczenia przedziału 4,26-4,34 w I kw. 2019, a później będzie stopniowo opadać do 4,30 na koniec roku.**

Pierwsze miesiące 2019 mogą przynieść osłabienie złotego kiedy w danych pojawią się wyraźne sygnały, że polska gospodarka faktycznie spowalnia. Dodatkowo, materializacja oczekiwanych przez nas dwóch podwyżek stóp procentowych Fed w I półroczu (których rynek obecnie nie wycenia) może być negatywna dla aktywów z rynków wschodzących. Początek roku może być wyzwaniem również z powodu niepewności związanej z Brexitem – Polska może być trzecim krajem najmocniej dotkniętym w przypadku wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy. Warto też odnotować, że zmienność walutowa na (nie tylko) polskim rynku jest obecnie bardzo niska, co sprawia, że jesteśmy ostrożni w ocenie potencjału do umocnienia złotego w krótkim terminie.

„Nieuporządkowany Brexit” nie jest naszym bazowym scenariuszem, a ewentualny wzrost zmienności powinien być nagły, ale krótkotrwały. Dlatego według nas w kolejnych miesiącach złoty może zacząć korzystać z rosnącego kursu EURUSD, przerwy w podwyżkach stóp Fed czy wyceniania przez rynek poprawy na rynkach wschodzących po niespokojnym roku 2018. Tempo spadku EURPLN może być jednak powolne z powodu braku podwyżek stóp w Polsce w tym roku, postępującego spowolnienia gospodarczego i rynkowych obaw o wynik wyborów parlamentarnych zaplanowanych na jesień.

Głównym czynnikiem stojącym za naszą prognozą USDPLN jest założenie o rosnącym w trakcie roku kursie EURUSD. Prognozujemy, że tempo wzrostu PKB w USA spowolni z powodu malejącego wpływu stymulacji fiskalnej, co skłoni FOMC do zakończenia cyklu podwyżek stóp w połowie 2019. Jednocześnie zakładamy, że pod koniec roku EBC podniesie stopy pierwszy raz od lat.

## FI

**Przewidujemy, że rentowności polskich obligacji pozostaną niskie przez większą część 2019 r.,** głównie za sprawą tego, że inflacja wciąż będzie poniżej celu NBP, a wzrost gospodarczy zacznie stopniowo zwalniać. W połowie roku możemy być świadkami (tymczasowej) presji na wzrost rentowności, m.in. za sprawą rozpoczęcia wzrostowego trendu inflacji bazowej i niepewności związanej z nadchodzącymi wyborami. Uwagę inwestorów mogą przejściowo zdominować obawy o ewentualne propozycje wyborcze niebezpieczne dla finansów publicznych. Przypomnijmy, że to wyjątkowo dobre wyniki budżetu w 2018 r. były jednym z głównych czynników stojących za spadkiem rentowności w ostatnich kwartałach. Niemniej, osłabienie krajowego rynku długu nie powinno być trwałe, ponieważ nie spodziewamy się ani wyraźnego pogorszenia kondycji budżetu, ani podwyżek stóp przez RPP w tym roku.



# 2018: Nasze prognozy a rzeczywistość

Wskaźnik	Nasza prognoza (rok temu)	Rzeczywistość
PKB	Wzrost PKB minął już punkt szczytowy w cyklu, ale powinien pozostać przyzwoity, blisko 4%, wspierany przez korzystne otoczenie zewnętrzne i akomodacyjną politykę gospodarczą.	Gospodarka okazała się o wiele bardziej odporna, niż zakładaliśmy. Wzrost PKB już pięć kwartałów z rzędu utrzymuje się blisko 5% r/r. Otoczenie zewnętrzne szybko się pogorszyło, ale skompensowała to poprawa popytu krajowego.
Struktura PKB	Konsumpcja pozostanie głównym motorem wzrostu. Inwestycje urosną ale umiarkowanie, głównie dzięki wydatkom samorządów. Eksport netto znów blisko neutralnego, a zapasy lekko negatywne.	Konsumpcja faktycznie była główną siłą napędową PKB. Dołączyło do niej silniejsze od oczekiwań ożywienie inwestycji, któremu sprzyjała przedwyborcza gorączka wydatkowa w samorządach lokalnych. Zapasy silnie wzrosły trzeci rok z rzędu.
Rynek pracy	Stopa bezrobocia spadnie, ustanawiając nowe rekordy. Niedobór pracowników pogłębia się we wszystkich branżach, spowalniając wzrost zatrudnienia i zwiększając presję płacową, ale również przyczyniając się do wzrostu aktywności zawodowej.	Zgodnie z oczekiwaniami, bezrobocie spadło, a niedobór pracowników się pogłębił. Mimo to, wzrost płac nie przyspieszył wyraźnie ponad 7% r/r, na co wpłynęły prawdopodobnie m.in. kontynuacja napływu imigrantów zarobkowych i wzrost aktywności zawodowej Polaków.
Inflacja	CPI przekroczy cel 2,5% w połowie roku, po czym cofnie się do 2% w II półroczu. Inflacja bazowa stopniowo w górę do 2% pod wpływem rosnących kosztów pracy i wzrostu PKB powyżej potencjału.	Inflacja po raz kolejny mocno rozczarowała, pozostając przez większą część roku poniżej 2%. Inflacja bazowa zamiast rosnać pozostała w bezruchu poniżej 1%.
Polityka pieniężna	Inflacja blisko celu i rosnąca presja płacowa pogłębią różnice głosów w RPP i w końcu przesądzą o podwyżce stóp przed końcem roku, prawdopodobnie w listopadzie.	Niska inflacja stłumiła jastrzębie głosy w RPP. Wprawdzie w listopadzie zgłoszony został pierwszy wniosek o podwyżkę stóp, ale szeroki konsensus w Radzie wyraźnie wspiera stabilizację polityki pieniężnej przynajmniej do końca 2019.
Polityka fiskalna	Budżet państwa nadal pod kontrolą, mimo iż przestrzeń do dalszego zwiększania ściągальności podatków wydaje się ograniczona.	Silny wzrost gospodarczy i postępy w eliminacji nadużyć podatkowych przyczyniły się do rewelacyjnych wyników budżetu. Wygląda na to, że rok zakończył się najlepszym saldem fiskalnym od początku transformacji.
Rynek stopy procentowej	Pierwsza połowa roku będzie okresem wzrostu krótkiego końca krzywej w ślad za rosnącą inflacją. Długi koniec powinien podążać w górę za rynkami bazowymi, w wolniejszym tempie.	Niska inflacja, stabilizacja polityki pieniężnej i niewielka podaż długu utrzymywały krótki koniec krzywej rentowności na niskich poziomach. Długi koniec znacznie bardziej podążał za niemieckimi Bundami niż za amerykańskimi Treasuries.
Rynek walutowy	Stabilizacja PLN w wąskim przedziale, jako że poprawa fundamentów makro i niepewność polityczna są już wycenione.	Prognoza trafna, o czym świadczy nasze pierwsze miejsce w rankingu prognoz walutowych Bloomberg'a. EURPLN poruszał się w wąskim przedziale, chociaż na nieco wyższym poziomie niż początkowo zakładaliśmy.



# 2019: Nasze prognozy i główne ryzyka

Wskaźnik	Nasza prognoza (w skrócie)	Główne ryzyka
PKB	Cykl ekonomiczny jest już dojrzały i w kolejnych kwartałach wzrost PKB będzie stopniowo zwalniał, nadal jednak utrzymując się powyżej poziomu potencjalnego.	Zakładamy spowolnienie na świecie, ale niezbyt gwałtowne. Jeśli otoczenie zewnętrzne pogorszy się bardziej, może mieć to negatywne implikacje dla naszej gospodarki, zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio (przez powiązania z UE).
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.	W górę: konsumpcja i inwestycje mogą przewyższyć oczekiwania, szczególnie gdyby napływ imigrantów zarobkowych przyspieszył (np. pod wpływem kolejnej ingerencji Rosji na Ukrainie). W dół: mocniejszy szok zewnętrzny, negatywny dla eksportu.
Rynek pracy	Gospodarka potrzebuje nowych etatów jeśli ma rosnać 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.	W przypadku wyraźnego spowolnienia w napływie imigrantów netto, polskie firmy mogą mieć problem z zapewnieniem wakatów. Na szczęście plan niemieckiego rządu dot. otwarcia rynku pracy na obywateli spoza UE został opóźniony do 2020 r.
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.	Ostatnio inflacja stale zaskakiwała w dół, więc czemu to samo nie miałyby się stać w 2019 r.? Może wciąż umyka nam jakaś część inflacyjnej układanki? Z drugiej strony, trudno uzasadnić czemu inflacja w Polsce miałaby być stale niższa niż w innych krajach europejskich, więc raczej widzimy dla naszej prognozy większe ryzyko w górę. Kiedy firmy zaczną przerzucać koszty na klientów, skala reakcji może być wyższa niż oczekujemy.
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.	Spekulacje na temat podwyżek stóp mogą powrócić, jeśli odbicie inflacji będzie mocniejsze od oczekiwań i trwale przebity zostanie cel 2,5%. W razie głębszego spowolnienia i kolejnych zaskoczeń inflacji w dół, RPP nie będzie się spieszyła z obniżkami wobec obaw o stabilność mniejszych banków.
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.	Największym zagrożeniem dla wyników fiskalnych jest znacznie spowolnienie wzrostu i brak inflacji, gdyż redukcja deficytu w ostatnich dwóch latach to głównie pochodna korzystnej koniunktury.
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.	Rentowności mogą pójść w górę, jeśli globalne perspektywy makro okażą się lepsze niż obecnie wyceniane przez rynek, co przełoży się na agresywniejsze prognozy zacieśnienia polityki pieniężnej. W razie bardziej wyraźnego spowolnienia gospodarki długi koniec może być pod presją wzrostu ryzyka kredytowego.
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.	„Niekontrolowany Brexit” mógłby pchnąć EURPLN wyżej niż oczekujemy. Z drugiej strony, scenariusz mniejszej liczby podwyżek stóp Fed generowałby ryzyko w dół dla kursu EURPLN.



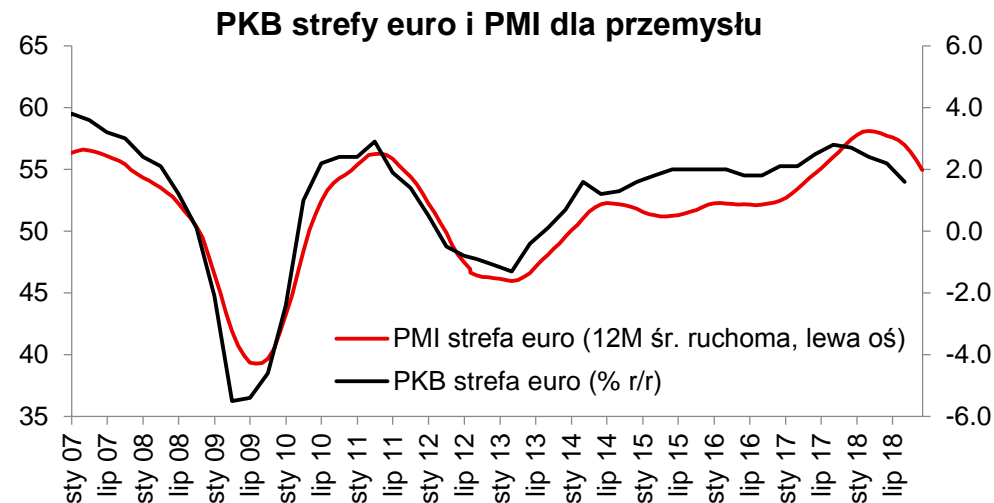
# Otoczenie zewnętrzne: wolniej, ale o ile?

W 2018 r., po roku doskonałych wyników, europejskie wskaźniki PMI dla przemysłu załamały się. Tak jak wysoki wskaźnik wyprzedzający pod koniec 2017 r. nie był dobrym zwiastunem zmiany jaka przyszła w 2018 r., tak teraz ich niskie poziomy nie muszą wieścić gospodarczego załamania. Wciąż uważamy, że popyt wewnętrzny strefy euro ma silne fundamenty a wzrost PKB w Europie w 2019 r. obniży się tylko delikatnie. Również w USA spowolnienie może okazać się delikatne – wskaźniki nastrojów pozostają wysokie, ale w drugą stronę działają zacieśnienie polityki pieniężnej i wygasanie efektu stymulacji fiskalnej.

Wygląda więc na to, że światowy wzrost gospodarczy pozostanie dostatecznie mocny, żeby główne banki centralny kontynuowały / rozpoczęły normalizację polityki pieniężnej. Naszym zdaniem, Fed może podnieść stopy procentowe w 2019 r. dwa razy a EBC odważy się na podwyżkę stóp jeszcze przed końcem br.

Taki scenariusz obarczony jest oczywiście wieloma ryzykami, takimi jak Brexit, eskalacja wojen handlowych czy niestabilność polityczna w Europie.

Warto odnotować, że przez ostatnie lata, z wyjątkiem 2017-2018, ewolucja prognoz globalnego wzrostu przebiegała podobnie: pogorszenie oczekiwań zawsze zaczynało się łagodnie, ale w miarę upływu czasu, zderzenie z rzeczywistością sprawiało, że rosło tempo korygowania prognoz w dół. Ostatnie dwa lata pokazują, że nie jest to uniwersalny wzorzec i nie spodziewamy się zobaczyć go w 2019 r., ale należy go mieć z tyłu głowy jako możliwy wariant negatywny.



Źródło: Markit, Santander



Linie pokazują ewolucję w czasie rocznych prognoz wzrostu gospodarczego dla lat 2012-2019, źródła: Consensus Economics, Fulcrum Asset Mngmt

Źródło: FT.com





# Wskaźniki wyprzedzające: rozbieżne sygnały

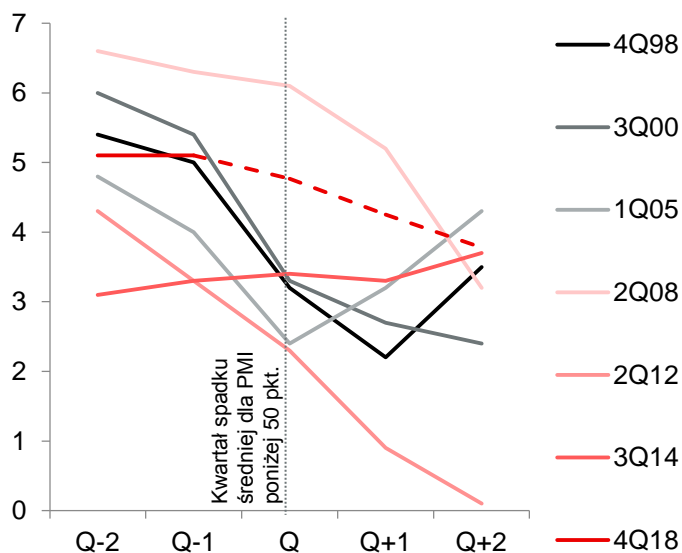
Wskaźniki wyprzedzających dla polskiego przemysłu opowiadają w zasadzie dwie różne historie.

PMI spadał we wszystkich miesiącach drugiego półrocza 2018 r., w listopadzie i grudniu był już poniżej neutralnego poziomu 50 pkt. W przeszłości, gdy kwartalna średnia dla indeksu PMI spadała poniżej 50 pkt. (co przydarzyło się w IV kw. br.) to wzrost PKB spowalniał, choć w różnej skali. Rok 2014 był wyjątkiem, ale PMI spędził wtedy tylko na trzy miesiące poniżej 50 pkt. Generalnie, PMI jest „przewrażliwionym” sygnalizatorem zmian w nastrojach biznesowych, produkując fałszywe alarmy o zwrotach w koniunkturze.

Z drugiej strony wskazania indeksów ESI Komisji Europejskiej i GUS, wyrażających nastroje w biznesie, zasygnalizowały w listopadzie i grudniu, że gospodarka łapie „drugi oddech” pomimo długiego okresu utrzymywania wysokiego tempa wzrostu i pogarszających się wskaźników wyprzedzających dla strefy euro. Trzeba jednak pamiętać, że te wskaźniki wyglądały nadmiernie optymistycznie w 2018. Według GUS pod koniec ub.r. doszło też do przyspieszenia wzrostu wartości nowych zamówień w przemyśle.

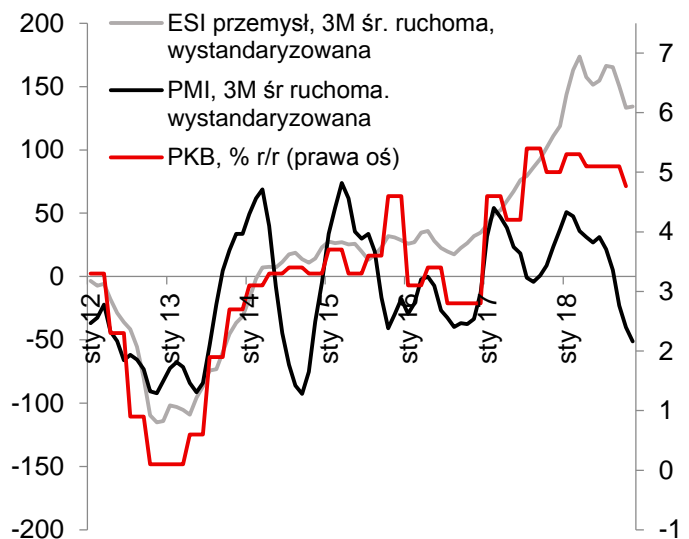
Z tych rozbieżnych sygnałów wyciągamy wniosek, że czeka nas delikatne, stopniowe spowolnienie gospodarcze.

### Wzrost PKB wokół okresów spadku PMI poniżej 50 pkt.



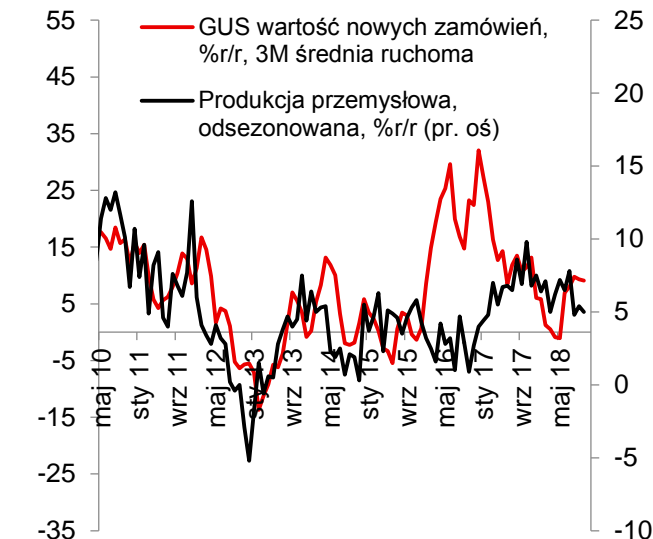
Źródło: GUS, Markit, Santander

### Niejasne sygnały ze wskaźników wyprzedzających



Źródło: GUS, Eurostat, Markit, Santander

### Nowe zamówienia podważają spowolnienie w produkcji



Źródło: GUS, Santander





# PKB w 2018: wbrew prawom grawitacji?

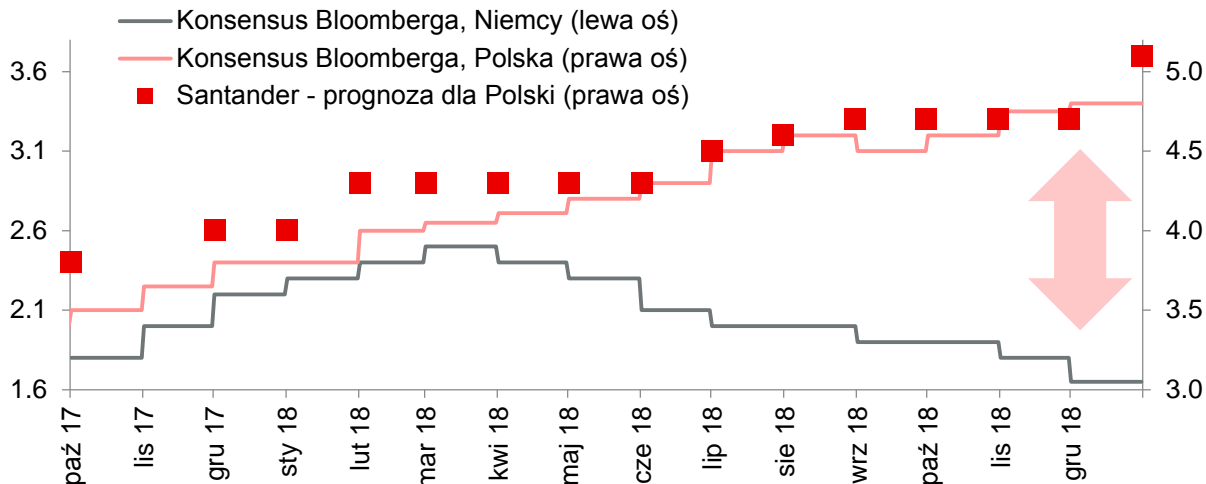
W 2018 r., trendy w polskiej gospodarce wyraźnie oderwały się od tych widocznych w gospodarkach zachodnioeuropejskich: podczas gdy większość z nich na początku roku zanotowała spowolnienie, polska gospodarka gnała jak szalona, a dynamika PKB przez pięć kwartałów z rzędu przekraczała 5% r/r.

Przeciwwagą dla słabszego otoczenia zewnętrznego był silny popyt krajowy z silnym wzrostem konsumpcji, ożywieniem w inwestycjach i wzrostem zapasów.

Pozytywne niespodzianki ze strony krajowych danych i odporność gospodarki na pogorszenie nastrojów za granicą skutkowały serią rewizji prognoz. Oczekiwania co do wzrostu PKB wędrowały w górę przez cały rok, mimo że oczekiwania dla głównych gospodarek strefy euro w tym samym czasie obniżały się.

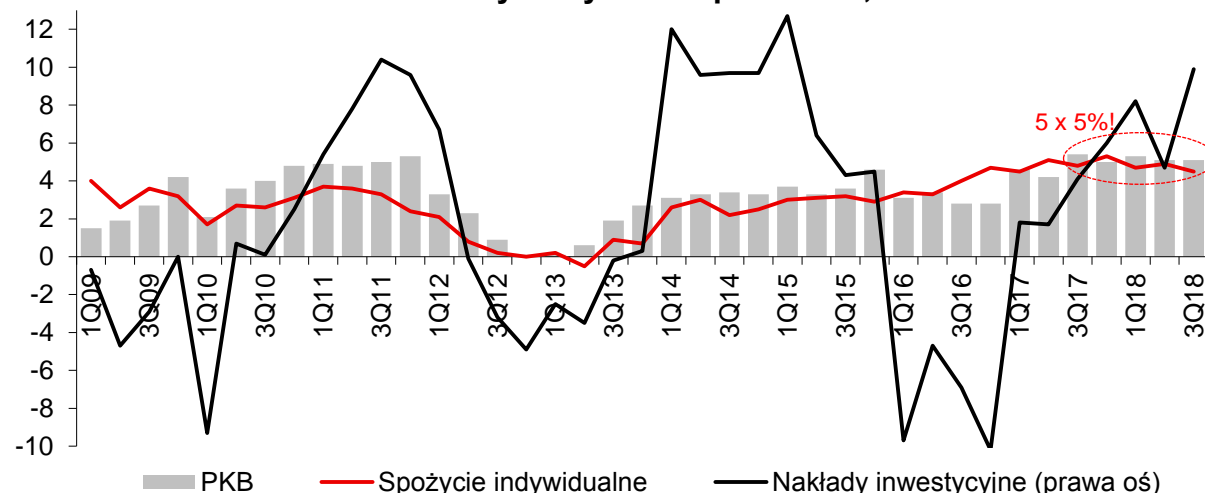
To już drugi rok z rzędu, kiedy polska gospodarka zaskoczyła nas w górę. Czy zatem, oczekując spowolnienia w 2019 r., mamy szansę wreszcie trafić?

### Zmiany prognozy PKB w 2018 – Polska a Niemcy



Źródło: Bloomberg, Santander

### Wzrost PKB i wybranych komponentów, % r/r



Źródło: GUS



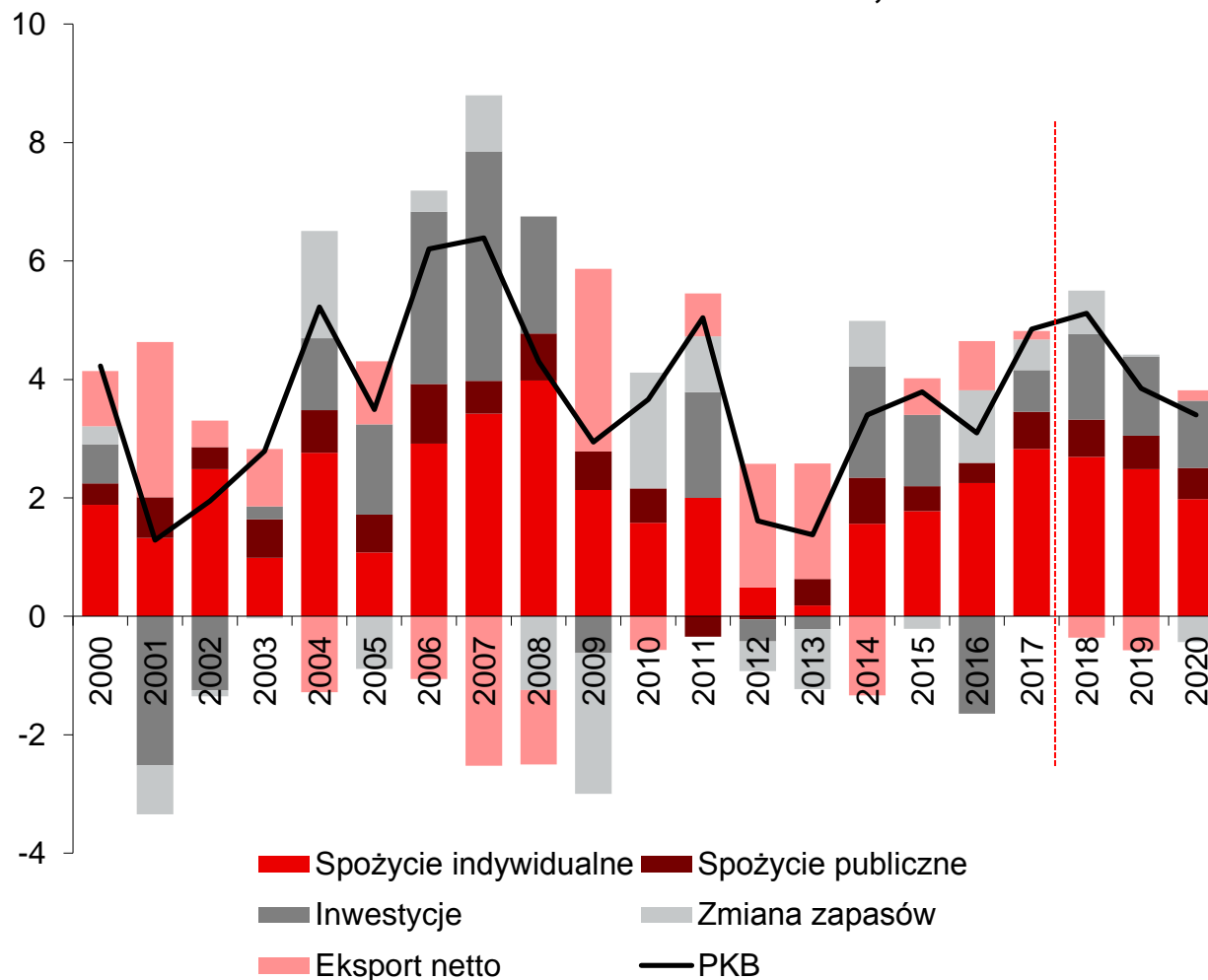
# PKB w 2019: nadal wysoko

Pięcioprocentowy wzrost PKB będzie trudny do utrzymania w obliczu słabszego otoczenia makro (napięcia w handlu międzynarodowym, możliwe spowolnienie wzrostu za granicą) oraz nabrzmiewających problemów krajowych (zacieśnienie na rynku pracy, wysoki stopień wykorzystania mocy wytwórczych, kurczenie się marż firm). Mimo to, w nadchodzących kwartałach wzrost powinien pozostać solidny, a popyt krajowy grać będzie pierwsze skrzypce.

W 2018 r. ożyły inwestycje z projektów unijnych, a ich dalszy wzrost będzie naszym zdaniem równoważył słabnący popyt zagraniczny: uważamy, że szczyt finansowania unijnego w obecnej siedmioletniej perspektywie jest wciąż przed nami. Konsumpcja prywatna pozostanie zapewne głównym czynnikiem wzrostu, chociaż ta kategoria szczytową formę ma już za sobą.

Ogólnie, struktura wzrostu powinna być w miarę podobna do tej z lat 2017-18, chociaż gospodarka urośnie nieco wolniej. Na kolejnych stronach pokazujemy nasze szczegółowe oczekiwania odnośnie do komponentów PKB.

