

Więcej luzu

Polska gospodarka i rynki finansowe

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



Spis treści

■ Podsumowanie	s. 3
■ 2019: nasze prognozy po rewizji	s. 5
■ Wzrost PKB	s. 6
■ Konsumpcja	s. 8
■ Inwestycje	s. 9
■ Handel zagraniczny	s. 13
■ Rynek pracy	s. 15
■ Inflacja	s. 17
■ Polityka pieniężna	s. 19
■ Polityka fiskalna	s. 20
■ Rynek długu	s. 21
■ Rynek walutowy	s. 25
■ Tabela z prognozami	s. 28



Podsumowanie (makro)

Pomimo narastających obaw o globalną gospodarkę i wyraźnych przygotowań głównych banków centralnych do ponownego wejścia w tryb awaryjnego luzowania polityki, polska gospodarka wciąż wykazuje dużą odporność na pogorszenie nastrojów na świecie. To jednak nie oznacza, że pozostaniemy zupełnie niedrażnięci zmianą otoczenia zewnętrznego na coraz bardziej wymagające. Po bardzo mocnym pierwszym kwartale 2019 r. i wyjątkowo dobrym kwietniu, dane za maj przyniosły już pewne rozczarowanie, a czerwcowe wyniki produkcji i sprzedaży będą jeszcze mniej imponujące wg naszych prognoz. W efekcie, wzrost PKB zapewne obniżył się do ok. 4,5% r/r w II kw. i spodziewamy się dalszego stopniowego spowalniania w kolejnych kwartałach, ponieważ sama konsumpcja prywatna (nawet wzmocniona wyraźnym wzrostem transferów socjalnych) nie będzie w stanie w pełni skompensować efektu spodziewanego przez nas pogorszenia eksportu netto i spowolnienia inwestycji. **Utrzymujemy prognozę wzrostu PKB na ten rok na solidnym poziomie 4,3%, a w 2020 oczekujemy 3,5%.** Nadal zakładamy, że w strefie euro nie dojdzie do przedłużonej stagnacji, ani tym bardziej recesji, ale jeśli taki scenariusz miałby się zrealizować, wówczas spowolnienie w Polsce byłoby oczywiście poważniejsze. Tak czy inaczej naszym zdaniem to nie jest dobry czas na podnoszenie prognoz wzrostu PKB ze względu na zmiany w globalnym otoczeniu.

Wśród zagrożeń lokalnych najpoważniejszym wciąż wydaje się niedobór pracowników i ten problem nie zniknie szybko, szczególnie, że napływ migrantów zarobkowych wydaje się zwalniać (a po otwarciu granic przez Niemcy w 2020 może nawet się częściowo odwrócić). Dlatego **wciąż uważamy, że presja płacowa raczej się jeszcze nasili w kolejnych kwartałach niż zacznie ustępować.** Pozytywnym zjawiskiem jest to, że krajowe firmy najwyraźniej coraz częściej próbują odpowiedzieć na ten problem poprzez proces automatyzacji, co m.in. odzwierciedlają dane pokazujące mocne ożywienie wydatków inwestycyjnych sektora prywatnego, głównie na maszyny i urządzenia.

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami inflacja wyraźnie przyspieszyła, przekraczając cel 2,5% w czerwcu po raz pierwszy od 2012 r. **Trend wzrostowy będzie utrzymany w kolejnych kwartałach, popychając inflację do prawie 3% r/r na koniec br. i do prawie 4% na początku 2020** (z ryzykiem dotknięcia tego poziomu jeśli ceny żywności i energii pójną w górę bardziej niż zakładamy). Wprawdzie część tego wzrostu inflacji to zasługa czynników o charakterze potencjalnie przejściowym lub zmiany poziomu cen w niektórych kategoriach (szybko drożejąca żywność, podwyżki cen energii i możliwe wprowadzenie podatku od sprzedaży detalicznej), ale trzeba odnotować, że za coraz większą część trendu odpowiada wzrost inflacji bazowej. To zjawisko naszym zdaniem tak szybko nie ustąpi, ponieważ utrzymująca się presja kosztowa na firmy będzie się przenosić na ceny. W efekcie, inflacja może się utrzymać powyżej celu NBP dłużej niż spodziewa się bank centralny.

Taki scenariusz nie oznacza jednak, że zbliżamy się do momentu zmiany nastawienia Rady Polityki Pieniężnej. O ile czynniki krajowe wydają się coraz bardziej sprzyjające normalizacji polityki pieniężnej, nie da się zignorować mocnego zwrotu głównych banków centralnych w „gołębią” stronę. Dlatego **podwyżki stóp procentowych w Polsce znikają z agendy przynajmniej do końca 2020 r.**

Perspektywy fiskalne na 2019-20 wyglądają dość bezpiecznie. **W tym roku deficyt fiskalny wyniesie ok. 1,7% PKB**, znacznie powyżej rekordowo niskiego 0,4% w 2018 r., ale wciąż wyraźnie poniżej progu 3% PKB. W przyszłym roku nierównowaga w finansach publicznych też powinna być pod kontrolą, nawet poniżej 1% PKB (częściowo dzięki jednorazowym wpływom), przynajmniej dopóki wzrost gospodarczy nie wyhamuje znacząco.



Podsumowanie (rynki)

Rynek walutowy

W pierwszej połowie roku złoty radził sobie lepiej niż zakładaliśmy i na początku lipca EURPLN spadł poniżej 4,24 dzięki wycenianiu przez rynek obniżek stóp Fed. Punkt startowy na drugą połowę roku jest więc niżej niż oczekiwaliśmy, więc zdecydowaliśmy o obniżeniu ścieżki EURPLN na dalszą część 2019. Analiza techniczna sugeruje, że w krótkim terminie złoty mógłby oddać część zysków, ale w naszej ocenie druga połowa roku powinna być ogólnie pozytywna dla krajowej waluty. Kluczowym założeniem leżącym u podstaw tego scenariusza jest utrzymanie gołębiej retoryki przez główne banki centralne i jedynie lekkie spowolnienie w Polsce.

Rynek stopy procentowej

Obawy o globalny wzrost gospodarczy, kontynuacja wojen handlowych i będąca ich skutkiem zmiana retoryki głównych banków centralnych w kierunku bardziej gołębim sprzyjają niskim rentownościom. Jeśli chodzi o krajowe czynniki, niska podaż obligacji i wciąż łagodny ton RPP także powinny być wspierające dla rynku długu, nawet mimo rosnącej inflacji. W środku wakacji może dojść do przejściowej realizacji zysków z ostatniego spadku rentowności jeśli Fed nie obniży stóp procentowych na lipcowym posiedzeniu. W perspektywie kolejnych miesięcy umocnienie obligacji może być jednak kontynuowane pod wpływem publikowanych danych ze świata (które mogą ukazać negatywny wpływ wprowadzonych już wyższych ceł), możliwej eskalacji wojny handlowej i perspektyw polityki pieniężnej EBC.



2019: Nasze prognozy po rewizji

Wskaźnik	Nasza prognoza w styczniu	Nasza prognoza teraz
PKB	Cykl ekonomiczny jest już dojrzały i w kolejnych kwartałach wzrost PKB będzie stopniowo zwalniał, nadal jednak utrzymując się powyżej poziomu potencjalnego.	Początek roku był lepszy od oczekiwań, a zwiększenie skali stymulacji fiskalnej przez rząd skłoniło nas do podniesienia prognozy do 4,3%. Jednocześnie jednak pogorszenie perspektyw globalnych skłania do ostrożności.
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 I kw. 2019 r. konsumpcja była raczej rozczarowująca, ale powinna przyspieszyć, gdy nowe transfery zwiększą dochody do dyspozycji. Inwestycje będą stopniowo spowalniać, jako że silniejszy impuls z sektora prywatnego nie skompensuje w pełni spowolnienia w publicznym. Eksport netto pogorszy się po dobrym początku roku.
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.	Ścisk na rynku pracy trwa. Wzrost płac ustabilizował się, ale uważamy, że presja będzie rosła, a napływ imigrantów nie będzie wystarczający, a może jeszcze ulec osłabieniu gdy Niemcy otworzą swój rynek w 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.	Inflacja zaczęła przyspieszać i ten trend będzie trwał, co powinno pchnąć CPI prawie do 3% na koniec roku i wyraźnie powyżej tego poziomu w 2020 r. Utrzymująca się presja kosztowa na firmy, koniec wojen cenowych w ważnych sektorach, odmrożenie cen energii i zbliżające się wprowadzenie podatku od sprzedaży detalicznej wpłyną na wzrost inflacji w kolejnych dwóch latach.
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.	Zwrot w stronę bardziej gołębiej polityki pieniężnej globalnych banków centralnych oznacza, że RPP może zignorować wzrost krajowej inflacji, nawet jeśli przekroczy on oczekiwania. Stopy prawdopodobnie pozostaną stabilne w latach 2019-2020.
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.	Rząd znalazł finansowanie nowych obietnic bez konieczności wciągnięcia na pokład kotwic fiskalnych, przynajmniej w latach 2019-20. Deficyt wzrośnie z rekordowo niskiego 0,4% PKB w 2018 r. do 1,7% w 2019 a w 2020 obniży się do 1%.
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.	Obawy o globalny wzrost gospodarczy, kontynuacja wojen handlowych i będąca ich skutkiem zmiana retoryki głównych banków centralnych w kierunku bardziej gołębi, ale też niska podaż SPW sprzyjają niskim rentownościom.
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.	Punkt startowy dla drugiej połowy roku jest niższy niż się spodziewaliśmy, więc nasze prognozy EURPLN na dalszą część roku rewidujemy w dół. Sądzymy, że dalsza część roku może być korzystna dla złotego.



Wzrost PKB: stopniowe spowolnienie

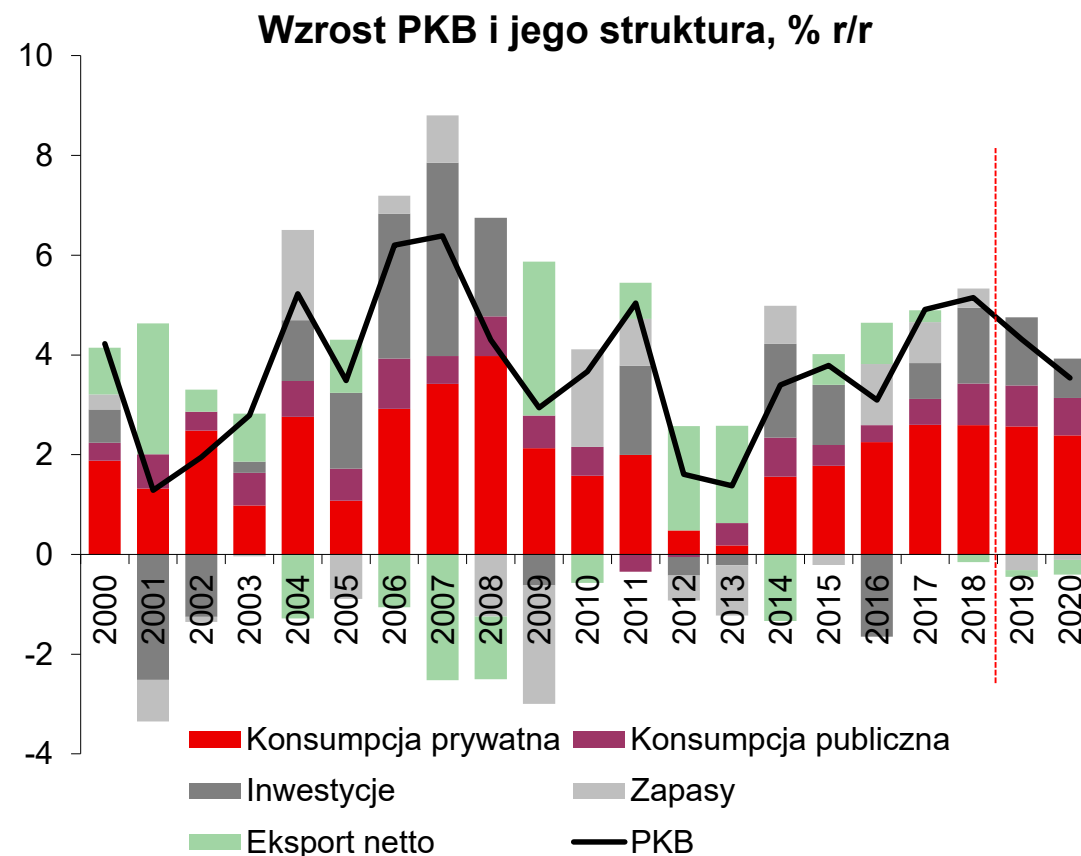
Polska gospodarka wciąż jedzie na wysokim biegu i wykazuje odporność na globalne pogorszenie nastrojów. Jednak delikatne spowolnienie wzrostu już jest widoczne i naszym zdaniem będzie trwać również w kolejnych kwartałach.

Po kilku pozytywnych zaskoczeniach w danych i ogłoszeniu nowego programu stymulacji fiskalnej nastąpiła seria wyraźnych rewizji w górę prognozy PKB dla Polski. My również nieco podnieśliśmy swoją prognozę ze względu na lepszy punkt startowy, ale widzimy powody, aby nie zapędzać się za daleko w tym wyścigu.

Nasza prognoza PKB na 2019 r. wynosi 4,3% i zakłada, że każdy kolejny kwartał będzie nieco słabszy od poprzedniego. Podobnie może być w 2020 r. a kiedy wzrost będzie jeszcze niższy i wyniesie 3,5%. Głównym czynnikiem wzrostu pozostanie konsumpcja; wkład inwestycji będzie dodatni choć malejący, wydatki publiczne będą w stagnacji, a eksport netto i zapasy będą miały lekko ujemny wkład do wzrostu.

Na kolejnych stronach przedstawiamy nieco bardziej szczegółowy opis naszych poglądów na poszczególne elementy popytu zagregowanego.

Możliwa przedłużająca się stagnacja lub recesja w strefie euro (naszym zdaniem wciąż mało prawdopodobna) pozostaje głównym czynnikiem ryzyka w Polsce. Jeśli chodzi o wyzwania krajowe, to napięcia na rynku pracy wciąż są głównym problemem, który może mieć w przyszłości ujemne przełożenie na wzrost PKB.



Źródło: GUS, Santander



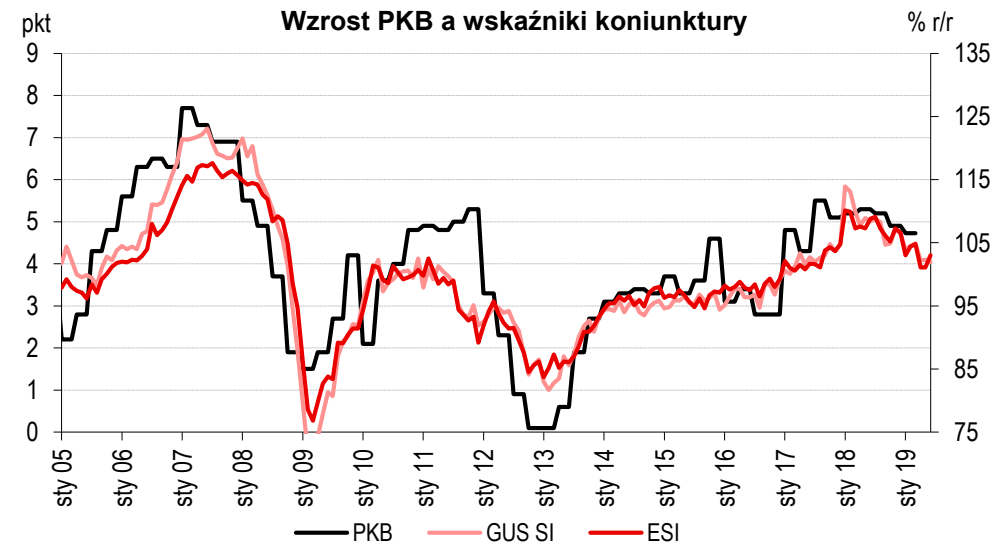
Ankiety pokazują wzrost pesymizmu

Drugi kwartał 2019 r. zaczął się dla polskiej gospodarki nieźle, a kwietniowe dane z przetwórstwa przemysłowego, budownictwa i handlu detalicznego były lepsze od prognoz. Jednak już majowe dane przyniosły kilka rozczarowań, a naszym zdaniem czerwcowe odczyty będą po prostu kiepskie (częściowo ze względu na efekty kalendarzowe). W związku z tym spodziewamy się spowolnienia PKB do 4,5% r/r w II kw.

