

Wielowymiarowa układanka

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
■ Otoczenie zewnętrzne	s. 6
■ Wzrost PKB	s. 7
■ Handel zagraniczny	s. 10
■ Inwestycje	s. 11
■ Konsumpcja	s. 12
■ Rynek pracy	s. 13
■ Inflacja	s. 15
■ Polityka pieniężna	s. 16
■ Polityka fiskalna	s. 19
■ Rynek długu	s. 21
■ Rynek walutowy	s. 25
■ Wyniki ankiety BIS	s. 27
■ Tabela z prognozami	s. 28



Podsumowanie (makro)

Niepewność pozostaje wspólnym mianownikiem zarówno oceniając perspektywy lokalne, jak i globalne. Światowe banki centralne luzują politykę pieniężną, dyskusja nt. potrzeby skoordynowanej stymulacji fiskalnej się nasila, ale wciąż nie jest jasne kiedy uzdrowi to globalną gospodarkę. Jak na razie zapaść w międzynarodowym handlu i przetwórstwie się pogłębia, przy rosnącym ryzyku rozprzestrzenienia się negatywnych skutków na rynek pracy i sektor usług. Jak wskazywaliśmy poprzednio, im dłuższa stagnacja w Europie, tym większe zagrożenie dla krajowej gospodarki i to pomimo jej relatywnej odporności oraz mimo pakietu fiskalnego, łagodzącego efekt szoków zewnętrznych. Najnowsze dane miesięczne sugerują, że **tempo wzrostu polskiego PKB spowolniło w III kw. do ok. 4%, co pozwala nam na utrzymanie prognozy dla całego 2019 na 4,3% i 3,5% w 2020**. Czynniki ryzyka jednak przybywa.

Obok otoczenia zewnętrznego, krajowe czynniki też będą wymagające. Wzrost kosztów pracy, który i tak jest już wysoki (i wg firm jest kluczową barierą rozwoju biznesu), zostanie dodatkowo wzmocniony przez wprowadzenie PPK i zniesienie limitu 30-krotności składki do ZUS. Co więcej, rząd zdecydował o podniesieniu pensji minimalnej o prawie 16%, co ma być pierwszym krokiem w dużo mocniejszej łącznej podwyżce do 2024. Ceny energii zapewne pójdą w górę na początku 2020 r. Naszym zdaniem, czynniki te będą miały większy wpływ na inflację, niż na aktywność gospodarczą i stąd nasza **prognoza inflacji powyżej 4% w styczniu 2019 oraz 3,5% średnio w 2020**.

Zdania w tej kwestii są jednak podzielone. Na przykład Rada Polityki Pieniężnej nie wydaje się przekonana co do ryzyka wyższej inflacji, za to coraz bardziej niepokoi się perspektywami wzrostu gospodarczego. Ciekawe jak będą wyglądały nowe projekcje NBP opublikowane w listopadzie. Wygląda na to, że wewnątrz RPP opinie są coraz bardziej podzielone, skoro w III kw. mieliśmy już głosowania nad wnioskiem o podwyżkę i obniżkę stóp. Zakładamy, że w nadchodzących kwartałach żadna ze skrajnych frakcji nie zdobędzie większości i **stopy procentowe pozostaną bez zmian przynajmniej do końca 2020**. Pod koniec grudnia kończy się kadencja Jerzego Osiatyńskiego, którego następcę wyznaczy Prezydent. Na razie nie jesteśmy w stanie stwierdzić, czy istotnie zmieni to rozkład głosów w RPP i w którą stronę.

Sytuacja fiskalna wydaje się wciąż bezpieczna. Dotychczasowe wykonanie budżetu sugeruje, że tegoroczny deficyt może być znowu mniejszy od planu mimo wypłaty 13. emerytury, rozszerzenia 500+ i obniżenia stawek PIT. Z kolei na 2020 rząd po raz pierwszy w historii zaplanował zerowy deficyt budżetu. Agencje ratingowe Fitch i Moody's prognozują wzrost deficytu strukturalnego w 2020. Nie jest też zupełnie jasne czy rząd faktycznie chce zbilansować budżet w przyszłym roku, m.in. ze względu na wypowiedzi (również wysokich rangą przedstawicieli PiS), że ustawa budżetowa na przyszły rok może zostać znowelizowana po wyborach. Niemniej, jeśli gospodarka nie spowolni bardziej niż prognozujemy, rozmiar deficytu fiskalnego nie powinien za bardzo niepokoić inwestorów, według nas.

13 października odbędą się wybory parlamentarne. **W świetle ostatnich sondaży, PiS prawdopodobnie wygra, utrzymując zwykłą większość w parlamencie** i będzie rządzić przez kolejne cztery lata. Z punktu widzenia rynków, taki wynik wyborów powinien być neutralny.



Podsumowanie (ryniki)

Rynek walutowy

Zrewidowaliśmy w górę nasze prognozy EURPLN w horyzoncie do końca roku i spłaszczyliśmy ścieżkę na 2020 na ok. 4,30, głównie uwzględniając ryzyko wolniejszego globalnego wzrostu gospodarczego i niejasnych skutków wyroku TSUE. Trudno dokładnie przewidzieć rozwój wydarzeń na rynkach w związku z wyrokiem TSUE, ale naszym zdaniem nie należy obstawiać scenariusza gwałtownego osłabienia krajowej waluty. O ile nie można wykluczyć, że złoty jeszcze się osłabi, to jednak taka wyprzedaż, o ile nastąpi, nie powinna być bardzo trwała. Skalę możliwego wzrostu EURPLN będzie ograniczać popyt na walutę ze strony eksporterów (niektórzy od pewnego czasu oczekują na wyższe poziomy), możliwość wkroczenia na rynek przez rząd/BGK i realizacja zysków przez inwestorów.

Rynek stopy procentowej

Otoczenie pozostaje korzystne dla rynku stopy procentowej, a we wrześniu trzy główne banki centralne (PBoC, EBC, Fed) poluzowały swoją politykę. Osłabienie wzrostu gospodarczego wydaje się być mocniejsze i trwalsze niż początkowo sądzono. Również czynniki krajowe, takie jak słabsze dane makro, gołębia RPP i dobre wyniki budżetowe wspierają rynek stopy procentowej. Spodziewamy się wzrostu zmienności globalnych rynków, co razem z lokalnymi czynnikami (zwłaszcza wyrokiem TSUE w dniu 3 października) powinno spowodować wzrostu premii za ryzyko dla krajowych aktywów – spodziewamy się wzrostu rentowności 10-latek do 2,15% do końca roku i wzrostu spreadu do Bunda. Natomiast 2-latki powinny pozostać w okolicy 1,50%.

Zdaje się, że rynki przetrwały już ujemne skutki konfliktu handlowego USA-Chiny, więc bazowe rynki długu powinny pozostać wrażliwe na pozytywne informacje, co mogłoby stanowić ryzyko dla krajowych aktywów.

Zmienność na globalnych rynkach może wzrosnąć pod wpływem rosnących napięć geopolitycznych, dywergencji makroekonomicznej w obliczu przetarasowań w globalnych łańcuchach dostaw i mniejszej przestrzeni polityki pieniężnej oraz zróżnicowanych czynników lokalnych.



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, ale ostatnie dane pokazują narastający wpływ dekonunktury w Europie na polski przemysł. Pakiet fiskalny będzie łagodził spowolnienie, ale nie zapobiegnie dalszemu hamowaniu gospodarki.
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.	Wzrost konsumpcji zapewne zostanie wsparty w II poł. 2019 r. i I poł. 2020 r. transferami socjalnymi. Inwestycje będą stopniowo spowalniać, ponieważ wzmożone nakłady prywatne nie zastąpią w pełni słabnących inwestycji publicznych. Eksport netto może się pogorszyć przy słabszym eksporcie i nadal solidnym imporcie.
Rynek pracy	Gospodarka potrzebuje nowych etatów jeśli ma rosnąć w tempie ok. 4%, więc niedobór pracowników się utrzyma. Wyczerpane krajowe zasoby pracy sprawiają, że jesteśmy zależni od napływu pracowników z zagranicy. Wzrost płac pozostanie wysoki, ale raczej nie przyspieszy znacząco za sprawą ciągłego napływu migrantów, spowolnienia PKB, presji na wyniki firm i (później) wprowadzenia PPK.	Niedobór na rynku pracy nieco złagodniał, przez restrukturyzację firm i automatyzację. Wzrost płac się ustabilizował, ale pozostaje podwyższony. Znaczna podwyżka płacy minimalnej podniesie presję, szczególnie na mikro- i małe firmy, a te większe odczuwają koszty PPK i likwidacji progno 30-krotności dla składek na ZUS.
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 przebiła oczekiwania w I poł. 2019 r. nie tylko przez wysokie ceny żywności, ale również przez długo wyczekiwane odbicie w inflacji bazowej. Kontynuowany będzie wg nas wzrost inflacji kosztowej, prowadzący CPI do ok. 3,5% na koniec br. i powyżej 4% na początku 2020 r.
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.	Wyraźny zwrot banków centralnych na świecie w stronę bardziej gołębiej polityki pieniężnej i słabnące perspektywy wzrostu oznaczają, że RPP nie przejmie się rosnącą krajową inflacją, nawet jeśli ta przekroczy oczekiwania. Stopy zapewne pozostaną bez zmian w 2019-2020, choć na najbliższych posiedzeniach będą rozważane zarówno cięcia jak i podwyżki.
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.	Pomimo dużego zwiększenia transferów socjalnych, całkowite wydatki budżetowe są pod kontrolą. Rządowy plan osiągnięcia zerowego deficytu w 2020 r. może okazać się zbyt ambitny, ale rynki nie mają na razie powodów do obaw o stabilność fiskalną.
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.	Po zdecydowanym umocnieniu na rynku obligacji latem, może teraz dojść do odbicia rentowności, w reakcji na wyższą premię za ryzyko (spowolnienie, wyrok TSUE) i wyższą zmienność na świecie.
Rynek walutowy	Wolniejszy wzrost gospodarczy i podwyżki stóp Fed mogą ciężać złotemu na początku roku. Później, EUR/PLN może nieco spaść m.in. pod wpływem umocnienia euro do dolara.	Podwyższyliśmy prognozę EUR/PLN z uwagi na utrzymującą się niepewność co do wzrostu, niepewność co do konsekwencji wyroku TSUE i dalsze umacnianie się dolara do euro.