### Struktura wzrostu PKB w Polsce, % r/r



Źródło: GUS, Santander



# Konsumpcja: jest dobrze, będzie dobrze

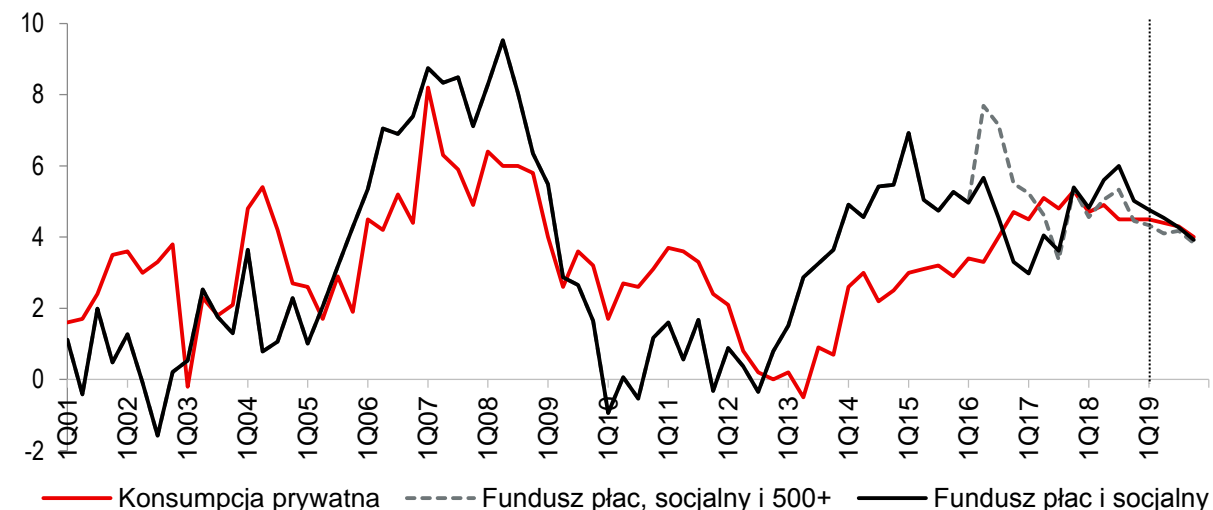
Naszym zdaniem konsumpcja prywatna pozostanie podparą wzrostu PKB w 2019 r. Choć szczyt konsumpcyjnego cyklu już prawdopodobnie za nami, ponad 4-procentowy wzrost powinien być łatwy do utrzymania przy zakładanym przez nas scenariuszu dla dochodów i świadczeń społecznych. Zatrudnienie powinno dalej rosnąć, wzrost płac w sektorze prywatnym powinien pozostać wysoko a płace w sektorze publicznym (już rosnące o ok. 8% r/r) mogą nawet przyspieszyć, co powinno wystarczyć by zapobiec istotnemu spowolnieniu konsumpcji. Do tego, stopa oszczędności gospodarstw domowych może dalej spadać, skoro nie zanoszą się na to, żeby realne stopy procentowe wzrosły w tym roku.

Program 500+ odegrał swoją rolę w ożywianiu konsumpcji w 2016-2017, ale teraz działa już hamująco na dynamikę dochodów gospodarstw domowych. Transfery z tego tytułu spadają w ujęciu r/r (o 15,7% w II kw i o 22,9% w III kw.), głównie przez weryfikację świadczeniobiorców oraz zmiany demograficzne (więcej dzieci wchodzi w pełnoletniość niż się rodzi). Do tego nie ma indeksacji do CPI, przez co realna wartość świadczenia zmniejsza się w czasie.

Nastroje konsumentów (wg GUS) pozostawały w 2018 r. na rekordowo wysokich poziomach, wyżej niż w 2017 r. kiedy konsumpcja prywatna przyspieszyła do średnio 4,9% r/r. Niepewność co do podwyżki cen prądu wywołała wyraźne pogorszenie nastrojów w grudniu, ale temat jest już w zasadzie zamknięty, więc optymizm powinien powrócić.

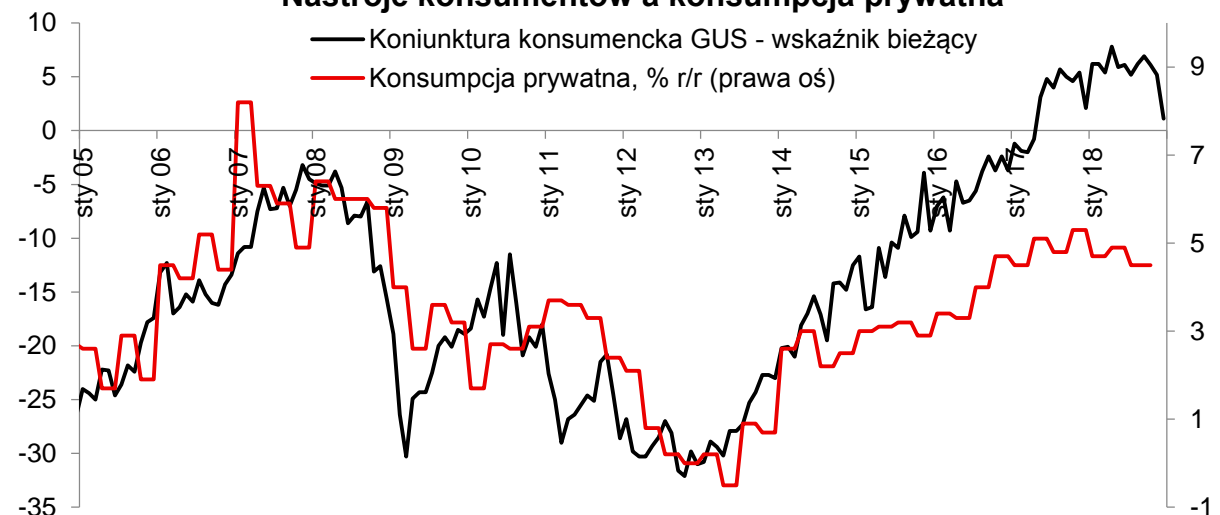
Ryzyka dla konsumpcji prywatnej w 2019 r. związane są w wyższymi kosztami życia. Poziom rachunków za prąd został ustawowo zamrożony, pozostaje kwestia podwyżek cen gazu, ogrzewania i paliw stałych oraz dodatkowej opłaty paliwowej. Dochody do dyspozycji będą też nadgryzane przez stopniowe wdrażanie PPK od połowy 2019.

### Realny wzrost miar dochodów gospodarstw domowych a konsumpcja prywatna, % r/r



Źródło: GUS, Santander

### Nastroje konsumentów a konsumpcja prywatna



Źródło: GUS, Santander

# Konsumpcja: jak trwale są jej wzrosty?

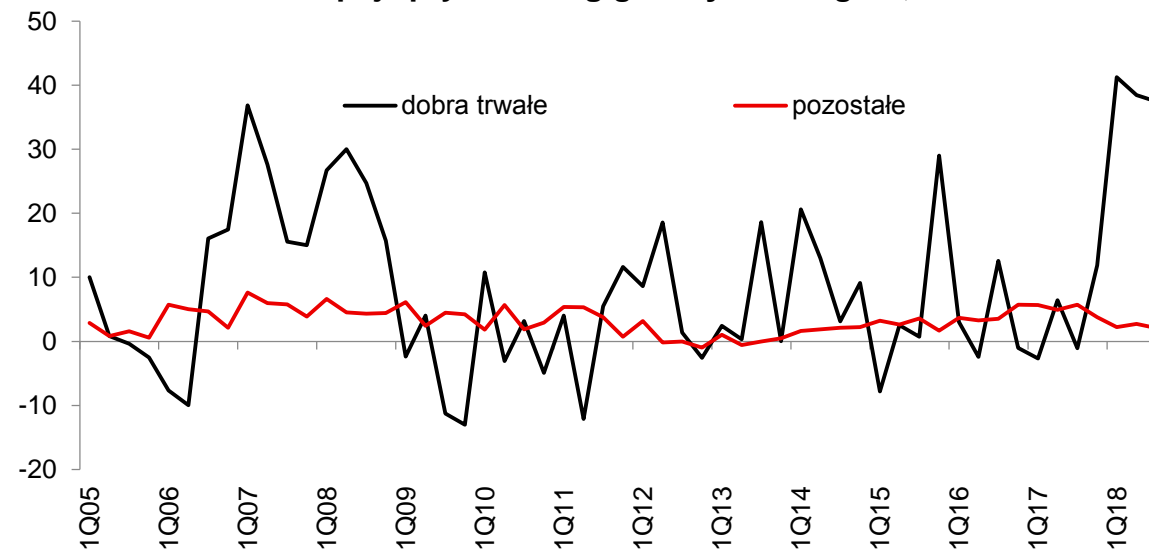
Według Eurostatu w ostatnich kwartałach gospodarstwa domowe zwiększyły zakupy dóbr trwałych o 35-40% r/r. Może być trudno utrzymać takie tempo dużo dłużej. Jednocześnie relatywnie słabo prezentują się pozostałe kategorie.

Zwracamy też uwagę, że w latach 2007-2008 duży wkład ze strony dóbr trwałych dokładał się do dobrych wyników w zakresie pozostałych składników konsumpcji. Tym razem wzrost konsumpcji jest stabilny, ale konsumpcja dóbr trwałych wypiera pozostałe kategorie zamiast zapewniać dodatkowy wkład ponad ich stabilne tempo wzrostu.

Co więcej, ankieta konsumencka w IV kw. wykazała pogorszenie nastawienia wobec podejmowania ważnych zakupów z jednoczesnym wzrostem skłonności do oszczędzania (jako alternatywnej formy zagospodarowania nadwyżek w domowym budżecie).

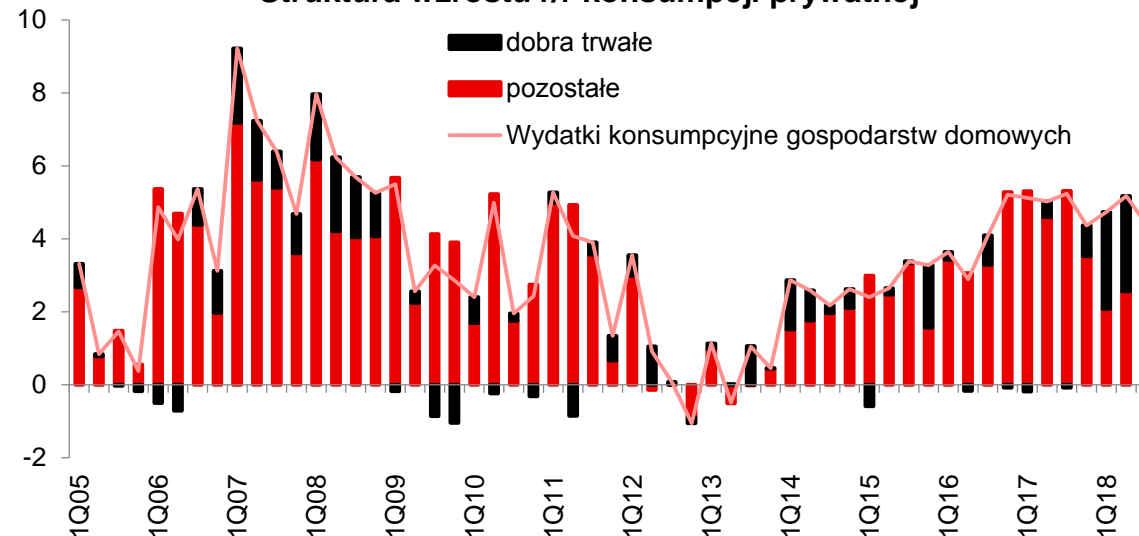
Należałoby się więc spodziewać spowolnienia w 2019 r., kiedy do głosu dojdzie negatywny efekt bazy w konsumpcji dóbr trwałych. A jednak, w latach 2006-2008 dwucyfrowy wzrost w tej kategorii utrzymywał się przez dziesięć kwartałów. Co więcej, wyhamowanie konsumpcji miało wtedy związek z globalnym kryzysem finansowym a nie z naturalnym przejściem do spadkowej fazy cyklu koniunkturalnego. Jeśli tym razem zakładamy stopniowe wytracanie tempa przez gospodarkę to konsumenci mogą być w stanie wygładzić ścieżkę konsumpcji lepiej niż podczas kryzysu.

Konsumpcja prywatna wg głównych kategorii, %/r



Źródło: Eurostat, Santander

Struktura wzrostu r/r konsumpcji prywatnej



Źródło: Eurostat, Santander

# Konsumpcja: dopalacz kredytowy już działa

Teoretycznie, kiedy spada tempo wzrostu dochodu realnego, z pomocą konsumpcji prywatnej może przyjść wzmożona akcja kredytowa. Jednak naszym zdaniem w obecnych warunkach raczej nie ma co liczyć na taki scenariusz.

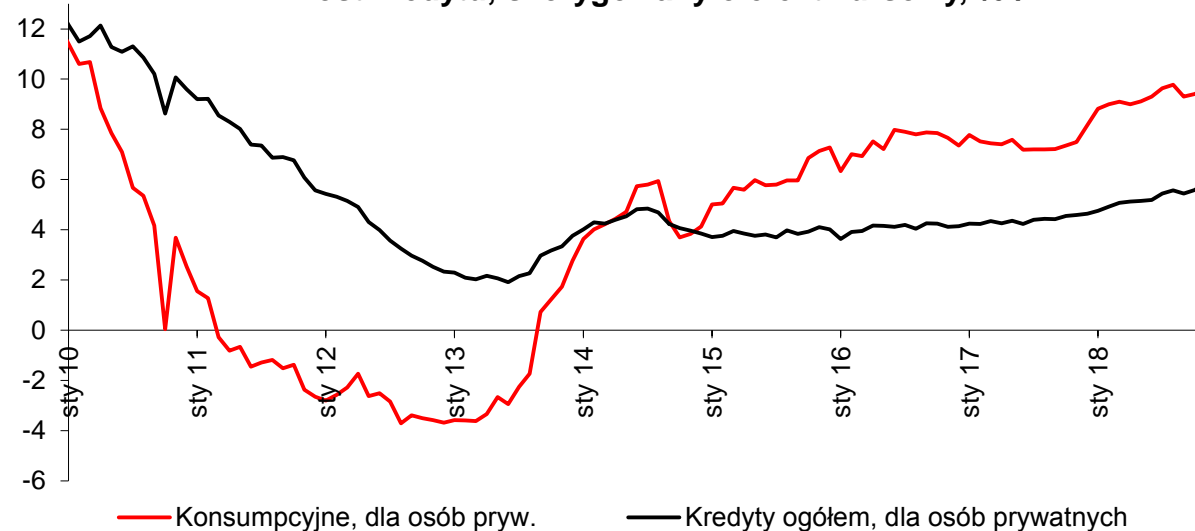
Kredyty konsumpcyjne rosną już w całkiem szybkim tempie ponad 9% r/r, najsilniejszym od ośmiu lat. Zatem to co pokazuje konsumpcja prywatna już jest wsparte kredytem.

W III kw. banki zgłosiły w ramach ankiety kredytowej NBP, że wyraźnie wzrósł popyt na finansowanie zakupów dóbr trwałych względem poprzednich kwartałów. Mimo to wskaźnik oczekiwań banków co do popytu na kredyt konsumpcyjny w IV kw. pozostał dość nisko.

Poza tym, wskaźniki ESI opisujące nastroje konsumentów wykazały strukturalną zmianę w podejściu do oszczędzania i korzystania z dźwigni finansowej. W porównaniu ze szczytem koniunktury w 2007 r. udział gospodarstw domowych, które zadłużają się spadł z 9% do 2% a udział tych, które oszczędzają wzrósł z 17% do 35%. Wyjaśnieniem dla tej różnicy może być znaczny wzrost dochodu do dyspozycji, który miał miejsce w ostatnich 10 latach.

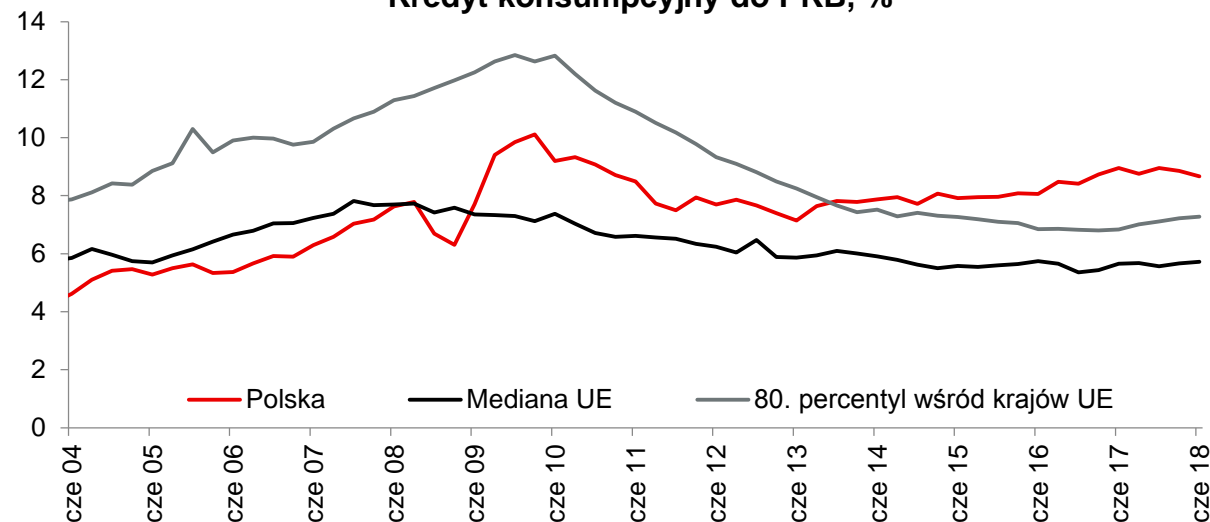
Ponadto, polska gospodarka jest już względnie nasycona kredytami konsumpcyjnymi w porównaniu z resztą Europy, inaczej niż w innych kategoriach kredytowych. Relacja kredytu konsumpcyjnego do PKB dla Polski jest jedną z najwyższych w UE.

Wzrost kredytu, skorygowany o efekt kursowy, %r/r



Źródło: NBP, Santander

Kredyt konsumpcyjny do PKB, %



Źródło: NBP, Santander



# Inwestycje: sektor publiczny głównym napędem

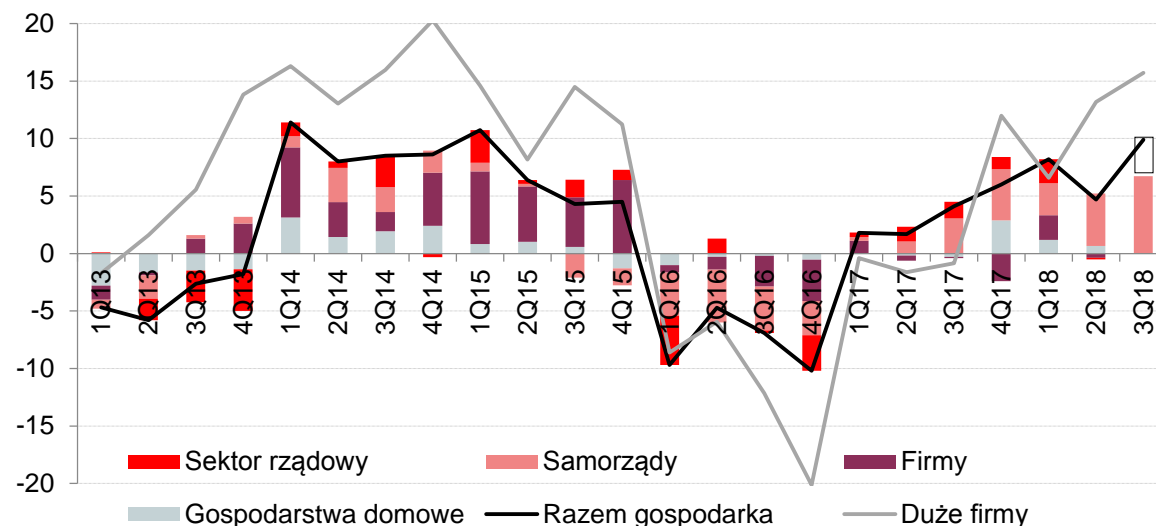
W III kw. 2018 r. inwestycje urosły o prawie 10% r/r, osiągając najwyższą stopę wzrostu od początku 2015. Jednak ok. 2/3 z tego wzrostu pochodziło z samorządów, które zwiększały wydatki w szale przedwyborczym. W pierwszej połowie roku inwestycje pozostałych sektorów pozostały w stagnacji, choć naszym zdaniem w III kw. inwestycje prywatne mogły drgnąć. Po pierwsze, nakłady w firmach zatrudniających 50 i więcej osób wzrosły w tym okresie aż o 15% r/r. Po drugie dekompozycja wzrostu inwestycji wg aktywów pokazała odbicie nakładów na maszyny i wyposażenie (14,3% r/r), które są mocno skorelowane z inwestycjami firm.

Naszym zdaniem inwestycje publiczne pozostaną silne dzięki realizacji projektów rozpoczętych jeszcze przed wyborami (a w 2019 r. przecież jeszcze kolejne i to dwukrotnie) oraz rosnącego wykorzystania środków unijnych. Jak piszemy na stronie 15, spodziewamy się szczytu inwestycji finansowanych środkami z UE w 2019 r. Plany inwestycyjne budżetu centralnego na 2019 r. są wprawdzie niższe niż na 2018 r. (32,4 mld zł wydatków majątkowych i finansowania projektów UE wobec 35,4 mld zł w 2018 r.), ale tegoroczna realizacja jest niska, po październiku wyniosła 14,9 mld zł, zatem pobicie tego wyniku w przyszłym roku nie będzie trudne.

Nawet mając w pamięci możliwe odbicie inwestycji prywatnych w III kw. 2018 r., perspektywy na 2019 r. nie są zbyt kolorowe. Niektóre wskaźniki optymizmu idą w dół, ankiety inwestycyjne wskazują na spadek nakładów lub ich lekki wzrost, firmy narzekają na niepewność instytucjonalną jako źródło braku ekspansji. Zatem spodziewamy się, że sektor publiczny pozostanie głównym napędem inwestycji także w 2019 r.



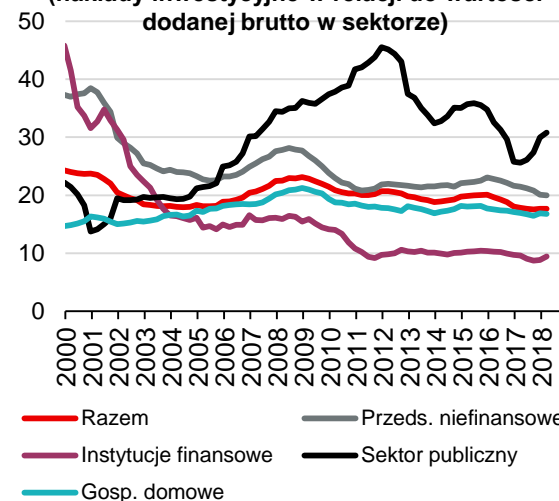
### Dekompozycja wzrostu inwestycji wg sektora



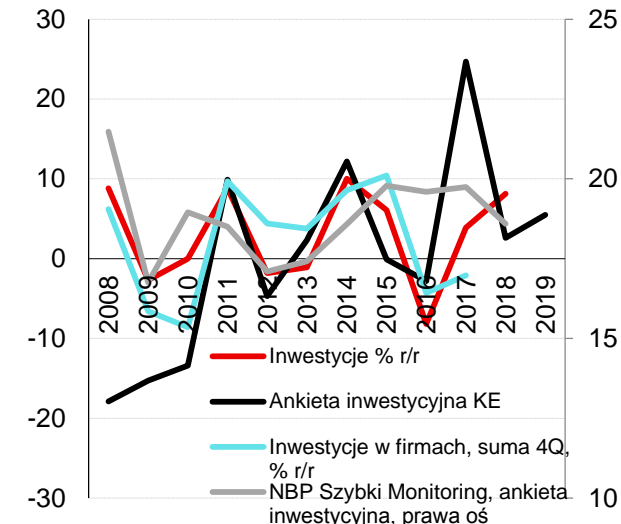
Źródło: GUS, Eurostat, Santander

### Stopa inwestycji wg sektora

(nakłady inwestycyjne w relacji do wartości dodanej brutto w sektorze)



### Inwestycje: faktyczne a ankiety



Źródło: GUS, Komisja Europejska, NBP, Eurostat, Santander

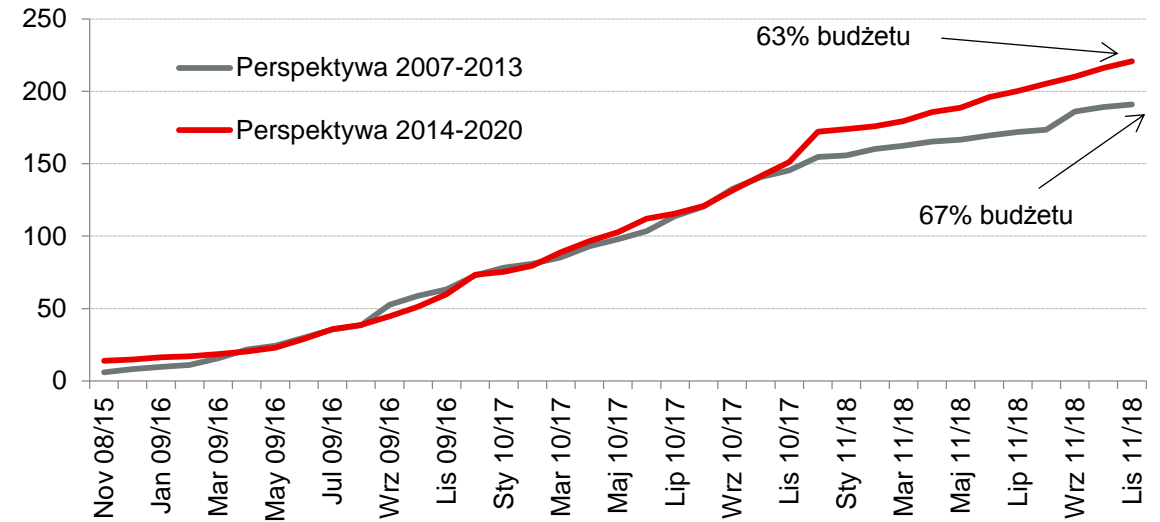
# Inwestycje: Szczyt wydatków UE w I poł. 2019

Stopień zakontraktowania funduszy unijnych w ramach perspektywy 2014-2020 wzrastał stopniowo w ciągu roku i przekroczył 200 mld zł w połowie roku. Do listopada zakontraktowano 63% całego budżetu. W analogicznym okresie poprzedniej perspektywy, czyli w listopadzie 2011 r. stopień ten wynosił 67%. Pod koniec zeszłego roku te wskaźniki wynosiłyby 49% dla perspektywy 2014-2020 i 55% dla perspektywy 2007-2013, a zatem 2018 przyniósł lekkie nadgonienie dystansu.

Według naszych szacunków, inwestycje finansowane środkami unijnymi przyspieszyły znacząco w 2018 r. Mimo to, kontraktacja w okresie styczeń-listopad była wyraźnie niższa niż w 2017 r. (odpowiednio 48,7 mld zł wobec 78 mld zł). Według naszego modelu umowy stają się faktycznymi inwestycjami po ok. 6-8 kwartałach, więc szczyt kontraktacji w 2017 r. przełoży się na szczyt inwestycji w okresie IV kw. 2018 – III kw. 2019.

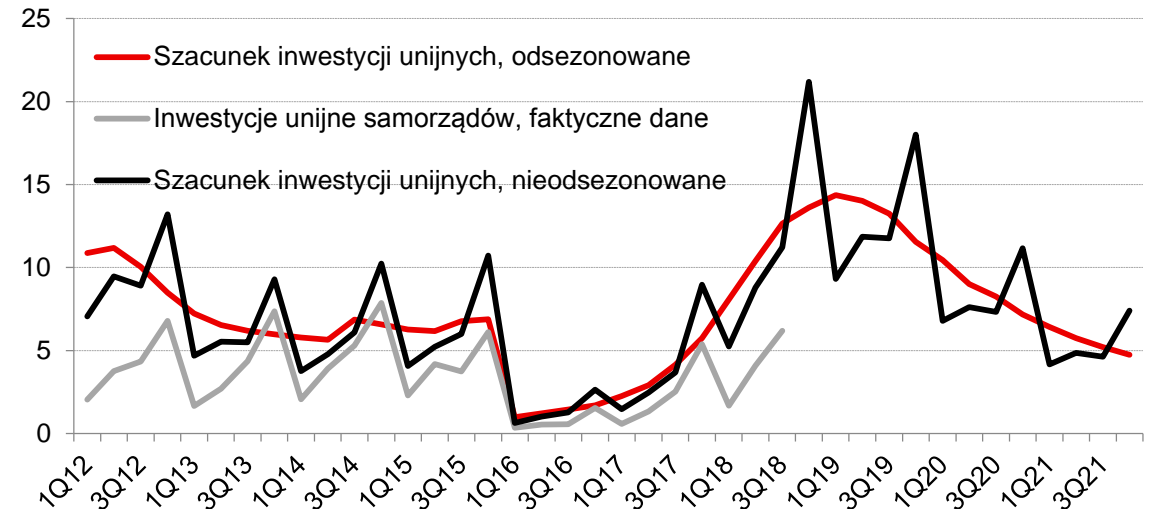
Przy szczycie inwestycji unijnych w 2019 r., ich wkład do łącznego wzrostu inwestycji wyniesie ok. 5 punktów procentowych, więc będzie podobny jak w 2018 r., a może nawet odrobinę niższy. W 2020 r. wkład inwestycji unijnych do łącznego wzrostu nakładów może być lekko ujemny.