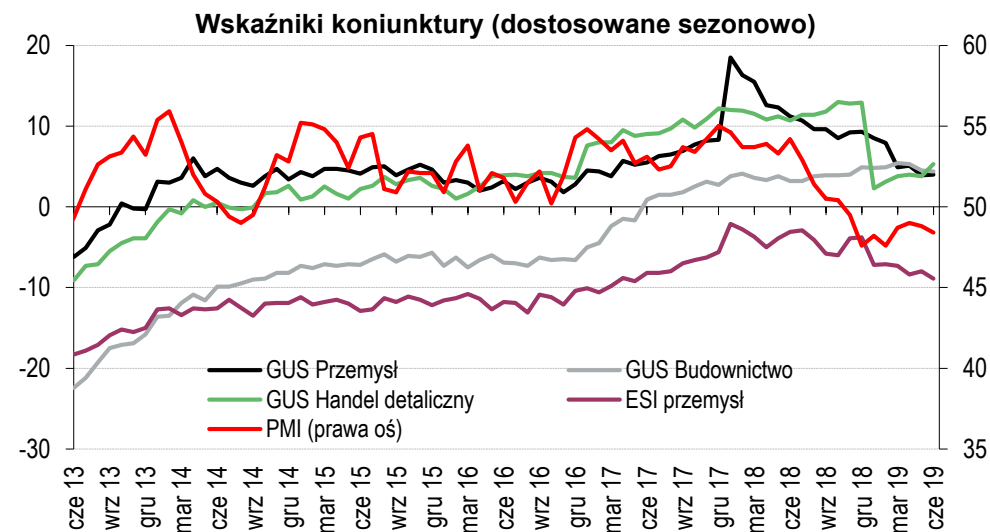
Syntetyczne wskaźniki koniunktury (ESI, GUS), które zwykle są dobrze skorelowane z faktycznym cyklem koniunkturalnym są spójne z delikatnym spowolnieniem wzrostu w drugim kwartale tego roku.

Jeśli jednak przyjrzymy się poszczególnym sektorom, to najpoważniejszy wzrost pesymizmu miał miejsce w przetwórstwie, które jest mocniej narażone na wahania popytu zagranicznego. Warto odnotować, że jak dotąd polski eksport radzi sobie zaskakująco dobrze w obliczu wyraźnego spowolnienia za granicą i widzimy argumenty za kontynuacją tej odporności (patrz strona 13). Co więcej, wiele opublikowanych ostatnio ankiet sugerowało odbicie w zamówieniach zagranicznych po ich widocznym pogorszeniu w ostatnich miesiącach, co odbieramy jako sygnał, że pogłoski o śmierci wzrostu gospodarczego w strefie euro są mocno przesadzone.

O ile przyszłość handlu detalicznego i usług wydaje się być świetlana dzięki mocnemu wzrostowi dochodu do dyspozycji, to budownictwo, które dawało radę wykazywać dobre wyniki, może teraz wejść w fazę spowolnienia. Widzimy sygnały wstrzymywania dużych projektów infrastrukturalnych.



Źródło: GUS, Komisja Europejska, Santander



Źródło: GUS, Komisja Europejska, Santander



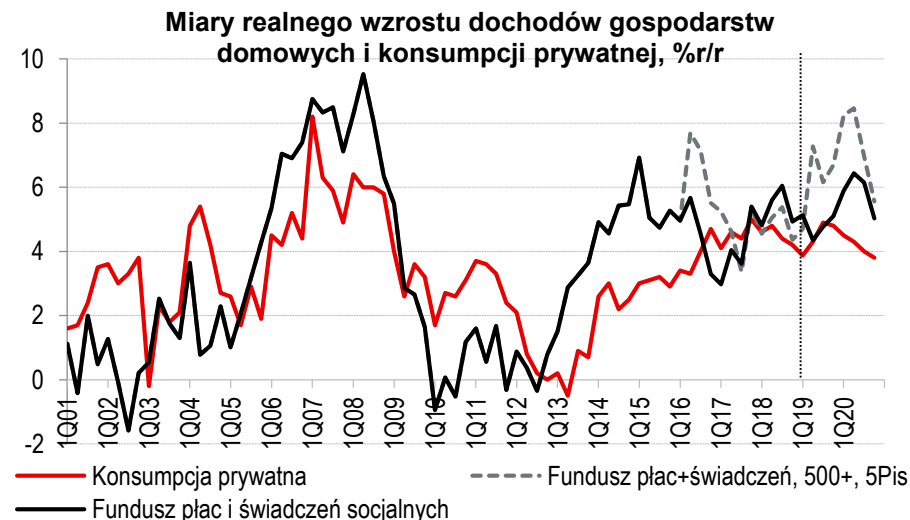
Nowy boom konsumpcyjny tuż za rogiem

Konsumpcja prywatna stopniowo wytracała tempo z 4,8% r/r w II kw. 2018 do 3,9% w I kw. 2019. Uważamy, że to koniec spowalniania i teraz czeka nas odbicie oparte na nowych transferach socjalnych. Te transfery to część tegorocznego pakietu fiskalnego: dodatkowa emerytura w maju, rozszerzenie programu 500+ na wszystkie najstarsze dzieci od lipca (z wypłatami ruszającymi we wrześniu/październiku), zmiany w PIT (mają wejść w życie we wrześniu/październiku, zaprojektowane tak by efekt dochodowy pojawił się natychmiast a nie w rozliczeniu rocznym).

Fundamenty konsumpcji prywatnej wydają się wciąż solidne. Warunki na rynku pracy dają bardzo dobre wsparcie – realny fundusz płac wzrósł o prawie 9% r/r w I kw. i o ok. 8% w kwietniu-maju (wobec średniej za 2018 równej 9%). Co więcej, wskaźniki nastrojów konsumentów opisujące ich bieżącą sytuację i oczekiwania ustanowiły właśnie nowe rekordy, przebijając wynik z kwietnia 2018. Rekordowo wysoko konsumenci oceniają też własną sytuację finansową – bieżącą i przyszłą. Do tego od wiosny 2017 r. wskaźnik apetytu na podejmowanie dużych wydatków przekracza poziomy osiągnięty podczas boomu w 2008 r. a ostatni odczyt był drugim najwyższym w historii. W tych okolicznościach impuls fiskalny powinien przełożyć się na podwyższoną konsumpcję.

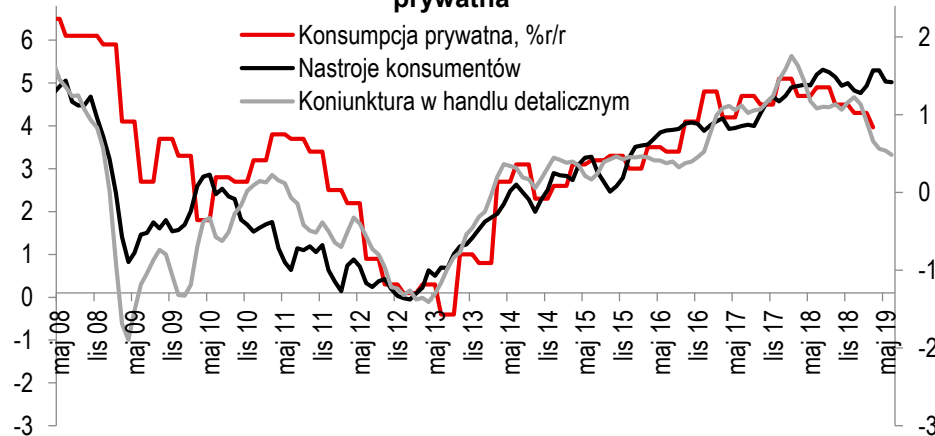
Majowa sprzedaż detaliczna trochę rozczarowała pomimo uruchomienia wypłat 13. emerytur, jednak kwiecień wyraźnie przebił oczekiwania, więc nie można wykluczyć, że emeryci wydali te pieniądze z wyprzedzeniem. Ogólnie nie widzimy powodów do pesymizmu, nadciąga boom konsumpcyjny – to tylko kwestia czasu.

Warto odnotować bardzo wysoki wkład dóbr trwałych w dynamice konsumpcji i sprzedaży detalicznej, podczas gdy pozostałe składniki wytracają tempo wzrostu. Może to zwiększyć zmienność wyników, bo sprzedaż dóbr trwałych potrafi wykazywać duże wahania. Jednak zastrzyk nowych transferów powinien podtrzymać wysokie wydatki konsumentów na tę kategorię dóbr.



Źródło: GUS, Santander

Nastroje konsumentów, koniunktura w handlu detalicznym i konsumpcja prywatna



Źródło: GUS, Santander



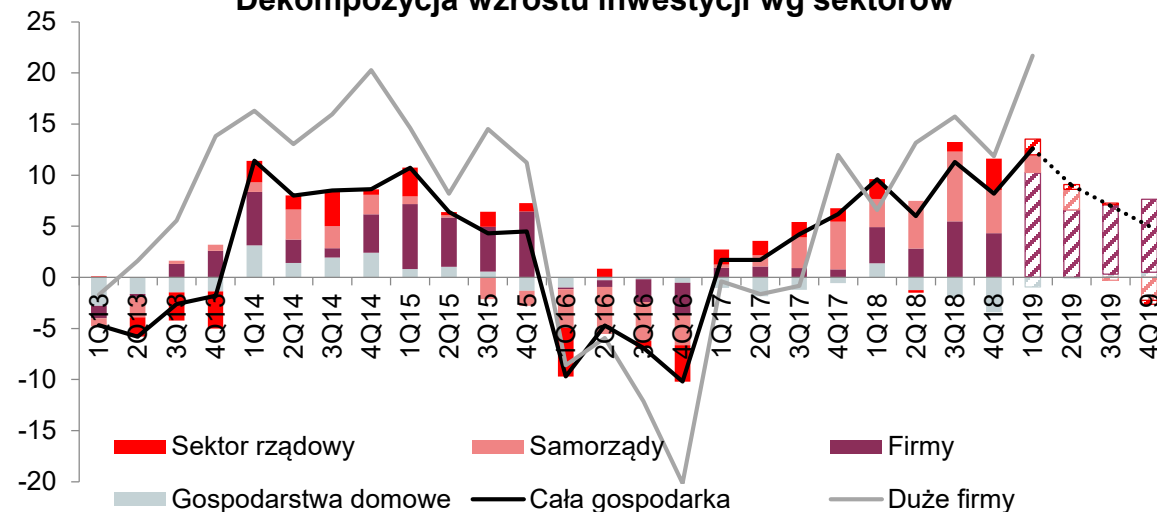
Inwestycje w górę, ale jak długo?

W I kw. 2019 r. inwestycje zaskoczyły w górę wzrostem o 12,6% r/r. Nakłady na maszyny i sprzęt wzrosły o 12,7% r/r, wskazując na wysoką aktywność sektora prywatnego. Wysoki odczyt z początku roku podniósł naszą ścieżkę zakładaną na ten rok i uważamy, że firmy pozostaną głównym podmiotem generującym nakłady inwestycyjne w 2019 r. Firmy rozpoczęły sporo projektów i intensywnie korzystały ze środków unijnych, które naszym zdaniem w tym roku osiągną szczytową wartość. Dodatkowo, ścisk na rynku pracy jest dla firm istotną motywacją do inwestowania w automatyzację pracy i jest to dodatkowy argument do oczekiwania wysokich inwestycji w sektorze.

Uważamy jednak, że pomimo wysokich nakładów w firmach wzrost inwestycji w całej gospodarce będzie w ciągu roku spowalniał i nasza prognoza opiera się na:

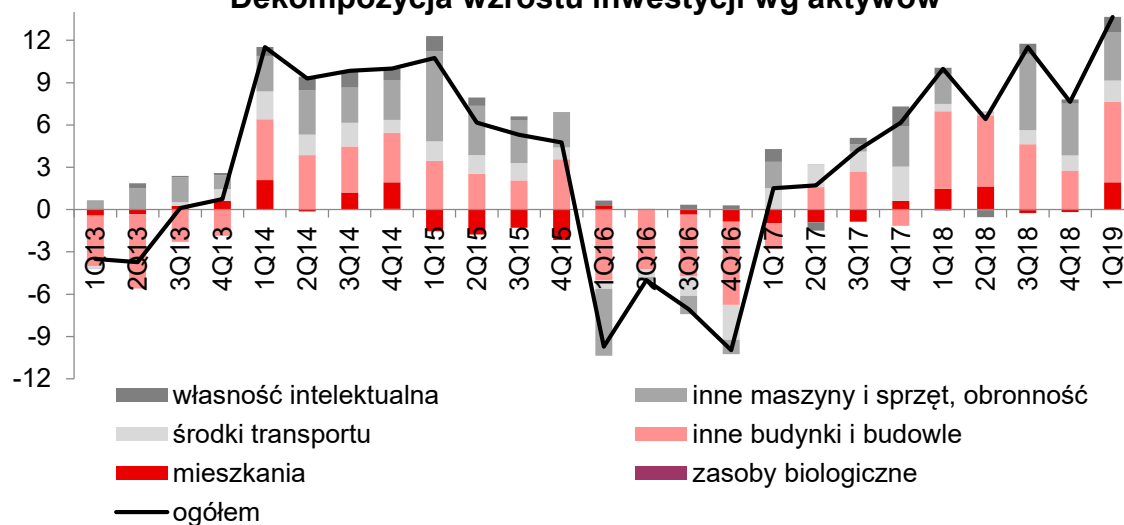
- Niższych planach inwestycyjnych samorządów
- Rządowych planach zwiększenia wydatków socjalnych, co wymusi cięcia w innych obszarach
- Słabszej sprzedaży mieszkań w związku ze wzrostem ich cen
- Wykorzystaniu mocy produkcyjnych w budownictwie
- Pogorszeniu globalnych perspektyw, słabszej dochodowości firm oraz zacieśnieniu polityki kredytowej banków, co wpłynie na pogorszenie klimatu inwestycyjnego w firmach i zniechęci je do rozpoczynania nowych projektów.

Dekompozycja wzrostu inwestycji wg sektorów



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Dekompozycja wzrostu inwestycji wg aktywów



Źródło: GUS, Eurostat, Santander



Rynek mieszkaniowy: wysokie ceny odbiły się na sprzedaży

Rynek mieszkaniowy w Polsce jest wciąż rozgrzany, a ceny rejestrują dwucyfrowe dynamiki wzrostu. Jest to pochodna mocnej sytuacji rynku pracy, napływu imigrantów oraz rosnących kosztów pracy i materiałów.

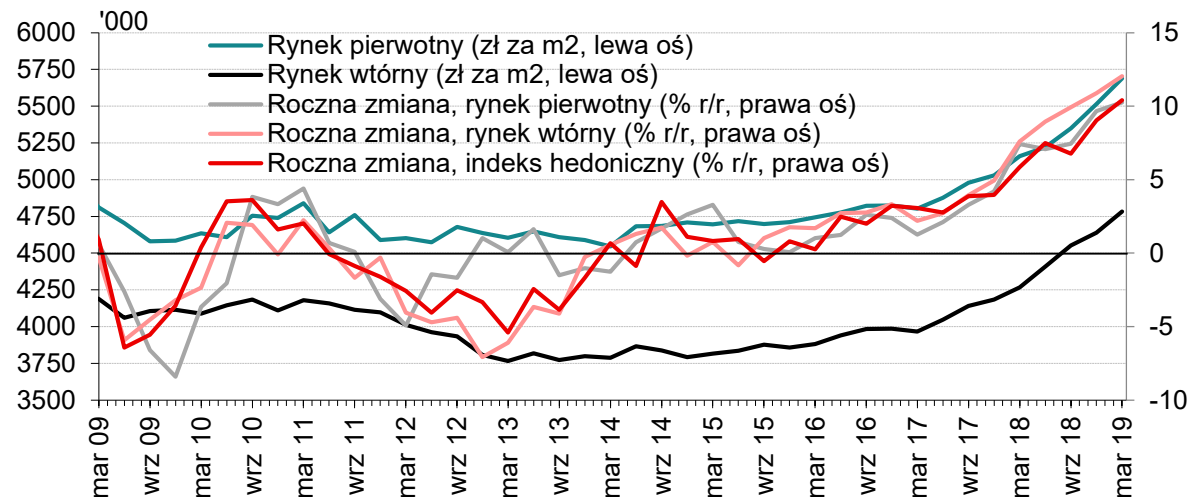
Jednocześnie jednak sprzedaż na rynkach pierwotnych obniżyła się, choć oferta rosła, przynajmniej w sześciu największych miastach, które stanowią ok. 1/3 całego rynku mieszkaniowego w kraju. Naszym zdaniem jest to głównie skutek mocnego wzrostu cen, który ujemnie wpłynął na siłę nabywczą.