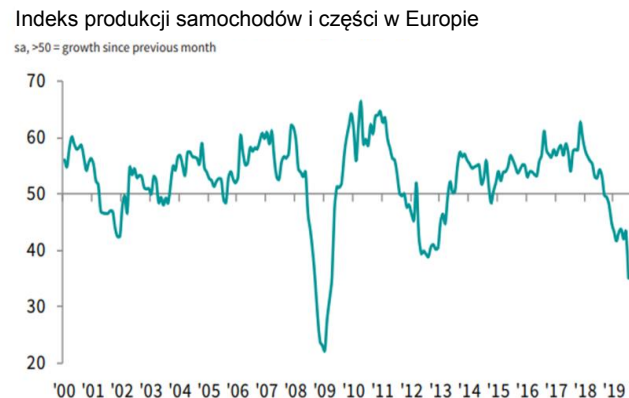
Otoczenie zewnętrzne: kolejne słabe dane

Wygląda na to, że rynkowe obawy o zbliżającą się globalną recesję osłabły nieco po wakacjach po tym jak główne banki centralne złagodziły politykę pieniężną. Z drugiej strony, dane napływające ze świata wciąż są dalekie od optymistycznych. Od pierwszych miesięcy roku szukaliśmy przekonujących dowodów na to, że cykliczne spowolnienie dobiega już końca, ale wciąż trudno takie znaleźć.

Sz szczególnie niepokojąco wyglądają dane ze strefy euro, gdzie spadek aktywności w przemyśle wciąż się pogłębia (szczególnie w Niemczech i sektorze samochodowym). Pogorszenie w handlu, przemyśle i inwestycjach zatoczyło szerszy krąg, co widać m.in. w danych z Azji. Tym co podtrzymuje globalną gospodarkę na powierzchni to odporność sektora usług, ale pytanie brzmi jak długo będzie ona trwać skoro i tam również pojawiły się ostatnio negatywne sygnały. Rynek pracy w Europie również przejawia oznaki ochłodzenia, co może mieć negatywny wpływ na wydatki konsumentów w najbliższych miesiącach.

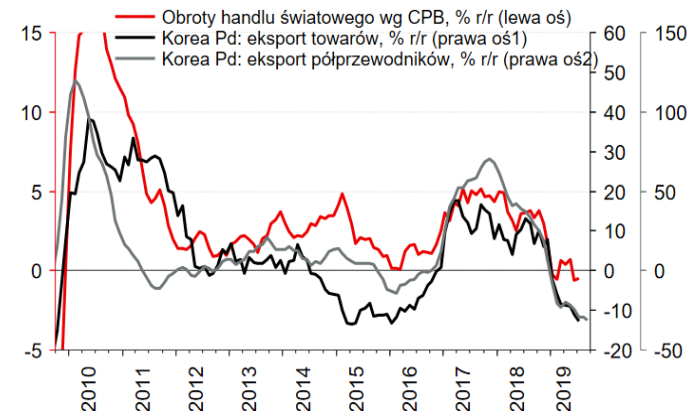
Kluczowym czynnikiem ograniczającym wzrost na świecie poprzez wywieranie presji na inwestycje i handel międzynarodowy jest wysoka niepewność wynikająca z licznych ekonomicznych i geopolitycznych kwestii. Mowa oczywiście o napięciach w relacjach handlowych (nie tylko na linii USA-Chiny, ale i potencjalnym nałożeniu przez USA ceł na europejski sektor samochodowy), ryzyku konfliktu na Bliskim Wschodzie, zbliżającym się Brexicie i niestabilności politycznej (w tym, niedawne uruchomienie procedury usunięcia Donalda Trumpa z urzędu prezydenta USA).

Zapaść w europejskim przemyśle samochodowym



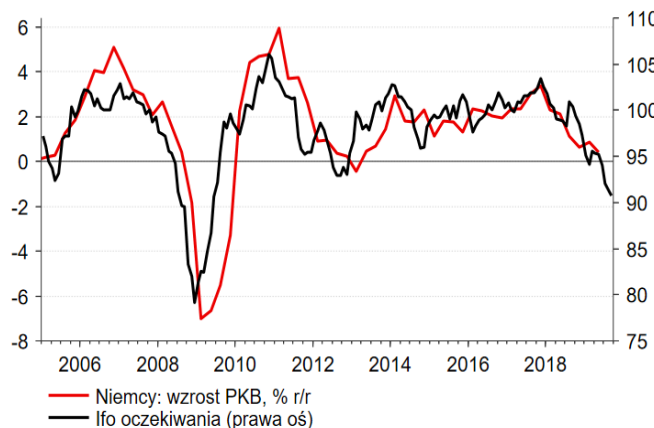
Źródło: IHS Markit

Obroty w handlu międzynarodowym maleją



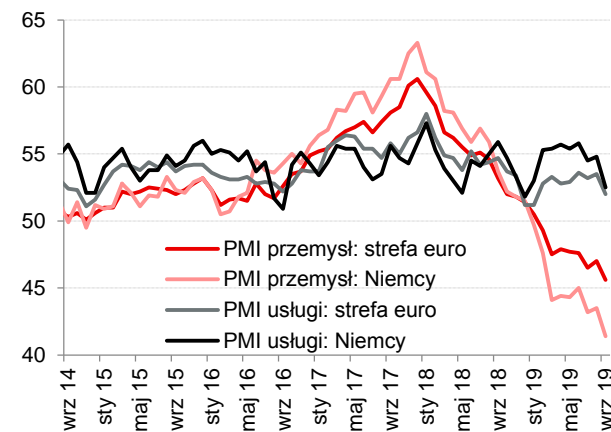
Źródło: Refinitiv Datastream, Santander

Niemcy zmierzają ku recesji?



Źródło: Refinitiv Datastream, Santander

Załamanie w europejskim przemyśle przenosi się na usługi?



Źródło: IHS Markit, Santander



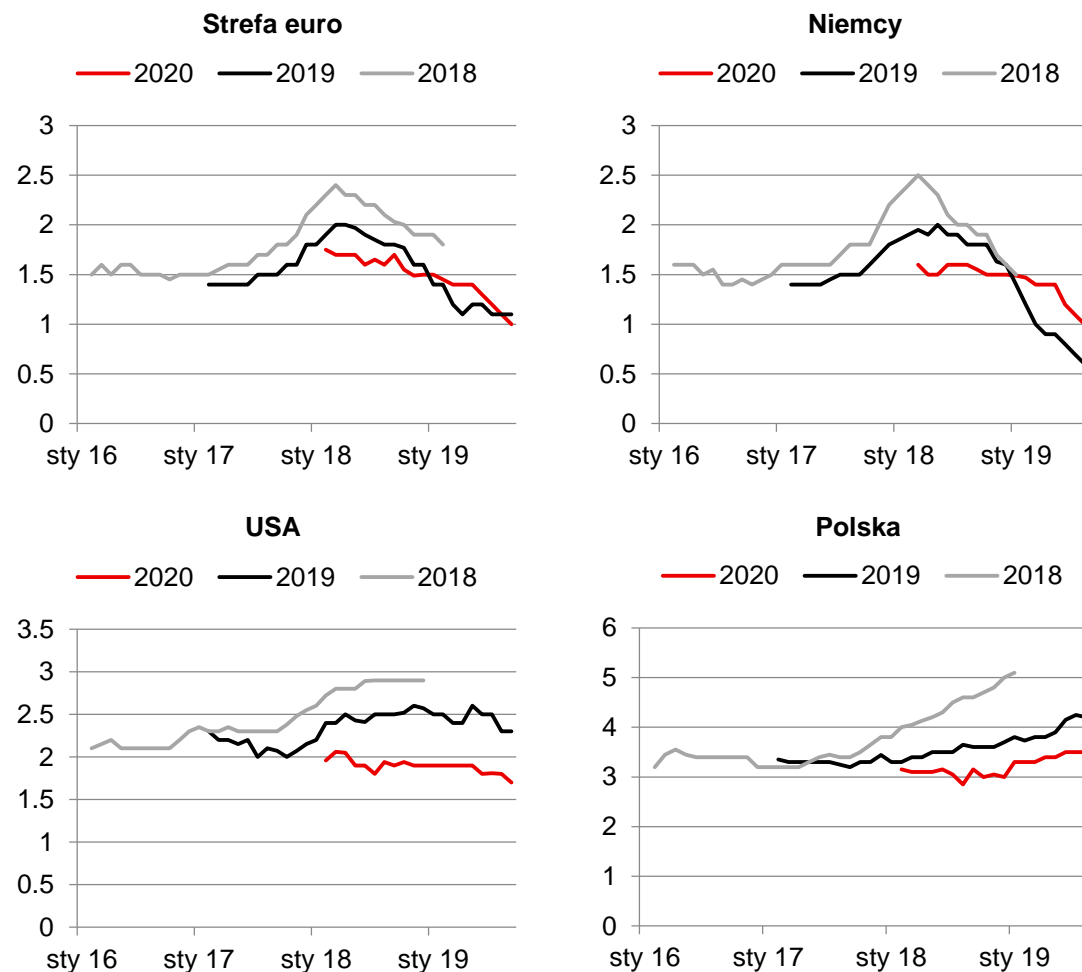
Prognozy PKB w dół, ale jeszcze nie dla Polski...