Stopień kontraktacji środków UE: 2008-11 a 2015-18, mld zł



Źródło: Ministerstwo Rozwoju, Santander

Szacunek inwestycji unijnych, mld zł



Źródło: Ministerstwo Rozwoju, Ministerstwo Finansów, Santander

# Inwestycje: czy leasing mówi coś innego?

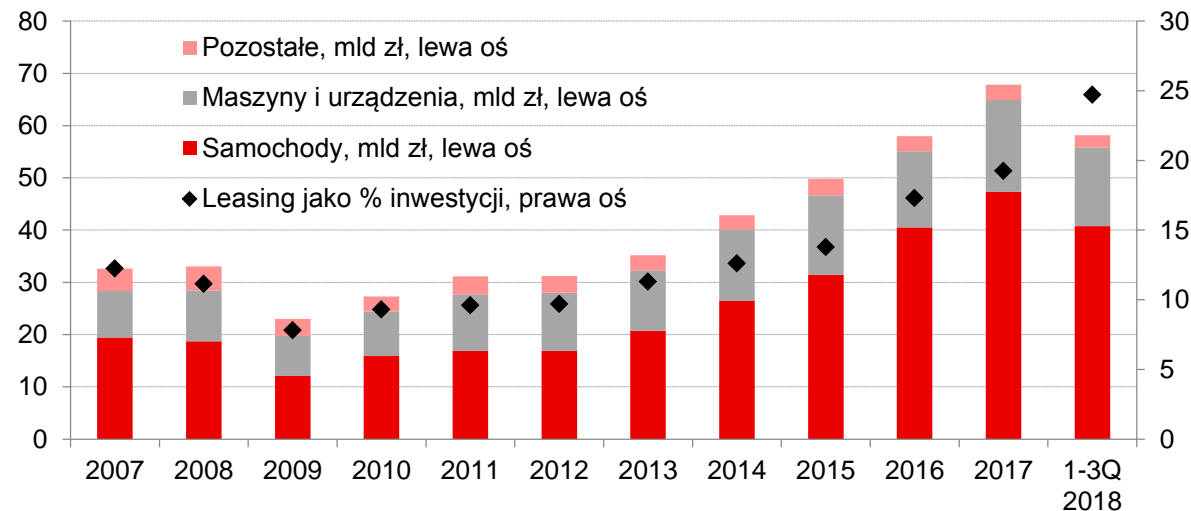
Raczej umiarkowane odbicie inwestycji w 2018 r. wywołało spekulacje, że GUS zaniża ich wartość. Takie obawy wyraził nawet szef NBP Adam Glapiński, który zapowiedział wystanie oficjalnego zapytania banku centralnego w tej sprawie.

Jednym z wyjaśnień, sugerowanym przez niektórych analityków, jest takie, że GUS nie uwzględnia w pełni inwestycji finansowanych leasingiem, a tych jest coraz więcej. Według Związku Polskiego Leasingu (ZPL), łączna wartość leasingów w 2017 r. wyniosła 68 mld zł, co stanowiło 19,3% inwestycji ogółem (352 mld zł w 2017 r.). W 2012 r. ten stosunek wynosił ledwie 9,7%.

My nie widzimy akurat powodów do powątpiewania w statystyki GUS. Mimo to uznaliśmy, że warto przeprowadzić proste ćwiczenie ukazujące skutki takiego niedoszacowania leasingów. Wyszliśmy od radykalnego wariantu, że GUS w ogóle nie dodaje leasingów do inwestycji, dodaliśmy więc ich wartość w całości do wartości inwestycji, by otrzymać „skorygowany” szacunek”.

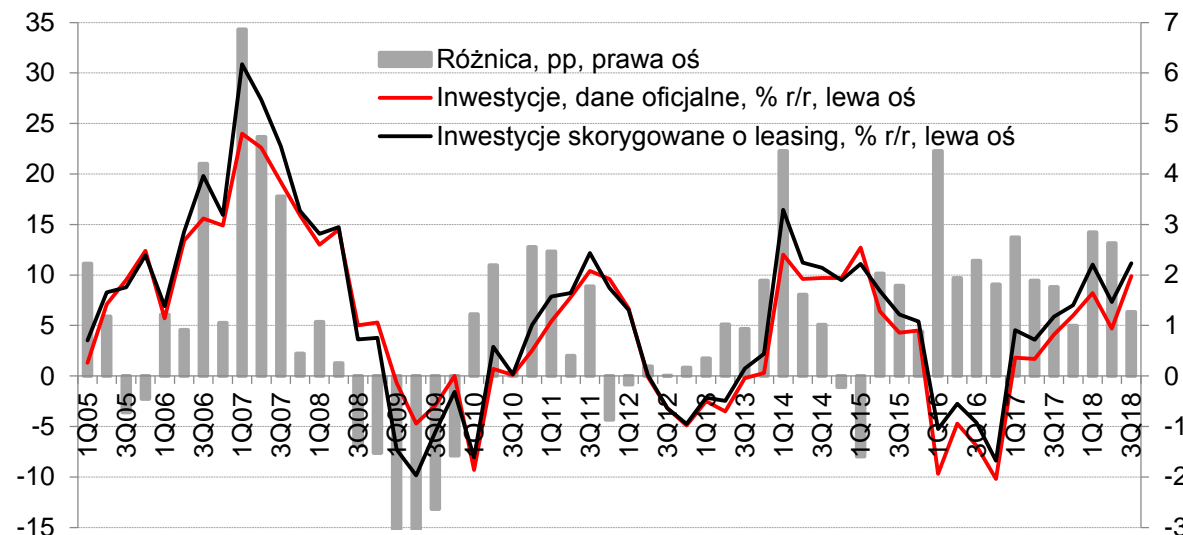
Z tego ćwiczenia wynika, że maksymalny błąd wynikający z niedoszacowania leasingów to zaniżenie tempa wzrost inwestycji o ok. 2 punkty procentowe w 2017 i 2018 r. Dodanie tych 2 punktów nie zmieniłoby ogólnego trendu aktywności inwestycyjnej w Polsce.

### Wartość leasingów w Polsce



Źródło: ZPL, GUS, Santander

### Inwestycje skorygowane o leasingi % r/r



Źródło: ZPL, GUS, Santander

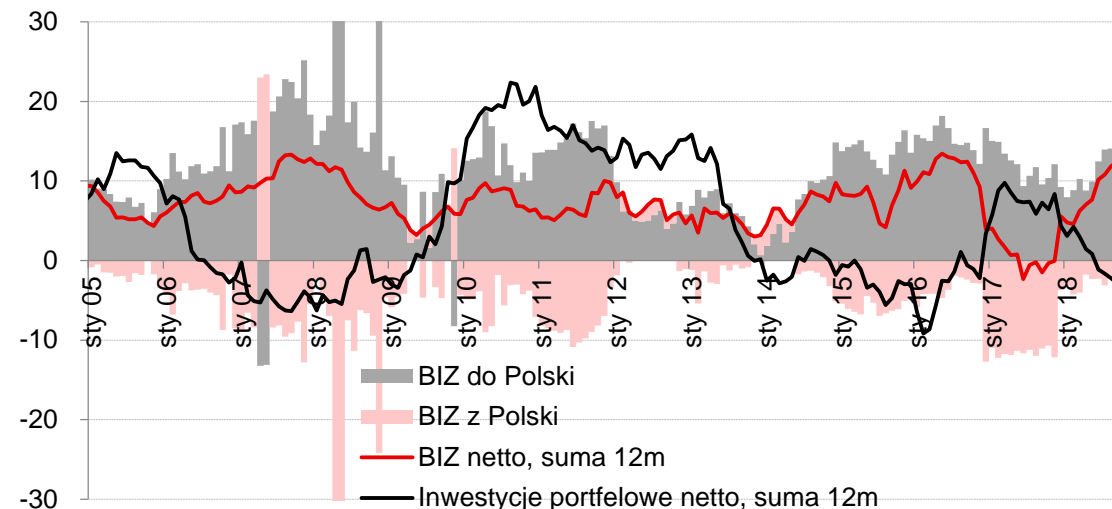
# BIZ: powrót do formy

W 2017 r. doszło do wyraźnej obniżki bezpośrednich inwestycji zagranicznych netto. W naszym poprzednim raporcie rocznym sugerowaliśmy, że to tylko jednorazowy efekt pojedynczej dużej transakcji i przetasowania między inwestycjami portfelowymi i bezpośrednimi. Nasza teza okazała się słuszną i w 2018 r. zobaczyliśmy powrót wartości BIZ do średniej. W październiku 2018 r. 12-miesięczne BIZ netto wyniosły 10,6 mld €. Spodziewamy się podobnego wyniku w 2019 r.

W 2017 r. napływ BIZ brutto do Polski wyniósł 8.1 mld €, na co składało się +8.9 mld € reinwestowanych zysków, -0.4 mld € inwestycji w udziały i -0.4 mld € inwestycji w aktywa dłużne. Najwięcej inwestycji pochodziło z Niemiec (3,0 mld €), Luksemburga (2,9 mld €), Cypru (1,3 mld €) i Austrii (1,2 mld €), podczas gdy największe odpływy dotyczyły Włoch (-2,0 mld €), Holandii (-1,7 mld €) i Francji (-0,9 mld €). Z kolei BIZ polskich podmiotów za granicą przyrosły o 2,4 mld €, kierując się głównie do Szwecji (1,7 mld €) i Luksemburga (1,0 mld €), podczas gdy inwestycje na Cyprze obniżyły się o 1,6 mld €.

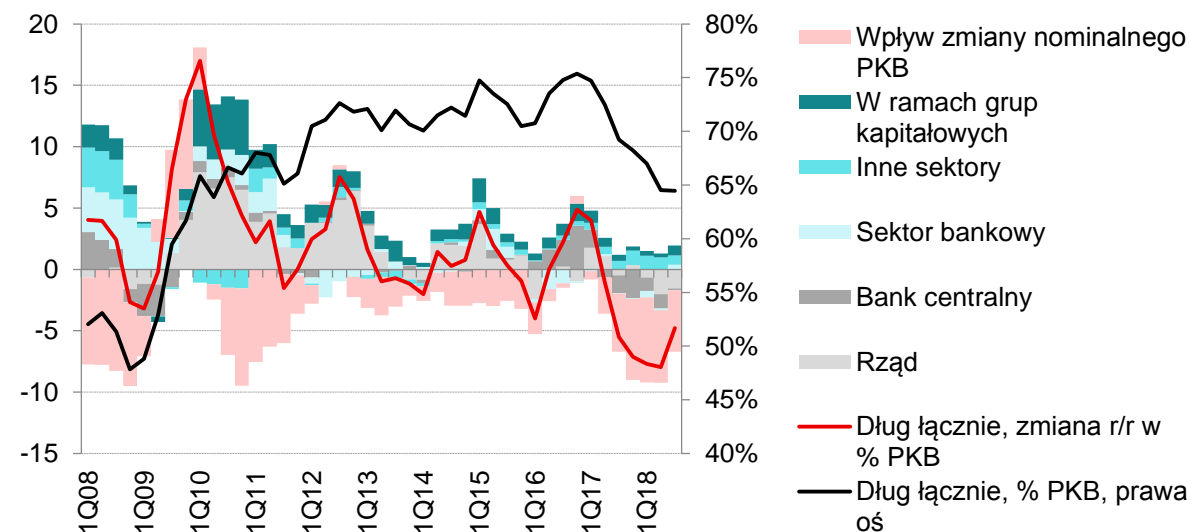
Dług zagraniczny brutto Polski obniżył się do 64,5% PKB w III kw. 2018 r. i był najniższy od II kw. 2010 r. W ujęciu rocznym wskaźnik długu do PKB spadł o 4,8 punktów procentowych a w II kw. nawet o 8,1 pp, co jest największym spadkiem od kiedy dostępne są porównywalne dane (2004). Obniżenie tego wskaźnika wynikało przede wszystkim z silnego wzrostu PKB (ponad 6,0% r/r nominalnie) i niewielkiego wzrostu nominalnego długu, zwłaszcza publicznego. Agencje ratingowe spojrzaliby przychylnym okiem na dalszy spadek długu zagranicznego brutto.

### Inwestycje portfelowe i bezpośrednie, mld zł



Źródło: NBP, Santander

### Dług zagraniczny brutto, % PKB



Źródło: NBP, Santander



# Handel zagraniczny: eksport nie będzie błyszczął

W 2018 r. wzrost polskiego eksportu wyraźnie spowolnił w ślad za eksportem niemieckim i ogólnie wzrostem globalnego handlu zagranicznego. Spowolnienie było szerokie i dotyczyło wszystkich głównych rynków zbytu dla polskich produktów.

Perspektywy na kolejne kwartały nie są zbyt optymistyczne w obliczu słabszych widoków na wzrost gospodarki światowej i utrzymujące się napięcia w handlu. W zasadzie nie sposób spodziewać się ożywienia w polskim eksporcie bez zwyżki w strefie euro (a raczej w Niemczech). Dlatego spodziewamy się spowolnienia wzrostu eksportu w Polsce do ok. 3,0% r/r w 2019 r. z 5,5% r/r w 2018 r.

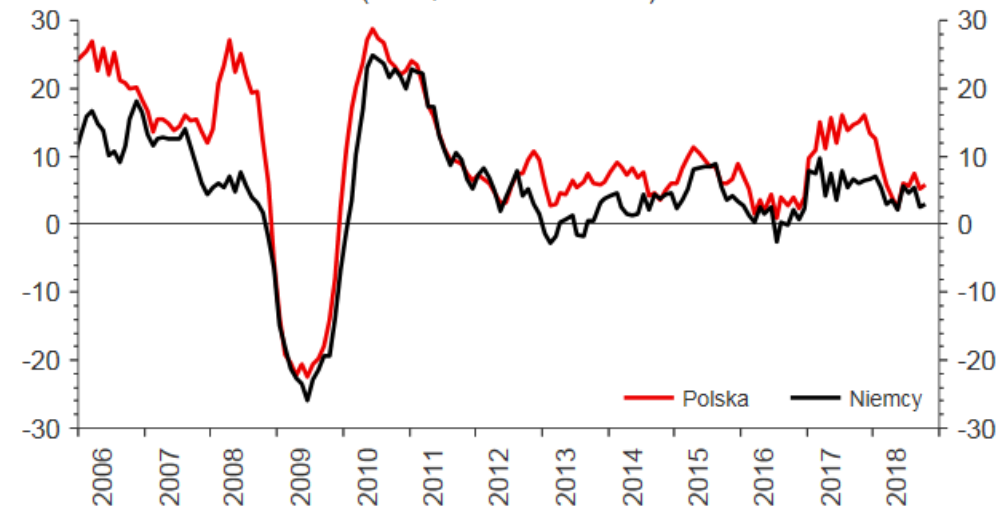
Z drugiej strony, konkurencyjność cenowa polskiego eksportu zdaje się być nienaruszona. Wzrost jednostkowych kosztów pracy przyspieszył, ale pozostaje poniżej tego obserwowanego w innych porównywalnych gospodarkach. A przestrzeń między kosztami pracy w Polsce i w rozwiniętych krajach Europy jest wciąż duża.

W 2018 r. nieco cofnęła się aprecjacja złotego z 2017 r. i polska waluta nie sprawia wrażenia przewartościowanej (REER jest ledwie 5% powyżej minimum osiągniętego krótko po kryzysie w 2008 r.). Ankiety NBP wskazują, że zarówno EURPLN jak i USDPLN są wyraźnie powyżej granicznych poziomów opłacalności eksportu.

Należy jednak pamiętać, że w przeszłości siła popytu zagranicznego była ważniejszym czynnikiem wzrostu eksportu niż poziom kursu.

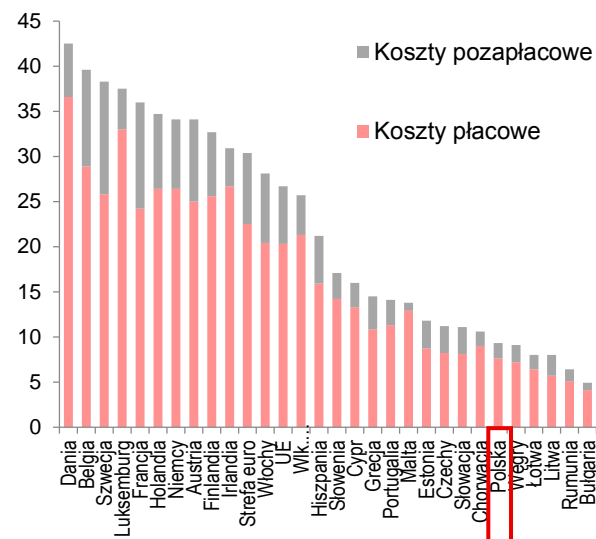
## Wzrost eksportu: Polska vs. Niemcy

(% r/r, 3-mies. śr.ruch.)



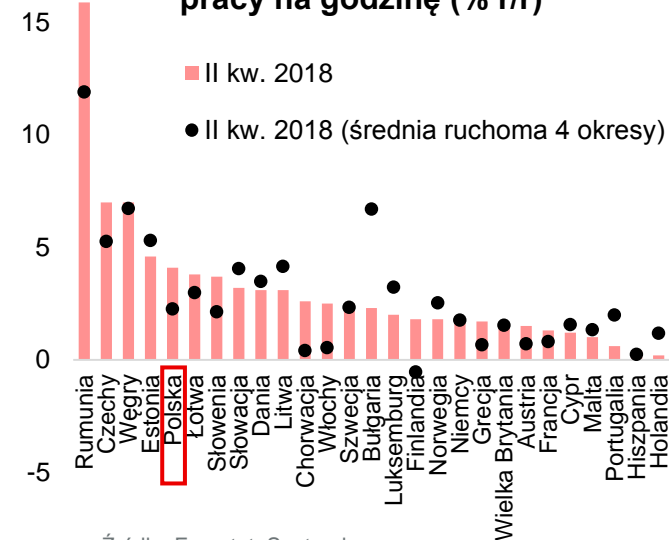
Source: Thomson Reuters Datastream

## Godzinowe koszty pracy, €



Źródło: Eurostat, Santander

## Nominalny jednostkowy koszt pracy na godzinę (% r/r)



Źródło: Eurostat, Santander

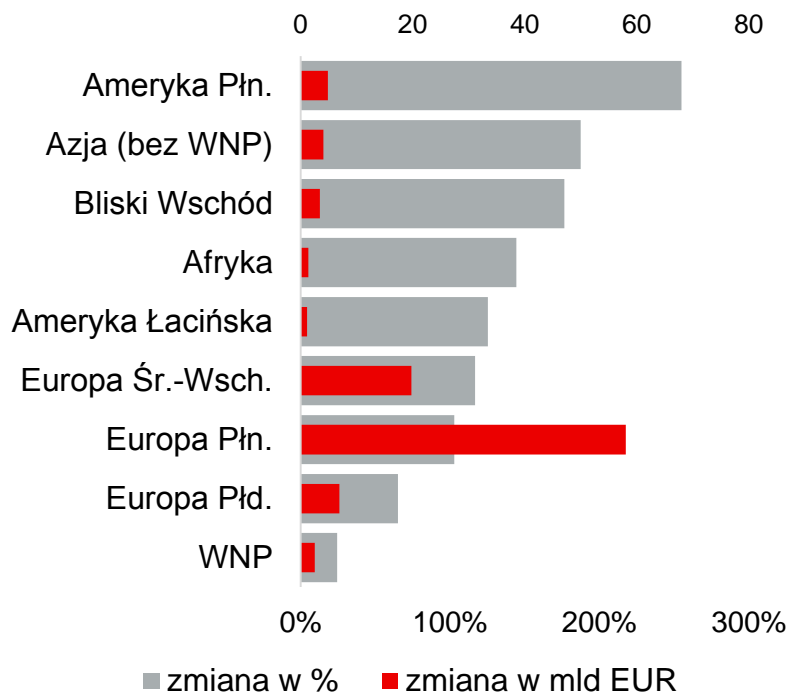




# Handel zagraniczny: ekspansja poza Europę trwa... ... choć inne kierunki to wciąż (rosnący) margines

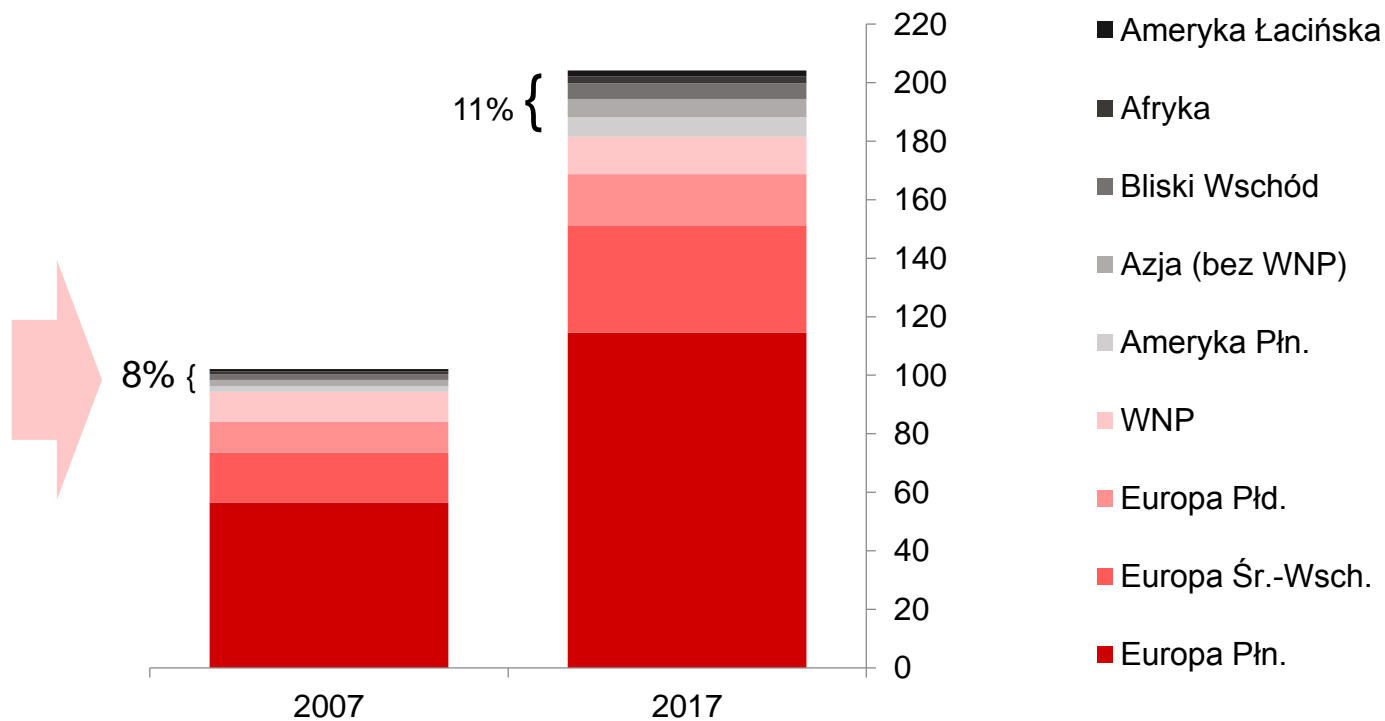
UE to dla Polski niezmiennie największy polski rynek eksportowy, chociaż proces geograficznej dywersyfikacji trwa. Rynki spoza Europy wciąż stanowią tylko dość wąski margines polskiego handlu zagranicznego. Zatem potencjalny wpływ globalnych wojen handlowych na polski eksport dotarłby do nas głównie pośrednio, przez niemiecką (europejską) gospodarkę.

**Zmiana wartości polskiego eksportu 2007-2017 wg grup krajów**



źródło: Eurostat, Santander

**Wartość polskiego eksportu w mld EUR**



źródło: Eurostat, Santander



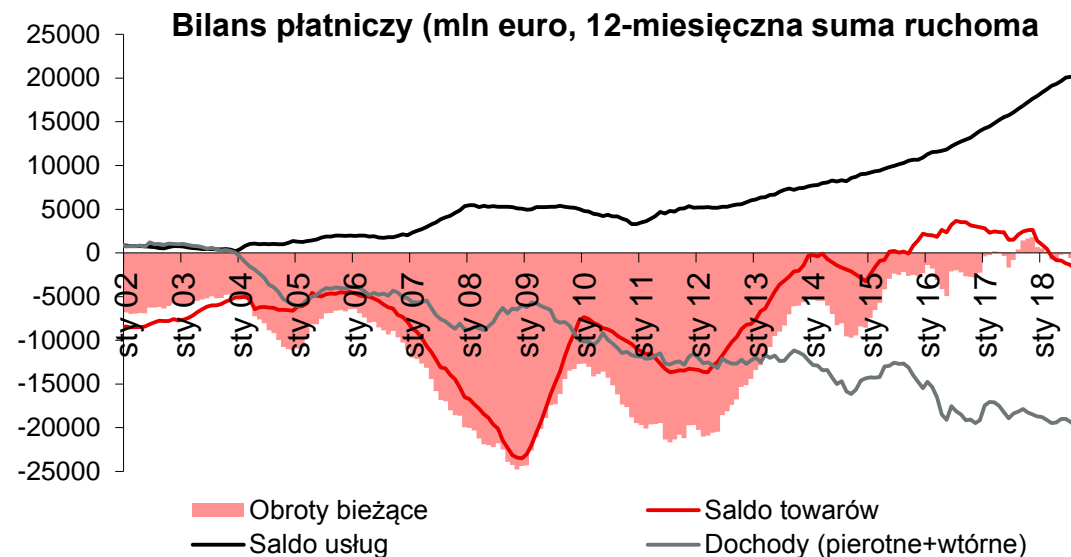
# Handel zagraniczny: bilans zewnętrzny wciąż na plusie

Bilans handlowy zaczął się stopniowo pogarszać pod wpływem słabnącego eksportu i relatywnie solidnego importu, wspieranego przez silny popyt krajowy. Jednak rachunek usług dalej się poprawia (Polska przyciąga coraz więcej dostawców usług biznesowych m.in. z uwagi na konkurencyjność kosztową), a ujemne saldo dochodów pogarsza się już nieco wolniej. W efekcie, saldo obrotów bieżących jest bliskie zera.

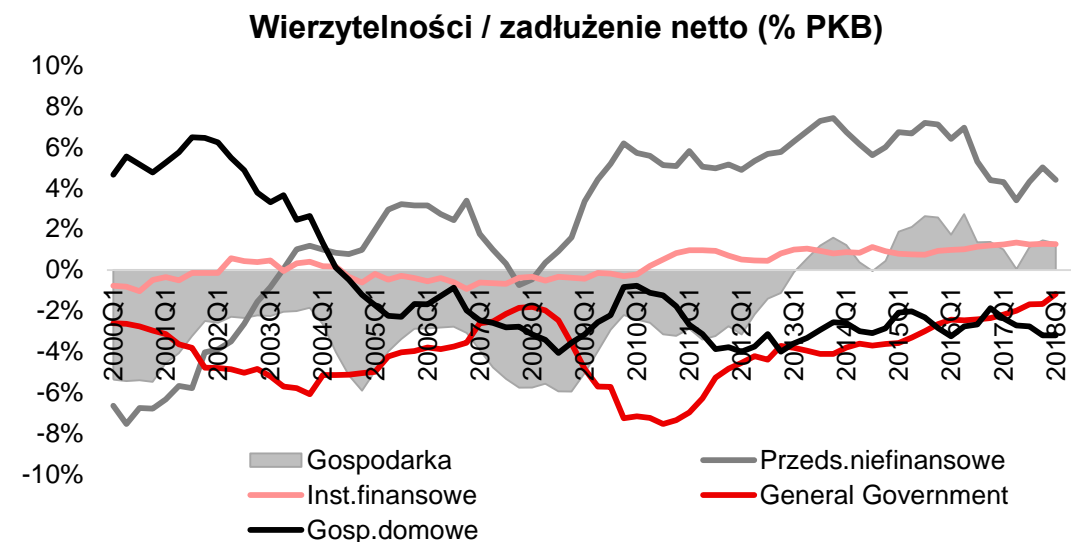
Saldo na rachunku obrotów bieżących w najbliższych kwartałach zapewne się jeszcze pogorszy, ale raczej nie znacząco (do ok. 1% PKB w 2019). Rosnący deficyt w handlu towarami powinien być w dużym stopniu rekompensowany rosnącą nadwyżką w usługach. Saldo dochodów nie powinno się bardzo pogorszyć, zważywszy na gorsze wyniki finansowe firm i wynikające z tego niższe wypłaty dywidend.

Co więcej, właściwą miarą do oceny nierównowagi zewnętrznej Polski jest nie sam rachunek obrotów bieżących, ale suma z rachunkiem kapitałowym (ten drugi odzwierciedla napływ transferów kapitałowych z UE). Razem pokazują one pozycję pożyczkową netto gospodarki, która jest wciąż na wyraźnym plusie ok. 1,5% PKB i powinna pozostać dodatnia w 2019 z uwagi na przyspieszenie w napływie środków z UE.

Analiza rachunków niefinansowych poszczególnych sektorów sugeruje małe ryzyko znacznego pogorszenia nierównowagi zewnętrznej kraju. Imponująca konsolidacja fiskalna zapewne się nie powtórzy, ale o ile nie nastąpi wyraźne ożywienie konsumpcji gospodarstw domowych lub inwestycji przedsiębiorstw (co nie jest naszym scenariuszem bazowym), to pozycja pożyczkowa netto gospodarki powinna pozostać w nadwyżce.



Źródło: Eurostat, Santander



Źródło: Eurostat, Santander

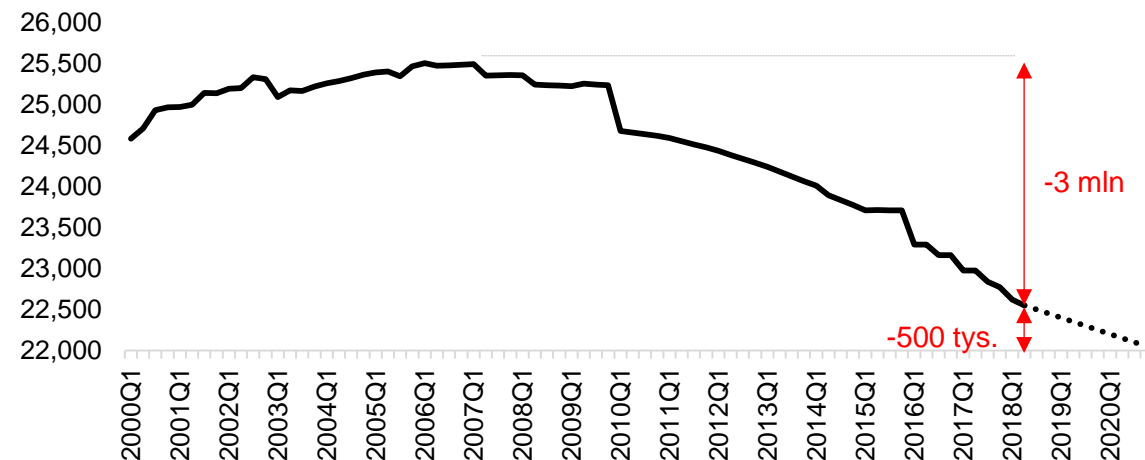
# Rynek pracy: demografii nie oszukasz

Z danych BAEL dla Polski wynika, że w ciągu ostatnich 10 lat liczba osób w wieku roboczym obniżyła się o 3 miliony. Mimo to gospodarka rosła w szybkim tempie. Liczba miejsc pracy zwiększyła się w ostatniej dekadzie o prawie 2,5 mln, w znacznej mierze dzięki wykorzystaniu dostępnych rezerw: bezrobocie spadło o ponad 2 mln (do 3,8%, jednej z najniższych wartości w UE) a aktywność zawodowa wzrosła, dzięki czemu liczba aktywnych zawodowo zwiększyła się o ponad 380 tys.