Rynek mieszkaniowy w największych miastach stoi przed problemem braku miejsca na nowe inwestycje. Jak dotąd nie wygląda na to, by ten czynnik ograniczył podaż mieszkań, ale problem ten będzie nabierał na znaczeniu. Podwyżki cen przez deweloperów służyły zresztą prawdopodobnie przystopowaniu sprzedaży i zapobieżeniu zbytnej redukcji dostępnej oferty.

Spodziewamy się, że konsumpcyjny popyt na mieszkania pozostanie mocny ze względu na dobrą sytuację rynku pracy i zwiększenie skali transferów socjalnych, co będzie argumentem dla utrzymania cen na wysokim poziomie. Ograniczenia podażowe to kolejny argument za wysokimi cenami, który dodatkowo współistnieje z ograniczeniami mocy wytwórczej w budownictwie. Z drugiej strony, wysokie ceny i napływ na rynek mieszkań na wynajem mogą osłabiać popyt inwestycyjny.

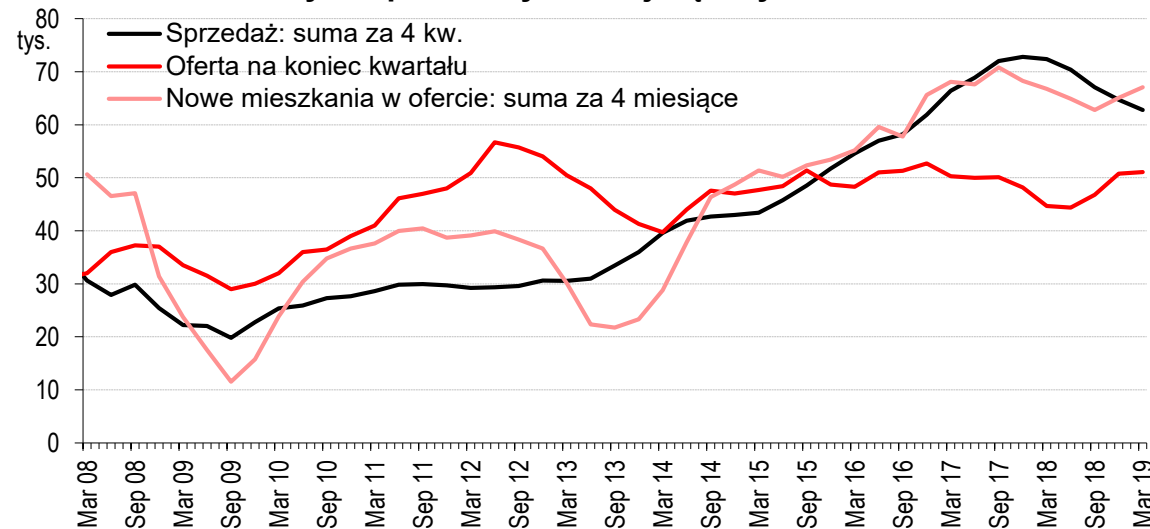
Ogólnie spodziewamy się spowolnienia wzrostu cen w ślad za słabszą sprzedażą. Ceny powinny jednak pozostać relatywnie wysokie, więc siła nabywczą gospodarstw domowych będzie obniżona. Dodatkowo, deweloperzy mogą reagować podwyżkami na skoki w popycie, co negatywnie przełoży się na nakłady na nowe mieszkania.

Ceny transakcyjne w 10 największych miastach



Źródło: NBP, Santander

Rynek pierwotny w 6 największych miastach



Źródło: REAS, Santander



Absorpcja środków UE osiągnie szczyt w 2019, ale ich wpływ niższy niż w 2018

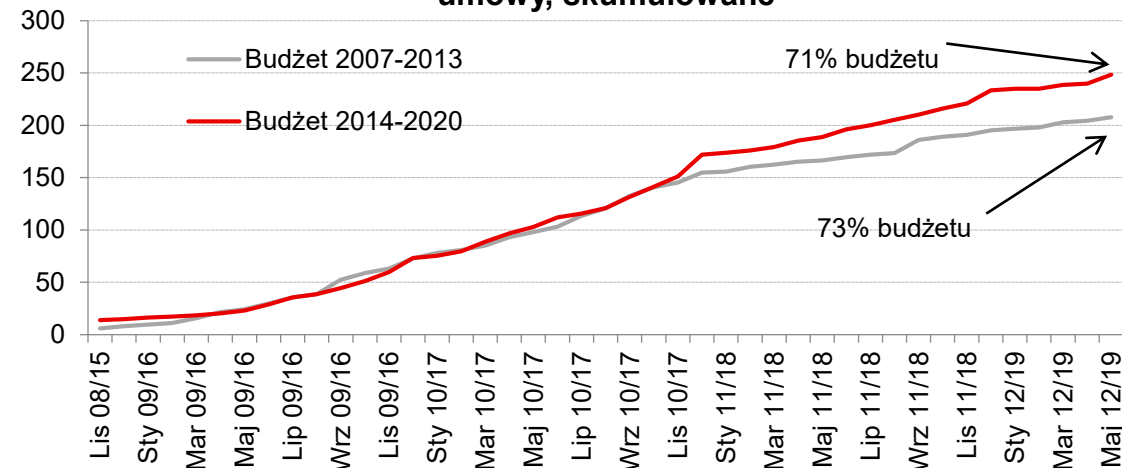
Na koniec maja 2019 r. zakontraktowano 71% unijnych funduszy strukturalnych z perspektywy 2014-2020 wobec 73% w analogicznym okresie perspektywy 2007-2013. W IV kw. 2018 r. mieliśmy do czynienia z wyraźnym skokiem wartości podpisanych umów, o 41 mld zł (z czego część UE to 23,5 mld zł). Podniosło to nasze oczekiwania co do inwestycji w 2020 i 2021 r.

Wartość podpisanych umów stanowi punkt wyjścia do szacunków inwestycji. Według naszego modelu, umowy stają się stopniowo faktycznymi inwestycjami, przy czym największa intensywność tego procesu ma miejsce po 6-8 kwartałach. Szczegóły opisaliśmy w [raporcie przedstawiającym nasze prognozy na 2017 r.](#)

Podtrzymujemy naszą prognozę, że w 2019 r. nominalna wartość inwestycji finansowanych środkami unijnymi osiągnie szczyt, prawdopodobnie wypadł on w pierwszej połowie roku. Jest to skutek faktu, że najwięcej umów o finansowanie podpisano w 2017 r.

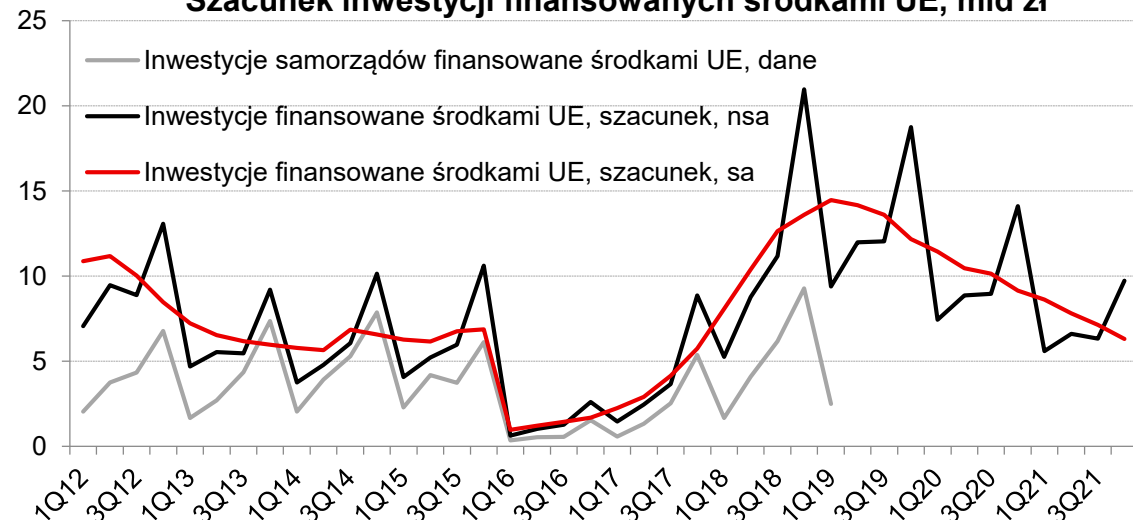
Wkład inwestycji finansowanych środkami unijnymi do łącznego wzrostu inwestycji prawdopodobnie jednak nie będzie wyższy niż w 2018 r., więc jakkolwiek środki unijne będą istotnym czynnikiem wspierającym wzrost inwestycji w 2019 r., to nie będą one wpływały na ich przyspieszenie.

Wykorzystanie środków unijnych: 2008-12 a 2015-19, mld zł, podpisane umowy, skumulowane



Źródło: Ministerstwo Rozwoju, Santander

Szacunek inwestycji finansowanych środkami UE, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



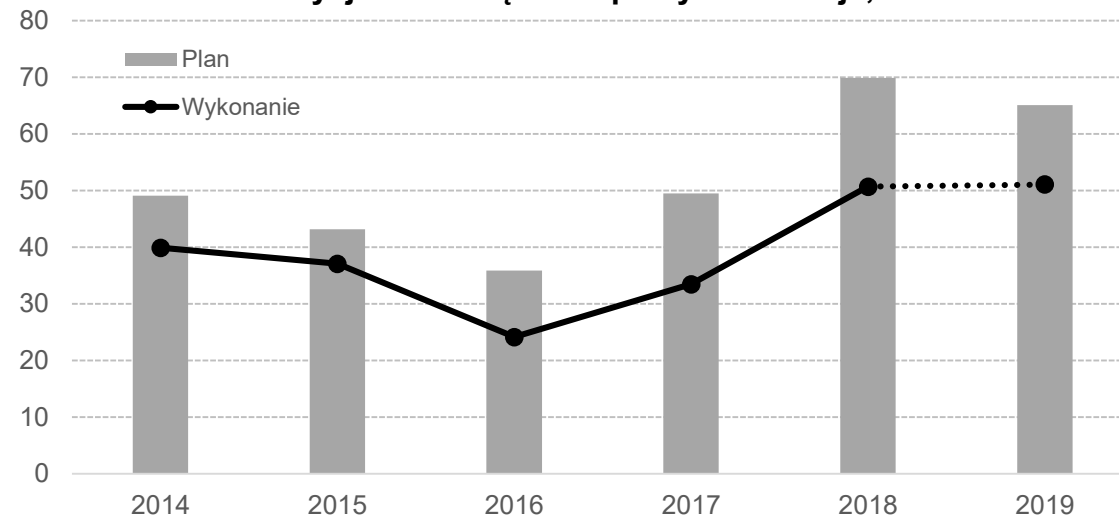
Inwestycje publiczne będą spowalniać

Samorządy zaczęły 2019 z „wysokiego C”, pokazując nominalny wzrost inwestycji o 33,8% r/r w I kw. 2019. Jednak łączne plany inwestycyjne samorządów na 2019 są niższe niż na 2018. Historycznie realizacja rocznego planu oscylowała w okolicy 70-80% i zwykle niższa wartość planu r/r skutkowałą niższą realizacją w ujęciu r/r. W związku z tym uważamy, że w kolejnych kwartałach nakłady inwestycyjne w samorządach będą rosnać coraz wolniej, a mocny wynik I kw. 2019 r. to w znacznej mierze pochodną boomu przedwyborczego z 2018 r.

Sektor centralny również zaczął rok wysokim wzrostem nakładów inwestycyjnych, w I kw. 2019 r. notując wzrost o 98% r/r w ujęciu nominalnym (warto jednak zauważyć, że te dane charakteryzują się bardzo wysoką zmiennością). W kwietniu natomiast inwestycje spadły w ujęciu rocznym. Jeden miesiąc to oczywiście za mało, by powiedzieć, że trend już się odwrócił, jakkolwiek mamy przesłanki, by sądzić, że tak właśnie będzie (potrzeba przycinania wydatków by w budżecie znaleźć miejsce na nowy program wydatków socjalnych).

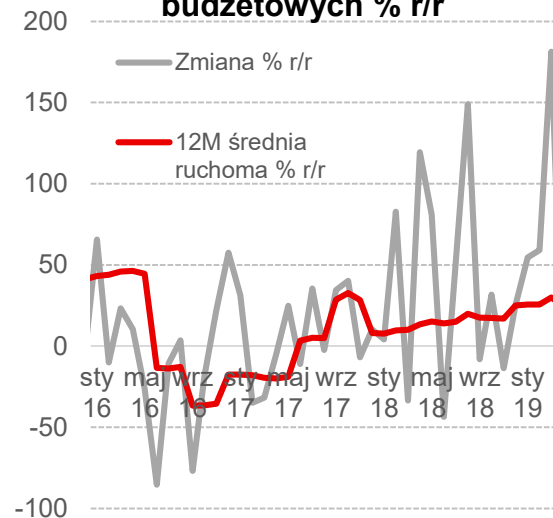
Mamy jednak inne argumenty za spowolnieniem inwestycji publicznych. Przeanalizowaliśmy przetargi zorganizowane przez GDDKiA, czyli agencję rządową odpowiedzialną za budowę dróg. W kwietniu, maju i czerwcu wartość zakończonych sukcesem przetargów spadła o 85% w ujęciu r/r. Wiele przetargów zostało odwołanych wobec braku ofert lub ze względu na zbyt drogie oferty. To oznacza, że nowe inwestycje w infrastrukturę drogową znacząco obniżą się w II połowie 2019 r.

Inwestycje samorządów – plany i realizacje, mld zł



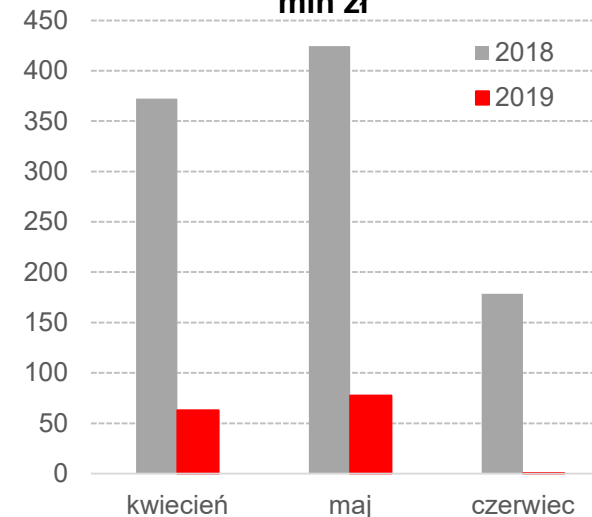
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Inwestycje jednostek budżetowych % r/r



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Zakończone przetargi GDDKiA, mln zł



Źródło: GDDKiA, Santander



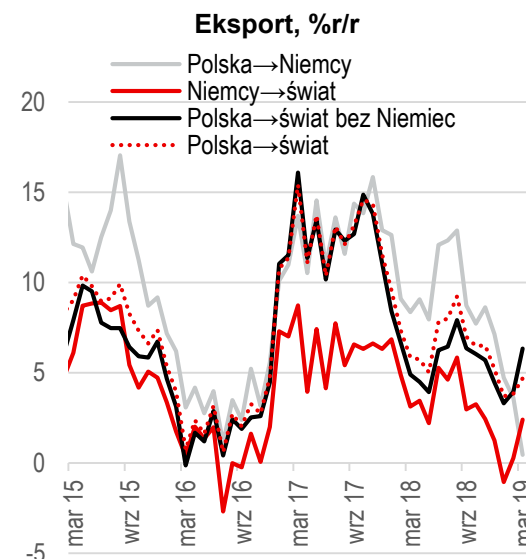
Eksport: odporny choć wolniejszy

Popyt krajowy w głównych krajach strefy euro ma się dość dobrze, w wielu przypadkach widzimy tylko delikatne pogorszenie nastrojów konsumentów. Mimo to niemiecki import polskich dóbr konsumpcyjnych, który uważaliśmy za filar polskiej odporności na dekoniunkturę w Europie, po prostu się załamał – z +10% r/r średnio w IV kw. 2018 do -9% r/r w I kw. 2019. Jednocześnie jednak doskonale radził sobie polski eksport poza Niemcy (żywność przetworzona, konsumpcyjne dobra nietrwałe, samochody użytkowe i części samochodowe). Niemiecki wyłom w dynamice polskiego eksportu w I kw. został wypełniony większym wkładem krajów takich jak Wlk. Brytania, Francja, Włochy, Chiny i Węgry. W przypadku Wlk. Brytanii mogło to być tylko budowanie zapasów przed (pierwszą) datą Brexitu – z danych GUS za kwiecień można wywnioskować, że już w kwietniu dynamika eksportu do tego kraju spadła o 5-10% r/r. Handel z Afryką zaczął dawać dostrzegalny dodatni wkład do łącznego wzrostu eksportu a Azja przestała ciągnąć wynik eksportu w dół.