Ostatnio OECD i EBC obniżyły dość istotnie swoje prognozy wzrostu gospodarczego i w efekcie nie spodziewają się już, że w 2020 będzie miało miejsce odbicie aktywności ekonomicznej w strefie euro w stosunku do 2019. Na podobny ruch zdecyduje się zapewne MFW przy okazji październikowej aktualizacji prognoz. Konsensus rynkowy przesuwa się wyraźnie tym samym kierunkiem.

Jeszcze się okaże czy luzowanie polityki pieniężnej na świecie wystarczy, aby powstrzymać ten trend. Wydaje się, że EBC widzi granice wpływu własnych działań i dlatego Mario Draghi wezwał ponownie by w Europie rozluźnić nieco dyscyplinę fiskalną. Otwartym pozostaje pytanie czy, kiedy i w jakiej skali takie działania zostaną podjęte.

Prognozy PKB dla Polski były rewidowane w górę od początku roku, ale ostatnio ustabilizowały się kiedy pojawiło się więcej oznak negatywnego wpływu szoków zewnętrznych na krajowy przemysł i handel zagraniczny. Przedwyborczy pakiet fiskalny uruchomiony przez rząd będzie działał jako poduszka przeciwko tym negatywnym czynnikom zewnętrznym, przynajmniej w najbliższych kwartałach. Jeśli jednak niekorzystne tendencje w Europie będą kontynuowane, perspektywy dla Polski bezsprzecznie się pogorszą. Tymczasem, podtrzymujemy prognozy na lata 2019-2020 bez zmian na odpowiednio 4,3% i 3,5%. Sądzymy, że jest w nich już wbudowana uzasadniona ostrożność. Czynnikiem ryzyka na przyszły rok przybywa i rozwój sytuacji w globalnej gospodarce powinien być uważnie obserwowany.

Zmiany w czasie konsensusu dot. prognoz PKB wg Bloomberg



Źródło: Bloomberg, Santander



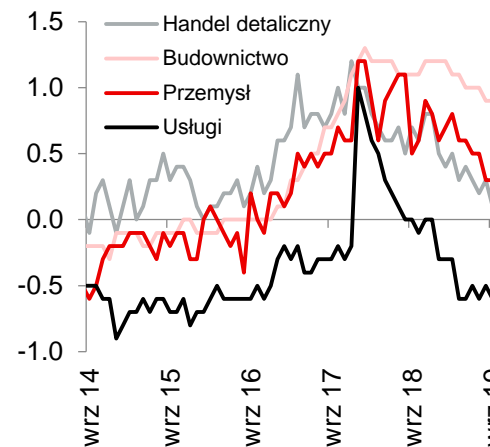
Miękkie wskaźniki dalej miękną

Wskaźniki nastrojów w biznesie dalej spadają we wszystkich sektorach. Firmy zgłaszają słabnący popyt, obniżają oczekiwania co do skali przyszłej aktywności gospodarczej, pokazują niższe zapotrzebowanie na pracę. Osłabiają się też wskaźniki bieżącej sytuacji finansowej przedsiębiorstw.

Szczególnie martwią nas sygnały z branży transportowej, gdzie nastroje ustabilizowały się w II kw., ale na nowo załamały w III kw. To sugeruje, że przed nami dalsze hamowanie gospodarki.

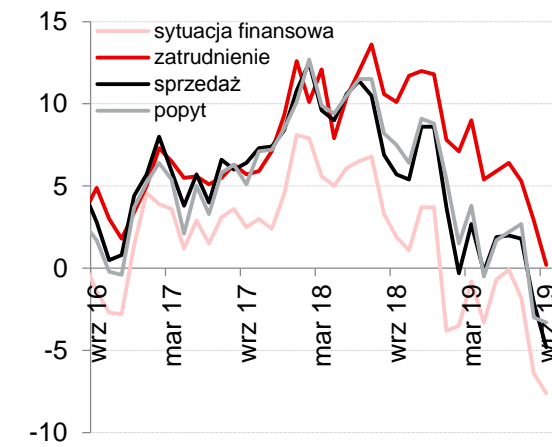
W dłuższym horyzoncie czasowym można zauważyć, że polskie nastroje w biznesie nie odbiegają daleko od niemieckich i kopiują ich trendy, choć czasami z opóźnieniem. W Niemczech wciąż narasta pesymizm, więc nie wydaje nam się, żeby polski przemysł przetwórczy mógł się wybronić przed negatywnym trendem.

Sektorowe wskaźniki ufności



Źródło: GUS, Santander

Oczekiwania sektora transportowego



Źródło: GUS, Santander

ESI, wskaźniki nowych zamówień w przemyśle



Źródło: Komisja Europejska, Santander



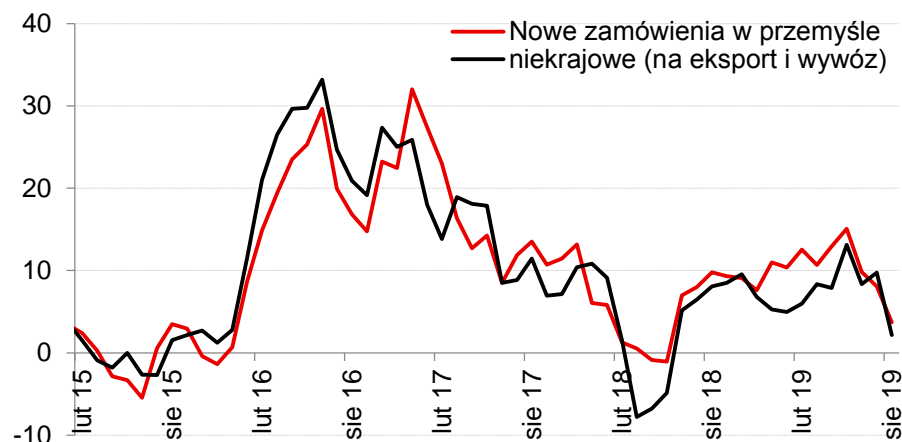
Przybywa oznak słabości

Wraz z narastającym pesymizmem obserwujemy w Polsce obniżającą się dynamikę aktywności gospodarczej. Produkcja przemysłowa jeszcze w I kw. potrafiła zaskakiwać pozytywnie – we wszystkich miesiącach kwartału, ale już w czerwcu i sierpniu jej wynik wyraźnie odbiegał w dół od oczekiwań – do tego stopnia, że zamiast wzrostów rynek zobaczył niespodziewane spadki r/r. Ostatni odczyt wzrostu produkcji przemysłowej (za sierpień) skorygowany o efekty sezonowe okazał się być najniższym od trzech lat.

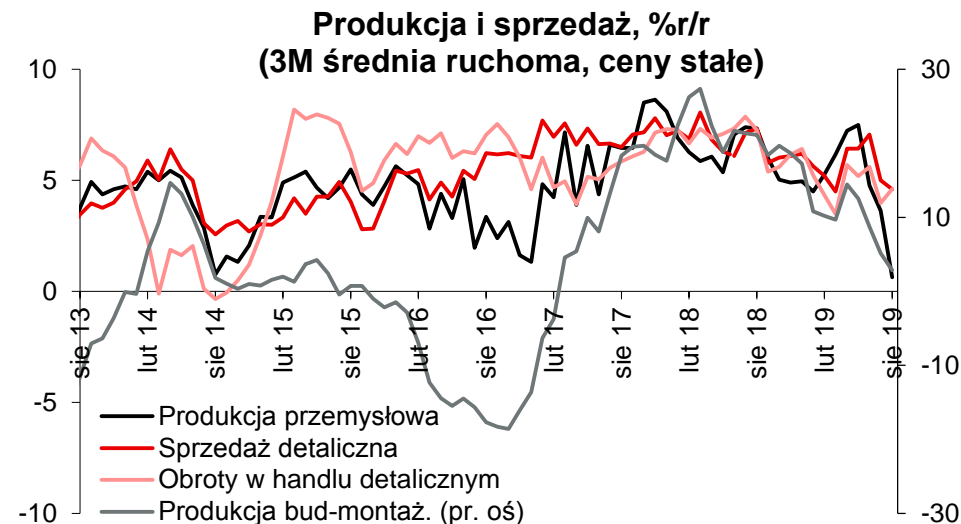
Z uwagi na wysoką korelację z produkcją, trudno liczyć na to, że eksport pozostanie odporny, nawet po lepszym od oczekiwań odczycie za lipiec. Występujące jednocześnie obniżenie dynamiki wartości nowych zamówień przemysłowych powoduje, że trudno nam uznać słabość produkcji w III kw. za efekt czynników jednorazowych.