Rezerwy jednak już się wyczerpują: (1) nawet przy założeniu wzrostu aktywności zawodowej w kolejnych kwartałach, liczba aktywnych zawodowo spadnie w wyniku starzenia się społeczeństwa; (2) coraz więcej wskazuje na zatrzymanie wzrostowego trendu aktywności zawodowej dla większości grup wiekowych, co jest m.in. pochodną obniżki wieku emerytalnego w październiku 2017 r. i wprowadzenia programu 500+; (3) jeśli założymy stabilizację wskaźników aktywności zawodowej w poszczególnych grupach wiekowych na obecnym wysokim poziomie, lub nawet ich lekki wzrost, to i tak łączna stopa aktywności oraz liczba osób aktywnych będą się obniżać w nadchodzących latach. Będzie to skutek starzenia się społeczeństwa i przesuwania się licznych kohort do znacznie mniej aktywnych grup wiekowych (chyba że wzrost wskaźników cząstkowych będzie naprawdę imponujący).

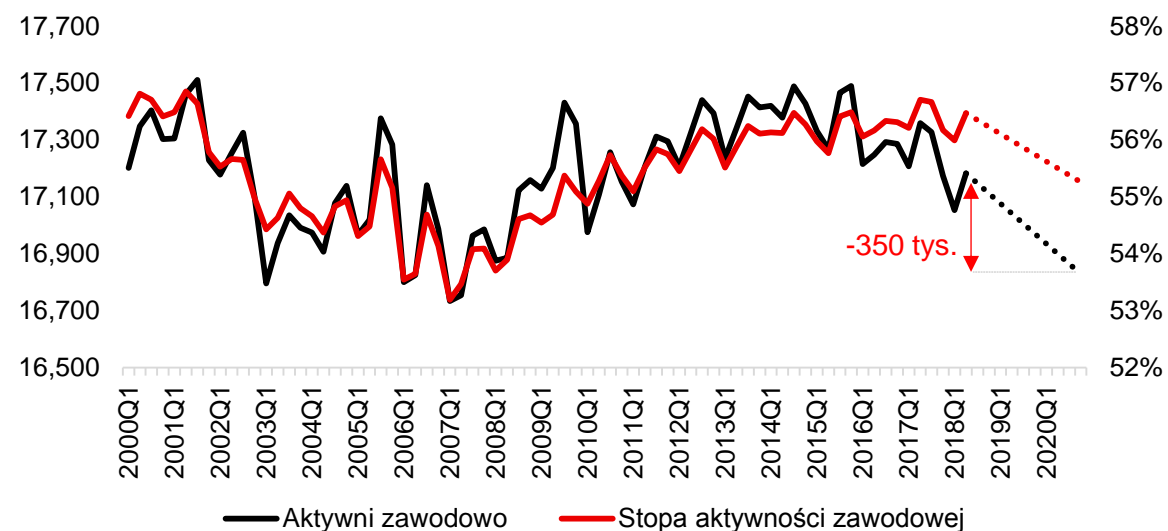
Przy bezrobociu na rekordowo niskim poziomie, na dalszy wzrost zatrudnienia jest już bardzo mało miejsca, przynajmniej jeśli chodzi o rodzimą siłę roboczą. Spodziewamy się spadku liczby osób aktywnych do 16,8 mln na koniec 2020, czyli zaledwie 1,6% powyżej obecnej liczby pracujących. To sprawi, że polska gospodarka coraz mocniej będzie zależna od napływu imigrantów.

### Populacja w wieku roboczym (15-59/64)



Źródło: Eurostat, Santander

### Aktywność na rynku pracy



Źródło: Eurostat, Santander

# Wcześniejsze emerytury nie zachwiały rynkiem pracy

Od początku 2013 r. wiek emerytalny był stopniowo podnoszony w kierunku 67 lat. Ta decyzja miała pozytywny wpływ na uczestnictwo starszych grup wiekowych w rynku pracy – o ile stopa aktywności zawodowej wzrosła w całej populacji o mniej niż 1 punkt procentowy w latach 2012-2016, to aktywność mężczyzn w wieku 65-69 wzrosła o 2,5 punktu procentowego, a kobiet w wieku 60-64 o ponad 6 punktów.

Od 1 października 2017 r. wiek emerytalny ponownie wynosi 65 dla mężczyzn i 60 dla kobiet. Jak już wielokrotnie wskazywaliśmy, uważamy, że obniżenie wieku emerytalnego obniży długookresowy potencjał wzrostowy polskiej gospodarki. Nasza analiza pokazuje, że z niższego wieku skorzystali w zasadzie wszyscy uprawnieni, co miało nieco niekorzystny wpływ na zatrudnienie w starszych kohortach.

Według naszych szacunków, w październiku 2018 r. liczba emerytów i rencistów była o 300 tys. wyższa niż w scenariuszu dalszych podwyżek wieku emerytalnego. Liczba emerytów wzrosła o 350 tys., ale obniżka wieku emerytalnego wpłynęła na spadek liczby osób pobierających rentę, więc łączny wynik jest nieco niższy. Liczba ta będzie rosła w kolejnych latach i w 2020 lub 2021 przebije 500 tys. W ujęciu fiskalnym, koszt obniżenia wieku emerytalnego to 7 mld zł w 2018 r.

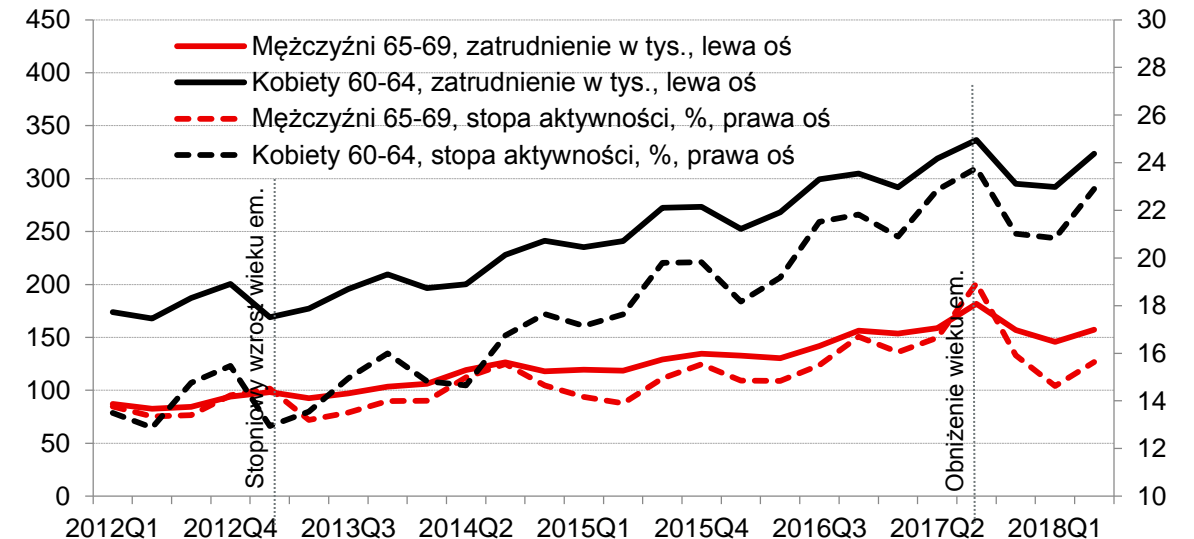
Wpływ niższego wieku emerytalnego na zatrudnienie nie był bardzo mocny. Szacujemy, że obniżył on zatrudnienie wśród kobiet 60-64 i mężczyzn 65-69 o ok. 70 tys. (przy obecnym łącznym zatrudnieniu w tych grupach ok. 500 tys.)

### Liczba emerytów i rencistów



Źródło: ZUS, Santander

### Zatrudnienie w starszych grupach wiekowych



Źródło: Eurostat, Santander



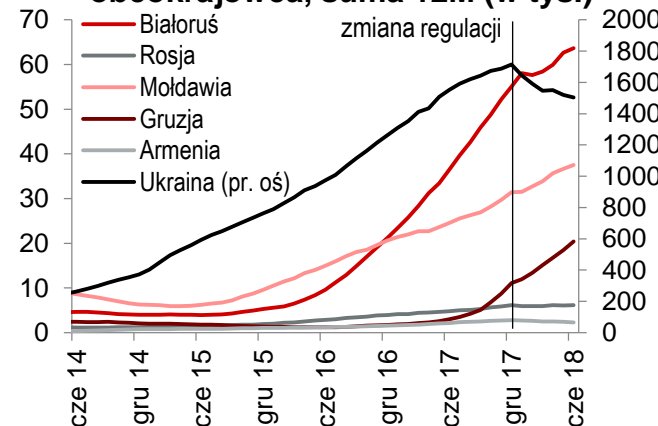
# Rynek pracy: imigranci zapewne wciąż napływają

Przez ostatnie 2-3 lata napływ pracowników z zagranicy (szczególnie z Ukrainy) solidnie wsparł podaż pracy w Polsce. Niestety trudno się ten napływ śledzi - brakuje wiarygodnych i precyzyjnych danych. Oświadczenia o zatrudnieniu obcokrajowca sugerują hamowanie napływu, ale zmiana trendu zbiega się w czasie ze zmianą przepisów. Liczba obcokrajowców płacących składki ZUS ciągle rośnie, rosną też przyjazdy do Polski przez granicę ukraińską (po odjęciu tzw. małego ruchu granicznego). Jednak żadna z tych miar nie daje pełnego obrazu i każda ma wady. Deklaracje nie przekładają się jeden-do-jednego na zatrudnienie i zaburzyła je zmiana regulacji. Dane o składkach ZUS są opóźnione i dotyczą tylko obcokrajowców pracujących na podstawie umowy (prawdopodobnie nie jest to nawet większość z nich). Przekroczenia granicy nie powiedzą nam czy krajem docelowym danego obcokrajowca była Polska czy np. Niemcy, ani czy przyjechał do pracy czy pozwiedzać. Wydaje nam się, że te dane zebrane razem świadczą o kontynuacji silnego napływu pracowników do Polski (i nie widzimy przyczyn dla zatrzymania tego trendu). Może to być brakujący element układanki, wyjaśniający czemu płace w sektorze przedsiębiorstw nie przyspieszyły wyraźnie ponad 7% r/r w ubiegłych kwartałach.

Oddaliło się nowe ryzyko dla napływu obcokrajowców do Polski. Niemiecki rząd zaproponował, żeby do złagodzenia zasad wpuszczania imigrantów spoza UE na własny rynek pracy doszło dopiero od 2020 r. a nie w 2019 r. Do tego Niemcy mają zamiar wpuszczać osoby o wybranych kwalifikacjach i znających język, dlatego nie powinno to oznaczać masowego odpływu siły roboczej z Polski, ale nie będzie też bez znaczenia dla naszego rynku pracy.

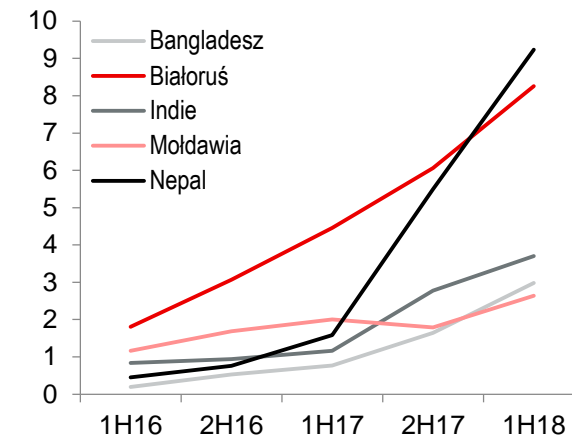
Jednocześnie ustały jednak prace polskiego rządu nad ułatwieniem przyjezdnym podjęcia pracy w Polsce (dłuższy okres pozwolenia i lista objętych krajów, łatwiejsza legalizacja pracy i możliwość sprowadzenia współmałżonka).

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



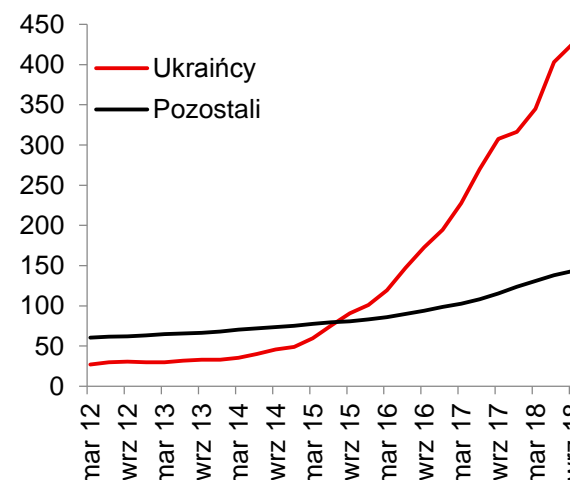
Źródło: GUS, Santander

**Liczba pozwoleń na pracę (tys.)**



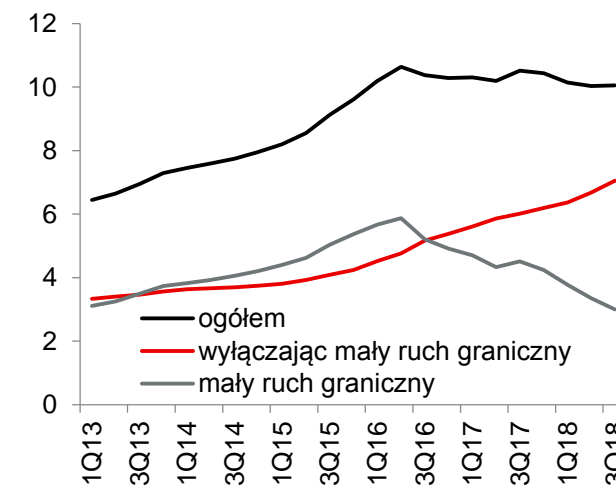
Źródło: GUS, Santander

**Obcokrajowcy opłacający składki ZUS (w tys.)**



Źródło: ZUS, Santander

**Przekroczenia granicy ukraińskiej przez cudzoziemców, do Polski, suma 4kw (mln)**



Źródło: Straż Graniczna, Santander





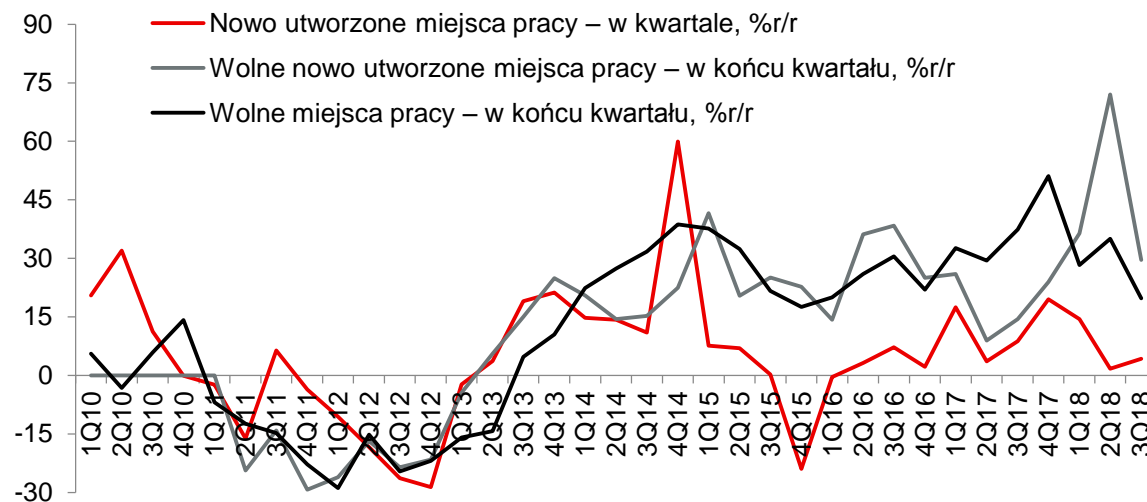
# Rynek pracy: popyt na pracę niezaspokojony

W III kw. kontynuowany był silny wzrost liczby wakatów (ok. 20% r/r). Pracodawcom nie udało się obsadzić 21,5% spośród nowo utworzonych stanowisk - to drugi najwyższy odsetek (po 25,3% z II kw. 2018) w ostatniej dekadzie. Nowych miejsc pracy nadal przybywało w wolnym tempie (4,3% r/r), w porównaniu z 14,4% w I kw. 2018 i 19,5% w IV kw 2017. Jednocześnie wyraźnie wzrosło tempo likwidacji stanowisk (do 30,2% r/r). Prawdopodobnie oznacza to, że napięty rynek pracy (patrzac chociażby po historycznie wysokiej puli niezaspokojonego popytu na pracę) i presja płacowa wymusiły przesuwanie się siły roboczej w stronę bardziej wydajnych zastosowań.

Wskaźniki nastrojów ESI pokazały odbicie wskaźników zatrudnienia w IV kw. 2018, zaskakująco połączone z korektą w bardzo niskich obawach o bezrobocie wśród konsumentów. Traktujemy wskaźniki ESI jako przybliżenie faktycznego popytu na pracę w różnych sektorach. Ich zachowanie pod koniec 2018 r. z grubsza wpisuje się w to czego oczekujemy na 2019: wolniejszego tempa spadku stopy bezrobocia i utrzymującego się wysokiego popytu na pracę, który napotykać będzie ograniczenia po stronie podaży pracy, co podtrzyma presję płacową.

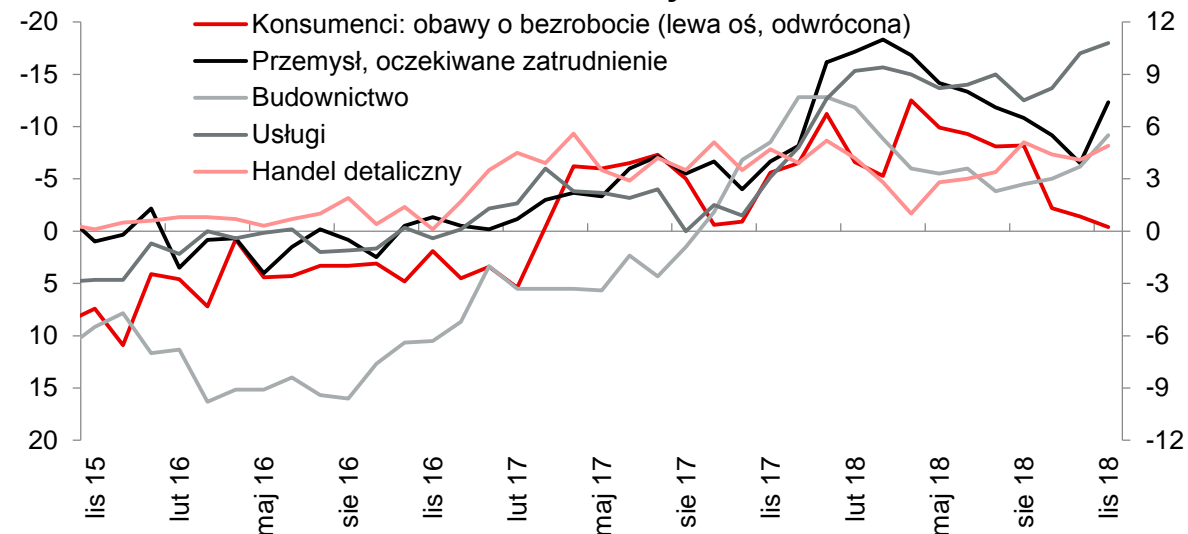
W przyszłym roku wzrost gospodarczy zapewne nadal będzie wyższy tempo wzrostu potencjalnego PKB, więc trudno zakładać, że popyt na pracę zacznie zanikać. Mniej świetlane perspektywy gospodarcze skłaniają za to ku pewnemu ograniczeniu tempa wzrostu zapotrzebowania na pracę. Powinno też dochodzić do skupienia się pracodawców na podnoszeniu produktywności w miejsce ekspansji przez nabór kadr.

### Popyt na pracę i wakaty, % r/r



Źródło: GUS, Santander

### Wskaźniki zatrudnienia ESI i obawy konsumentów o bezrobocie



Źródło: Komisja Europejska, Santander



# Rynek pracy: dynamika płac nie osłabnie

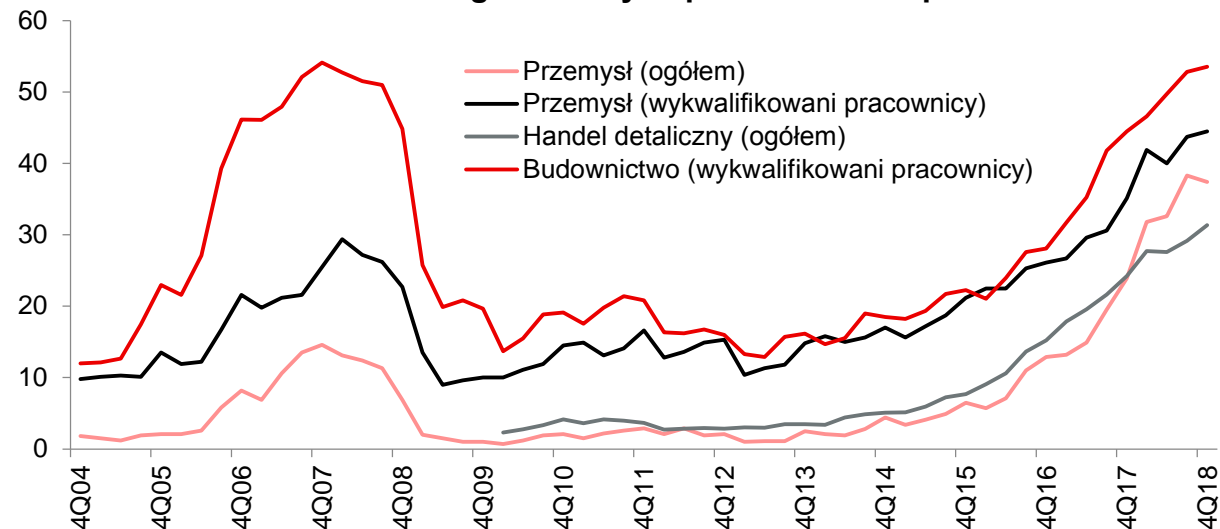
Rok 2018 nie przebiegł tak jak zakładaliśmy jeśli chodzi o dynamikę płac. Historycznie wysokie udziały firm zgłaszających problemy ze znalezieniem nowych pracowników podpowiadają, że w gospodarce obecna była presja płacowa. Pula potencjalnych pracowników systematycznie malała w miarę jak stopa bezrobocia ustalała raz za razem nowe historyczne minima. Mimo to dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw (miara wąska, ale jedyna którą można śledzić na bazie miesięcznej) nie mogła przebić się istotnie powyżej 7% r/r w ujęciu nominalnym.

Jednak odczyty za III kw. 2018 innych miar wzrostu wynagrodzeń: płac w gospodarce narodowej i płac w sferze budżetowej (obie publikowane kwartalnie) podnoszą prawdopodobieństwo, że 7% r/r nie jest barierą nie do przebicia. Obie te miary odnotowały wzrost wynagrodzeń wyższy niż w sektorze przedsiębiorstw, osiągając w III kw. prawie 8% r/r.

Sektor publiczny wreszcie dogonił dynamikę płac w przedsiębiorstwach a jego odczyt za III kw. nie wygląda na szczytowy, skoro niektóre grupy zawodowe już zapewniły sobie dalsze podwyżki w 2019 r. (policjanci, żołnierze). Ustawodawcy mogą być poddani dalszej presji na podwyżki płac w budżetowce w trakcie roku przez grupy liczące na przedwyborczą hojność (np. przez nauczycieli, nieusatysfakcjonowanych z przyznanych już podwyżek).

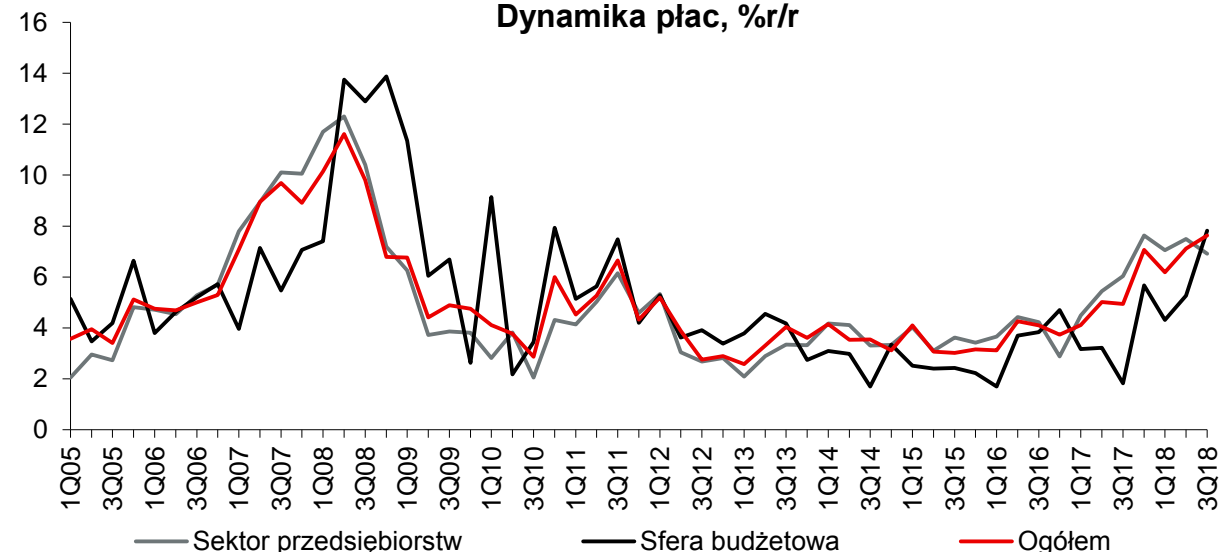
Uważamy, że w 2019 r. wzrost płac pozostanie zbliżony do 7% r/r zanotowanych w 2018 r., przy czym ryzyko jest asymetryczne w górę.

### Odsetek firm ograniczonych przez niedobór pracowników



Źródło: Komisja Europejska, Santander

### Dynamika płac, %/r



Źródło: GUS, Santander

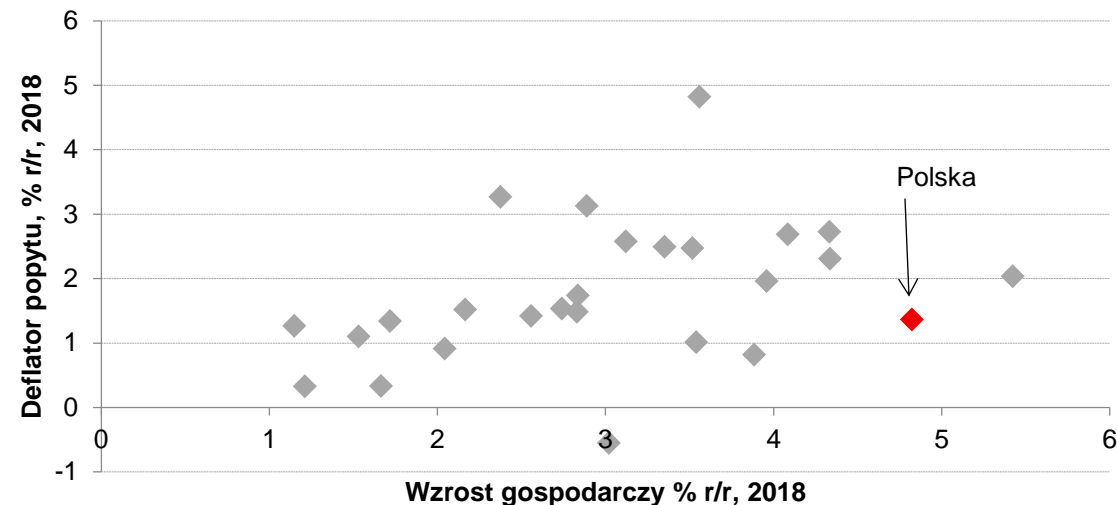
# Inflacja: zbyt nisko zbyt długo

Domknięta luka popytowa, mocny wzrost popytu konsumpcyjnego, wzrost presji płacowej (płace rosną szybciej niż produktywność) i wyższa innych kosztów – przy takiej kombinacji czynników trudno nie wyobrazić sobie wzrostu inflacji. A jednak, w Polsce inflacja bazowa nie tylko nie wzrosła, ale była wyraźnie niższa niż w innych państwach europejskich.

Nasilona konkurencja międzynarodowa i dobre wyniki finansowe firm, które mogły pozwolić sobie na spadek marż i nie przerzuciły wyższych kosztów na klientów mogą być głównymi przyczynami braku przyśpieszenia cen, choć pojawiły się też efekty jednorazowe, np. spadek cen ubezpieczeń czy usług finansowych.