USA od poł. 2018 r. pozostają obiecującym kierunkiem eksportu dla Polski i całego regionu CEE, dając stabilny wzrost eksportu. Wg nas to wynik: (wciąż) względnie silnego wzrostu w USA, potrzeby znalezienia substytutów dla chińskich dóbr po kilku rundach obciążania ich amerykańskimi cłami, staraniami USA budowy kanałów dystrybucji surowców energetycznych w Europie (a Polska ma odpowiednią infrastrukturę). Wzrost eksportu do USA nie był jednak wystarczająco silny aby domknąć lukę w handlu z Niemcami.

W maju wyraźnie przyspieszyły nowe zamówienia z zagranicy w polskim przemyśle, z ok. 10% r/r do 20,2%. Od początku roku utrzymywała się dodatnia luka w tempie wzrostu zamówień krajowych i zagranicznych, która teraz zdaje się zamykać. Sugeruje to, że gospodarka europejska może już odbijać się od dna, co przeciwdziałałoby dalszemu spadkowi polskiej dynamiki eksportu.

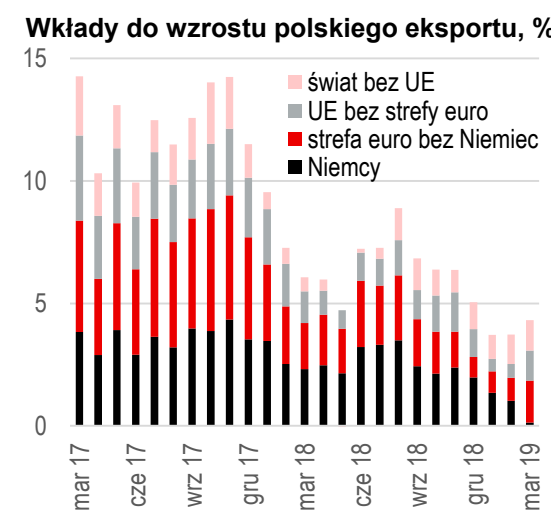
Naszym zdaniem względna odporność polskiego eksportu się utrzyma. Znikający wkład Niemiec to poważny cios, ale relacje handlowe z szeregiem innych krajów nasiliły się, zamykając lukę. W rezultacie możemy zobaczyć umiarkowane przyhamowanie polskiego eksportu w najbliższych kwartałach i stabilizację, gdy strefa euro zacznie przejawiać poprawę koniunktury.



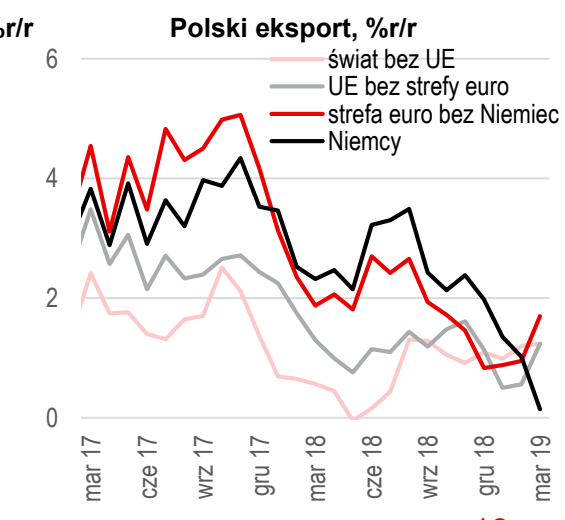
Źródło: Eurostat, Santander



Źródło: GUS, Santander



Źródło: Eurostat, Santander



Źródło: Eurostat, Santander



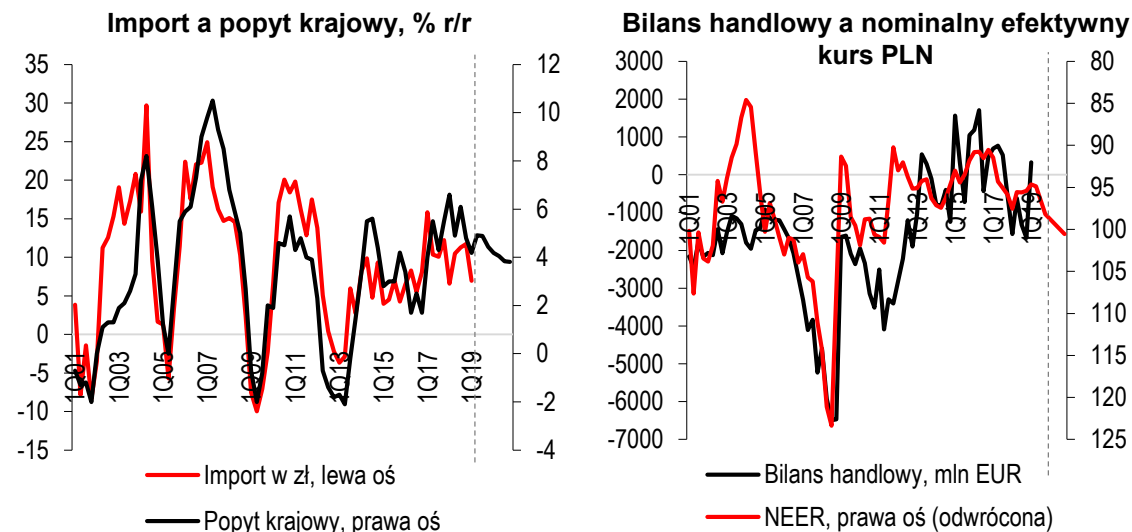
Saldo zewnętrzne: przed nami stopniowe pogorszenie

Pierwsze miesiące 2019 r. pokazały zaskakująco niską dynamikę importu (jego wzrost zwolnił w I kw. do 4,6% r/r, najniżej od połowy 2016), pomimo mocnego popytu krajowego. Naszym zdaniem w kolejnych kwartałach import przyspieszy w związku z oczekiwanym ożywieniem popytu konsumpcyjnego, wzrostem wydatków inwestycyjnych firm na modernizację (czytaj: zakupy nowych urządzeń i technologii), a także umiarkowanym umocnieniem złotego.

Czynnikiem, który (czasowo) przyhamował ożywienie importu było zanieczyszczenie rosyjskiej ropy naftowej, którego efektem była przerwa w dostawach surowca rurociągiem Przyjaźń. Rosyjska ropa to ok. 4% polskiego importu, więc zaburzenie w dostawie będzie miało zapewne widoczny wpływ na statystyki II kwartału. Potem jednak zapasy ropy trzeba będzie odbudować.

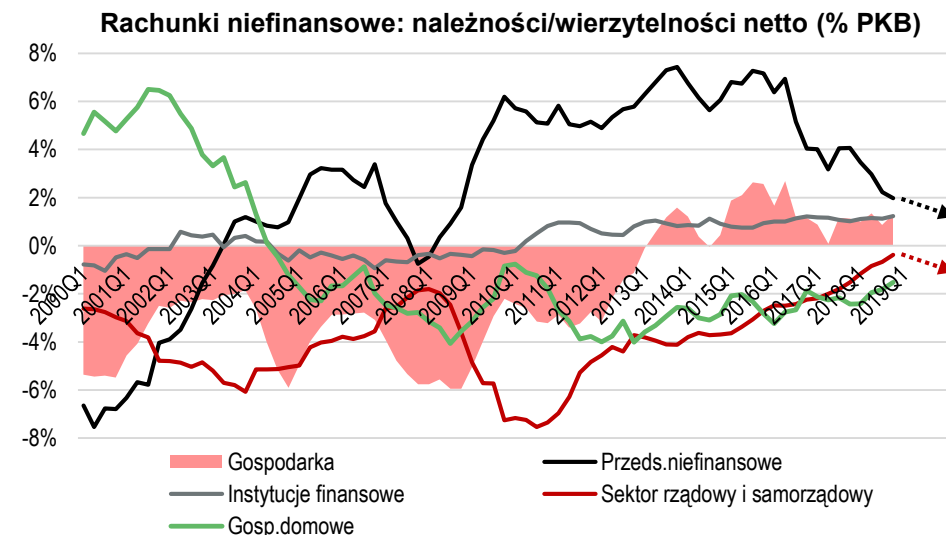
Podsumowując: stopniowe spowolnienie eksportu i relatywna siła importu powinny skutkować zwiększeniem deficytu handlowego w kolejnych kwartałach.

Patrząc z nieco innej perspektywy, widzimy argumenty za pogorszeniem równowagi zewnętrznej również w sektorowych rachunkach niefinansowych. Umiarkowanie dodatnie saldo całej gospodarki (ok. 1,5% PKB) w ostatnich kwartałach udało się utrzymać, ponieważ pogorszeniu pozycji sektora firm towarzyszyła wyraźna poprawa bilansu sektora rządowego. W tej ostatniej pozycji trend teraz się wyraźnie odwróci (deficyt fiskalny w br. wzrośnie do 1,7% PKB z 0,4% w 2018), ale saldo firm nadal zapewne będzie się pogarszać, przy dalszym wzroście inwestycji i kompresji marż. W efekcie, całkowita pozycja netto gospodarki (której odpowiada łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego) pogorszy się zapewne przynajmniej o 1 pkt. proc. PKB w ciągu roku.



Źródło: NBP, GUS, Santander

Źródło: NBP, BIS, Santander



Źródło: Eurostat, Santander



Rynek pracy: wzrost zatrudnienia spowalnia

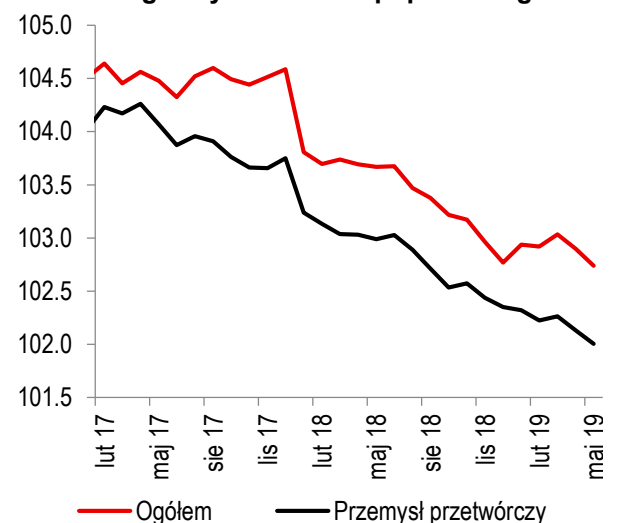
Proces tworzenia nowych miejsc pracy wytraca tempo. Wskaźniki nastrojów w biznesie również wychwyciły spadek wskaźników zatrudnienia we wszystkich sektorach. Może to być zarówno odzwierciedleniem obaw o perspektywę światowego wzrostu jak i pogodzenia się z trudnymi warunkami dla pracodawców na rynku pracy (które skłaniają firmy do przejścia na mniej pracochłonne technologie – zakładamy, że to dlatego inwestycje prywatne solidnie wzrosły w I kw.).

W I kw. 2019 r. w Polsce liczba wolnych miejsc pracy była o 6,5% mniejsza r/r, a liczba wolnych nowoutworzonych miejsc pracy o 17,3% mniejsza r/r. W obu tych kategoriach to pierwszy spadek od 2013 r. Sama liczba nowoutworzonych miejsc pracy w I kw. była minimalnie wyższa niż rok wcześniej (+1,7% r/r a po uwzględnieniu zlikwidowanych miejsc pracy +2,1% r/r). W poprzednich kwartałach mieliśmy do czynienia z historycznie wysokim udziałem niezapełnionych wakatów wśród nowoutworzonych miejsc pracy (24% w IV kw. 2018 r.) – tym razem wskaźnik ten spadł do najniższego poziomu od trzech lat, 11,7%.

Patrząc na rynek pod innym kątem: zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal rośnie, ale w gasnącym tempie (3,4% średnio w 2018 r., 3% w I kw. br. 2,8% średnio w okresie kwiecień-maj), podczas gdy według danych BAEL liczba pracujących już zaczęła spadać. W ostatnich miesiącach spowolnienie w zatrudnieniu stało się wyrazistsze: w kwietniu miesięczny przyrost zatrudnienia okazał się najniższy dla tego miesiąca od sześciu lat a w maju najniższy od dziesięciu lat.

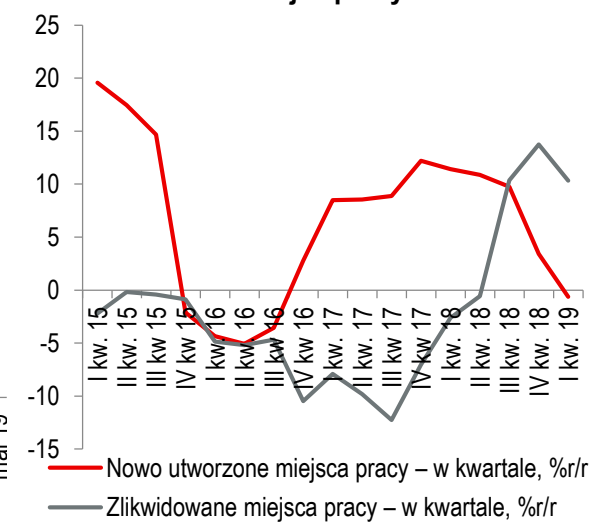
Zakładamy, że nawet jeśli firmy korygują popyt na pracę bojąc się spowolnienia (choć zwykle rynek pracy reaguje z opóźnieniem na cykl), rynek pracy jest w takim niedoborze siły roboczej, że powinniśmy zobaczyć dalsze przyspieszenie płac. W maju wzrost płac poza górnictwem przyspieszył z 7% r/r do 7,7% - najwyżej w tym cyklu (poprzednio takie tempo wystąpiło w 2009). Dynamika płac może zbliżyć się do 8% w II poł. 2019 r.

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw analogiczny okres roku poprzedniego =100



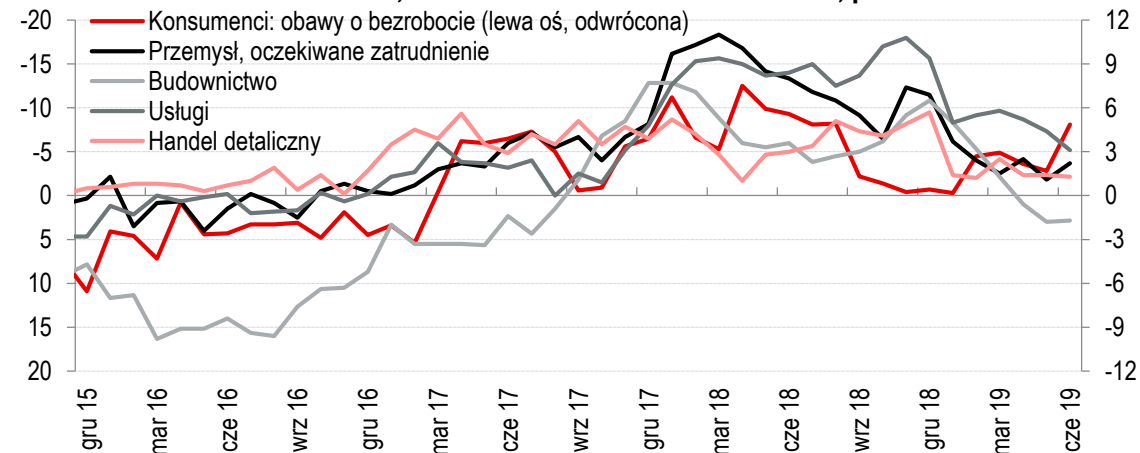
Źródło: GUS, Santander

Tworzenie i likwidacja miejsc pracy



Źródło: GUS, Santander

ESI, sektorowe wskaźniki zatrudnienia, pkt



Źródło: Eurostat, Santander



Napływ migrantów trwa, ale nie wystarcza

Dane BAEL za I kw. pokazały, że choć gospodarka szybko rośnie, liczba pracujących obniżyła się (o 0,4% r/r) po raz pierwszy od sześciu lat. Wszystkie kategorie statusu na rynku pracy: pracujący, bezrobotni, nieaktywni, wykazują spadki liczebności r/r. Wg BAEL, liczba osób w wieku produkcyjnym spada już od siedmiu lat.