Produkcja budowlana również wytraca tempo, przez cykl w funduszach UE i słabnący strumień nowych zamówień. Sprzedaż detaliczna wciąż rośnie, ale już nie tak jak w 2018 r.

Wartość nowych zamówień w przemyśle, %r/r (3M średnia ruchoma)

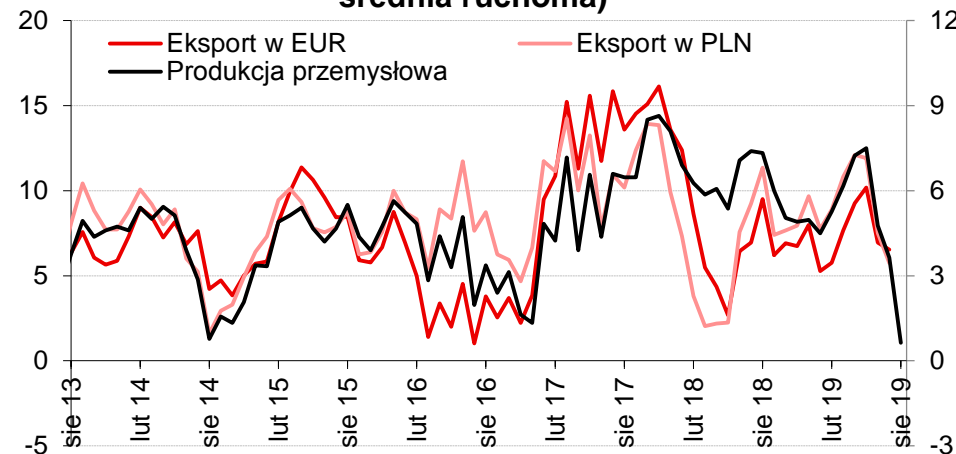


Źródło: GUS, Santander



Źródło: GUS, Santander

Produkcja przemysłowa a eksport, %r/r (3M średnia ruchoma)



Źródło: GUS, NBP, Santander



Eksport: rośnie, ale wolniej

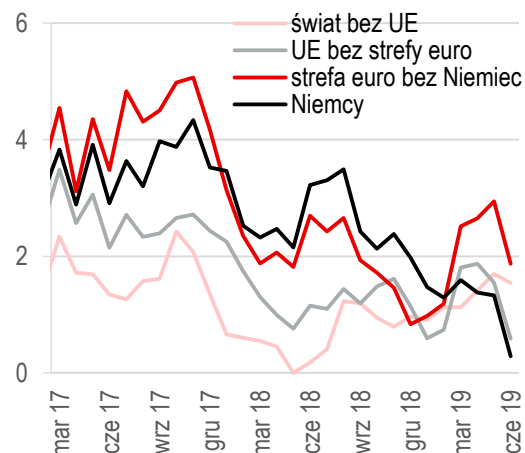
Wzrost polskiego eksportu wciąż jest dodatni, choć słabnie. Przy wysyłce 80% towarów do UE, w tym 28% do Niemiec, trudno zakładać odporność na gospodarcze kłopoty Europy. Jeszcze kwartał temu widzieliśmy, że ubytek w popycie z Niemiec był zapełniony silniejszym handlem z pozostałymi krajami UE. Teraz wciąż mamy do czynienia ze słabnącym eksportem do Niemiec, ale czynnik, który to dotychczas kompensował przestaje działać w miarę jak europejska gospodarka hamuje coraz bardziej. Wskazuje to na dalszy spadek dynamiki polskiego eksportu.

W I kw. jednym z partnerów istotnie wzmacniających polski eksport była Wlk. Brytania. Zaznaczaliśmy w poprzednim kwartalnym MAKROskopie, że może to być tymczasowe zjawisko związane z gromadzeniem zapasów przed pierwszą wyznaczoną datą Brexitu. Rzeczywiście w II kw. eksport do Wlk. Brytanii spadł o 4% r/r, po wzroście o 13% w I kw.

Część eksportu, która wciąż radzi sobie dobrze to relacje handlowe z krajami spoza UE, takimi jak USA, Chiny czy Białoruś. Jednakże ta grupa ma zbyt mały udział w strukturze polskiego eksportu, żeby zabezpieczyć eksporterów przed konsekwencjami gospodarczego osłabienia UE.

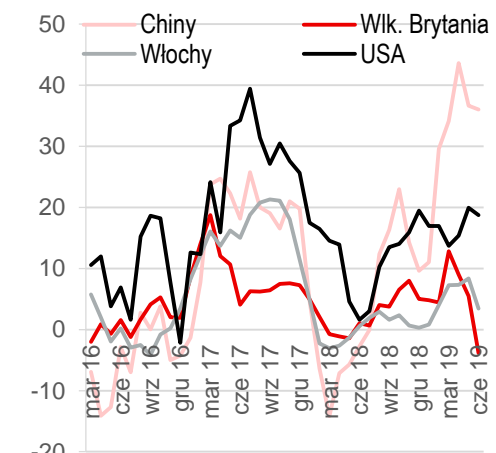
Efekt substytucji, na który powoływaliśmy się we wcześniejszych raportach, żeby wyjaśnić odporność polskiego eksportu wciąż działa. Wciąż jest tak, że Polska potrafi podczas spowolnienia w Europie powiększać udział w rynku dóbr konsumpcyjnych, ale w miarę nasilania się negatywnych tendencji Europejczycy generalnie tracą apetyt na podejmowanie dużych wydatków. Nawet jeśli polskie dobra pośrednie zwiększają penetrację europejskich rynków, pogorszenie globalnych perspektyw wzrostu skłania europejskie firmy do zmniejszania produkcji, co przekłada się na niższy popyt na dobra z Polski. Dlatego w polskim eksporcie nie obserwujemy ani załamania ani całkowitej odporności na to co dzieje się gospodarce UE.

Wkład do wzrostu eksportu wg regionów, % r/r



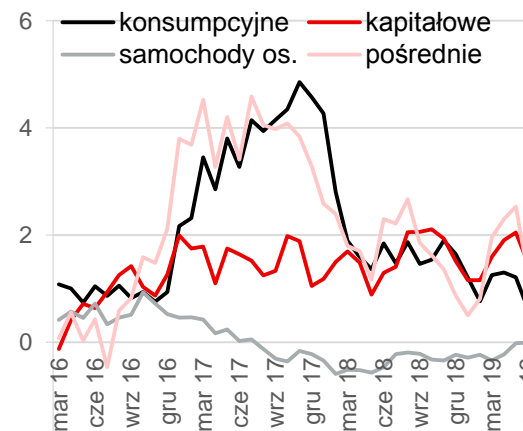
Źródło: Eurostat, Santander

Wzrost eksportu, wybrane kraje, % r/r



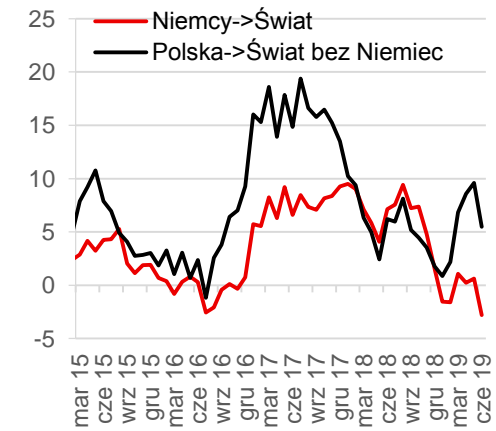
Źródło: GUS, Santander

Wkład do wzrostu eksportu wg rodzaju dóbr, % r/r



Źródło: Eurostat, Santander

Eksport dóbr pośrednich, Polska a Niemcy, %r/r



Źródło: Eurostat, Santander



Inwestycje jeszcze mocne, ale spowalniają

W I kw. 2019 tempo wzrostu inwestycji przyspieszyło do 12,6% r/r, najmocniej od I kw. 2015. W II kw. dynamika wzrostu wciąż była solidna, ale już nieco niższa: 9%. W naszej ocenie, w kolejnych kwartałach spowolnienie będzie kontynuowane do 5% r/r w IV kw. br.