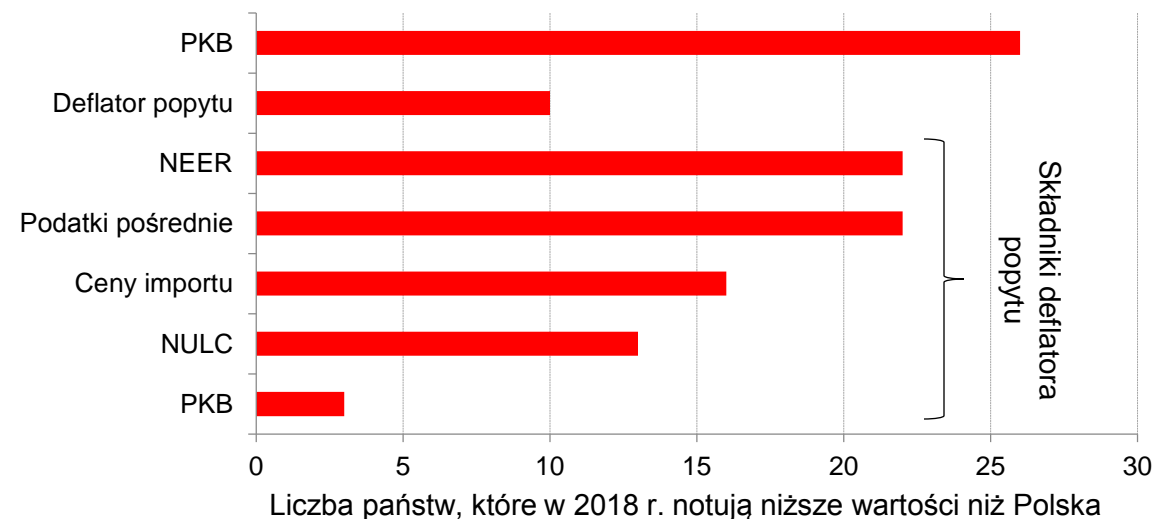
Inflacja w Polsce jest bardzo niska, przynajmniej w porównaniu z krajami o podobnych parametrach wzrostu gospodarczego, zarówno w ujęciu europejskim, jak i światowym. Dokładniej rzecz biorąc, w 2018 r. polski wzrost PKB jest wyższy niż w 26 krajach UE-28, ale deflator popytu jest wyższy niż w 10. Jeśli popatrzymy na ranking Polski w poszczególnych komponentach tego deflatora (nominalny efektywny kurs walutowy, podatki pośrednie, ceny importu, nominalne jednostkowe koszty pracy i nadwyżka operacyjna brutto), to okazuje się, że wkład nadwyżki operacyjnej brutto do deflatora jest jednym z najniższych w UE-28 (tylko 3 państwa mają niższy), co potwierdza tezę, że niższe marże są jednym z istotniejszych czynników stojących za niską inflacją.

## Wzrost gospodarczy i inflacja w UE



Źródło: Komisja Europejska, Santander, uwaga: wykres pomija dwie nietypowe obserwacje: Wlk. Brytanię i Irlandię

## 2018 – wzrost gospodarczy i komponenty deflatora popytu na tle państw EU-28



Źródło: Komisja Europejska, Santander

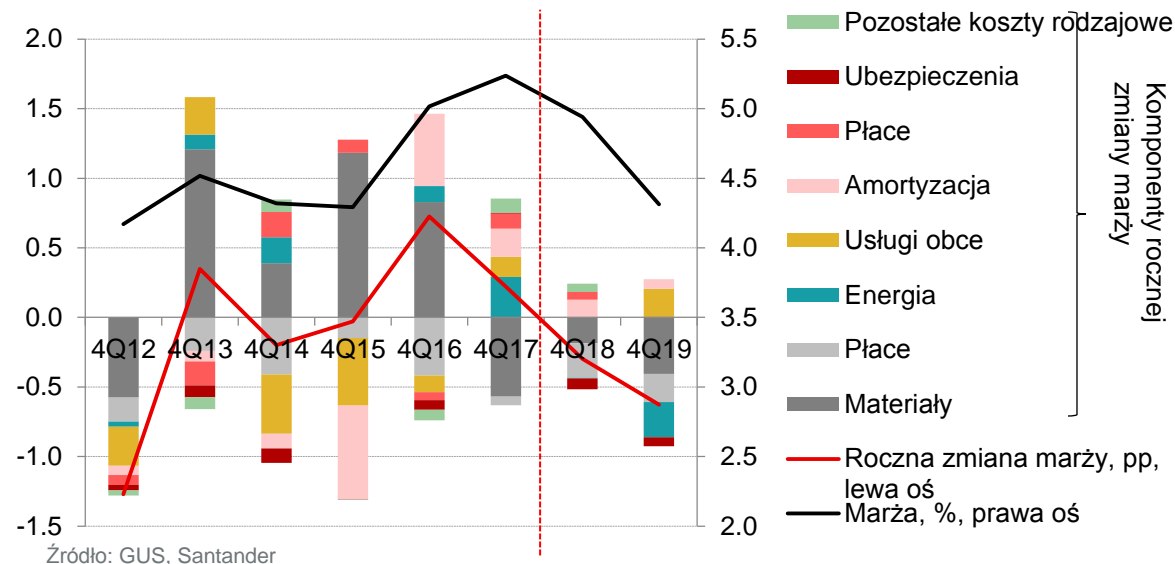
# Marże firm: dalszy spadek?

Naszym zdaniem zachowanie marż w sektorze firm pomaga zrozumieć zmiany cen i płac w polskiej gospodarce. W naszym [Komentarzu ekonomicznym z czerwca 2018](#) sugerowaliśmy, że poprawiające się w poprzednich latach wyniki polskich firm umożliwiły zinternalizowanie wyższych kosztów płacowych bez konieczności podnoszenia cen. Sugerowaliśmy także, że spadek marż w 2018 r. nie będzie dostatecznie duży, by skłonić firmy do narzucania wyższych cenników.

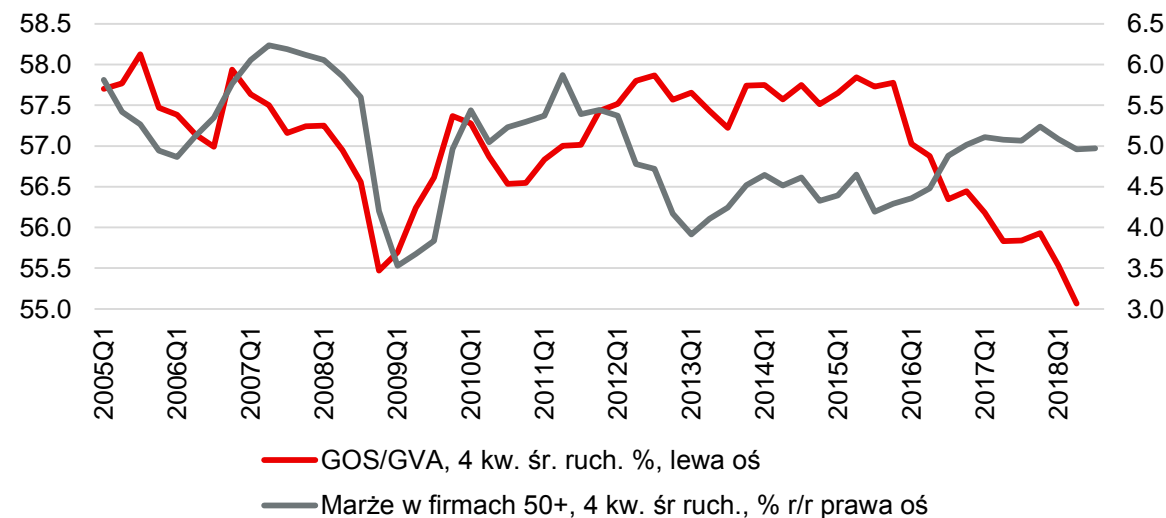
W 2019 r. sytuacja może ulec zmianie, jako że marże będą pod dalszą presją ze strony płac, cen energii (zwłaszcza gazu, bo elektryczność pewnie nie podrożeje), materiałów i wprowadzenia PPK. Jednocześnie przychody będą rosnać wolniej niż w 2018 r. w obliczu nieco wolniejszego wzrostu gospodarczego. Naszym zdaniem marże mogą obniżyć się do poziomu z 2012, co z kolei może wpłynąć na wzrost cen.

Tutaj pokazujemy wyniki finansowe brutto jako % przychodów w firmach zatrudniających 50 i więcej osób jako przybliżenie marż w sektorze firm. Rozszerzenie na firmy zatrudniające 10-49 osób nie zmienia wniosków z analizy, choć preferujemy dane 50+ bo ukazują się częściej. Inna miara, której używamy, to nadwyżka operacyjna brutto jako % wartości dodanej, która ma lepiej przybliżyć zachowanie całej populacji firm, nie tylko dużych. Co ciekawe, ta miara pokazuje spadki już od początku 2016 r. Między obydwoma miarami są oczywiście pewne różnice metodologiczne (np. ujęcie amortyzacji), ale naszym zdaniem ta druga sugeruje, że w małych firmach sytuacja jest gorsza niż w dużych.

## Marże w firmach 50+: dekompozycja zmian



## Marże firm – różne spojrzenia



# Inflacja: podwyżka cen energii nie przed wyborami

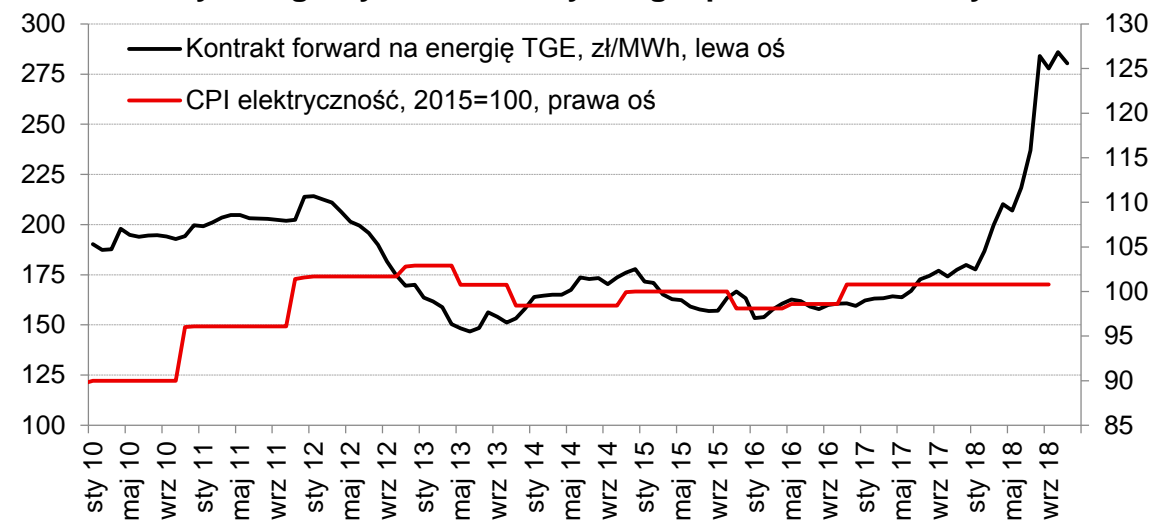
W ostatnich miesiącach wyraźnie w górę poszły hurtowe ceny energii, głównie ze względu na wyższe ceny węgla i zezwoleń na emisję CO<sub>2</sub>. W razie braku reakcji rządu, ten czynnik mógłby dodać nawet 1,0 pp do CPI. Wygląda jednak na to, że rząd ograniczy przełożenie wyższych cen hurtowych na gospodarkę niemal do zera.

Po okresie dłuższej niepewności i sprzecznych deklaracji z rządu, parlament błyskawicznie zatwierdził ustawę przeznaczającą 9 mld zł na powstrzymanie wzrostu cen energii. Dokument zakłada obniżenie akcyzy na prąd do 5 zł z 20 zł za MWh (co będzie kosztowało budżet 1,85 mld zł) i obniżenie opłaty przejściowej o 95% (opłata różni się w zależności od grupy odbiorców, a szacowany koszt to 2,24 mld zł) oraz wprowadzenie subwencji dla sektora energetycznego (5 mld zł). Subwencje mają zostać sfinansowane przez specjalny fundusz zasilany środkami ze sprzedaży niewykorzystanych pozwoleń na emisję CO<sub>2</sub> z okresu 2013-2017.

Regulacje opisane powyżej oznaczają, że wyższe hurtowe ceny prądu nie powinny mieć przełożenia na gospodarkę w br. Pewien wpływ na CPI może być widoczny na początku roku, bo niektóre firmy energetyczne już przysłały klientom wyższe rachunki. Dodatkowo, nie można wykluczyć, że Komisja Europejska zakwestionuje subwencje – już wystąpiła do rządu o notyfikację nowej ustawy.

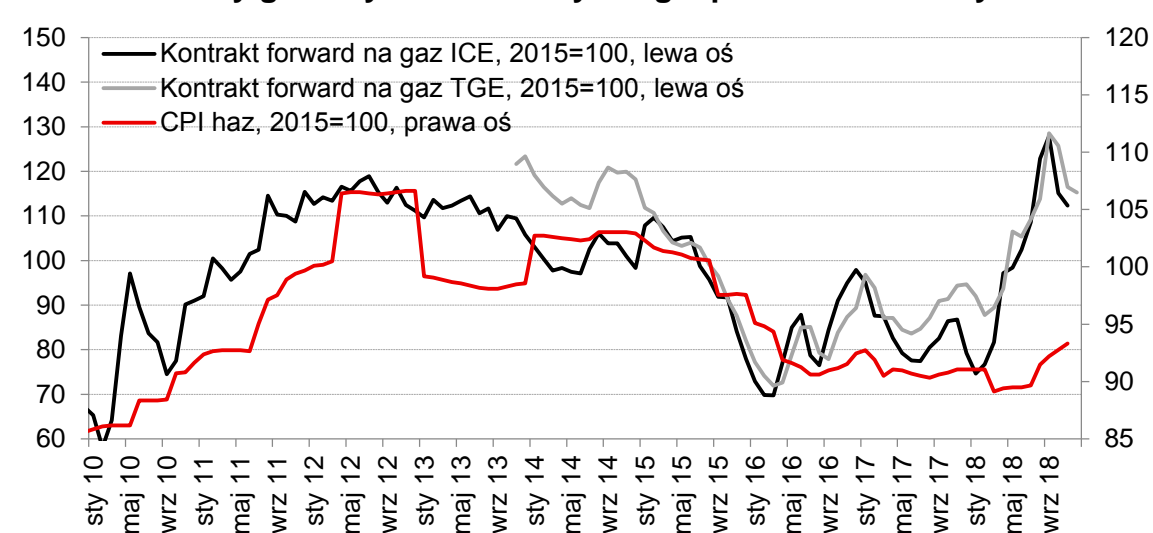
Warto jednak pamiętać, że nie tylko o elektryczność tu idzie. W górę poszły też ceny gazu, ogrzewania i paliw stałych, a od stycznia pojawia się dodatkowy podatek w cenie paliw płynnych. W 2019 r. ceny surowców energetycznych będą więc miały pozytywny wkład w inflację.

## Ceny energii: rynkowe a ceny dla gospodarstw domowych



Źródło: TGE, GUS, Santander

## Ceny gazu: rynkowe a ceny dla gospodarstw domowych



Źródło: TGE, Bloomberg, GUS, Santander





# Inflacja: kategorie bazowe w górę

Spodziewamy się, że w 2019 r. inflacja niebazowa (obejmująca żywność i energię) będzie niższa niż 2018 r. Jeśli chodzi o energię, to kluczowa jest interwencja rządu, jak już wskazaliśmy na poprzedniej stronie. Jeśli zaś chodzi o żywność, w pierwszej połowie roku zobaczymy efekty nadpodaży drobiu i owoców przy obniżonej podaży warzyw i zbóż (rzutu na ceny pieczywa), przy czym łącznym efektem będzie relatywnie niski wzrost cen, podobny jak pod koniec 2018 r. W drugiej połowie roku spodziewamy się wzrostu podaży produktów mlecznych i wzrostu cen wieprzowiny. Niemniej, dla prognoz na drugą połowę roku kluczowe będą warunki meteorologiczne.

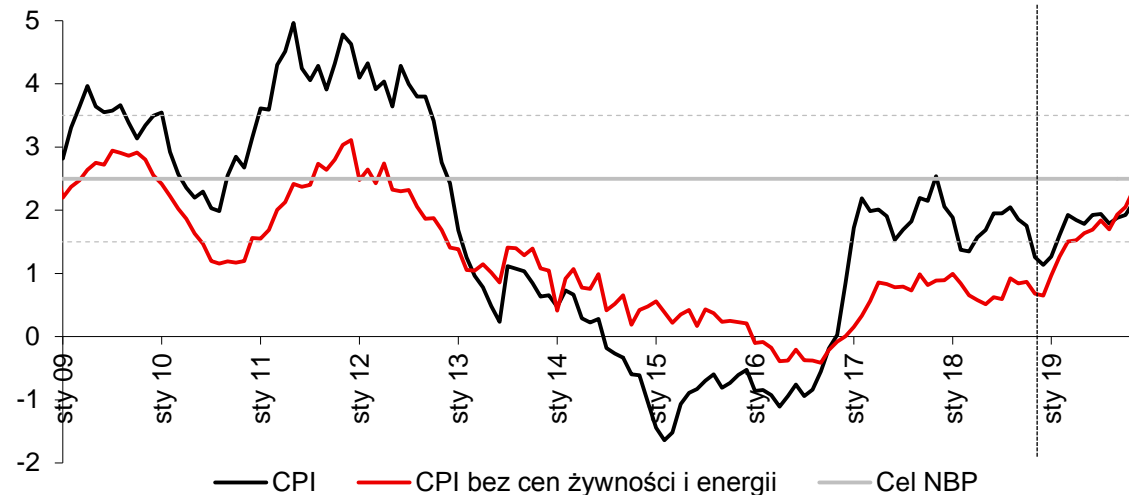
Składniki inflacji bazowej podlegające wymianie międzynarodowej w 2018 r. zobaczyły pewien wzrost cen (lub raczej: wolniejszy spadek) w przypadku odzieży, mebli, sprzętów AGD i samochodów. Spodziewamy się kontynuacji tego trendu wraz ze wzrostem inflacji bazowej w Europie, na który wskazują choćby prognozy EBC.

Kategorie bazowe niepodlegające wymianie międzynarodowej będą naszym zdaniem coraz mocniej odczuwać presję wyższych wynagrodzeń. W 2018 r. inflacja w tej części koszyka była niska ze względu na jednorazową mocną obniżkę cen usług finansowych. Ale poza tym tendencja była lekko w górę. W związku z tym, na początku 2019 r. efekt niskiej bazy spowoduje wzrost tej miary w kierunku 1,5% r/r a potem będzie ona zbliżała się do 2% r/r.

Ogólnie spodziewamy się, że inflacja CPI zbliży się do celu 2,5% pod koniec roku a średnio wyniesie 1,9% r/r.

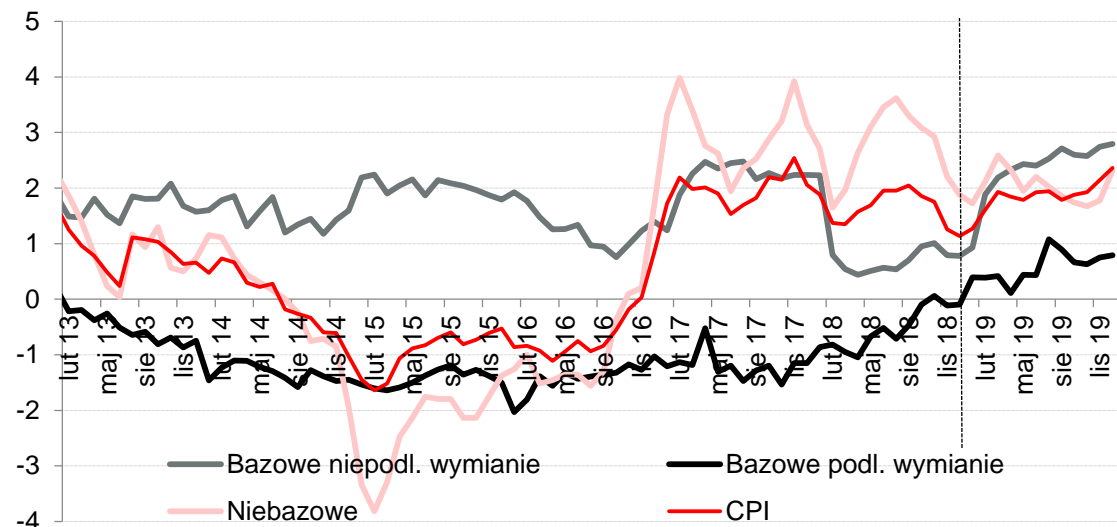


### CPI a cel inflacyjny, % r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander

### Struktura inflacji, % r/r



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

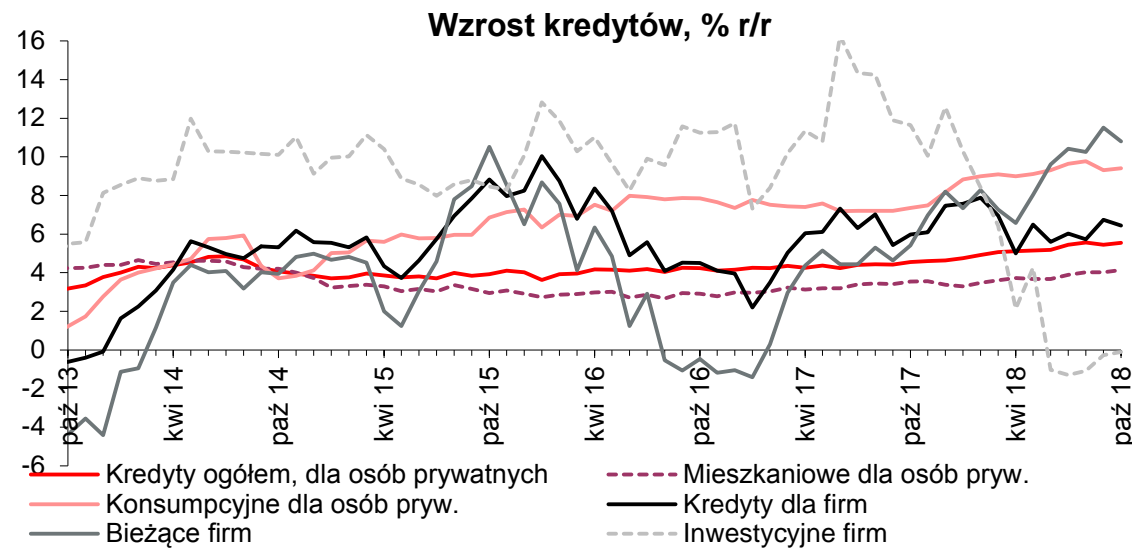
# Kredyty i depozyty urosną nieco wolniej

Dane z sektora bankowego wskazują na kontynuację solidnego wzrostu kredytów dla osób prywatnych i firm.

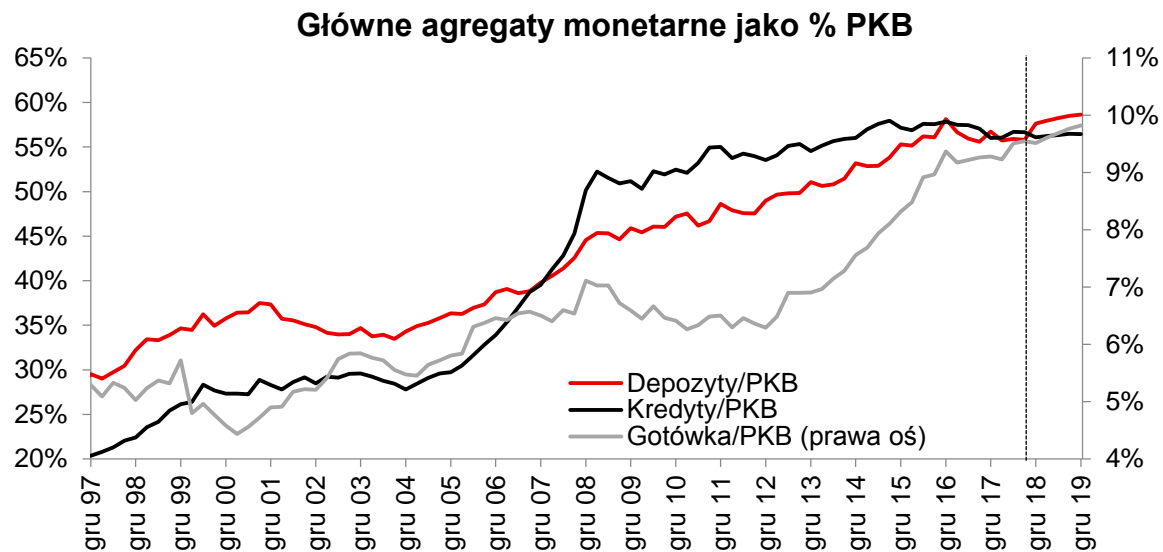
Kredyty hipoteczne denominowane w złotych i kredyty konsumpcyjne rosną w tempie ponad 10% r/r – najszybciej od wielu lat i wciąż przyspieszają. Naszym zdaniem mocny trend w kredytach hipotecznych utrzyma się w 2019 r. ze względu na boom na rynku nieruchomości i wzrost dochodu do dyspozycji. Jak już pisaliśmy na stronie 13, spodziewamy się pewnego spowolnienia kredytów konsumpcyjnych, więc ogółem kredyty dla osób prywatnych wzrosną nieco słabiej niż w 2018 r.

Kredyty dla firm spowolniły w 2018 r. do ok. 6% r/r z ok. 10% r/r na początku roku, ale ich wzrost nadal należy ocenić jako solidny. Ogólnie popyt na finansowanie rośnie, zwłaszcza wśród MŚP. Sporo zależy od popytu inwestycyjnego w 2019 r., ale naszym zdaniem nieco niższe tempo wzrostu w 2019 r. przełoży się na słabszy wzrost kredytów.

Nieco wolniejszy niż w 2018 r. wzrost kredytów będzie miał przełożenie na wolniejszy wzrost depozytów. Niskie stopy procentowe będą korzystne dla wkładów bieżących, chociaż ostatnio obserwowany wzrost kosztów depozytów może nieco zredukować różnicę w stopach wzrostu depozytów na żądanie i terminowych.



Źródło: NBP, Santander



Źródło: NBP, GUS, Santander



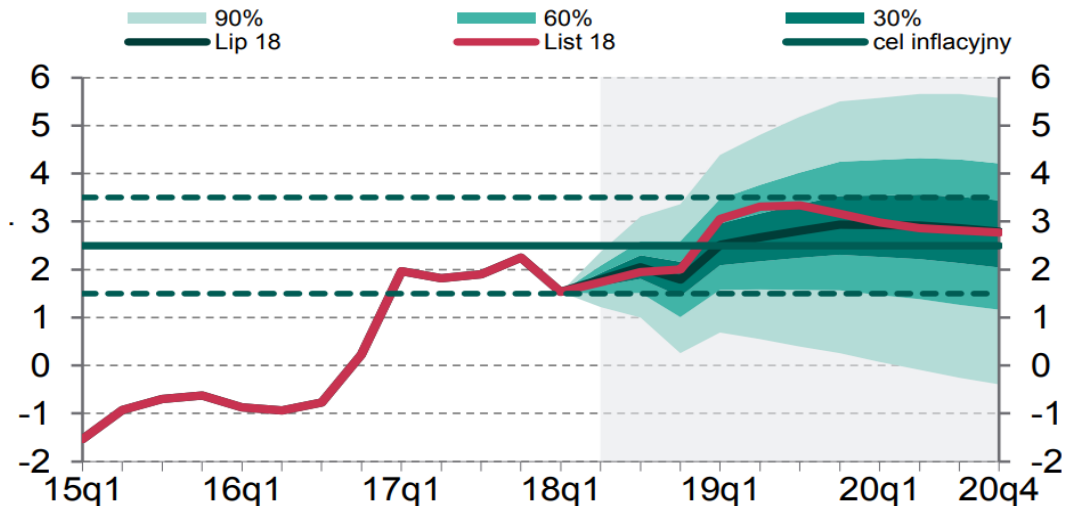
# Polityka pieniężna: na spokojnie

Rada Polityki Pieniężnej z zimną krwią przyglądała się pędzącej gospodarce i wydaje się, takie podejście było uzasadnione, jako że wciąż brak jest sygnałów nt. rosnących ekonomicznych nierównowag. Niektórzy członkowie RPP wprost twierdzili, że wolą spóźnić się z reakcją niż działać zbyt wcześnie w obliczu wciąż niskiej inflacji i braku sukcesów innych banków centralnych w resuscytacji presji inflacyjnej przy pomocy ujemnych stóp realnych i innych niekonwencjonalnych metod.

Listopadowa projekcja NBP pokazała inflację rosnącą do ok. 3,5% w 2019 r., bazując na założeniu wyraźnego wzrostu cen energii, który, jak już pisaliśmy wcześniej, się nie zmaterializuje. Nawet w obliczu takiej prognozy RPP nie zmieniła swojego poglądu, że utrzymywanie stóp bez zmian do końca 2019 jest optymalną strategią. Bankierzy centralni bez ogródek przyznają, że ich tolerancja na odchylenia inflacji od celu 2,5% jest duża, przynajmniej tak długo, jak odchylenia te wynikają z czynników przejściowych a ryzyko efektów drugiej rundy nie jest wysokie.