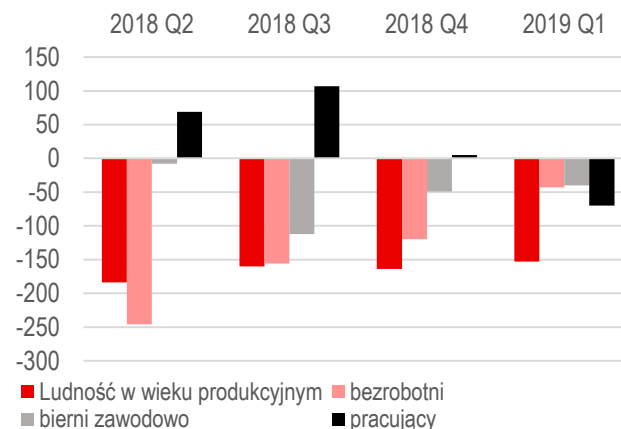
Te dane przypominają, że stabilny wzrost polskiego PKB nie byłby możliwy do podtrzymania bez wsparcia siły roboczej z zagranicy. BAEL pomija zdecydowaną większość pracujących cudzoziemców przez wymóg przebywania w jednym miejscu zamieszkania co najmniej 12 miesięcy (migranci muszą okresowo wracać do swoich krajów odnawiać pozwolenie na pracę). Z kolei dane GUS z sektora przedsiębiorstw obejmują cudzoziemców z umową o pracę, więc mogą pomijać dużą część przyjezdnych. W tych danych wciąż widać dodatni wzrost zatrudnienia (2,7% r/r w maju).

Innym sposobem uchwycenia wpływu imigrantów na stan rynku pracy jest porównanie rozmiaru siły roboczej wg BAEL (bez Ukraińców) i poziom implikowany ze statystyk bezrobocia rejestrowanego. W pierwszym przypadku widać spadek związany z krajową demografią, drugie źródło pokazuje silny wzrost, o ok. 0,5 mln od początku 2017 r.

Projekt oficjalnej polityki migracyjnej szykowanej przez rząd (z perspektywą rewizji co pięć lat) zawiera zapis o słabnącym napływie imigrantów. Polityka ma być skupiona na dopełnianiu krótkookresową migracją niedoborów na rynku pracy raczej niż na długookresowym goszczeniu i integracji przyjezdnych pracowników. Idzie ona też w stronę sprowadzania Polaków, którzy wyjechali za pracą i podnoszenia współczynnika aktywności zawodowej wśród wybranych grup społecznych (kobiety, osoby w wieku 50+, długotrwale bezrobotni, mieszkańcy wsi).

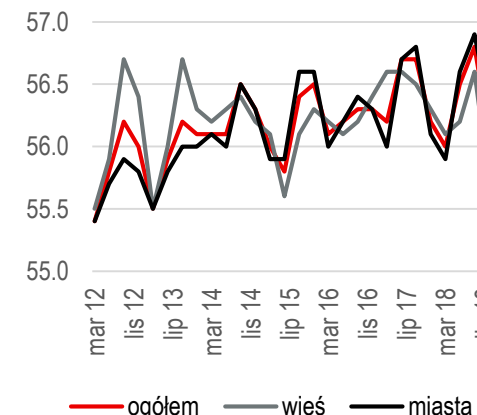
Ryzykiem jest otwarcie niemieckiego rynku pracy w 2020 r. Portal internetowy 300polityka pokazał badanie wśród Ukraińców pracujących w Polsce. Jedna trzecia rozważa przeprowadzkę do Niemiec, ale tylko ok. 8-9% zna język niemiecki na co najmniej średnim poziomie (co jest jednym z wymogów).

BAEL - zmiany statusu na rynku pracy, r/r w tys. osób



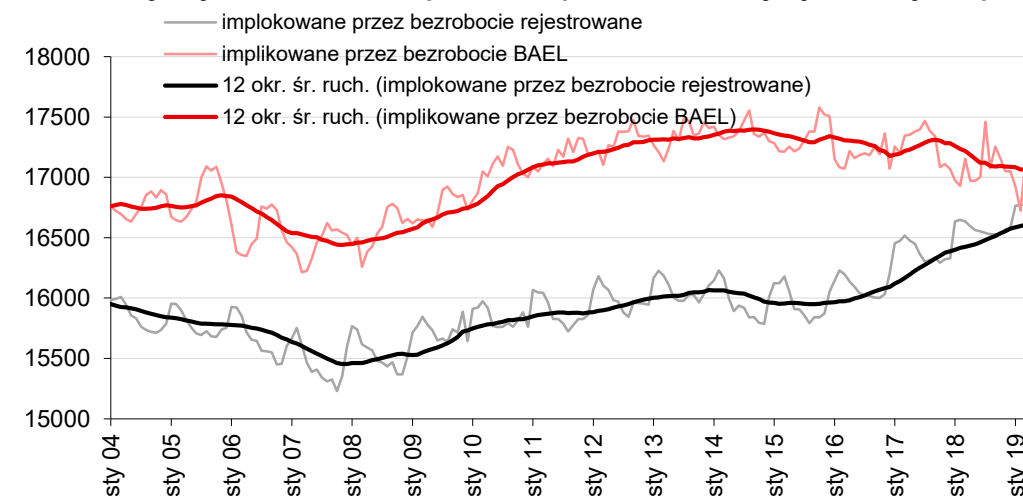
Źródło: GUS, Santander

Współczynniki aktywności zawodowej



Źródło: GUS, Santander

Liczba aktywnych zawodowo implikowana przez różne statystyki dot. rynku pracy (tys.)



Źródło: Eurostat, GUS, Santander



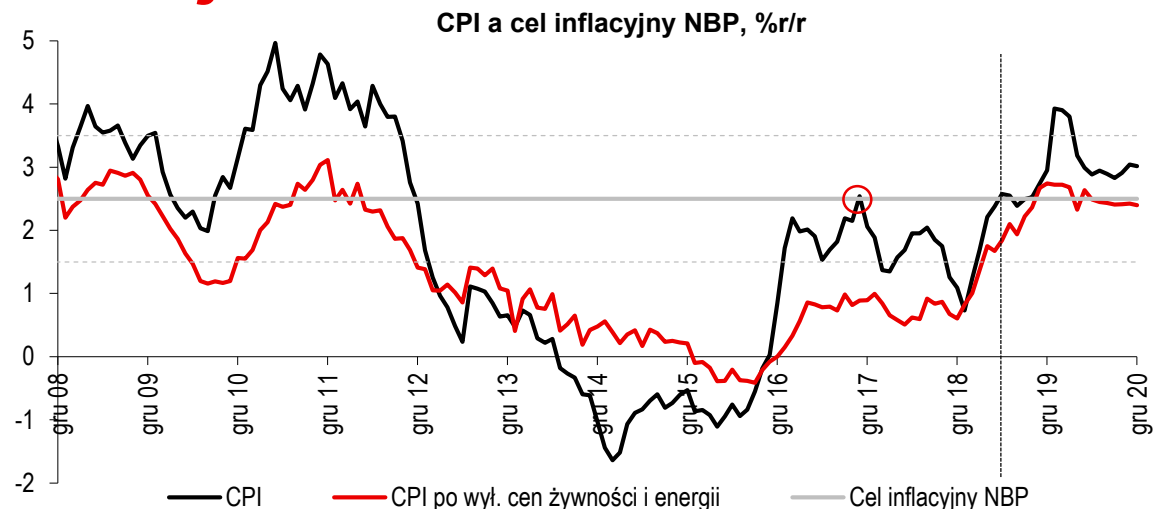
Inflacja: powyżej celu na dłużej

Wstępny odczyt CPI za czerwiec pokazał wzrost dynamiki do 2,6% r/r. Poprzednio inflacja zaszła aż do celu 2,5% r/r pod koniec 2017 r., ale okazał się to być lokalny szczyt i wkrótce potem wypadła dołem z pasma dopuszczalnych odchyień od celu, tj. poniżej 1,5% r/r. Tym razem będzie inaczej. Ścieżka CPI może przebiegać dość płasko przez letnie miesiące, ale już na początku 2020 r. bardzo prawdopodobne wydaje nam się przebicie 3% r/r – nawet w scenariuszu łagodnym, bez odmrożenia cen energii w przyszłym roku.

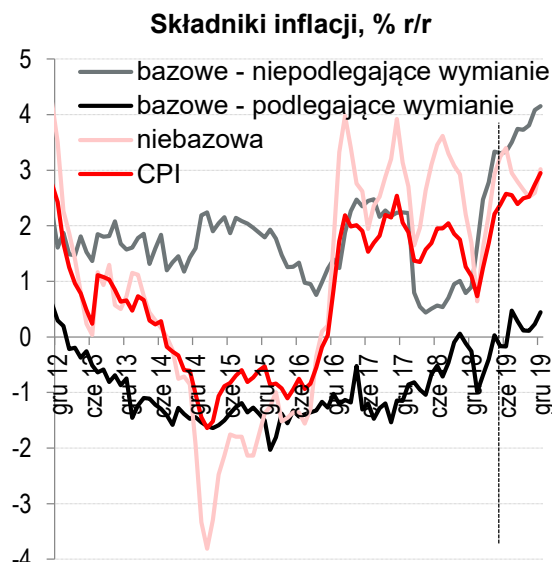
W zgodzie z wcześniejszymi oczekiwaniami rozwój inflacji w tym roku jest oparty na przyspieszeniu w cenach usług (tworzących część inflacji niepodlegającą wymianie międzynarodowej). To z kolei jest konsekwencją siły gospodarki, rosnących kosztów pracy i innych. Ich wpływ odzwierciedlony jest w zachowaniu jednostkowych kosztów pracy – które już od pewnego czasu pokazują, że inflacja powinna pójść wyżej.

Poza tym, główne czynniki, które stały za relatywnie niskim przebiegiem inflacji bazowej w 2018 r. teraz zanikają. Widzimy coraz więcej dowodów na to, że kończą się wojny cenowe w telekomunikacji, ubezpieczeniach, usługach finansowych i potencjalnie również pomiędzy sieciami handlowymi. Te ostatnie mogą być zmotywowane do podnoszenia cen jeśli rząd zdecyduje się nałożyć podatek handlowy w przyszłym roku w celu pozyskania nowych wpływów budżetowych.

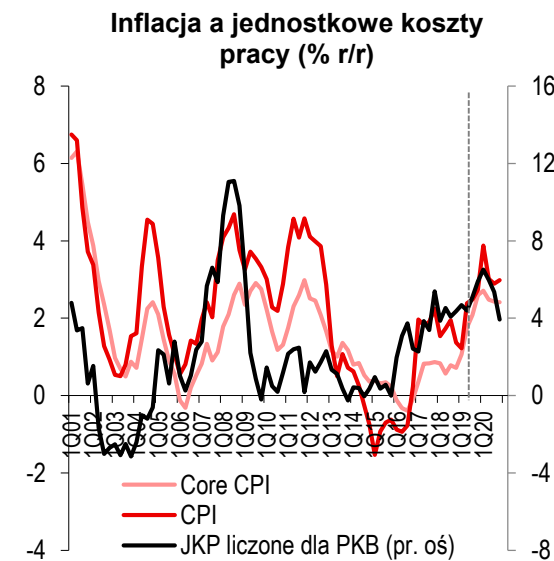
Co więcej, niebazowe składniki inflacji, szczególnie żywność, utrzymały całkiem wysokie tempo zamiast poddać się ujemnemu efektowi bazy już w 2019 r. To wina kwestii takich jak choroba świń (ASF) i pogoda, i dokonało się niezależnie od krajowych warunków popytowych (z szeroko rozwartą dodatnią luką produktową). Ten czynnik zwiększa niepewność co do stopnia nachylenia dodatniego trendu w naszej prognozie CPI.



Źródło: GUS, NBP, Santander



Źródło: GUS, Eurostat, Santander



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

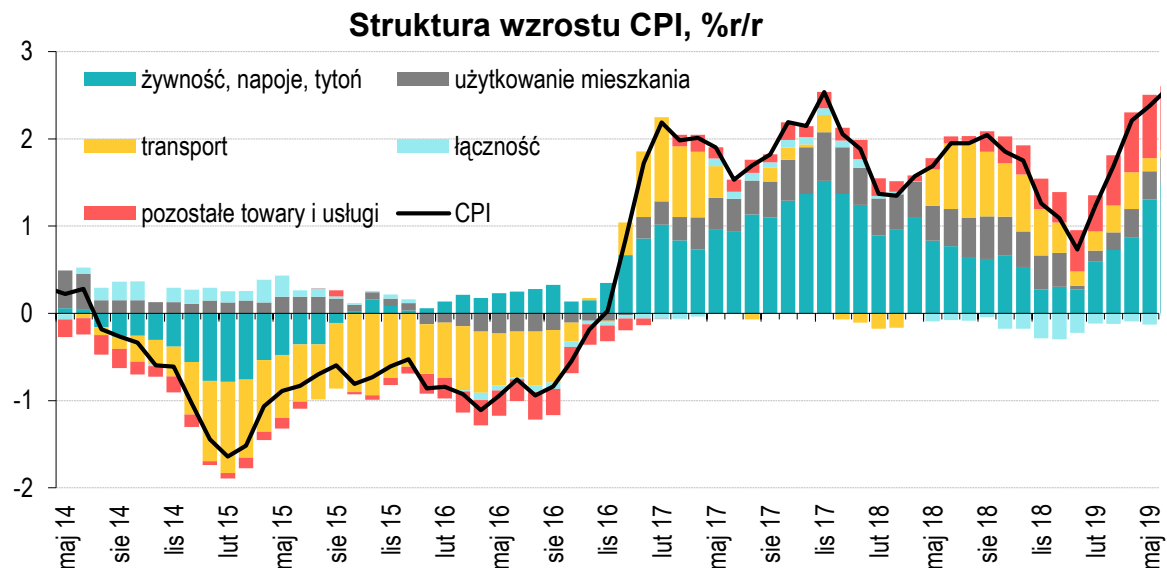


Inflacja: szok żywnościowy i elektryczny

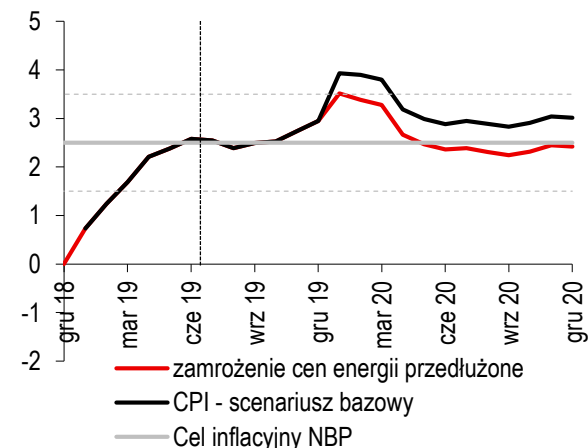
Inflacja cen żywności wyraźnie przyspieszyła w tym roku a warunki pogodowe sugerują, że jej wkład do CPI będzie nadal wysoki. To efekt zarówno czynników globalnych (wieprzowina, przez ASF), jak i lokalnych, takich jak niskie zbiory warzyw w 2018 i opóźnienie w tegorocznej podaży, drugi rok suszy z rzędu i fala upałów w czerwcu, które oznaczają brak ujemnego efektu bazy w II poł 2019 i na początku 2020 r., rekordowe zbiory owoców w ub.r. rzutujące negatywnie na tegoroczną podaż a pozytywnie na ich ceny. Kolejny rok drogiej nieprzetworzonej żywności oznacza presję na inne kategorie CPI – już widoczny jest istotny wzrost dynamiki cen w kategorii „restauracje i hotele” (4,1% r/r w maju wobec 3,1% w grudniu 2018 r.). Inną konsekwencją będzie prawdopodobnie spadek inflacji po I kw. 2020 r. zakładając, że warunki rolnicze w 2020 r. nie będą odbiegać od normy.