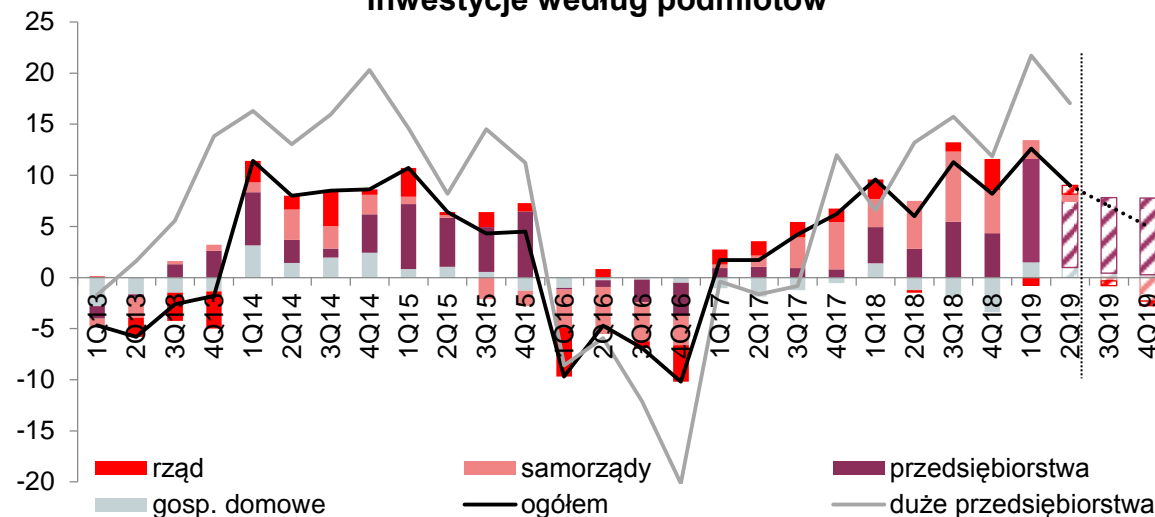
W I poł. 2019 inwestycje publiczne zostały wstrzymane, zarówno na szczeblu samorządowym, jak i centralnym. W naszej ocenie, był to efekt trzech czynników: 1) wysokiej bazy po osiągnięciu szczytu wykorzystania środków z UE, 2) wybory samorządowe z końca 2018 również zachęcały do przyspieszania realizacji projektów, 3) koncentracja rządu na hojnych wydatkach socjalnych. W naszej ocenie, czynniki te będą wciąż działać.

Tymczasem inwestycje prywatne przyspieszyły znacznie na początku 2019, ale odbicie nie dotyczyło wszystkich kategorii. W firmach zatrudniających ponad 50 osób w jedynie 9 z 22 sektorach przemysłu zanotowano przyspieszenie. Odbicie w łącznym ujęciu zawdzięczamy w zasadzie jedynie kilku branżom – użyteczności publicznej, urzędów elektrycznych, administracji, transportowi lądowemu, produkcji samochodów i koks. Taka koncentracja budzi wątpliwości odnośnie trwałości ożywienia inwestycji. W naszej ocenie, II poł. br. będzie jeszcze mocna dzięki rozpoczętym już projektom, ale w później negatywny wpływ na plany inwestycyjne wywierać będzie słaby nastrój globalny.

Mocny wzrost płacy minimalnej również może w naszej ocenie zachęcić firmy do większej automatyzacji w 2020.

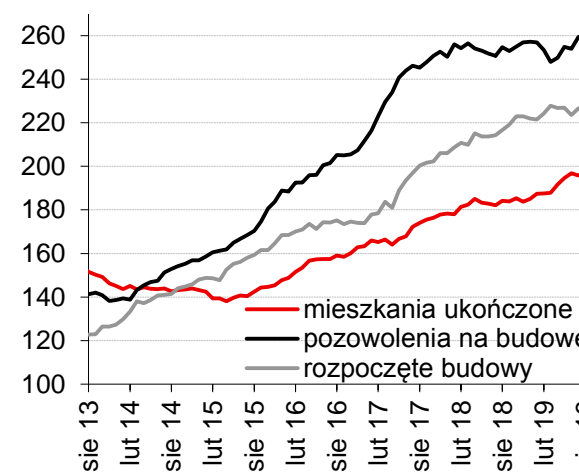
Inwestycje na rynku nieruchomości (głównie mieszkaniówce) powinny w dalszym ciągu rosnać biorąc pod uwagę, że liczba pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów są blisko najwyższych poziomów w historii.

Inwestycje według podmiotów



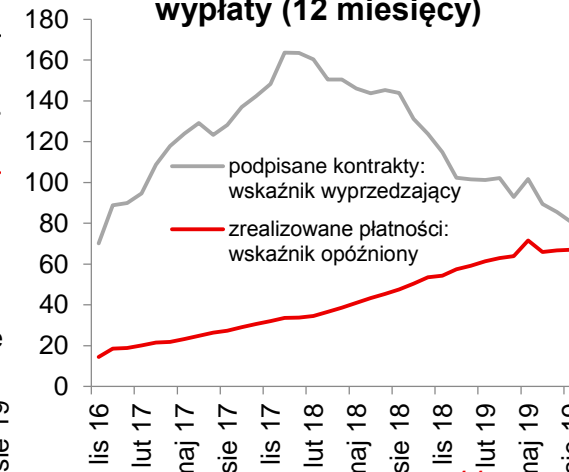
Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Trendy na rynku mieszkaniowym



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Finansowanie z UE: kontrakty i wypłaty (12 miesięcy)



Źródło: Ministerstwo Rozwoju, Santander

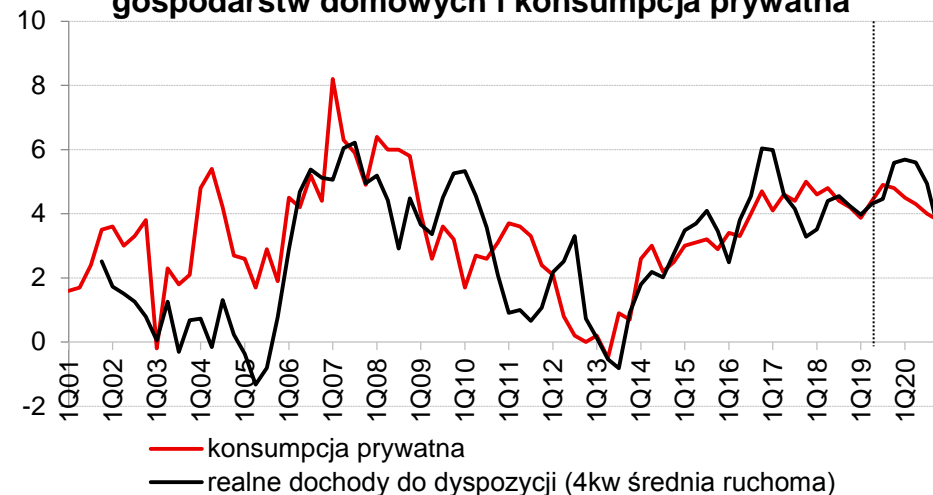


Konsumpcja pozostanie mocna

Mimo pogorszenia indeksów nastroju w biznesie, nastroje konsumentów wciąż są blisko najwyższych poziomów w historii. Wydaje się, że jest to uzasadnione płacami rosnącymi o ok. 7% r/r, rekordowo niskim bezrobociem oraz transferami socjalnymi, które powiększą dochód do dyspozycji w 2019 o 22 mld zł (1,7%) i o kolejne 20 mld zł w 2020 (1,6%), pod warunkiem że ponownie wypłacona będzie 13-ta emerytura. Zapowiedziała to partia rządząca i największa partia opozycyjna, więc jest to wysoce prawdopodobne. Dodatkowo, minimalna pensja wzrośnie w 2020 o ponad 15%.

Biorąc to wszystko pod uwagę, konsumpcja prywatna powinna pozostać mocna lub nawet przyspieszy na przełomie 2019/2020. Ryzyka w dół dla konsumpcji wydają się być na ten moment ograniczone. Głównym jest rosnąca inflacja, zmniejszająca siłę nabywczą gospodarstw domowych. Nawet jednak przy naszej wyższej od konsensus prognozie inflacji (3,5% średnio w 2020), zakładamy, że realne dochody do dyspozycji wzrosną w przyszłym roku.