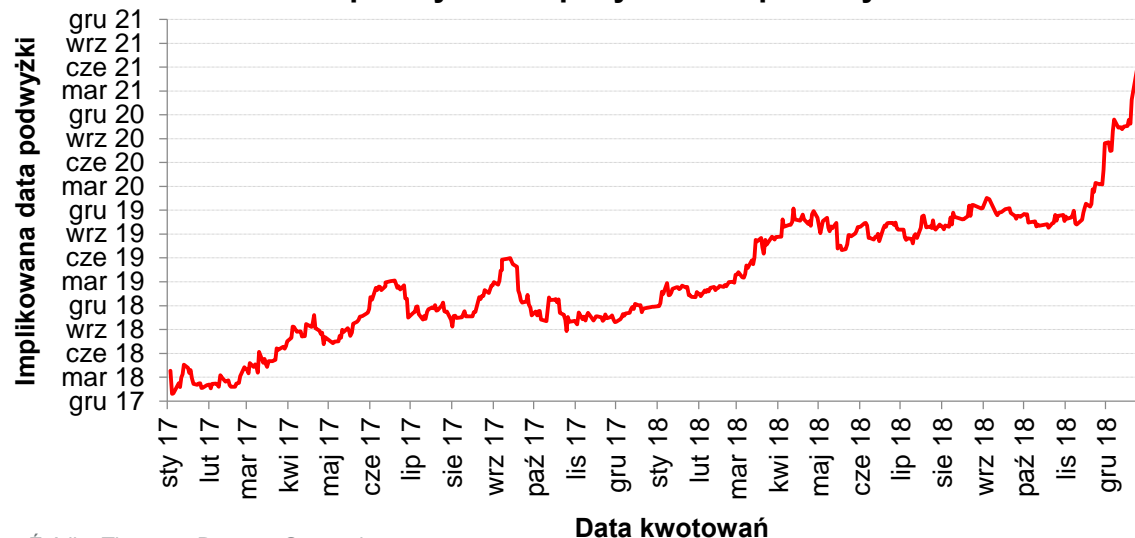
Tymczasem obecnie wygląda na to, że inflacja będzie poniżej a nie powyżej celu w 2019 r. Nie wydaje się zatem, aby zacieśnienie polityki w 2019 r. było realne. Żeby doszło do podwyżki, bank centralny musiałby zobaczyć nie tylko wzrost obserwowanej inflacji wyraźnie powyżej celu, ale też mocno uwierzyć w prognozy trwałego dalszego wzrostu inflacji.

### Listopadowa projekcja inflacyjna, % r/r



Źródło: NBP, Santander

### Pierwsza podwyżka stóp wyceniana przez rynek FRA



Źródło: Thomson Reuters, Santander

# Budżet 2019: bez wyborczej gorączki

Budżet na rok 2019 został naszym zdaniem zaplanowany rozważnie, z deficytem 28,5 mld zł – najniższym od dekady – choć 2019 to rok wyborczy.

Planowany wzrost wydatków jest umiarkowany, ze względu na ograniczenia wynikające z reguły stabilizującej. Wzrost wydatków wynikający z pozycji „sztywnych” i zdeterminowanych przepisami konsumuje na tyle dużą kwotę z limitu wyznaczonego przez regułę wydatkową, że miejsce na dodatkową przedwyborczą hojność ze strony budżetu państwa jest mocno ograniczone. Wydatki budżetowe mają rosnąć niewiele szybciej niż nominalny PKB a ich udział w PKB powinien wynieść ok. 18,6%, jeden z najniższych poziomów od 2015 r.

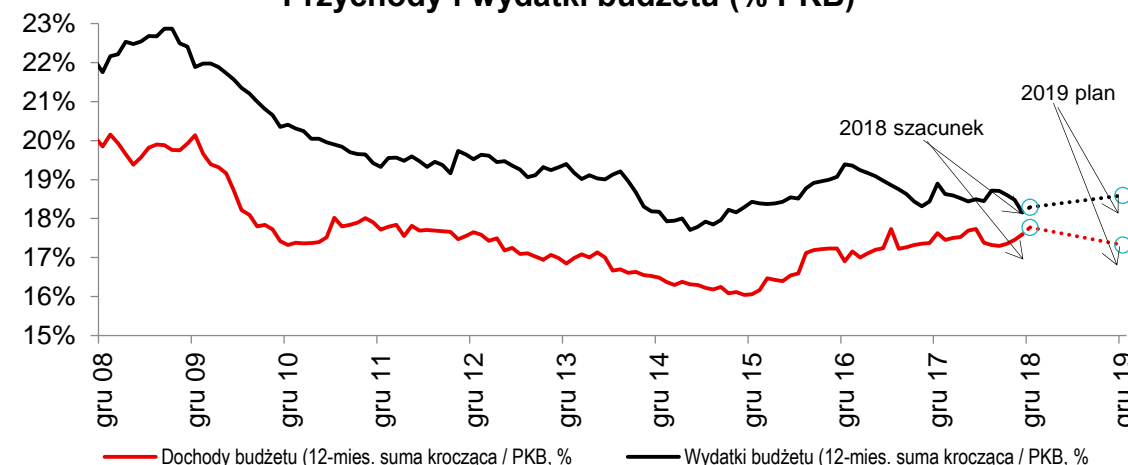
Dochody budżetu państwa w 2019 r. mają się zwiększyć o 19,5 mld zł, tj. o ok. 3% wobec obecnie przewidywanego wykonania ub.r. W zestawieniu z prognozowanym nominalnym wzrostem PKB (w pobliżu 6% w ubiegłym i tym roku), nie wygląda to na założenie kontrowersyjne. Nawet założenie co do wzrostu wpływów z VAT, które początkowo wydawało nam się dość ambitne, teraz zdaje się łatwe do osiągnięcia, chyba że gospodarka spowolni dużo bardziej niż obecnie zakładamy. Co więcej, dochody z VAT mają być wsparte działaniami na rzecz dalszego ograniczania luki podatkowej. Według rządu działania te wygenerują w 2019 r. ok. 7,5 mld zł dodatkowych wpływów.

## Główne parametry budżetu 2019 (w mld zł)

	2018 plan	2018 MF	2018 SAN	2019 plan	zmiana
	1	2	3	4	(4) / (3)
<b>Przychody ogółem</b>	<b>355,717</b>	<b>367,436</b>	<b>375</b>	<b>386,915</b>	<b>3.1%</b>
Przychody podatkowe	331,673	340,589	345	359,731	4.1%
VAT	166,000	167,310	174	179,600	3.2%
CIT	32,400	34,000	35	34,800	0.4%
PIT	55,500	60,320	60	64,300	7.3%
Akcyza	70,000	71,000	71	73,000	2.2%
Podatek bankowy	4,569	4,445	5	4,551	1.1%
Przychody niepodatkowe	21,923	24,739	28	24,987	-11.1%
<b>Wydatki ogółem</b>	<b>397,209</b>	<b>391,197</b>	<b>386</b>	<b>415,415</b>	<b>7.6%</b>
<b>Wynik budżetu</b>	<b>-41,492</b>	<b>-23,761</b>	<b>-11</b>	<b>-28,500</b>	

MF = szacunki Ministerstwa Finansów z projektu budżetu 2019; SAN = szacunki Santander  
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

## Przychody i wydatki budżetu (% PKB)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



# Budżet 2019: realistyczne założenia

Założenia makroekonomiczne, na których opiera się projekt budżetu, wydają się być bezpieczne. Wzrost PKB o 3,8% jest blisko naszej prognozy. Jeśli zaś chodzi o składowe PKB, prognoza wzrostu inwestycji wydaje się być realistyczna, podczas gdy prognoza spożycia indywidualnego nawet konserwatywna. Wydaje nam się też, że wzrost płac może być wyższy niż założony przez rząd w obliczu silnych napięć na rynku pracy. Ogólnie rzecz biorąc, baza podatkowa może rosnać szybciej niż założono, co tworzy pewien bufor bezpieczeństwa dla dochodów budżetowych. Z drugiej strony, inflacja może być nieco niższa od planu. Największym czynnikiem ryzyka dla rządowego scenariusza makro jest możliwość głębszego spowolnienia wzrostu za granicą, wynikającego m. in. z napięć geopolitycznych i zmian w międzynarodowych stosunkach handlowych.

Nowa ustawa zamrażająca ceny prądu na poziomie z 2019 r. to dodatkowe wyzwanie dla budżetu z łącznym kosztem 9 mld zł. Wygląda jednak na to, że lwią część tego wydatku pokryją dodatkowe przychody z tytułu aukcji pozwoleń na emisję CO2 (nie ma ich w ustawie budżetowej na 2019 r.). Szacujemy obecną wartość pozwoleń na ok. 7,7 mld zł (rząd zakłada 5 mld zł), co jest już tylko nieznacznie poniżej szacowanego kosztu podwyżek cen prądu (8-9 mld zł).

## Założenia makroekonomiczne w projekcie budżetu

	2018 plan	2018 PW	2019 plan	2019 SAN
PKB w cenach bieżących w mld zł	2057,2	2105,0	2233,7	2225,1
PKB, % r/r	3,8	3,8	3,8	3,8
Konsumpcja indywidualna	3,5	3,8	3,5	4,6
Inwestycje	7,6	9,1	8,4	7,3
Inflacja, śr., % r/r	2,3	2,3	2,3	1,9
Płace, gospodarka narodowa, % r/r	4,7	5,7	5,6	7,0
Zatrudnienie, gospodarka narodowa, % r/r	0,8	1,7	0,5	0,8

plan = założenia z ustawy budżetowej na dany rok  
 MF = szacunki Ministerstwa Finansów z projektu budżetu 2019  
 SAN = prognoza Santander

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



# Budżet 2019: deficyt znów poniżej planu?

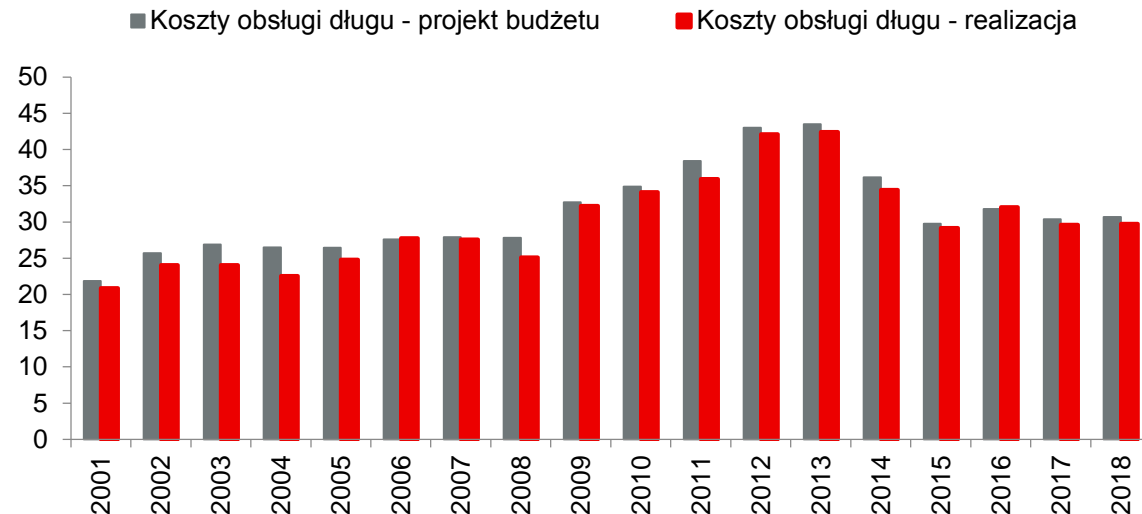
Naszym zdaniem w 2019 roku wpływy z podatków mogą okazać się wyższe niż założono w projekcie budżetu o ok. 10 mld zł, ze względu na wyższą bazę nominalną w 2018 roku (konsumpcję gospodarstw domowych szacujemy na ok. 1 296 mld zł). Prognozujemy szybszy wzrost konsumpcji prywatnej w 2019 roku niż zakłada to projekt budżetu (4,6% r/r wobec 3,5% r/r założeń rządowych).

Lepszą realizację budżetu powinny wspierać ukryte kieszenie po stronie wydatków. Podobnie jak w latach poprzednich, budżet powinien mieć pewne oszczędności na kosztach obsługi długu (zazwyczaj były one w wysokości 0,5-1 mld zł). Szacujemy, że w 2019 roku oszczędności na kosztach obsługi wyniosą 1 mld zł.

Dobre wyniki budżetowe w zeszłym roku pozwoliły MF trochę "zaoszczędzić" (na przykład pieniądze przekazane do Funduszu Rezerwy Demograficznej). W przypadku dramatycznego spowolnienia wzrostu mogą one zostać wykorzystane na stymulację, bez pogarszania wskaźników fiskalnych.

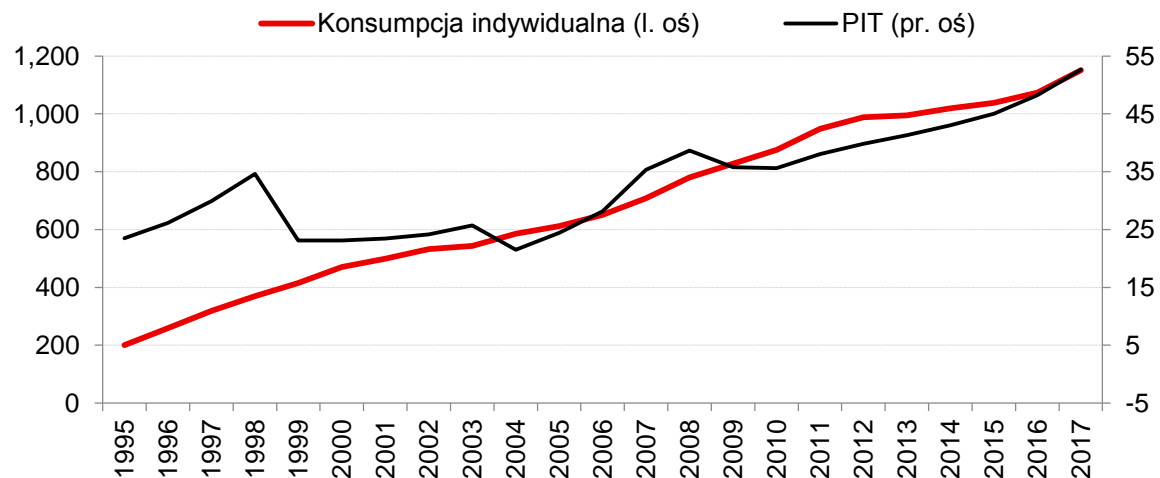
W związku z tym uważamy, że deficyt budżetowy w 2019 roku będzie niższy o 5-7 mld zł niż założono w projekcie budżetu, zaś deficyt sektora finansów publicznych wyniesie 1,3% PKB.

### Koszty obsługi długu w mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

### Przychody PIT i konsumpcja indywidualna w mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

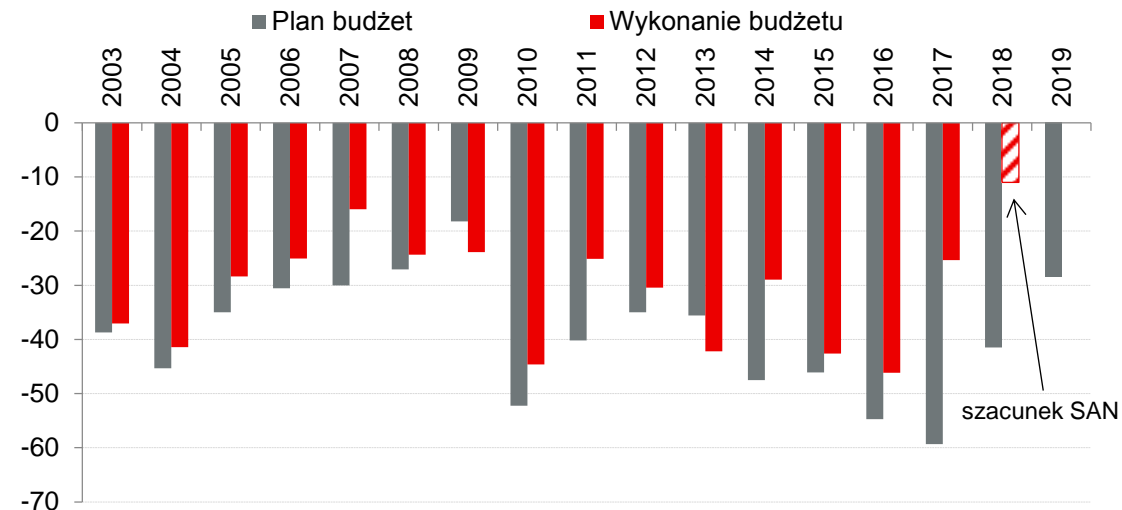
# Budżet 2018: deficyt 0,5% PKB na dobry początek

Spodziewany bardzo dobry wynik budżetu za rok 2018 będzie stanowił dobry punkt wyjścia dla realizacji budżetu 2019. Według sygnałów z Ministerstwa Finansów sektor finansów publicznych miał zamknąć ub.r. z deficytem rządu 0,5% PKB (ok. 11 mld zł). Saldo za okres styczeń-listopad wyniosło 11,06 mld zł, co podpowiada, że wynik całoroczny może nawet być lepszy niż to sugerowało Ministerstwo. Nie można nawet wykluczyć nadwyżki, choć w scenariuszu bazowym zakładamy delikatny deficyt.

Naszym zdaniem Ministerstwo Finansów weszło w 2019 r. z poduszką płynnościową wynoszącą ok. 27 mld zł. Poza tym, pozycja budżetowa na startcie 2019 roku jest lepsza niż Ministerstwo zakładało w sierpniu, z uwagi na niższą realizację potrzeb pożyczkowych netto. W trakcie 2018 r. dług wzrósł o 23 mld zł zamiast założonych 39,7 mld zł.

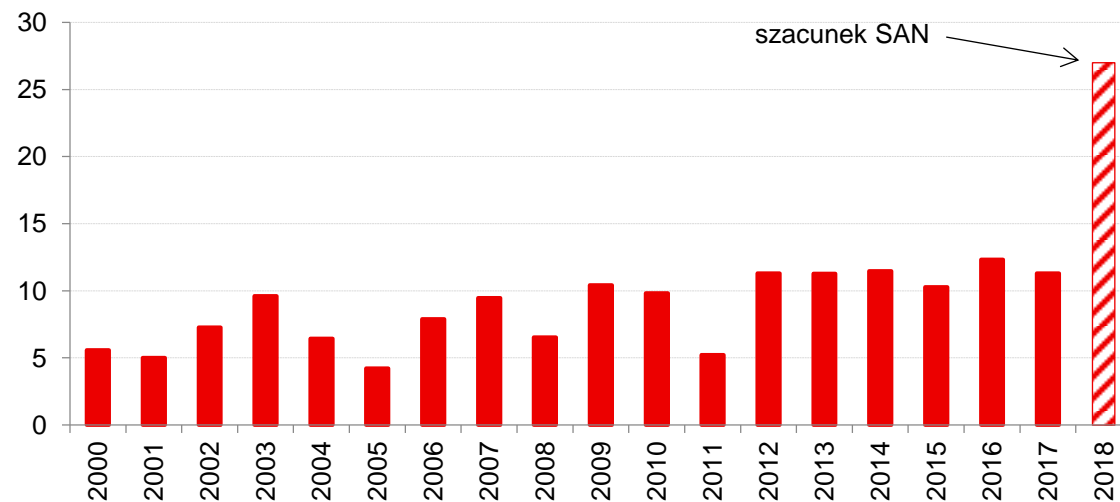
Warto odnotować, że część dodatkowych wydatków zatwierdzonych ostatnio przez parlament jest neutralnych z punktu widzenia długu. Na przykład, Fundusz Rezerwy Demograficznej i Fundusz Emerytur Pomostowych, zarządzane przez ZUS zostały zasilone dodatkową kwotą ponad 3 mld zł (podczas gdy w całym roku wpływy do nich wyniosły ok. 6,5 mld zł).

### Saldo budżetu w mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

### Poduszka płynności w mld zł



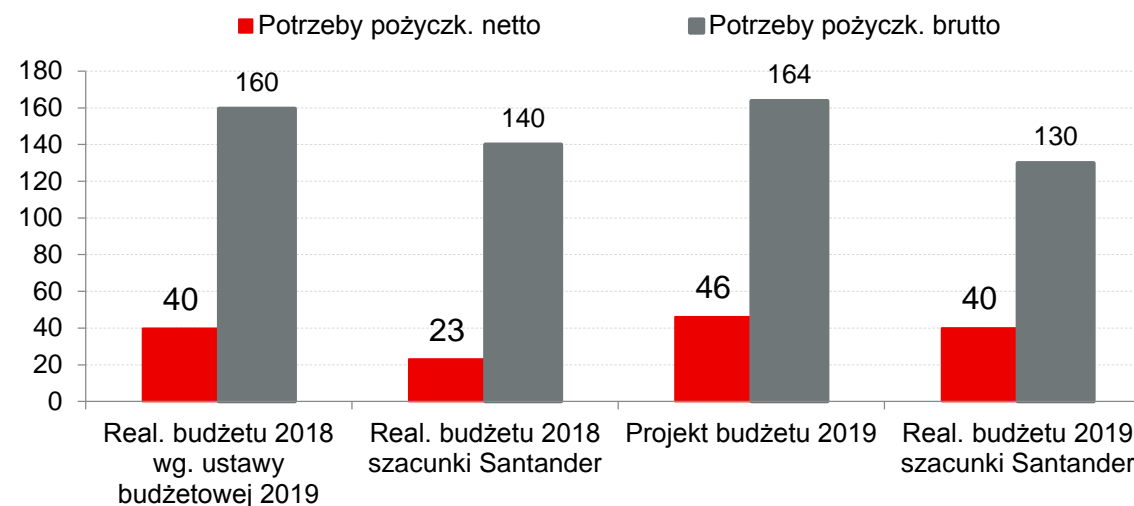
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

# 2019 finansowanie: potrzeby pożyczkowe będą nieco niższe

Sądzymy, że w 2019 roku, potrzeby pożyczkowe brutto wyniosą 130 mld PLN (z czego 120 mld PLN będzie realizowane na rynku polskim). Szacunki te zbudowaliśmy zakładając nieco niższy poziom finansowania potrzeb pożyczkowych brutto na 2020 rok na koniec 2019 roku niż na koniec 2018 roku. Sądzymy, że bufor płynności na koniec 2018 roku wyniesie 27 mld PLN. Spodziewamy się, że potrzeby pożyczkowe netto realizowane na rynku krajowym wyniosą ok. 40 mld PLN.

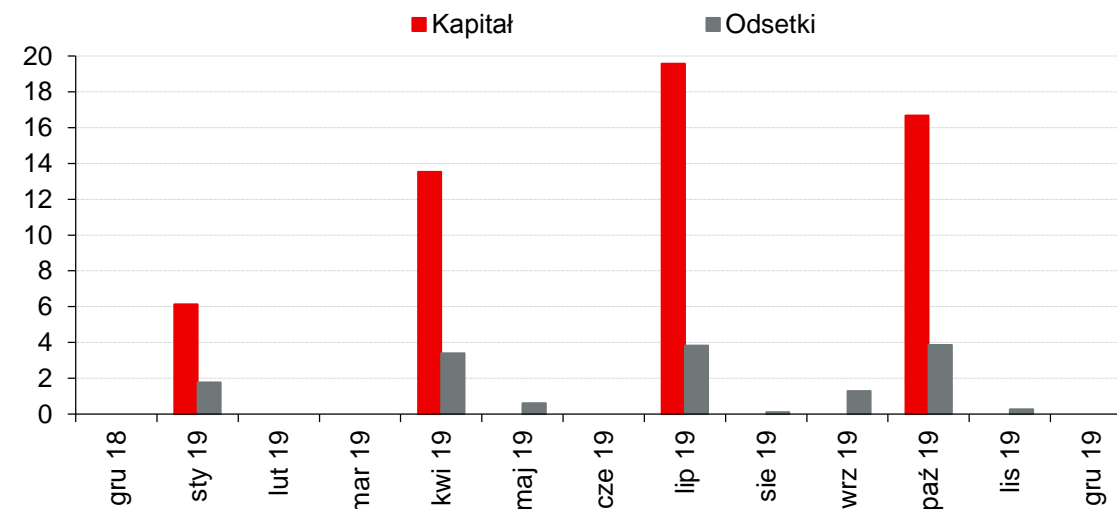
Niższy szacowany przez nas poziom potrzeb pożyczkowych brutto na 2019 rok (w porównaniu do założeń Ministerstwa Finansów) jest głównie konsekwencją wcześniejszych wykupów obligacji i rolowania kredytów (ok. 28 mld PLN). Reszta wynika z niższego niż zakładany przez Ministerstwo Finansów deficytu budżetowego (spodziewamy się, że w 2019 roku deficyt budżetowy wykaże niższą realizację o około 5-7 mld PLN).

## Potrzeby pożyczkowe w mld zł



Zródło: Ministerstwo Finansów, Santander

## Obligacje złotowe, w mld zł



Zródło: Ministerstwo Finansów, Santander

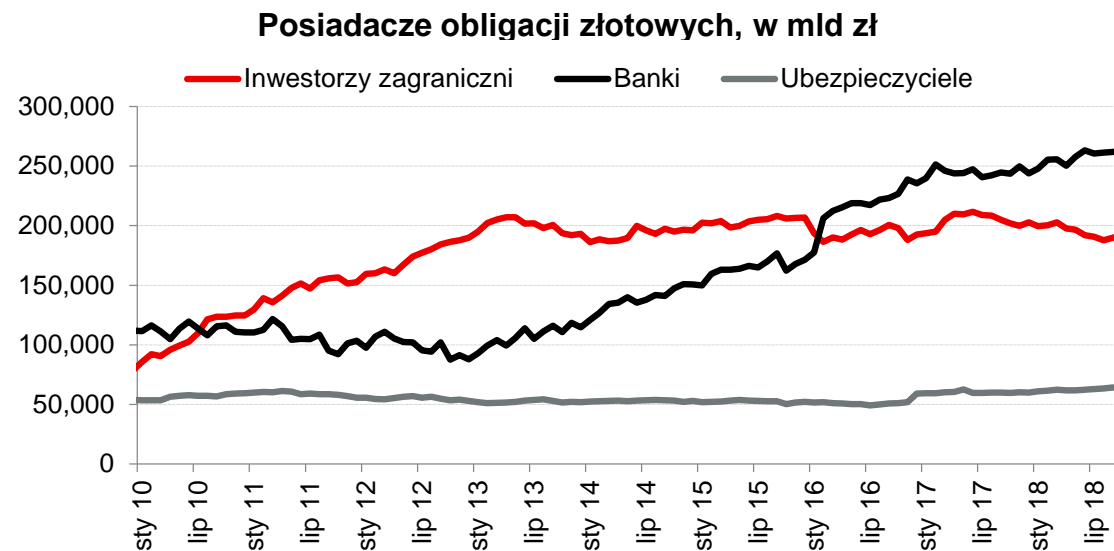
# 2019 finansowanie: popyt banków wciąż wysoki

Uważamy, że - podobnie jak w ostatnich latach - popyt na polskie obligacje będzie napędzany głównie przez banki krajowe (ze względu na regulacje). Według naszych szacunków banki krajowe mogą kupić największą część polskiego długu w PLN (dzięki solidnemu wzrostowi bazy depozytów na żądanie lub depozytów o krótkim terminie zapadalności w sektorze bankowym, niskim stopom procentowym i awersji do ryzyka wśród klientów detalicznych).

Institucje niefinansowe będą prawdopodobnie drugą co do wielkości grupą (pod względem wzrostu zaangażowania) konsumującą dodatkową podaż. Ponadto obligacje złotowe w aktywach funduszy inwestycyjnych i ubezpieczycieli powinny skorzystać na wyprzedzaży na rynku ryzykownych aktywów w 2018 r. Finansowanie krajowe będzie uzupełnianie przez obligacje oszczędnościowe, które wartość powinna wzrosnąć o 4 mld PLN.

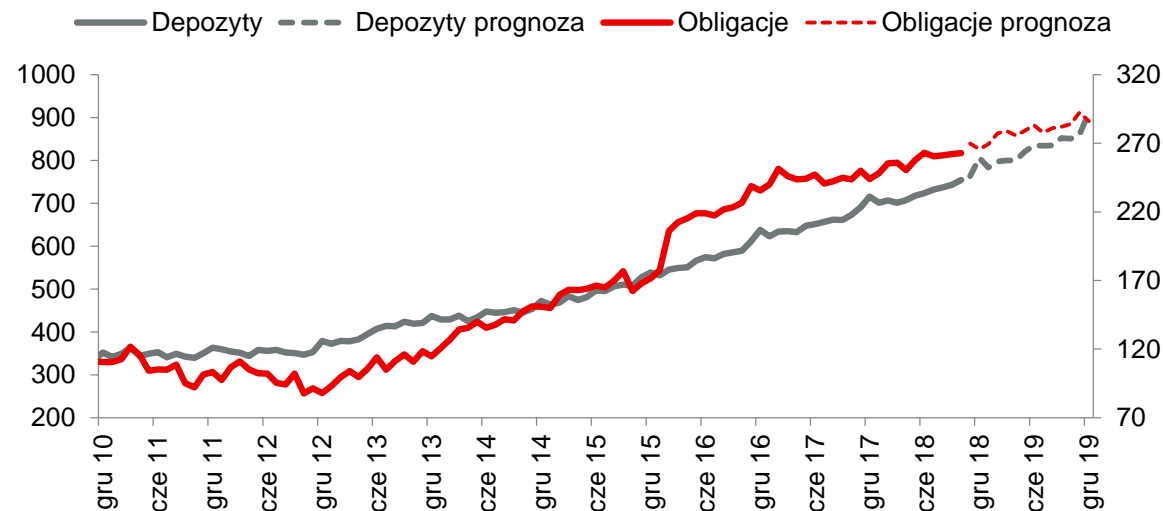
Podaż obligacji		mld zł
MF 2019 projekt budżetu, obligacje złotowe		46
MF 2019 projekt budżetu, obligacje walutowe		11
Popyt na obligacje		mld zł
Ogółem		52
Banki		23
Institucje niefinansowe		9
Fundusze inwestycyjne i ubezpieczalnie		7
Obligacje oszczędnościowe/osoby fizyczne		4

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

## Obligacje złotowe w bankach i depozyty na żądanie, w mld zł



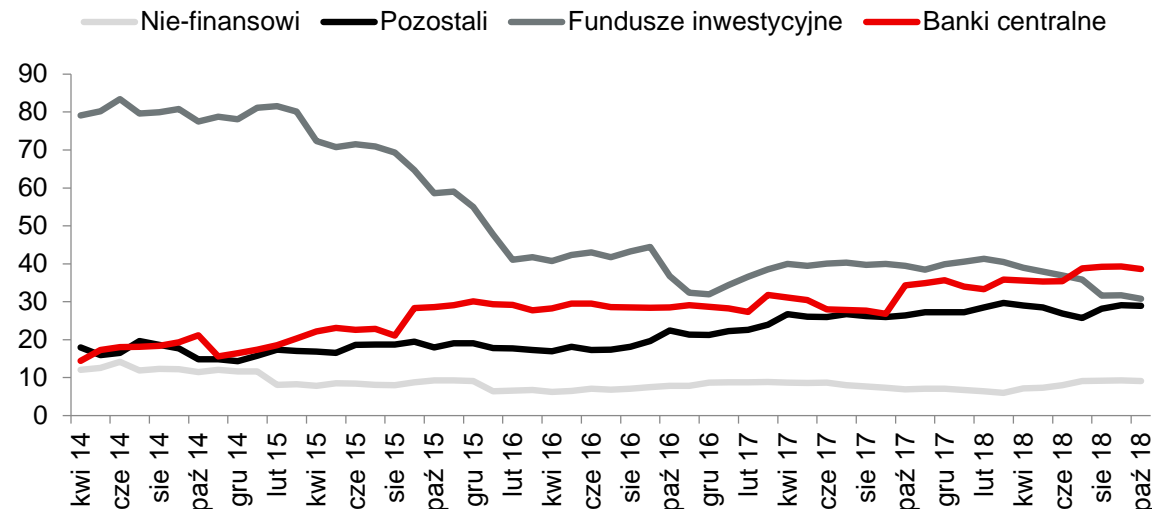
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

# 2019 finansowanie: inwestorzy zagraniczni wciąż w grze

Przewidujemy odwrócenie negatywnego trendu zaangażowania inwestorów zagranicznych w krajowy dług, głównie ze względu na przełamanie trendu wzrostu rentowności na rynkach bazowych. Warto zwrócić uwagę, że w 2018 roku DV01 portfela nierezydentów utrzymywał się przez cały rok na mniej więcej tym samym poziomie (ok. 4,4 pkt proc.), o ok. 0,2 pkt proc. mniej niż na początku 2017 roku. Spodziewamy się, że silny popyt ze strony inwestorów azjatyckich utrzyma się w 2019 roku. Pomagać w tym powinno spodziewane spowolnienie gospodarki azjatyckiej (wynikające ze spadku dynamiki wzrostu w Chinach) i związany z tym spadek dochodowości długu w Azji. Spodziewamy się również, że sprzedaż polskich przez inwestorów amerykańskich (główny motor spadku udziału posiadaczy zagranicznych obligacji w ciągu ostatnich trzech lat) zatrzyma się wraz z zanikiem perspektyw agresywnych podwyżek stóp w USA.