Istotne dla prognoz inflacji jest co stanie się z cenami energii w przyszłym roku. Obecne prawo zakłada odmrożenie cen w przyszłym roku. Zamrożenie cen w 2019 r. było kluczowe dla zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych konsumentów i pozwoliło na ich spadek po nagłym wzroście spowodowanym zamieszczeniem informacyjnym nt. cen prądu. Naszym zdaniem wzrost cen prądu zgodny z warunkami rynkowymi wywołałby więcej niż tylko tymczasowe podbicie dynamiki CPI (jak to chciałby widzieć prezes NBP), ale też efekty drugiej rundy (zakładając, że firmy przeciwstawiają się dalszej erozji marż podnosząc własne ceny) i możliwy wzrost oczekiwań inflacyjnych. Testem będzie II poł 2019 – kiedy większe firmy nie będą już chronione przed wzrostem cen prądu (w przeciwieństwie do konsumentów).

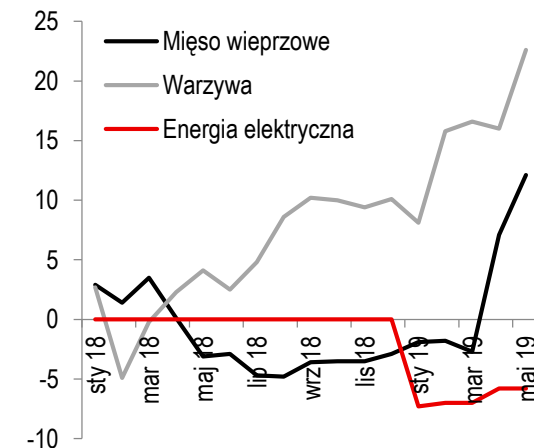
Odmrożenie cen prądu pcha ścieżkę CPI w górę do niemal 4% r/r w styczniu 2020, po czym stabilizuje się ona na ok. 3%. W tym scenariuszu zakładamy, że zmianie ulega tylko cena prądu. Akcyza i opłata przejściowa obniżone w 2019 (za sprawą których rachunki za prąd spadły r/r) pozostaną obniżone.



Wpływ odmrożenia cen prądu na CPI, %/r



Wybrane składniki CPI, %/r





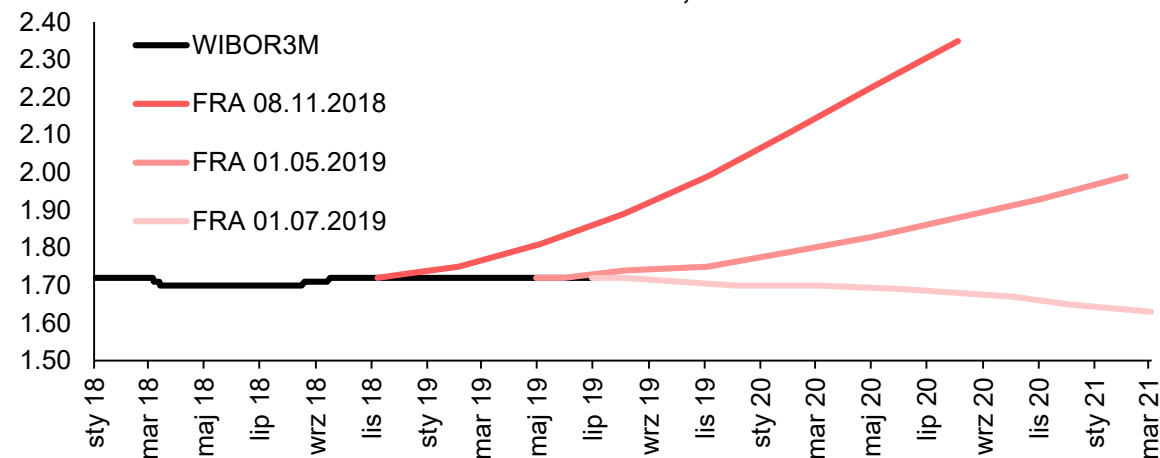
Polityka pieniężna: łagodny powiew

Wyraźny globalny zwrot w stronę bardziej gołębiej polityki pieniężnej będzie naszym zdaniem miał wpływ na RPP. Już wcześniej uważaliśmy, że krajowi bankierzy centralni będą cierpliwi i odporni na odchylenie inflacji od celu. Teraz tym bardziej wydaje nam się, że będą starali się przeczekać wzrost krajowej inflacji, nawet jeśli będzie on mocniejszy od oczekiwań. Wobec tego podwyżki stóp nie wydają się prawdopodobne, dopóki poprawie nie ulegnie otoczenie zewnętrzne.

Jednocześnie wydaje nam się, że nie należy liczyć na łagodzenie krajowej polityki w najbliższym czasie, gdyż wzrost pozostaje solidny, choć nieco wolniejszy, a presja inflacyjna rośnie w siłę. Nawet jeśli złoty się umocni, to daleko jest od poziomów, przy których można mówić o jego przewartościowaniu. Kolejnym argumentem przeciw obniżkom jest sytuacja krajowego sektora bankowego, który już teraz operuje w trudnym otoczeniu, zmagając się z obciążeniami podatkowymi i regulacyjnymi oraz walcząc o osiągnięcie satysfakcjonujących poziomów rentowności.

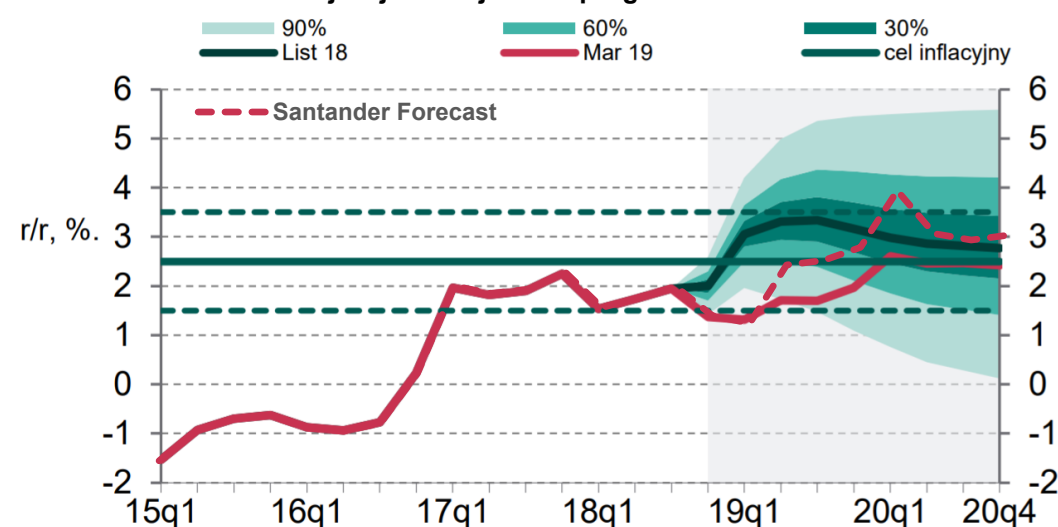
W lipcu opublikowane zostaną nowe prognozy NBP. W ostatniej marcowej edycji ścieżka PKB została zrewidowana w górę, a CPI – w dół. Sądzymy, że tym razem oczekiwania co do CPI pójdą w górę, a NBP prawdopodobnie założy odmrożenie cen energii na początku 2020 r. Dlatego profil inflacji może przypominać ten z listopada 2018 r. – wyraźny wzrost inflacji w krótkim okresie (do 3,5% lub nawet wyżej) i potem spadek do celu w średnim okresie. W ostatnim raporcie inflacyjnym analitycy NBP sugerowali, że szybki wzrost produktu potencjalnego był istotnym czynnikiem ograniczającym presję na wzrost cen i sądzymy, że podobna argumentacja pojawi się i tym razem.

Stawki WIBOR i FRA, %



Źródło: Reuters, Santander

Projekcja inflacji NBP i prognoza Santander



Źródło: NBP, GUS, Santander

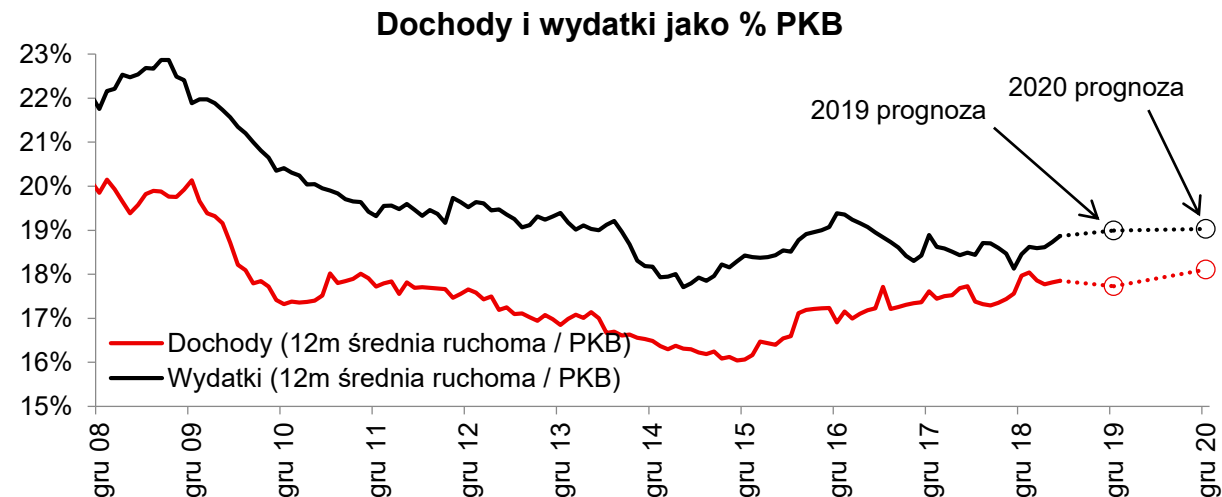


Polityka fiskalna: deficyt wzrośnie ale pozostanie pod kontrolą

Dane o realizacji budżetu po maju skłaniają nas do konstatacji, że rok zamknie się deficytem zbliżonym do założonego w ustawie (28,5 mld zł). Wprowadzie wzrost PKB będzie wyższy niż założony przy konstrukcji budżetu (3,8%), co ma pozytywny wpływ na dochody, ale z drugiej strony rząd wprowadza nowe programy socjalne, które podbijają wydatki. Naszym zdaniem rząd postara się jednak, by tegoroczny deficyt budżetu zmieścić się w ustawowym limicie, bo nowelizacja słabo wyglądałaby medialnie, zwłaszcza w roku wyborczym. To oznacza, że są potrzebne cięcia w innych kategoriach wydatków.

Na 2020 r. spodziewamy się wzrostu wydatków budżetowych o ok. 6% r/r. Zakładamy brak ponownej wypłaty 13. emerytury. Z kolei wzrost dochodów szacujemy na 9%. Stopa wzrostu dochodów podatkowych jednak prawdopodobnie spowolni wobec 2018 ze względu na obniżkę stawek PIT i mniejsze potencjalne zyski z poprawy ściągalności. Wsparciem dla strony dochodowej będą wpływy jednorazowe, takie jak opłata transformacyjna OFE, sprzedaż częstotliwości 5G. Deficyt centralny będzie naszym zdaniem podobny jak planowany na 2019 (poniżej 30 mld zł).

Spodziewamy się wzrostu deficytu sektora GG z 0,4% PKB w 2018 r do 1,7% PKB w 2019 i 1,0% PKB w 2020, jesteśmy więc nieco mniej optymistyczni od rządu, który w Programie Konwergencji przedstawił prognozy deficytu 1,7% PKB w 2019 i nadwyżki 0,2% w 2020 r. O Programie Konwergencji więcej napisaliśmy w [Komentarzu Ekonomicznym](#).

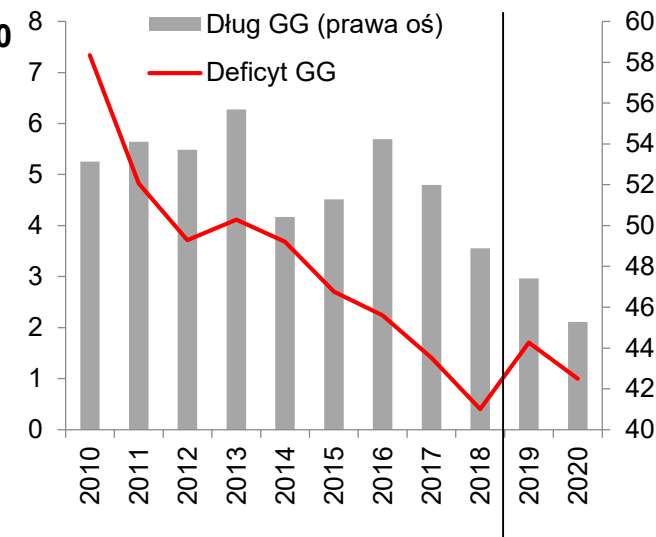


Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Santander

Rządowe założenia makro do budżetu 2020

Wskaźnik	2019	2020
PKB	4.0	3.7
Konsumpcja	4.0	3.8
Eksport	5.3	4.8
Import	6.0	5.1
CPI	1.8	2.5
C/A	-1.2	-1.4
Zatrudnienie	2.2	0.5
Bezrobocie	5.5	5.1
Płace	7.6	6.0

Dług i deficyt GG, % PKB



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

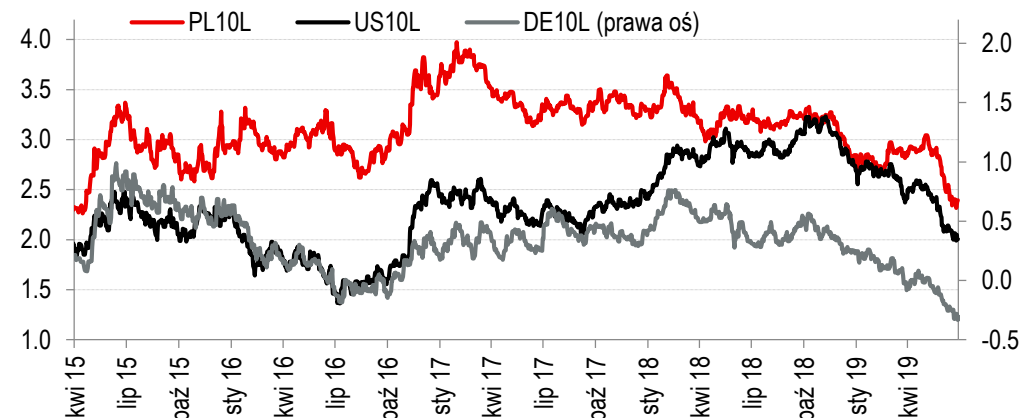


Rynek długu: rentowności coraz niżej

Obawy o globalny wzrost, odmieniane przez wszystkie przypadki wojny handlowe i wynikająca z tego zmiana retoryki największych banków centralnych na zdecydowanie bardziej łagodną wspierają zniżki dochodowości. Lokalnie rynek dostanie dodatkowe wsparcie ze strony ujemnej podaży długu netto w III kw. (wykup obligacji w lipcu 13,1 mld zł i odsetek 4,5 mld zł), oraz zapewne łagodnej retoryki NBP – bank centralny w swojej komunikacji zapewne jeszcze mocniej weźmie pod uwagę wątek globalnego spowolnienia. Cały czas pozytywnie powinny także działać informacje o wysokiej płynności budżetu i jego dobrych wynikach.