Realny wzrost realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych i konsumpcja prywatna



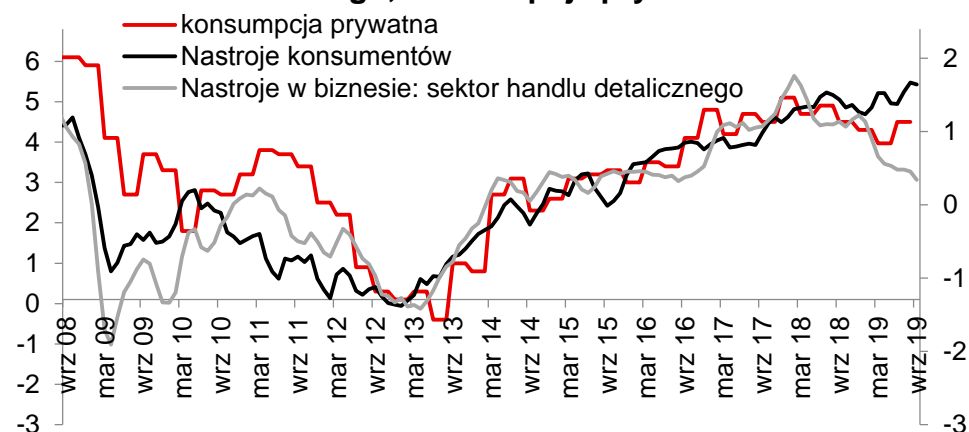
Źródło: GUS, Santander

Nowe transfery socjalne zwiększające dochody do dyspozycji

	2019	2020
Rozszerzenie programu 500+	9 600	20 000
13-ta emerytura, netto	8 600	9 400*
Niższy PIT dla młodych	1 000	2 500
Niższy PIT	2 500	9 500
Łącznie	21 100	41 400

Źródło: rząd, Santander * jeszcze nieuchwalone

Indeks nastroju konsumentów, nastroj firm z sektora handlu detalicznego, konsumpcja prywatna



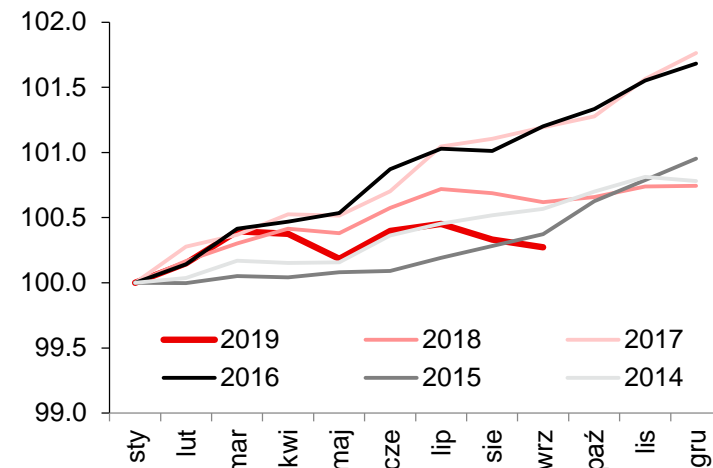
Źródło: Źródło, Komisja Europejska, Santander

Rynek pracy: uwaga na koszty

Wzrost zatrudnienia stopniowo się obniża. Przez pewien czas przypisywaliśmy to głównie kwestiom podażowym (niedobory siły roboczej). Teraz odnosimy wrażenie, że popyt również ma w tym swój udział. Ankieta GUS wśród przedsiębiorców nt. przeszkód w prowadzeniu działalności pokazuje przesunięcie uwagi z problemów ze znalezieniem rąk do pracy na koszty pracy. A koszty pracy będą jeszcze istotnie rosnąć w przyszłym roku, ale nie tyle przez zacieśnienie warunków na rynku pracy, co z przyczyn administracyjnych (PPK, zniesienie limitu na składki społeczne, duża podwyżka płacy minimalnej).

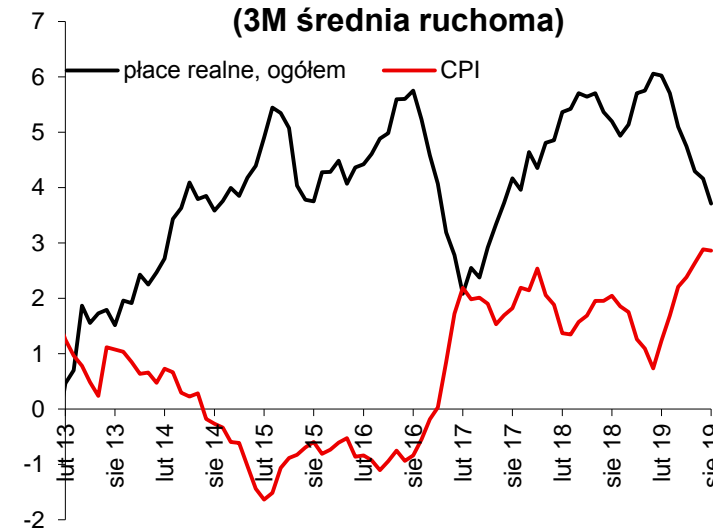
Może to tłumaczyć skąd wziął się zwrot w statystykach GUS dotyczących nowych wakatów i likwidowania stanowisk pracy – firmy są ostrożniejsze w naborze nowych pracowników, szukają sposobów zmniejszenia pracochłonności produkcji, a do tego może przyspieszać proces restrukturyzacji (przenoszenia się siły roboczej z mniej do bardziej wydajnych firm w miarę jak te pierwsze padają pod ciężarem kosztów pracy). Taka sytuacja powinna prowadzić do podnoszenia się dynamiki płac, zwłaszcza wobec rosnącej inflacji, która zmniejsza realną wartość płac, podczas gdy rynek pracy pozostaje w niedoborze. Są też powody czysto arytmetyczne dla wyższego wzrostu średniej płacy – pokażna podwyżka płacy minimalnej.

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, sty=100



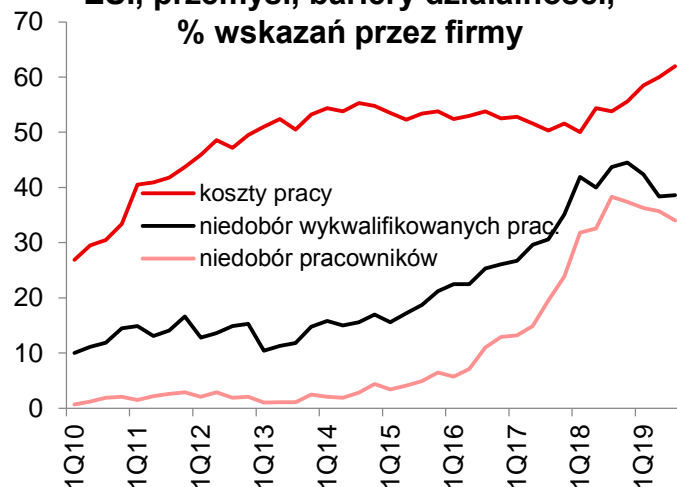
Źródło: GUS, Santander

Realny wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw, % r/r (3M średnia ruchoma)



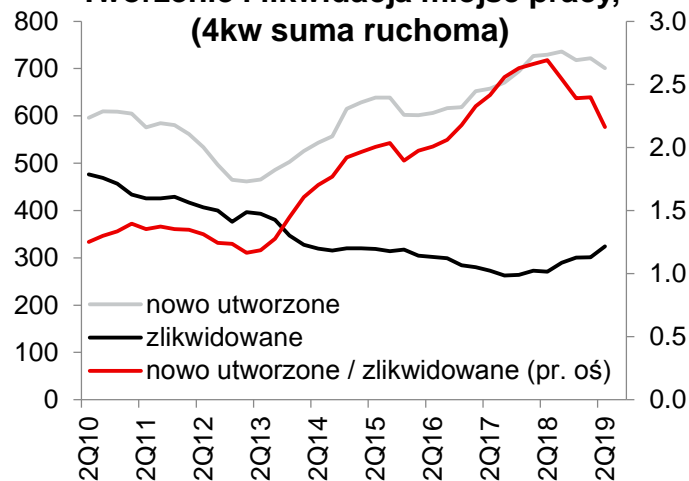
Źródło: GUS, Santander

ESI, przemysł, bariery działalności, % wskazań przez firmy



Źródło: GUS, Santander

Tworzenie i likwidacja miejsc pracy, (4kw suma ruchoma)



Źródło: GUS, Santander



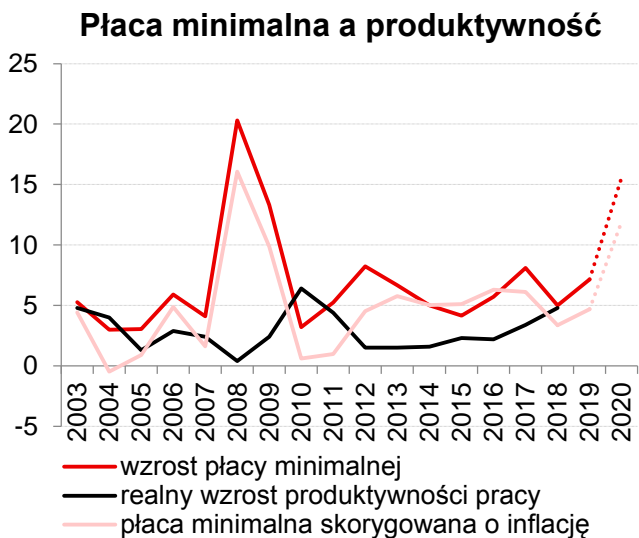
Płaca minimalna odbije się na cenach

Obietnica wyborcza PiS głosi, że czeka nas podwyżka płacy minimalnej (p.m.) o 15,6% w 2020 r. i o 78% łącznie w ciągu pięciu lat. Badania naukowe nie są konkluzywne jeśli chodzi o wpływ podwyżek p.m. na gospodarkę. Nieco większa zgodność panuje w kwestii ryzykowności wzrostu p.m. powyżej 50% średniej (co mogłoby mieć miejsce już w 2021 r.). Naszym zdaniem zastrzeżenia budzi rozpisywanie planu wzrostu tego miernika na 5 lat w przód, bez uwzględnienia sytuacji gospodarczej. Podwyżka podnosi płacę ok. 15% zatrudnionych. Wraz ze wzrostem relacji p.m. do średniej powiększa się jej zakres oddziaływania (mechanizm administracyjny kształtowania płac zamiast rynkowego).