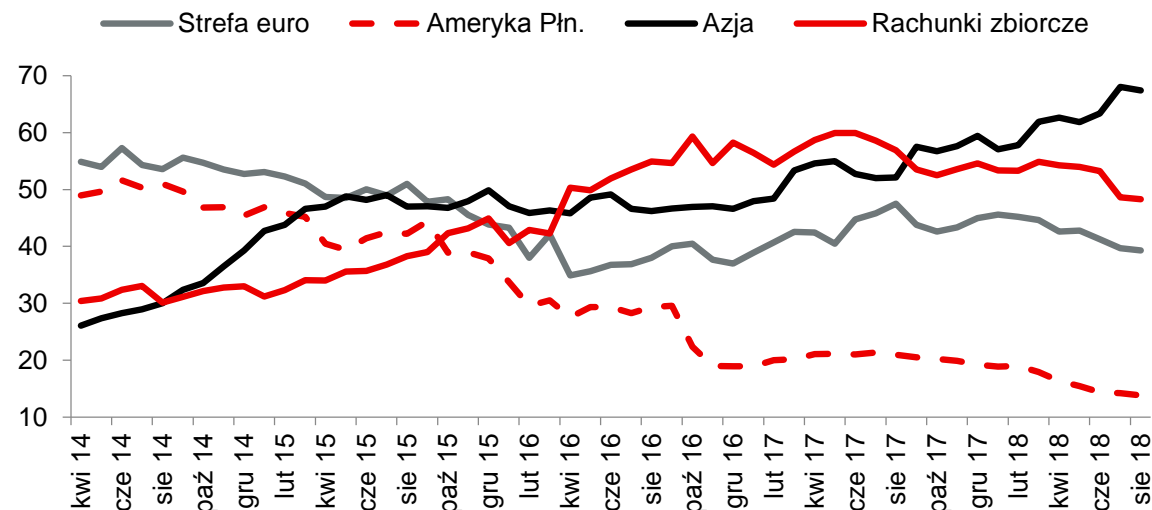
Uważamy, że Ministerstwo wyemituje nowe papiery denominowane w EUR (2,5 mld EUR), które zastąpią obligacje o wartości 1,68 mld EUR z terminem wykupu w styczniu oraz emisję 1 mld CHF (zapadającą w maju). Sądzymy, że MF zdecyduje się zaoferować nowe obligacje w EUR w I kw. 2019 ze względu na korzystną sytuację rynkową. Pozostałe obligacje walutowych zapadające w 2019 roku zostaną zastąpione emisją obligacji złotych.

### Inwestorzy zagraniczni wg. typów, obligacje złotowe, w mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

### Inwestorzy zagraniczni według regionów, w mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



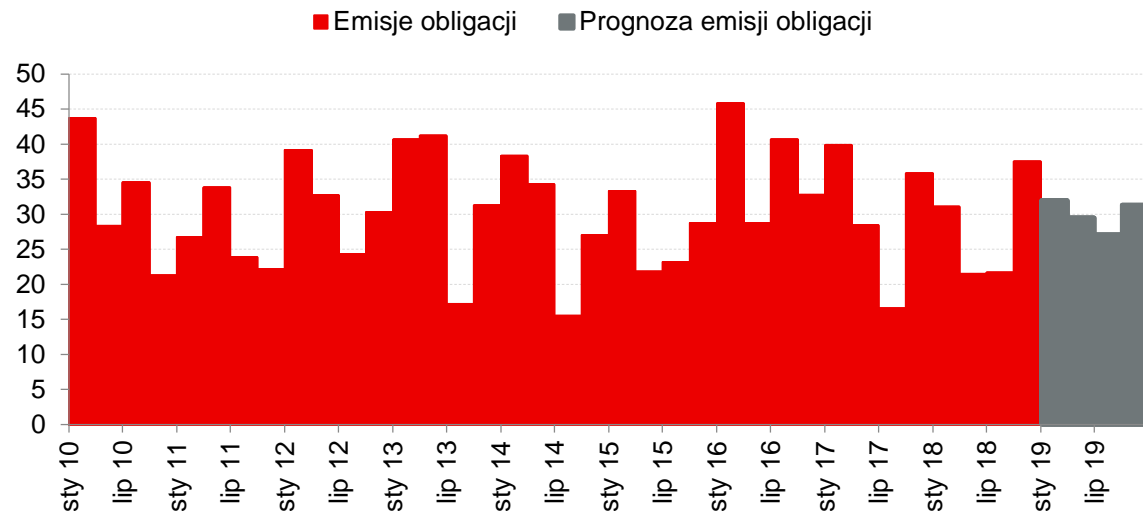
# 2019 Podaż długu

W 2019 roku przewidujemy nieco większą emisję brutto polskich obligacji niż sprzedana przez Ministerstwo Finansów w 2018 roku (120 mld zł w 2019 roku wobec 118 mld zł w 2018 roku). Uważamy, że wzór kalendarza emisji będzie podobny tego z 2018 roku. Naszym zdaniem największy wzrost zadłużenia (emisji netto) nastąpi w I kw. 2019. Następnie będzie schodził do niemal zerowego poziomu w III kw. 2019 i odbije nieznacznie na koniec roku. Emisje obligacji brutto będą spore w I kw. 2019, a następnie będą stopniowo spadać do końca III kw. 2019. Oferta Ministerstwa Finansów powinna ponownie wzrosnąć w IV kw. 2019 blisko poziomu z II kw. 2019.

Zgodnie projektem budżetu Ministerstwo Finansów zaplanowało koszt obsługi długu na 29,2 mld zł. Koszt obsługi długu krajowego ma wynieść 20,8 mld zł. Według naszych szacunków koszt wypłaty kuponów od obligacji w 2019 wyniesie 15,1 mld zł, a kuponów od obligacji denominowanych w walutach obcych 6,3 mld zł.

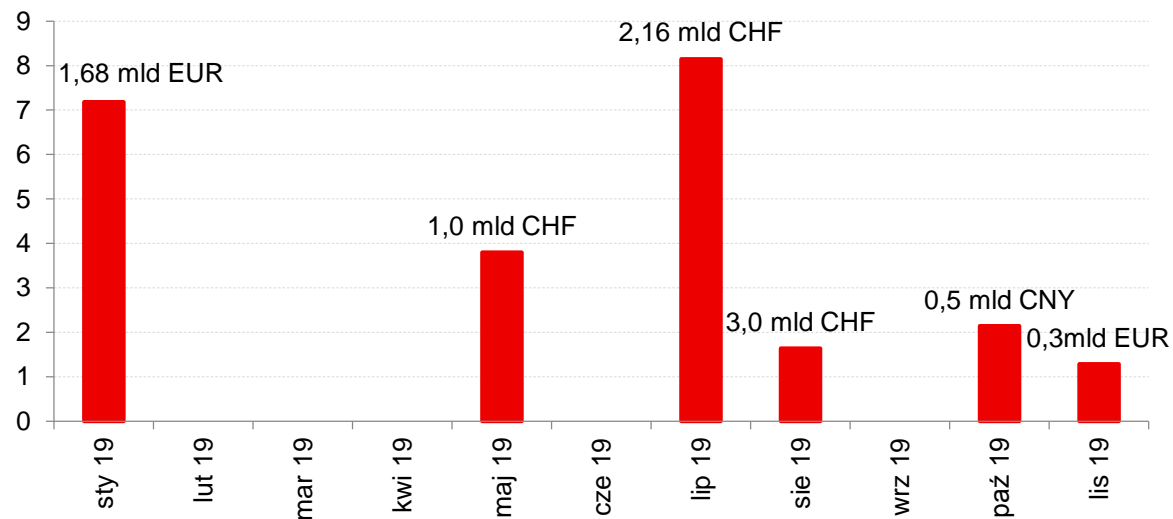
Płatności kuponowe w PLN będą mniej więcej równomiernie rozłożone w kwartałach (z wyjątkiem nieco "lżejszego" I kw. 2019). W przypadku płatności kuponowych obligacji denominowanych w walutach obcych, większość z nich zostanie wypłacona do końca kwietnia.

## Emisja obligacji złotych, w mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

## Kalendarz zapadalności obligacji walutowych, w mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

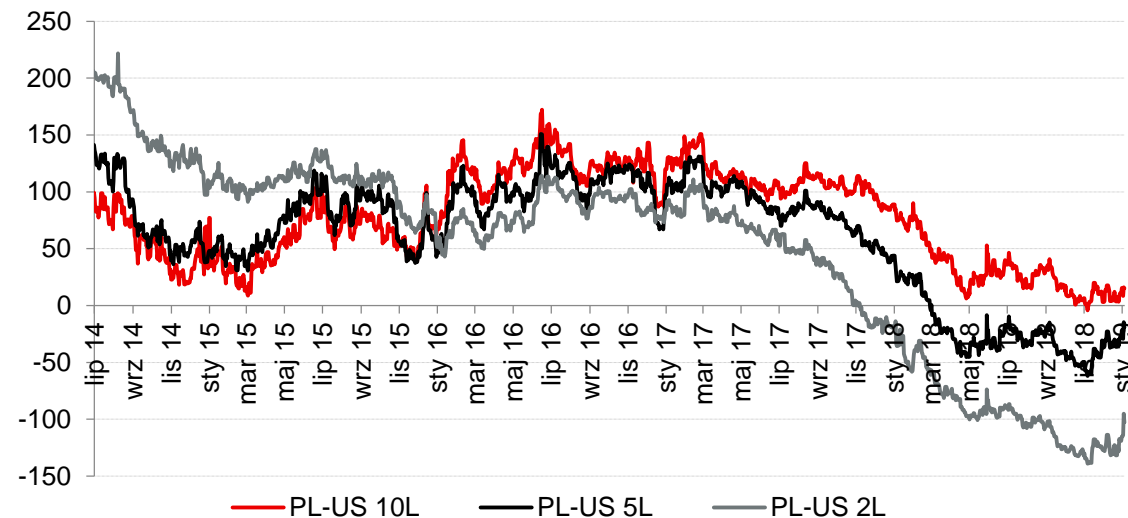
# Rynek długu: Prognozy stóp i rentowności 2019

Uważamy, że rentowność polskich obligacji pozostanie na niskim poziomie przez większość 2019 r., głównie z powodu utrzymywania się wskaźnika CPI poniżej celu inflacyjnego NBP przez cały rok oraz postępującego spowolnienia tempa wzrostu PKB w całym 2019 r.

W II kw. i III kw. 2019 spodziewamy się pewnego przesunięcia w górę krzywej dochodowości. Będzie to reakcja na stopniowy wzrost inflacji bazowej i głównego wskaźnika inflacji oraz pojawienie się spekulacji na temat możliwości podwyżek stóp procentowych. W rezultacie przewidujemy tymczasowy wzrost rentowności obligacji dwuletnich do 1,60%, przy jednoczesnym tymczasowym wzroście rentowności obligacji pięcioletnich i dziesięcioletnich do odpowiednio 2,55% i 3,10%. To przesunięcie w górę w połowie roku w segmencie 5-10 lat może zostać wsparte obawami inwestorów o pojawienie się w ramach kampanii wyborczej propozycji stymulacji fiskalnej w kolejnych latach.

Uważamy, że przesunięcie środka i długiego końca krzywej będzie tymczasowe, ze względu na wciąż silną pozycję fiskalną i utrzymywanie przez bank centralny gołębiej retoryki. W konsekwencji przewidujemy, że rentowności obligacji 5L powrócą do poziomu 2,45%, a rentowności 10L do poziomu 2,85% na koniec roku. Spread ASW powinien pozostać niski.

Spread pomiędzy polskimi i amerykańskimi obligacjami



Źródło: Thomson Reuters, Santander

Prognozy rentowności i stawek IRS (koniec okresu)

Obligacje	I kw. 2019	II kw. 2019	III kw. 2019	IV kw. 2019
2L	1,4	1,55	1,60	1,45
5L	2,35	2,45	2,55	2,45
10L	2,85	2,95	3,1	2,85
IRS	I kw. 2019	II kw. 2019	III kw. 2019	IV kw. 2019
2L	1,9	2,15	2,2	2,25
5L	2,45	2,45	2,5	2,35
10L	2,55	2,6	2,6	2,6

Źródło: Santander



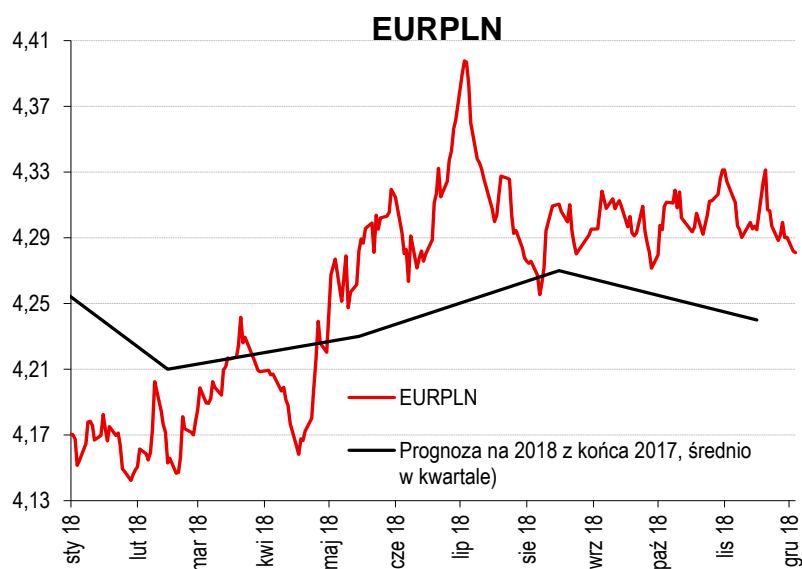
# Rynek FX: złoty pod presją w 2018

W naszym poprzednim raporcie rocznym opublikowanym w grudniu 2017 wskazywaliśmy, że jest niewielka przestrzeń do umocnienia złotego w 2018 po jego silnej aprecjacji w 2017. Podkreślaliśmy, że złoty stał się drogi w porównaniu do innych walut z rynków wschodzących i że może być mu trudno kontynuować aprecjację w takim samym tempie biorąc pod uwagę perspektywę spowolnienia gospodarczego. W 2018 prawie wszystkie waluty z rynków wschodzących osłabiły się do dolara i połowa z nich do euro w stosunku do końca 2017, złoty uplasował się w połowie tabeli.

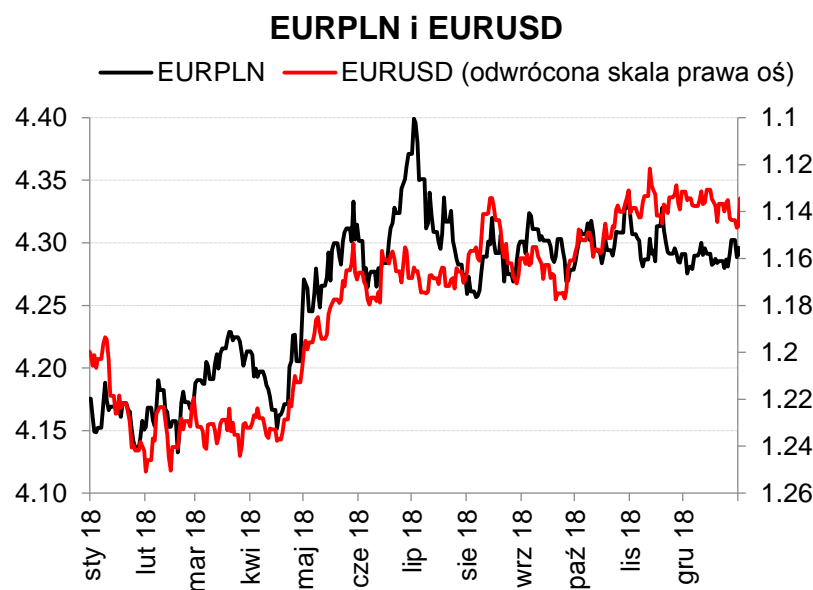
Nasze założenia okazały się trafne, chociaż nie doszacowaliśmy potencjału osłabienia złotego w połowie roku i w efekcie kurs EUR/PLN zakończył rok powyżej zamknięcia z 2017. Wydaje się, że głównymi czynnikami ciężącymi na krajowej walucie były aprecjacja dolara, obawy o globalny wzrost oraz niestabilny nastrój na rynkach wschodzących. Niska inflacja w Polsce i gołębia retoryka RPP również odegrały swoją rolę.

Nie zrealizował się nasz scenariusz spowolnienia gospodarczego i wygląda na to, że razem ze spadającymi rentownościami obligacji był to kluczowy czynnik, który powstrzymał złotego przed większą deprecjacją.

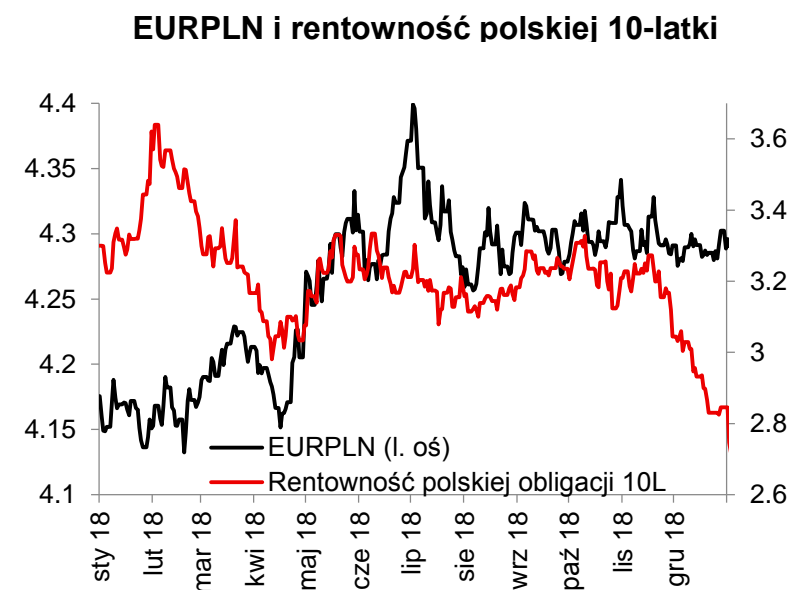
Ogólnie, nasze prognozy EUR/PLN były dość trafne na tle oczekiwań innych instytucji. **W I kw., II kw. oraz III kw. zajęliśmy pierwsze miejsce w rankingu prognoz kursów walutowych agencji Bloomberg w kategorii EUR/PLN.**



Źródło: Reuters, Santander Bank Polska



Źródło: Reuters, Santander Bank Polska





# Rynek FX: trudny początek roku

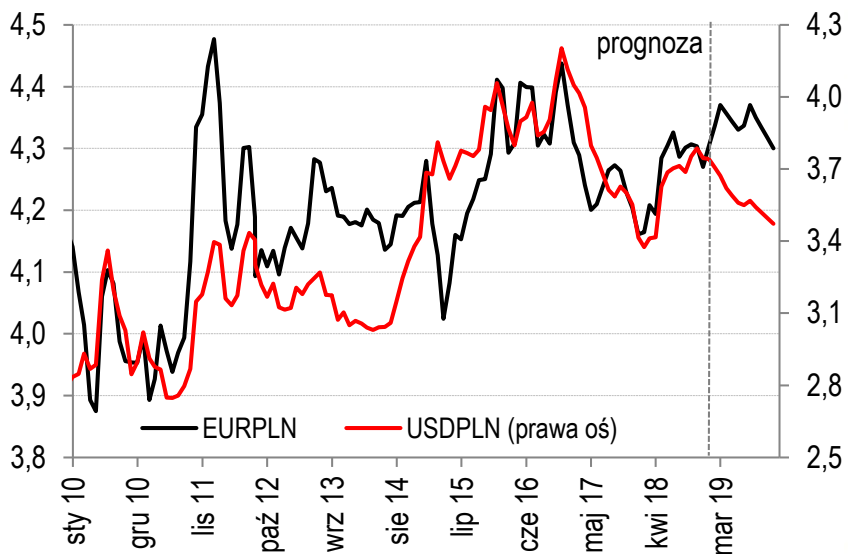
Oczekujemy, że na początku 2019 złoty może zacząć tracić do euro i w dalszej części roku krajowa waluta będzie powoli odrabiać straty.

Pierwsze miesiące 2019 mogą przynieść osłabienie złotego kiedy dane pokażą, że polska gospodarka faktycznie spowalnia. Dodatkowo, rynek nie wycenia żadnej z dwóch oczekiwanych przez nas w pierwszej połowie br. podwyżek stóp Fed. Początek roku może być wyzwaniem również z powodu niepewności związanej z Brexitem – Polska może być trzecim krajem najmocniej dotkniętym w przypadku wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy. Poza tym, zmienność na (nie tylko) polskim rynku jest bardzo niska, co sprawia, że jesteśmy ostrożni w ocenie potencjału do umocnienia złotego w krótkim terminie.

„Nieuporządkowany Brexit” nie jest naszym bazowym scenariuszem, a ewentualny wzrost zmienności powinien być nagły, ale krótkotrwały. Dlatego według nas w kolejnych miesiącach złoty może zacząć korzystać z rosnącego kursu EURUSD (szczegóły na stronie nr 46), przerwy w podwyżkach stóp Fed czy wyceniania przez rynek poprawy na rynkach wschodzących po niespokojnym roku 2018. Umocnienie euro do dolara powinno przyczynić się do **istotnego spadku USD/PLN w 2019**.

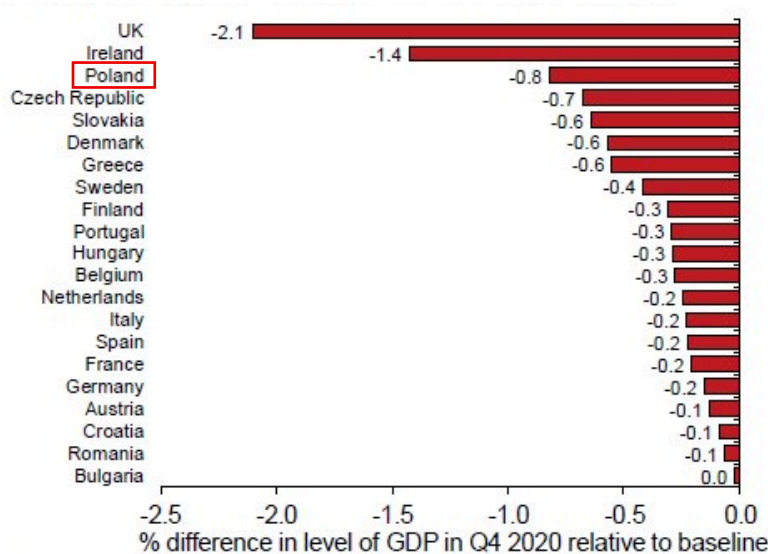
Tempo spadku EURPLN może być powolne z powodu braku podwyżek stóp w Polsce w tym roku, postępującego spowolnienia gospodarczego i rynkowych obaw o wynik wyborów parlamentarnych zaplanowanych na jesień.

### EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Santander Bank Polska

### Wpływ „hard Brexitu” na PKB



Źródło: Oxford Economics

### Prognozy kursów walutowych

	I kw. 2019	II kw. 2019	III kw. 2019	IV kw. 2019
EUR/PLN	4,34	4,34	4,35	4,32
USD/PLN	3,71	3,59	3,55	3,50
CHF/PLN	3,72	3,67	3,64	3,60
GBP/PLN	4,82	4,75	4,76	4,74

Źródło: Santander; średnio w kwartale





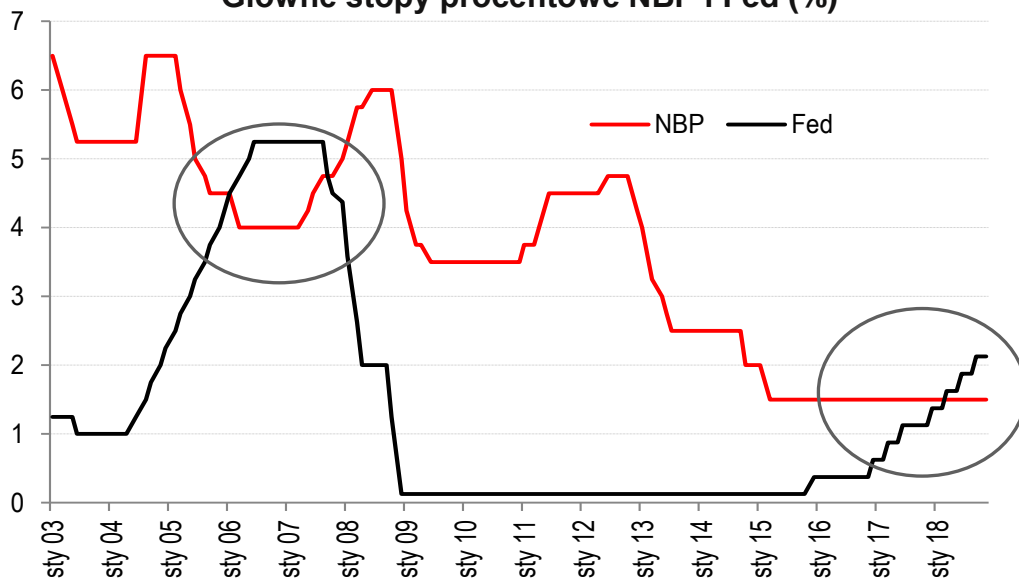
# Rynek FX: dysparytet stóp może ciążyć złotemu

Marcowa podwyżka stóp Fed o 25 pb spowodowała, że górny przedział głównej stopy znalazł się powyżej stopy referencyjnej NBP pierwszy raz od 2007. Wówczas, dysparytet stóp osiągnął 125 pb, a obecnie wynosi 100 pb.

2-letnie tygodniowe korelacje EUR/PLN oraz USD/PLN ze spreadem 6M WIBOR-LIBOR USD osiągnęły swoje cykliczne maksima i zaczęły się obniżać. Sądzymy, że do połowy 2019 spread będzie się dalej pogłębiał „na minus”, co sugeruje, że EUR/PLN będzie rósł, jeśli faktycznie korelacja będzie dalej spadać. Dopiero pod koniec 2019 spread może zacząć rosnąć kiedy rynek zacznie wyceniać podwyżki stóp NBP.

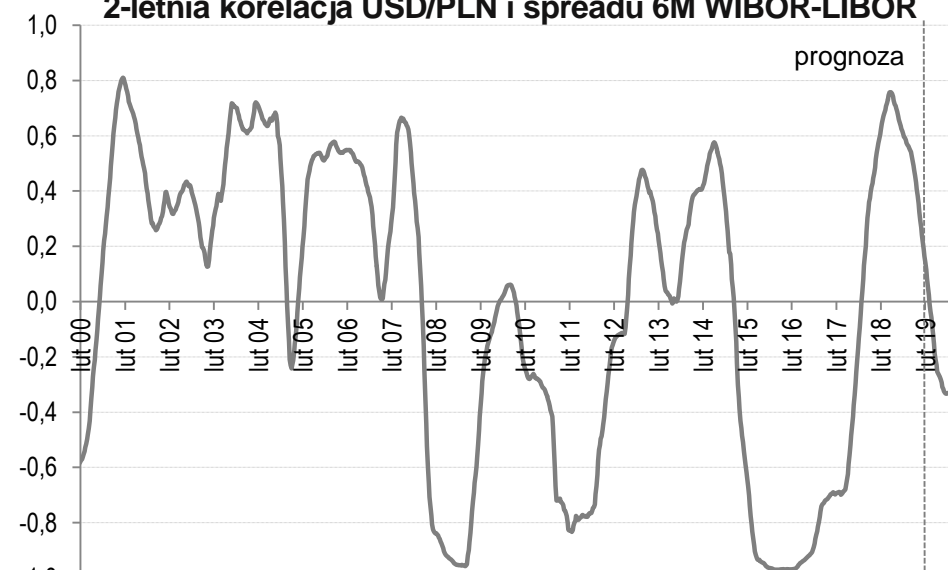
Oczekujemy przerwy w podwyżkach stóp Fed w drugiej połowie 2019 oraz braku zmian stóp w Polsce w tym roku.