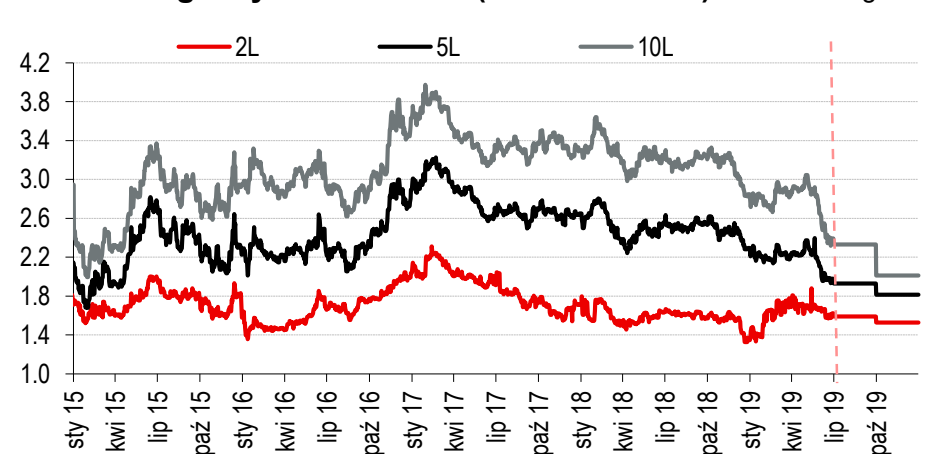
Przejęciowa korekta na rynku długu możliwa jest w połowie wakacji, jeśli Fed nie obniży stóp procentowych na lipcowym posiedzeniu, co jest scenariuszem wycenianym przez rynek. W horyzoncie początku IV kw. sytuacja na rynku długu powinna jednak przynieść dalsze zniżki dochodowości. Publikowane w III kw. dane ze świata będą obejmować okres, kiedy w pełni ujawni się efekt nałożonych przez Donalda Trumpa ceł na chiński eksport do USA, co powinno podsycać obawy o perspektywy gospodarcze. Oprócz tego całkiem możliwe jest wznowienie napięcia w relacjach handlowych USA-Chiny i USA-Europa. Werbalny konflikt USA z Iranem również raczej nie zostanie szybko wygaszony, bowiem USA w ten sposób będą próbować wyprzeć Iran z rynku dostawców ropy naftowej, na którym chcą stać się liczącym graczem. Na koniec obligacjom pomagać będzie zapewne polityka EBC, który wobec ograniczonych możliwości obniżek stóp, zapowiada uruchomienia kolejnego programu QE.

Rentowność polskich, niemieckich i amerykańskich obligacji 10L



Źródło: Thomson Reuters, Santander

Prognozy rentowności (koniec okresu)



Źródło: Thomson Reuters, Santander

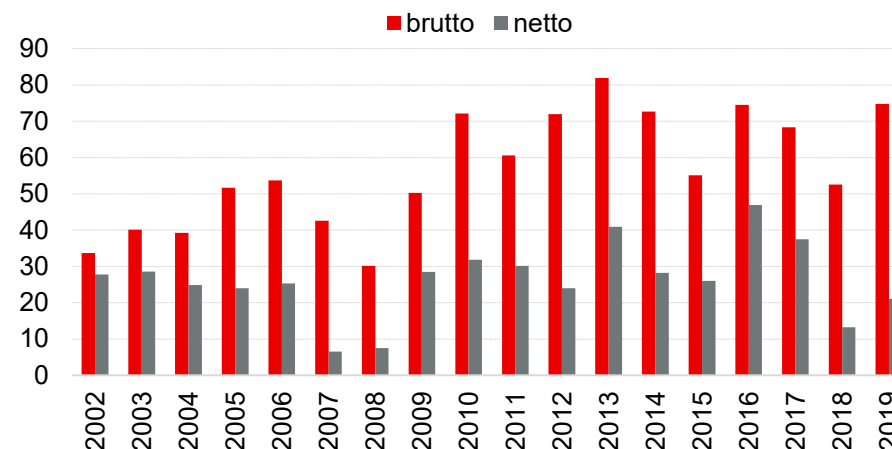


Rynek długu: emisje na półmetku

Licząc od początku roku przyrost długu w PLN wyniósł 21,1 mld zł. W tym czasie Ministerstwo Finansów nie przeprowadziło nowych emisji obligacji w walutach obcych (wykupiło emisje walutowe w kwocie ok. 12 mld zł) i nie nastąpiła zmiana ekspozycji, jeśli chodzi o kredyty walutowe. W ramach aukcji zamiany obligacji w PLN, MF przeprowadziło operacje na poziomie niespełna 59 mld zł.

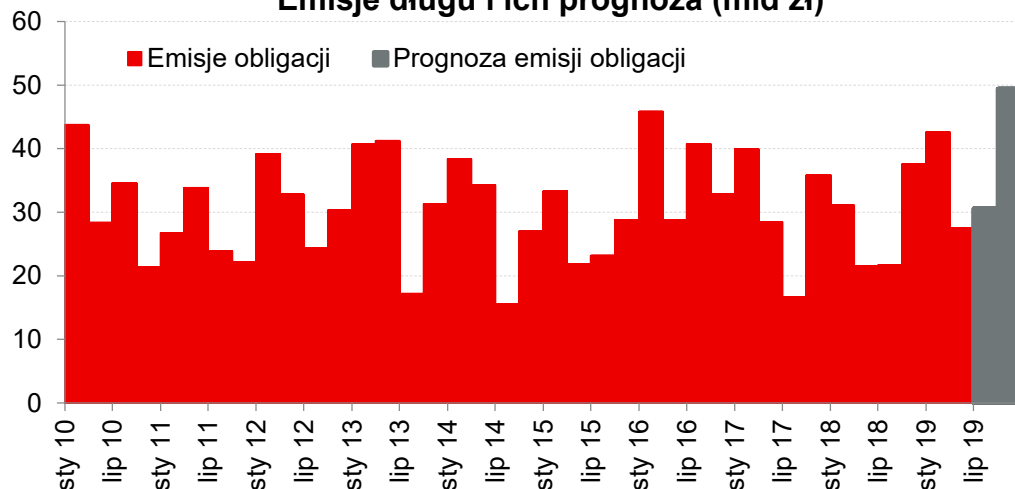
Szacujemy, że do końca roku MF wyemituje jeszcze dług o wartości ok. 80 mld zł. Z tego nowe emisje SPW będą stanowić ok 23 mld zł. Operacje zamiany długu zapadającego w 2019 r. - ok 21 mld zł. Operacje prefinansowania potrzeb pożyczkowych na 2020 (zgodnie z planami MF na poziomie 30%) to jakieś 30 mld zł. Refinansowanie długu zagranicznego, zamienianego na dług w PLN wyniesie w tym roku około 6 mld zł (przy założeniu zapowiadanej przez MF emisji w USD na poziomie 2 mld USD).

Emisje długu netto po II kw. w latach



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Emisje długu i ich prognoza (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

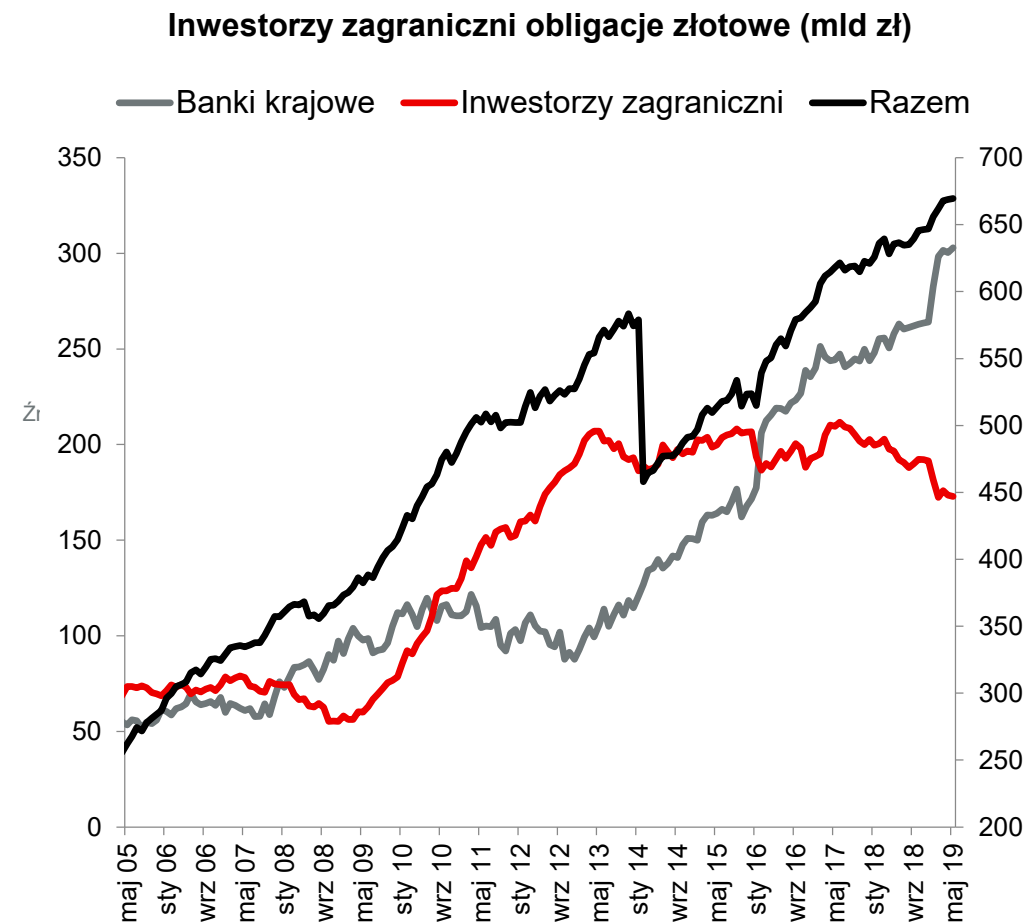




Rynek długu: coraz mniej zagranicy

Tegoroczne dane o finansowaniu długu przez różne klasy inwestorów potwierdzają nasz scenariusz o rosnącym zaangażowaniu krajowych banków komercyjnych w finansowanie emisji obligacji. Sądzymy, że spodziewany dalszy wzrost sumy bilansowej sektora bankowego zasilany przez rosnące depozyty krótkoterminowe oraz na żądanie, podobnie jak w poprzednich miesiącach będzie przekładał się na wzmożone zakupy długu. W naszej opinii dalsze zakupy długu przez sektor bankowy przyniosą wzrost ekspozycji sektora o kolejne 10-15 mld zł w perspektywie końca III kw. Naszym zdaniem utrzymanie napięcia w międzynarodowych relacjach handlowych i perspektywa uruchomienia przez EBC kolejnej serii luzowania ilościowego będzie przekładać się na większe zainteresowanie banków obligacjami stałokuponowymi o dłuższych terminach zapadalności (w przeciwieństwie do tego co działo się w zeszłym roku).

IV kw. powinien sprzyjać procesowi pewnej odbudowy portfeli inwestorów zagranicznych wraz z rosnącą konkurencją o rentowności aktywów między europejskimi instytucjami finansowymi.

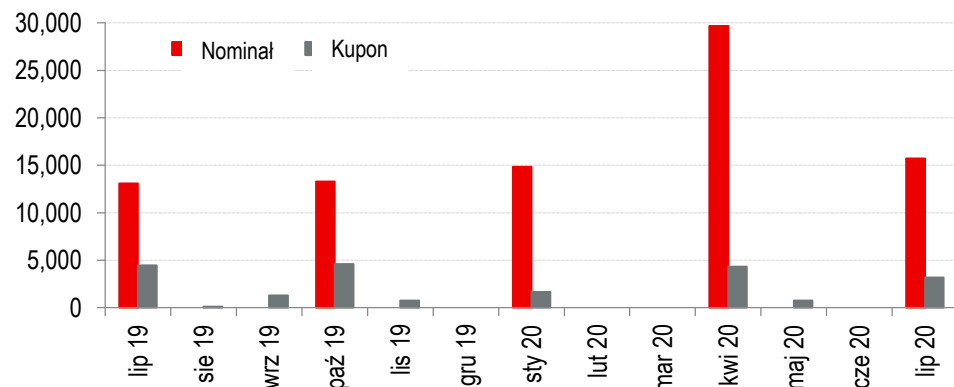


Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



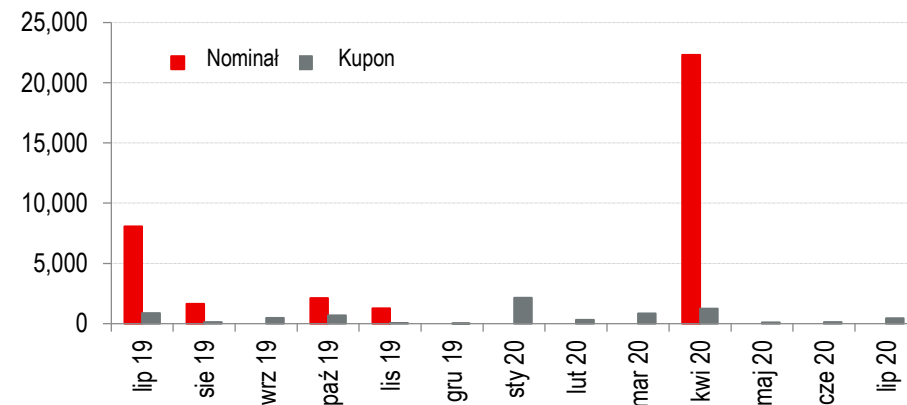
Wykupy długu, wycena rynku pieniężnego

Wykupy obligacji i spłaty odsetek w PLN (mld zł)



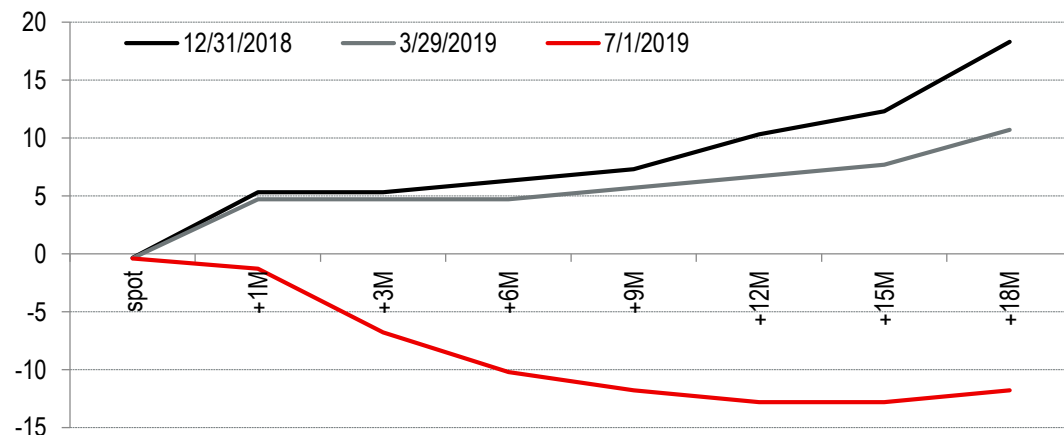
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Spłaty kapitału i odsetek obligacji walutowych (mld zł)



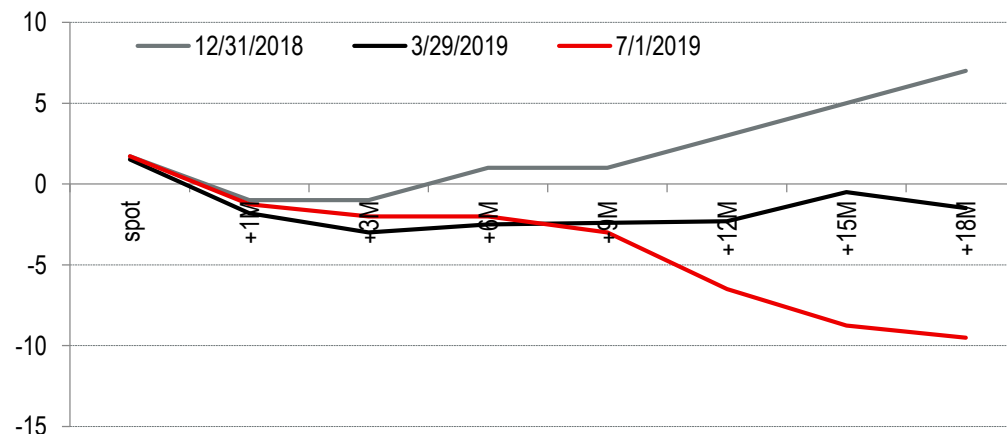
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Zmiana Euribor3M w kolejnych miesiącach wyceniana przez rynek (pb)