Presja na koszty pracy może być rozładowana przez: przerzucenie na klienta (inflacja), redukcję zatrudnienia, ucieczkę w szarą strefę, ew. obniżenie marży. Naszym zdaniem dostosowanie dokona się przede wszystkim przez CPI, ale efekt będzie ograniczony (0,2pp w 2021) – p.m. najczęściej stosowana jest w branżach, które już przełamały się w zakresie przerzucania wyższych kosztów na klientów (usługi ciągną CPI w górę), gospodarka jest wciąż za silna na redukcje, ale może nasilić się proces uwalniania siły roboczej przez mniej wydajne firmy i przejmowanie jej przez bardziej wydajne, koncentracja rządu na uszczelnianiu systemu podatkowego może zapobiec rozrostowi szarej strefy; przez spowolnienie na świecie wg nas firmy nie będą żywiły nadziei, że tak jak dotychczas solidny wzrost wolumenów złagodzi wpływ niższych marż na wynik.

Trzeba też wziąć pod uwagę ryzyka dla zdolności Polski do przyciągnięcia inwestycji zagranicznych.

98% otrzymujących p.m. pracuje w sektorze prywatnym. Podwyżka p.m. jest generalnie korzystna dla wyniku sektora finansów publicznych (rządowy szacunek wpływu netto podwyżki p.m. w 2020 r. to +1,06 mld zł).

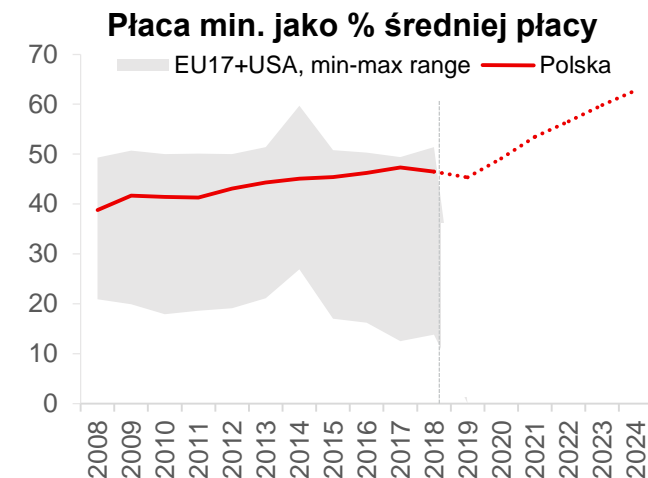


Źródło: GUS, Santander

Propozycja PiS podwyżek płacy minimalnej

rok	Płaca minimalna, zł	% wzrost
2019	2250*	7.1
2020	2600*	15.6
2021	3000	15.4
2022	3333**	11.1
2023	3667**	10.0
2024	4000	9.1

* już zatwierdzone; ** wartości interpolowane
Źródło: GUS, Santander



EU17: BG, CZ, DE, EE, IE, ES, FR, HR, LV, LT, LU, HU, MT, NL, PL, PT, RO, SL, SK, UK
Źródło: Eurostat, Santander



Inflacja: dalej w górę

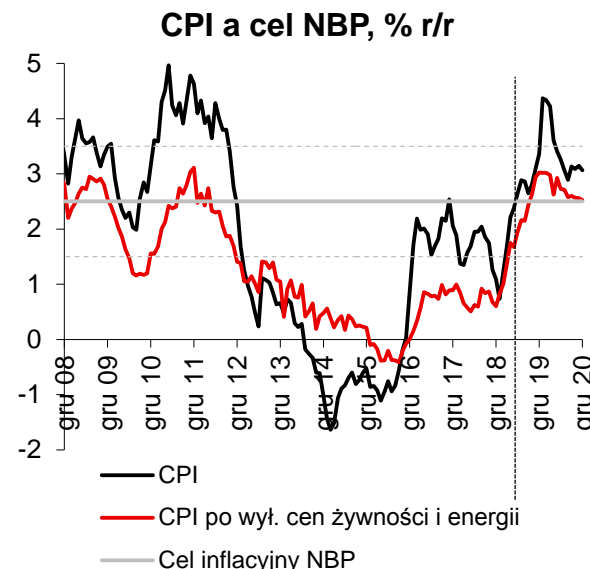
Zgodnie z naszymi oczekiwaniami inflacja rośnie - w lipcu i sierpniu osiągnęła 2,9% r/r. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii urosła do 2,2% r/r w tych miesiącach. Silna presja w górę pochodziła też z cen żywności, szczególnie mięsa (przez ASF), owoców i warzyw (susza).

We wrześniu wzrost CPI zelżał do 2,6% r/r przez spadek m/m cen żywności i paliw. Oczekujemy, że do końca roku inflacja będzie się jeszcze nasilać a w I kw. 2020 r. dojdzie do ok. 4,5% r/r przy inflacji bazowej na ok. 3% r/r w IV kw. br. i I kw. 2020 r. Prognozujemy, że w 2020 r. inflacja CPI wyniesie średnio 3,6%.

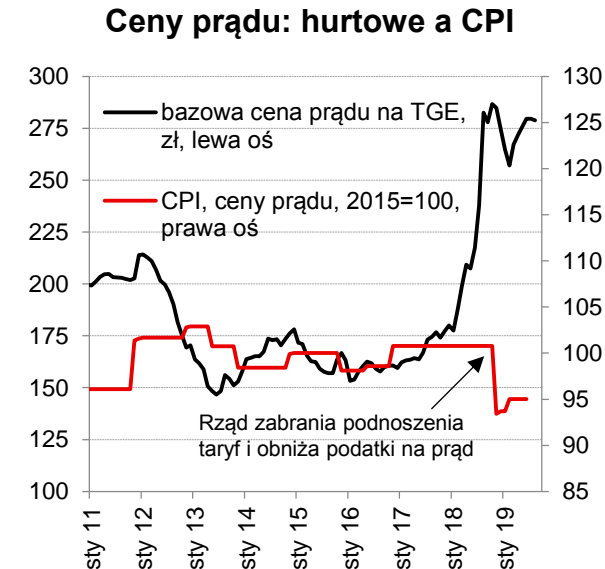
Inflacja CPI jest podsycona przez:

- 1) Tendencje wzrostowe w kosztach firm: rosnące koszty pracy i ubezpieczenia społecznego (PPK, zniesienie limitu na składki),
- 2) Silny popyt krajowy, wspierany wydatkami socjalnymi: obniżką PIT w październiku br., rozszerzeniem świadczenia 500+ od lipca br., dodatkową emeryturą w maju br. (prawdopodobnie również w 2020 r., choć nie jest to uwzględnione w projekcie budżetu),
- 3) Dużą podwyżkę płacy minimalnej (szacujemy, że doda 0,2pp do CPI średnio w 2020 r.)
- 4) Odmrożenie cen prądu w styczniu 2020 r. (rząd jak dotąd nie obiecał utrzymania stałych cen dla gospodarstw domowych w przyszłym roku). Założyliśmy, że ceny energii otrzymywane przez gospodarstwa domowe wzrosną o 10%, co podbije ścieżkę inflacji o średnio 0,4pp w 2020 r.

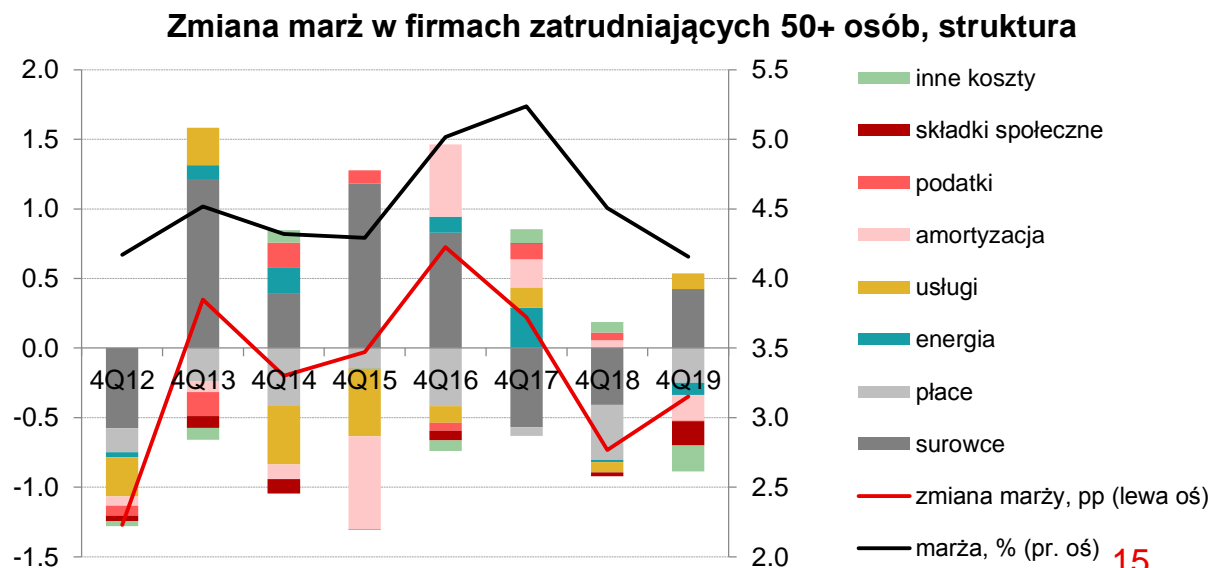
W II poł. 2020 r. zachowanie cen żywności będzie zależało od warunków pogodowych. Jeśli nie będzie anomalii, dojdzie do głosu silny efekt bazy. Jednak obserwowane zmiany klimatyczne sugerują, że ryzyka dla cen żywności kumulują się po wyższej stronie.