### Główne stopy procentowe NBP i Fed (%)

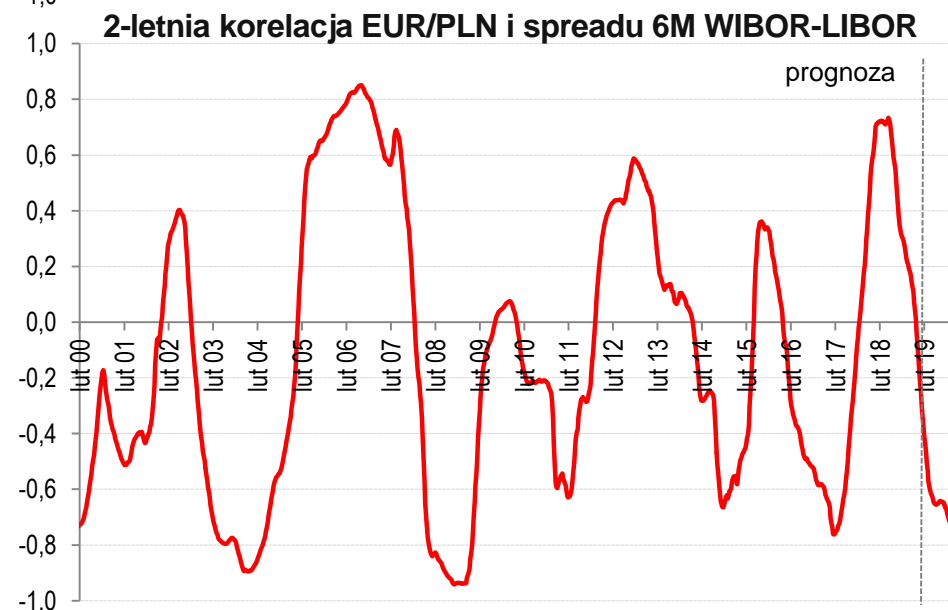


Źródło: Reuters, Santander Bank Polska

### 2-letnia korelacja USD/PLN i spreadu 6M WIBOR-LIBOR



### 2-letnia korelacja EUR/PLN i spreadu 6M WIBOR-LIBOR



Źródło: Reuters, Santander Bank Polska



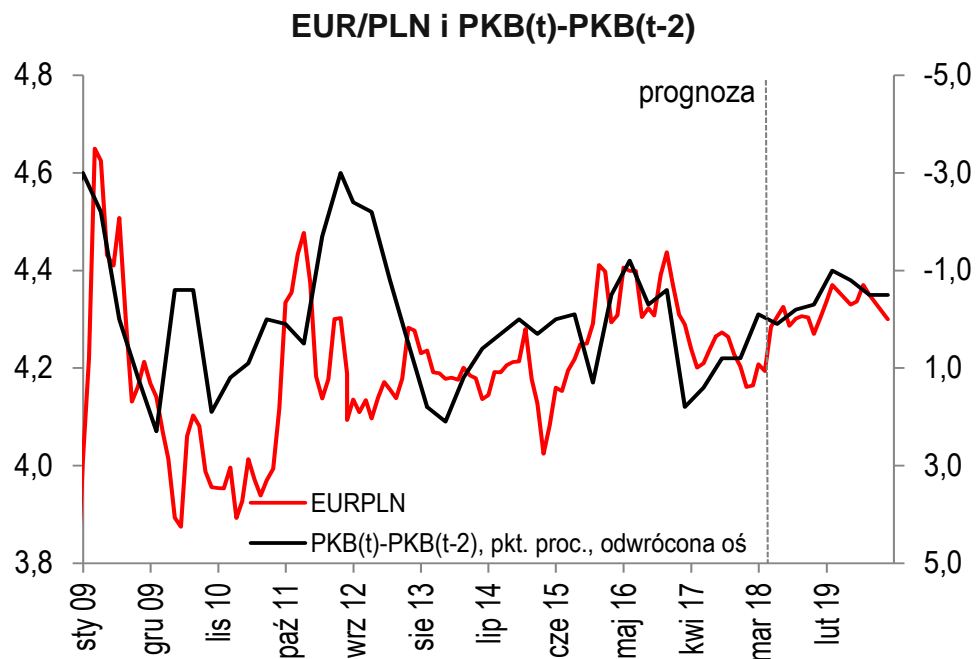


# Rynek FX: wolniejszy wzrost PKB, mniejsza premia do strefy euro

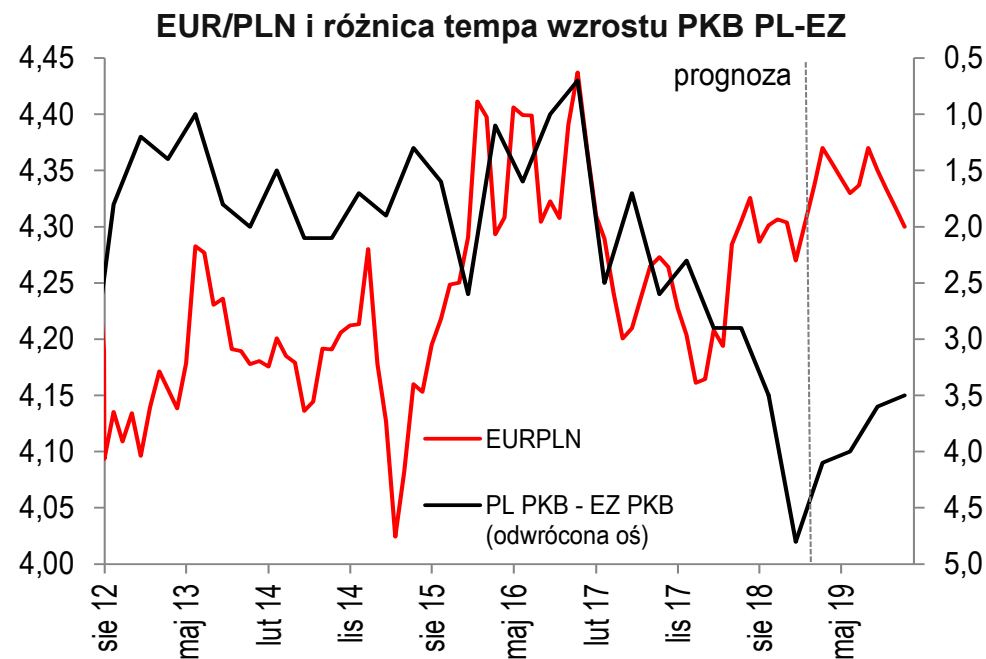
Poniżej prezentujemy zaktualizowane wykresy, które umieściliśmy w raporcie rok temu, a pokazują one, że w długim terminie to zmiana dynamiki PKB (nie tylko jej poziom) jest istotna dla złotego. Miarą atrakcyjności krajowej waluty jest też różnica w tempie wzrostu w Polsce i strefie euro.

Na wcześniejszych stronach przedstawiliśmy nasze prognozy PKB zakładające coraz wolniejsze tempo wzrostu w każdym kolejnym kwartale 2019. Sądzymy, że gospodarka strefy euro utrzyma ok. 2% tempo wzrostu i w efekcie, spread dynamik PKB zawęzi się istotnie w przyszłym roku. Choć w połowie 2018 widać wyraźną dywergencję EUR/PLN i różnicy wzrostu gospodarczego, spadek premii w 2019 będzie naszym zdaniem ograniczać potencjał do umocnienia złotego na początku roku.

Sądzymy, że rynki obligacji i giełdowy wyceniają już w pewnym stopniu scenariusz wolniejszego wzrostu gospodarczego w Polsce i dlatego nie oczekujemy, by zjawisko to miało trwały negatywny wpływ na krajową walutę.



Źródło: Reuters, Santander Bank Polska



Źródło: Reuters, Santander Bank Polska

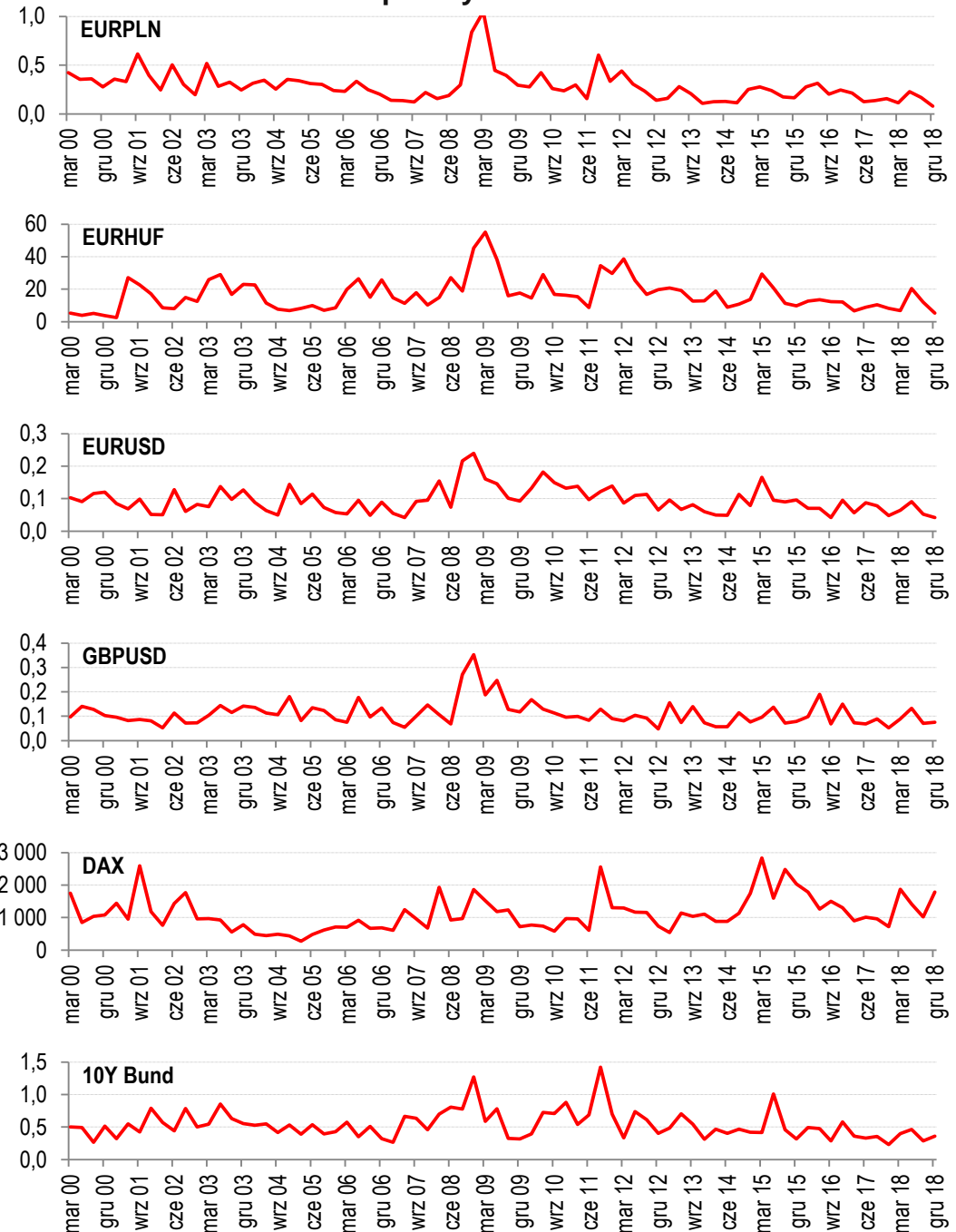
# Rynek FX: nudny czas

Od sierpnia EUR/PLN porusza się w wąskim przedziale, a różnica między minimum i maksimum kursu w IV kw. 2018 była najmniejszą kwartalną różnicą od II kw. 1993, wg danych Thomson Reuters. Niska zmienność, mierzona jako kwartalne spready max-min, obserwowana jest również w przypadku innych walut regionu czy rynków rozwiniętych (nawet funta) oraz rentowności obligacji. Tylko na giełdach oraz walutach Ameryki Południowej utrzymuje się przynajmniej średnia zmienność.

Okresy niskiej zmienności przeplatają się z podwyższonymi wahaniami. Wykres pokazuje, że ostatni zmienność mocno wzrosła w 2008 kiedy wybuchł kryzys finansowy w USA.

Nie spodziewamy się zjawiska o podobnej skali w najbliższej przyszłości, ale sądzimy, że jest mało prawdopodobne, by zmienność utrzymała się tak nisko w kolejnych miesiącach. Wzrosty zmienności są zazwyczaj negatywne dla walut z rynków wschodzących i dlatego jesteśmy ostrożni jeśli chodzi o potencjał do umocnienia złotego w krótkim terminie.

Kwartalne spready maksimum-minimum



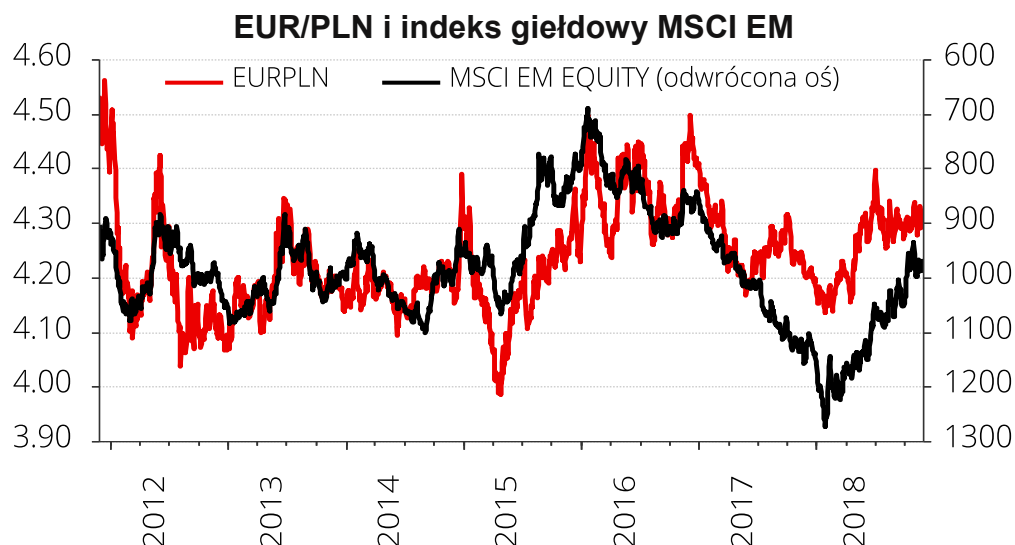


# Rynek FX: uwaga na giełdy

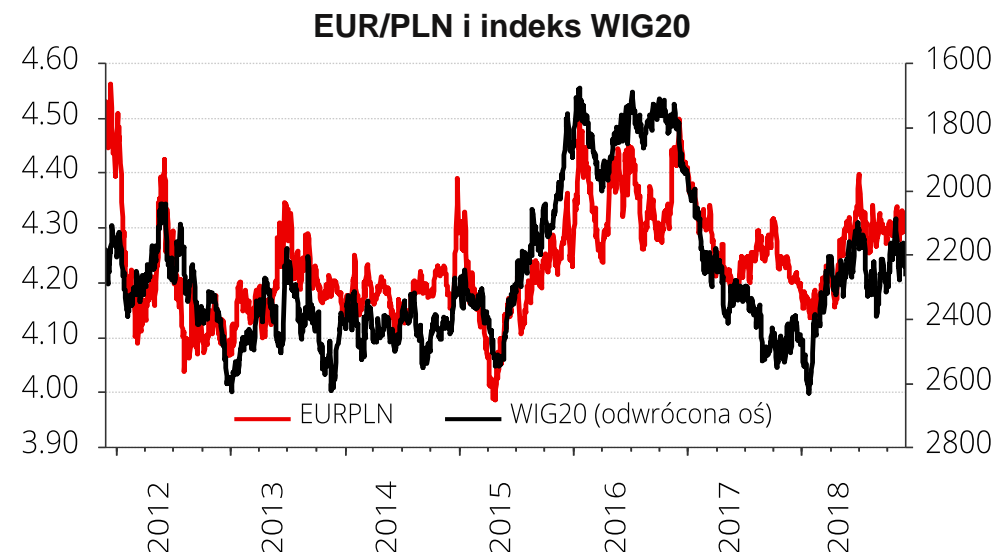
Zmiany na rynku obligacji nie mają dużego wpływu na złotego co widać w korelacji EUR/PLN z rentownością 10-letnich obligacji (-33% dla dziennych obserwacji za ostatnich 8 lat; należałoby oczekiwać pozytywnej korelacji). Jednocześnie, korelacja z indeksami giełdowymi WIG20 oraz MSCI EM wynosi odpowiednio -60% i -78% i znak jest logiczny.

Zależność złotego od notowań ryzykownych aktywów jest spójna z założeniem, że jest on walutą cykliczną. Silny wzrost gospodarczy przyczynia się do wzrostu zysku spółek, co czyni je bardziej atrakcyjnymi m.in. dla inwestorów zagranicznych.

Rok 2018 był ciężki dla giełd z rynków wschodzących i wydaje się, że sporo ze złych wiadomości zostało już wycenione. Jednocześnie, według październikowego raportu MFW „World Economic Outlook”, w 2019 gospodarki rozwijające się mają utrzymać 4,7% tempo wzrostu oczekiwane w tym roku, co będzie stwarzać pozytywne środowisko dla ryzykownych aktywów w tym roku. Oczekujemy, że popyt na ryzyko na rynkach wschodzących wzrośnie, co powinno być wspierające dla złotego kiedy negatywne czynniki z I kw. ustąpią.



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska



# Rynek FX: EUR, USD, GBP, CHF\*

Oczekujemy, że w 2019 euro zyska do dolara i franka szwajcarskiego.

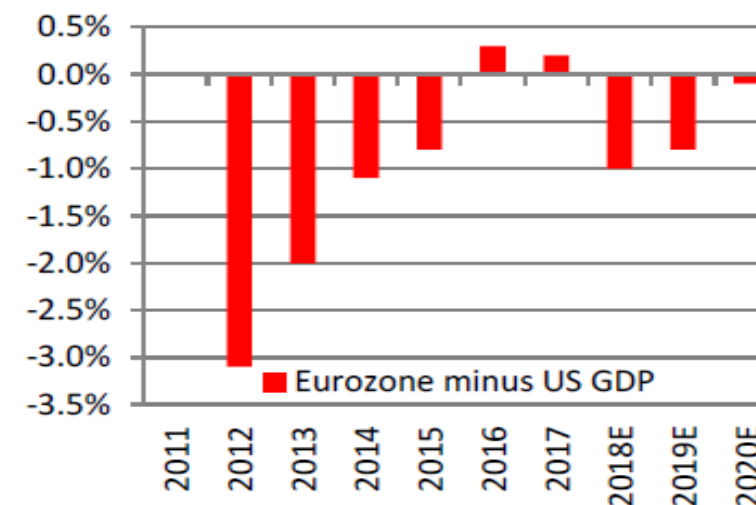
Wolniejszy wzrost PKB w USA (w obliczu wygasania pozytywnego efektu stymulacji fiskalnej) i perspektywa zakończenia cyklu podwyżek stóp Fed sprawiają, że niewiele jest czynników które mogłyby umocnić dolara.

Bank centralny Szwajcarii utrzyma zapewne luźną politykę pieniężną dłużej niż EBC, co pozwoli na osłabieni franka. Niska inflacja też pomoże powstrzymać się z podwyżkami stóp.

W 2019 Gospodarka Wielkiej Brytanii może radzić sobie gorzej niż inne duże gospodarki, ale to kwestia Brexitu będzie zapewne kluczowa dla funta. Zakładamy, że porozumienie z UE zostanie w końcu przyjęte przez brytyjski parlament, co pozwoli wejść Wielkiej Brytanii w okres przejściowy po wyjściu z UE pod koniec marca. W takim scenariuszu, rynek może zacząć wyceniać podwyżki stóp przez Bank Anglii. W efekcie, sądzymy, że funt może się w przyszłym roku osłabić do euro i umocnić do dolara.

Euro powinno korzystać z wyceniania zmiany nastawienia w polityce pieniężnej i podwyżki stóp dostarczonej przez EBC pod koniec 2019. Według naszych prognoz, w przyszłym roku zmniejszy się też różnica między dynamiką PKB w strefie euro i USA.

### Różnica tempa wzrostu PKB



Source: Bloomberg, Santander

### Prognozy kursowe (końce okresów)

	I kw. 2019	II kw. 2019	III kw. 2019	IV kw. 2019
EUR/USD	1,17	1,21	1,23	1,24
EUR/CHF	1,17	1,19	1,20	1,20
EUR/GBP	0,90	0,92	0,92	0,91

Źródło: Santander



# Polityka: cykl wyborczy w pełni

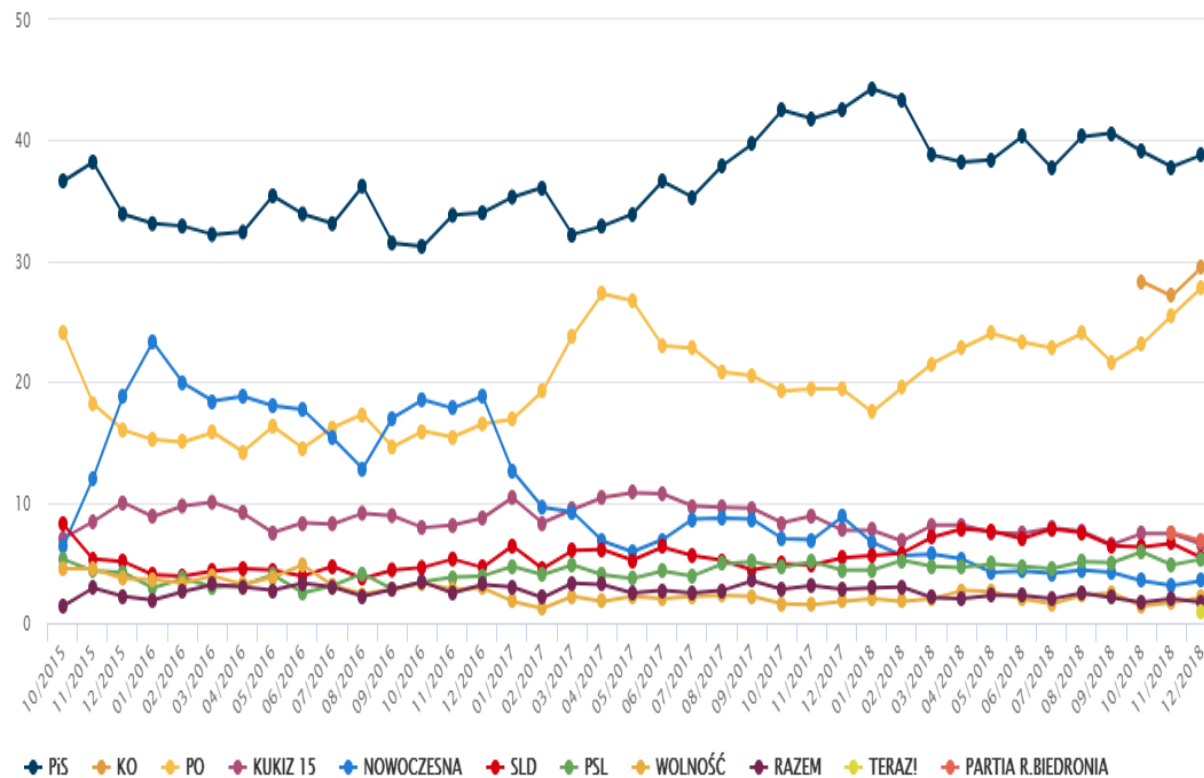
W październiku 2018 r. wyborami samorządowymi rozpoczął się cykl wyborczy, którego zwieńczeniem będą wybory prezydenckie pod koniec 2020 r. W międzyczasie będziemy również głosowali w wyborach do Parlamentu Europejskiego w maju 2019 r. i do parlamentu w październiku 2019 r.

Wybory samorządowe w 2018 r. zakończyły się zwycięstwem Prawa i Sprawiedliwości na poziomie krajowym, ale pokazały wyraźny podział wyborców – duże miasta w większości głosowały przeciw rządzącej partii, a mniejsze miejscowości ją poparły. Wybory do Parlamentu Europejskiego będą dla PiS wyzwaniem, gdyż prawdopodobnie partia podejmie próbę sięgnięcia jednocześnie po elektorat centrowy i skrajnie prawicowy.

Sondaże opinii wskazują na wysokie i stabilne poparcie dla PiS, wyraźnie wyższe niż dla innych partii, chociaż opozycja ostatnio zanotowała poprawę wyników. Rządząca partia nie straciła na popularności w obliczu kontrowersji związanych ze zmianami w systemie sprawiedliwości czy konfliktem z UE. Nawet ostatni skandal w KNF miał ograniczony wpływ na opinię publiczną, choć może być jeszcze zbyt wcześnie by w pełni ocenić jego efekty. Zbyt wcześnie jest też by stwierdzić, czy wybory parlamentarne jesienią przyniosą znaczącą zmianę na scenie politycznej. Możliwe jest wiele scenariuszy, łącznie z kolejnym zdecydowanym zwycięstwem PiS, małym zwycięstwem i koniecznością budowania rządu mniejszościowego czy nawet sromotną porażką.

Gdy kampania wyborcza nabierze rumieńców, retoryka może przesunąć się w stronę bardziej populistycznej i być może pojawią się nowe kosztowne obietnice. Warto jednak pamiętać, że między obietnicami z kampanii a wprowadzonymi działaniami istnieje zwykle spora różnica.

Poparcie dla partii w danym miesiącu, średnia z dostępnych sondaży (%)



Źródło: ewybory.eu





# Prognozy

		2016	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
PKB	mld PLN	1 861,1	1 988,7	2 111,5	2 225,1	486,5	507,1	525,3	592,7	513,2	534,1	553,3	624,4
PKB	% r/r	3,1	4,8	5,1	3,8	5,3	5,1	5,1	4,8	4,3	3,8	3,7	3,5
Popyt krajowy	% r/r	2,3	4,9	5,7	4,6	6,6	4,4	6,2	5,6	4,9	4,6	4,4	4,3
Spożycie indywidualne	% r/r	3,9	4,9	4,6	4,3	4,7	4,9	4,5	4,5	4,5	4,4	4,3	4,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-8,2	3,9	8,1	7,3	8,2	4,7	9,9	9,0	8,8	8,0	7,0	6,5
Stopa bezrobocia*	%	8,2	6,6	5,9	5,5	6,6	5,8	5,7	5,9	6,0	5,4	5,4	5,5
Rachunek bieżący	mln EUR	-2 248	715	-3 478	-7 164	569	670	-2 532	-2 185	-246	-354	-3 274	-3 289
Rachunek bieżący	% PKB	-0,5	0,2	-0,7	-1,4	-0,2	0,0	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-1,2	-1,4
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-2,2	-1,4	-0,5	-1,3	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	-0,6	2,0	1,7	1,9	1,5	1,7	1,9	1,4	1,6	1,9	1,9	2,1
CPI *	% r/r	0,8	2,1	1,1	2,4	1,3	2,0	1,9	1,1	1,9	1,9	1,9	2,4
Inflacja bazowa	% r/r	-0,2	0,7	0,7	1,7	0,8	0,6	0,8	0,7	1,2	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	1,71	1,72	1,70	1,71	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71
Rentowność obligacji 2L	%	1,66	1,89	1,60	1,51	1,64	1,57	1,61	1,56	1,41	1,50	1,58	1,53
Rentowność obligacji 5L	%	2,37	2,78	2,51	2,44	2,61	2,43	2,53	2,49	2,35	2,43	2,50	2,47
Rentowność obligacji 10L	%	3,05	3,44	3,23	2,94	3,37	3,18	3,19	3,17	2,83	2,93	3,02	2,97
IRS 2L	%	1,62	1,90	1,90	2,01	1,93	1,83	1,89	1,94	1,86	1,98	2,17	2,02
IRS 5L	%	1,94	2,40	2,45	2,42	2,50	2,39	2,45	2,46	2,31	2,45	2,47	2,47
IRS 10L	%	2,37	2,86	2,91	2,57	2,96	2,89	2,92	2,88	2,53	2,57	2,58	2,60
EUR/PLN	PLN	4,36	4,26	4,26	4,34	4,18	4,26	4,30	4,30	4,34	4,34	4,35	4,32
USD/PLN	PLN	3,95	3,78	3,61	3,58	3,40	3,58	3,70	3,77	3,71	3,59	3,55	3,50
CHF/PLN	PLN	4,00	3,84	3,69	3,66	3,59	3,63	3,76	3,79	3,72	3,67	3,64	3,60
GBP/PLN	PLN	5,35	4,86	4,81	4,77	4,73	4,86	4,81	4,85	4,82	4,75	4,76	4,74

\* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 8.01.2019 r. zostało przygotowane przez:

**DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH**

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl)

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

<b>Maciej Reluga,</b> Główny ekonomista, CFO	22 534 18 88
<b>Piotr Bielski,</b> dyrektor	22 534 18 87
<b>Marcin Luzziński</b>	22 534 18 85
<b>Grzegorz Ogonek</b>	22 534 19 23
<b>Konrad Soszyński</b>	22 534 18 86
<b>Marcin Sulewski,</b> 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](mailto:ekonomia@santander.pl), [www.santander.pl](http://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



FTSE4Good