Źródło: Thomson Reuters, Santander

Zmiana WIBOR3M w kolejnych miesiącach wyceniana przez rynek (pb)



Źródło: Thomson Reuters, Santander



Rynek FX: Mocniejszy punkt startowy na drugą połowę roku

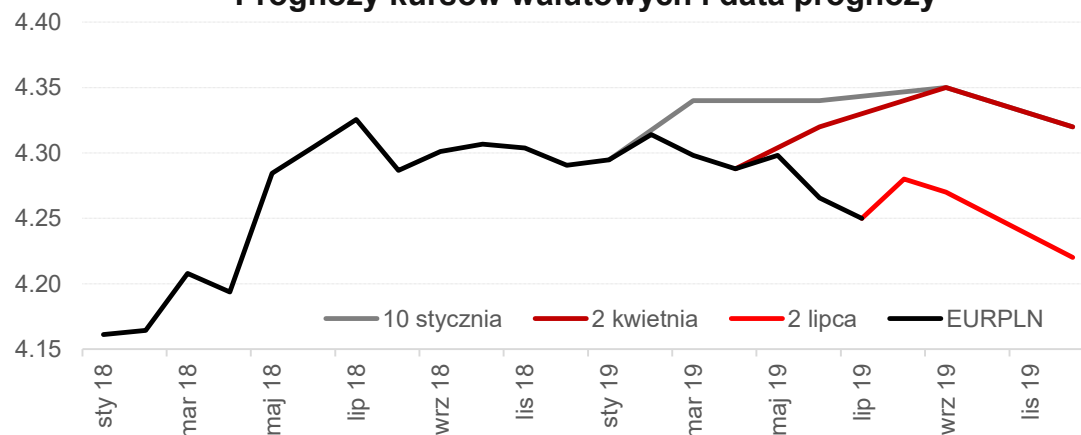
W pierwszej połowie 2019 złoty radził sobie lepiej niż zakładaliśmy, z kursem EURPLN wahającym się przez większą część tego okresu w dolnej połowie przedziału 4,26-4,34. W raporcie rocznym opublikowanym w styczniu sugerowaliśmy, że w pierwszej połowie 2019 krajowa waluta będzie pod presją i zacznie odrabiać straty w dalszej części roku.

Czynniki jakie wówczas wskazaliśmy jako te, które mogą ciążyć złotemu, nie spełniły jednak swojej roli. Spowolnienie w Polsce jest ledwo zauważalne, Fed w styczniu wycofał się z planów podwyżek stóp w 2019, a kwestia Brexitu jak na razie została odłożona w czasie. W efekcie, punkt startowy EURPLN na drugą połowę roku jest niżej niż zakładaliśmy, więc zdecydowaliśmy się na obniżenie ścieżki EURPLN na resztę 2019.

Złoty podąża za notowaniami na światowych giełdach i zmianami EURUSD. Dane makro ze świata nie niwelują obaw o globalną gospodarkę, co skłoniło główne banki centralne do złagodzenia retoryki. Rynek zaczął wyceniać obniżki stóp Fed, co umocniło złotego. Kombinacja pozytywnych krajowych i zewnętrznych czynników spowodowała, że EURPLN spadł poniżej 4,25, najniżej od maja 2018.

W I kw. 2019 złoty radził sobie słabiej niż większość walut z rynków wschodzących, ale w II kw. poprawił swoją pozycję.

Prognozy kursów walutowych i data prognozy



Notowania walut z rynków wschodzących

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

	29.03.19-06.28.19 (%)	
	vs EUR	vs USD
UAH	2,97	4,39
RUB	2,41	3,83
THB	2,08	3,49
CZK	1,54	2,94
ZAR	1,54	2,94
PLN	1,41	2,81
RON	0,81	2,20
ARS	0,59	1,98
BRL	0,45	1,83
MXN	-0,31	1,07
IDR	-0,57	0,80
HUF	-0,61	0,76
PEN	-0,63	0,74
HKD	-0,87	0,50
SGD	-1,17	0,20
INR	-1,19	0,18
CLP	-1,22	0,14
COP	-2,15	-0,80
MYR	-2,56	-1,21
CNY	-3,59	-2,25
TRY	-5,16	-3,85



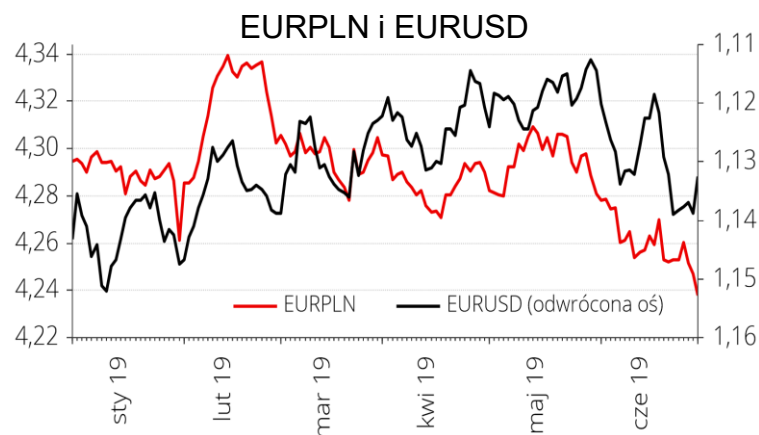
Rynek FX: Możliwa dalsza aprecjacja złotego

Analiza techniczna sugeruje, że w krótkim terminie złoty mógłby oddać część zysków, ale w naszej ocenie druga połowa roku powinna być ogólnie pozytywna dla krajowej waluty. Kluczowym założeniem leżącym u podstaw tego scenariusza jest utrzymanie gołębiej retoryki przez główne banki centralne i jedynie lekkie spowolnienie w Polsce.

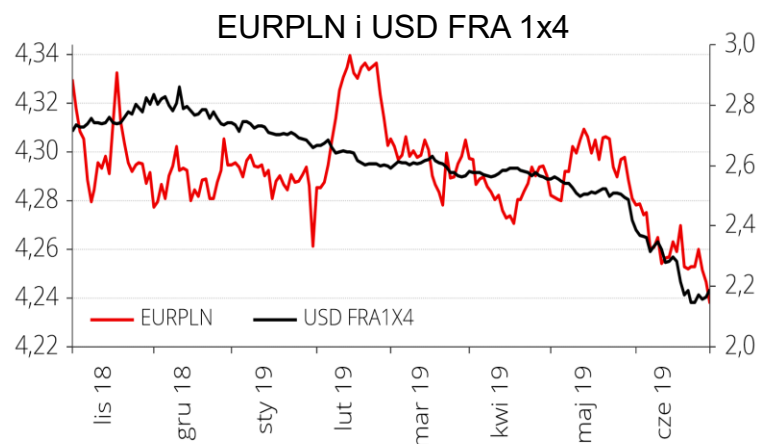
Ponieważ globalne dane w dalszym ciągu nie sugerują osiągnięcia dołka cyklicznego spowolnienia, złoty skorzystał z wyceniania przez rynek łagodniejszej polityki pieniężnej jaka miałyby być prowadzona przez główne banki centralne. Rynek wycenia, że w lipcu obniżone zostaną stopy Fed.

Indeksy giełdowe zaczęły już odbijać po majowym spadku dzięki nadziejom na rozejm w wojnie handlowej między USA i Chinami oraz na łagodniejszą politykę pieniężną na świecie. Rosnące indeksy giełdowe – wyznacznik mocnego popytu na ryzykowne aktywa – powinny wspierać złotego.

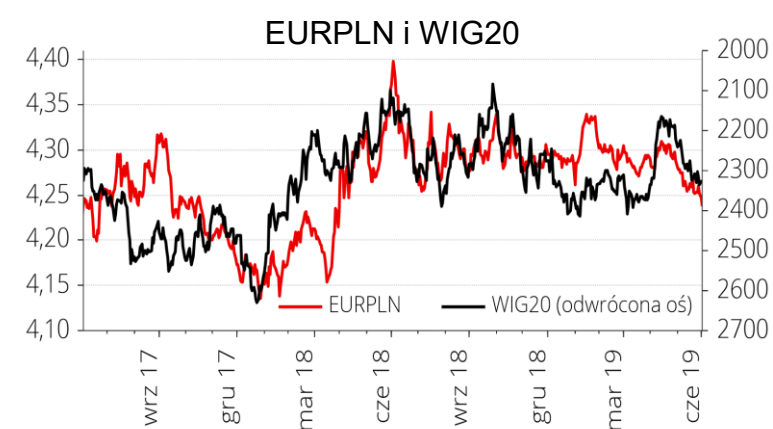
Dodatkowo, sądzimy, że w najbliższych miesiącach/kwartałach więcej rozczarowań danymi może pojawić się w USA niż w Europie. W efekcie EURUSD mógłby zacząć rosnąć, a słabszy dolar byłby korzystny dla walut z rynków wschodzących, w tym złotego, szczególnie w sytuacji cięć stóp w USA.



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska



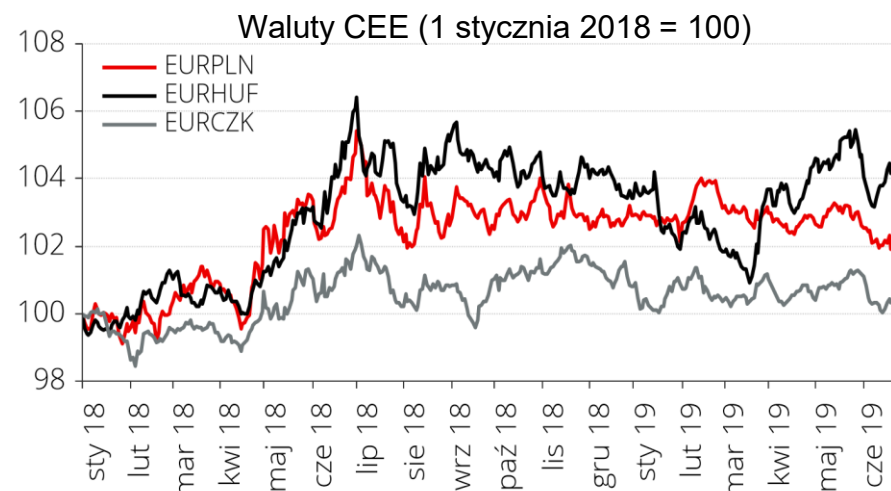
Rynek FX: Przeciwnym umocnieniu – PKB i FOMC

Widzimy dwa czynniki, które mogą ograniczać potencjał aprecjacyjny złotego – lekkie spowolnienie tempa wzrostu polskiego PKB i dłuższe oczekiwanie na cięcia stóp w USA niż tego oczekuje rynek.

Podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą normalizację dynamiki wzrostu gospodarczego po wyjątkowo mocnym 2018 i w efekcie tendencje w krajowej gospodarce powinny być co najwyżej neutralne dla złotego.

Uważamy, że rynek zbyt agresywnie wycenia możliwość cięcia stóp Fed. Zakładamy, że w lipcu parametry polityki pieniężnej pozostaną bez zmian i dopiero po wakacjach członkowie FOMC mogą zdecydować o redukcji stóp. Odłożenie w czasie obniżek mogłoby rozczarować inwestorów i przynajmniej na chwilę umocnić dolara. To z kolei mogłoby być negatywne dla złotego i innych walut z rynków wschodzących.

Po tym jak PiS wygrało wybory do Parlamentu Europejskiego, szanse na utrzymanie władzy po jesiennych wyborach parlamentarnych wzrosły. W efekcie, nie sądzimy, by perspektywa głosowania miała trwały i istotny wpływ na złotego.



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Prognozy

		2017	2018	2019	2020	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
PKB	mld PLN	1 989,3	2 115,7	2 254,9	2 389,7	520,2	541,8	559,9	633,1	557,5	573,1	590,6	668,5
PKB	% r/r	4,8	5,1	4,3	3,5	4,7	4,5	4,2	4,0	4,0	3,5	3,4	3,3
Popyt krajowy	% r/r	4,9	5,5	4,6	4,0	4,2	4,9	4,9	4,4	4,2	4,0	3,8	3,8
Spożycie indywidualne	% r/r	4,5	4,5	4,5	4,1	3,9	4,3	4,9	4,8	4,5	4,3	4,0	3,8
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	4,0	8,7	7,5	4,2	12,6	9,0	7,0	5,0	4,5	4,3	4,1	4,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,5	5,9	5,5	5,3	6,1	5,6	5,8	4,5	3,8	5,2	6,0	6,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	13,7	19,7	6,2	2,7	9,9	8,1	3,9	5,1	1,2	3,2	4,2	1,9
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	7,1	6,5	4,9	3,3	4,1	6,8	6,8	4,7	3,4	3,4	4,9	5,6
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	5,3	7,2	7,3	8,4	7,1	6,8	7,3	8,1	9,8	9,1	8,5	7,1
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	3,3	2,6	2,0	-0,2	2,6	2,0	1,8	1,7	0,7	0,4	0,2	0,1
Stopa bezrobocia*	%	6,6	5,8	5,4	5,1	5,9	5,3	5,2	5,4	5,5	5,0	5,0	5,1
Rachunek bieżący	mln EUR	715	-2 882	-4 391	-9 155	1 832	277	-3 456	-3 044	581	-425	-4 604	-4 708
Rachunek bieżący	% PKB	0,2	-0,6	-0,8	-1,6	-0,3	-0,3	-0,5	-0,8	-1,0	-1,2	-1,3	-1,6
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-1,4	-0,4	-1,7	-1,0	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	2,0	1,6	2,2	3,2	1,2	2,4	2,5	2,7	3,9	3,0	2,9	3,0
CPI *	% r/r	2,1	1,1	3,0	3,0	1,7	2,6	2,5	3,0	3,8	2,9	2,8	3,0
Inflacja bazowa	% r/r	0,7	0,7	1,9	2,5	1,1	1,8	2,1	2,6	2,7	2,5	2,4	2,4

* Koniec okresu; inne zmienne średnio w okresie



Prognozy

		2017	2018	2019	2020	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
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	%	1,73	1,71	1,72	1,71	1,72	1,72	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71
Rentowność obligacji 2L	%	1,89	1,59	1,61	1,55	1,64	1,66	1,63	1,53	1,49	1,52	1,56	1,63
Rentowność obligacji 5L	%	2,78	2,51	2,03	1,96	2,23	2,14	1,95	1,81	1,80	1,84	2,01	2,20
Rentowność obligacji 10L	%	3,44	3,21	2,50	2,35	2,84	2,69	2,35	2,14	2,07	2,22	2,50	2,61
IRS 2L	%	1,94	1,92	1,78	1,83	1,78	1,81	1,77	1,76	1,76	1,80	1,84	1,92
IRS 5L	%	2,40	2,43	1,91	1,94	2,00	1,99	1,85	1,81	1,85	1,86	1,93	2,10
IRS 10L	%	2,86	2,89	2,19	2,10	2,34	2,29	2,11	2,01	1,88	1,99	2,15	2,36
EUR/PLN	PLN	4,26	4,26	4,27	4,20	4,30	4,28	4,27	4,22	4,21	4,21	4,20	4,17
USD/PLN	PLN	3,78	3,61	3,75	3,51	3,79	3,81	3,74	3,66	3,59	3,54	3,49	3,43
CHF/PLN	PLN	3,84	3,69	3,75	3,46	3,80	3,80	3,78	3,63	3,54	3,49	3,44	3,37
GBP/PLN	PLN	4,86	4,81	4,85	4,74	4,93	4,90	4,80	4,77	4,73	4,73	4,75	4,73

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 02.07.2019 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: ekonomia@santander.pl

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

Maciej Reluga, 22 534 18 88
Główny ekonomista, CFO

Piotr Bielski, dyrektor 22 534 18 87

Marcin Luzziński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Konrad Soszyński* 22 534 18 86

Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

* Zatrudniony w Santander Bank Polska do 30.06.2019



#1 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



ZASTRZEŻENIA

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

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

Thank You.

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