Źródło: GUS, NBP, Santander



Źródło: TGE, GUS, Santander



Źródło: GUS, Eurostat, Santander



Polityka pieniężna: rozbieżne opinie

Krajowa polityka pieniężna nabrała rumieńców, a na ostatnich posiedzeniach głosowano nad przeciwstawnymi wnioskami: o podwyżkę stóp w lipcu i obniżkę we wrześniu. Pierwszy poparło tylko dwóch członków RPP (Gatnar i Zubelewicz) i zgadujemy, że poparcie dla drugiego nie było większe (Łon i być może Żyżyński). Większość skupiona wokół prezesa Głapińskiego wciąż popiera stabilizację stóp, ale wygląda na to, że dyskusja w RPP będzie ulegała dalszej intensyfikacji, gdyż RPP będzie musiała zmierzyć się z dwoma niepokojącymi tendencjami: wzrostem inflacji wyraźnie powyżej celu (pytanie: jak długo) oraz spowolnieniem gospodarki pod wpływem szoków z zewnątrz.

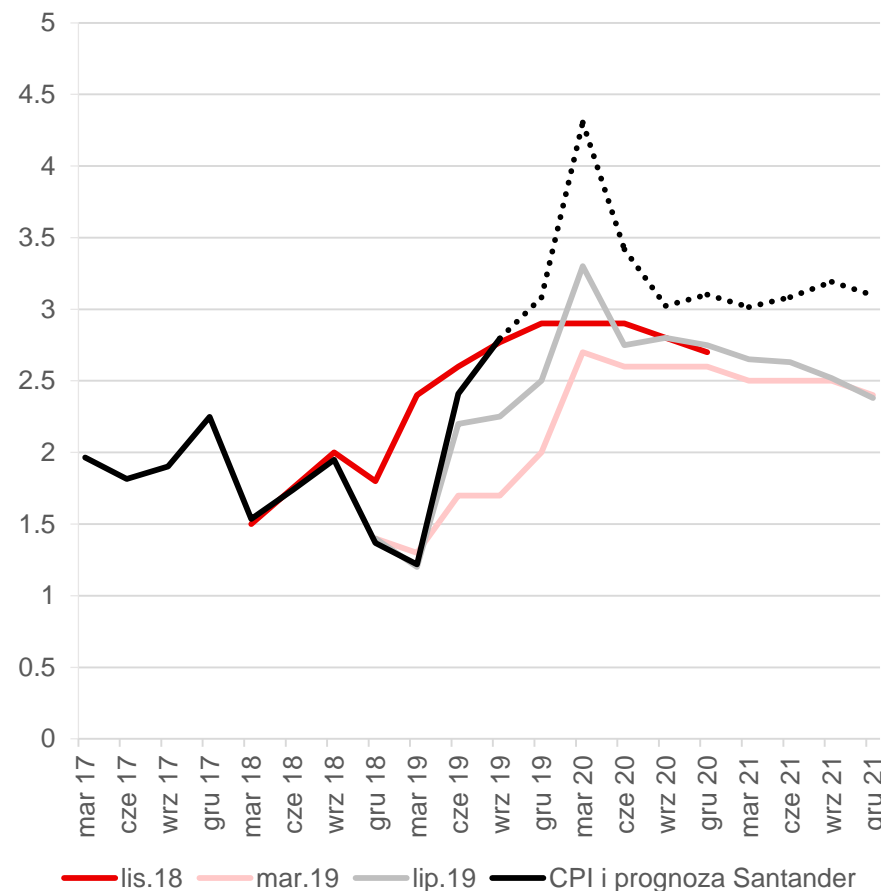
Niektórzy członkowie RPP, którzy byli przeciw podwyżkom w lipcu (Hardt, Osiatyński) sugerowali, że mogliby poprzeć zacieśnienie polityki pod koniec roku, o ile wzrost inflacji będzie postępował. Niektórzy członkowie Rady są jednak coraz bardziej zaniepokojeni perspektywami wzrostu. Skutek tego taki, że starcie przeciwnych obozów będzie trwało. Prezes Głapiński wyraźnie bardziej popiera gołębią frakcję i ostatnio zasugerował, że „to nie jest dobra pogoda dla jastrzębi” oraz podkreślił, że wciąż istnieje przestrzeń dla obniżek w razie zaskakująco silnego spowolnienia.

20 grudnia 2019 r. kończy się kadencja Jerzego Osiatyńskiego. Jego następcę wybierze prezydent Duda, który wcześniej nominował Hardta i Zubelewicza – dwóch jastrzębich członków Rady. Na razie nie wiemy, kto zastąpi Osiatyńskiego i co to wniesie do rozkładu sił w RPP.

Sądzymy, że w najbliższych miesiącach powtórzyć się mogą wnioski i o podwyżki, i o obniżki, ale scenariuszem bazowym jest utrzymanie stóp bez zmian co najmniej do końca 2020 r.

W listopadzie poznamy nową projekcję NBP. Prawdopodobnie inflacja CPI będzie wyraźnie powyżej poprzedniej ścieżki, przynajmniej w krótkim okresie. W długim jednak prognozy powinny zbiegać do celu 2,5%. Poza tym, przypominamy, że RPP ma tendencję do bagatelizowania wyników projekcji, gdy nie pasuje ona do przyjętej retoryki.

Prognozy inflacji NBP a faktyczne dane i nasza prognoza (% r/r)



Źródło: NBP, GUS, Santander



Polityka pieniężna: przegląd ornitologiczny

Wnioski o ich podwyżkę prawdopodobnie pojawią się w ostatnich miesiącach tego roku, jeśli ceny będą rosły zgodnie z lipcową projekcją(18/07, PAP)

Uważam, [inflację] 3,5 procent, osiągniemy w Polsce już niedługo - możliwe, że to będzie listopad, a najpewniej grudzień. W nowy rok wejdziemy z inflacją już wychodzącą poza to pasmo odchyłań. Stąd był mój wniosek o podwyżkę stóp. **Oczywiście nie będę składał takich wniosków [o podwyżkę] co miesiąc**, bo chciałbym poczekać, aż uzyskam poparcie kolejnych członków RPP. Może to mieć miejsce przy okazji następnej, listopadowej projekcji. (17/09, Reuters)

Gdyby jednak (...) spowolnienie w strefie euro się pojawiło, to nie ma obecnie przestrzeni do obniżki stóp, ponieważ zagroziłoby to stabilności sektora bankowego w Polsce (31/07, PAP)

Kluczowe są oczekiwania inflacyjne. Jeśli wzrosłyby one bardzo mocno, to byłby argument za podwyżkami. Wysokiej inflacji nie należy ignorować i gdyby na trwałe zbliżyła się do 3,5%, bez jednoznacznej perspektywy na jej późniejszy spadek, **to należałoby się zastanowić nad podwyżką. Nawet mała podwyżka - o 15 pb - umocniłaby wiarygodność banku centralnego.** (19/09, DGP)

Olimpijski spokój, który cechuje część członków RPP - ja go wcześniej nie podzielałem i teraz tym bardziej go nie podzielał. Wydaje mi się, że **musimy się liczyć z tym, że ścieżka wzrostu cen pod koniec roku będzie przebiegała powyżej dotychczasowych trajektorii**, które są zawarte w prognozach NBP. Wielokrotnie publicznie mówiłem, że okres bardzo stabilnej polityki pieniężnej, którą NBP prowadzi od wielu lat, może dobiegać końca (31/07, PAP)

Pewne wstępne kalkulacje wskazują, że plan [wzrostu płacy minimalnej] nie podbije znacząco Inflacji. **Globalne spowolnienie to nie jest najlepszy czas na zacieśnianie polityki monetarnej.** (16/09, Bloomberg)

Reasumując kwestię stóp procentowych, obecnie stosując podejście „wait&see”. Bilans czynników ryzyka dla ścieżki stóp w Polsce jest moim zdaniem przechylony **bardziej w stronę podwyżek, aniżeli obniżek**. Choć nie byłem obecny na lipcowym posiedzeniu RPP, nie widziałem wówczas konieczności podwyżek stóp procentowych i nie widzę takiej potrzeby w najbliższej przyszłości.(4/09, PAP)

Konsensus PAP: gołębie i jastrzębie w RPP

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

Konsensu powstał w oparciu o prognozy 15 ekonomistów zbierane przez PAP Biznes w dniach 24-26.09.2019 r.

nastawienie:

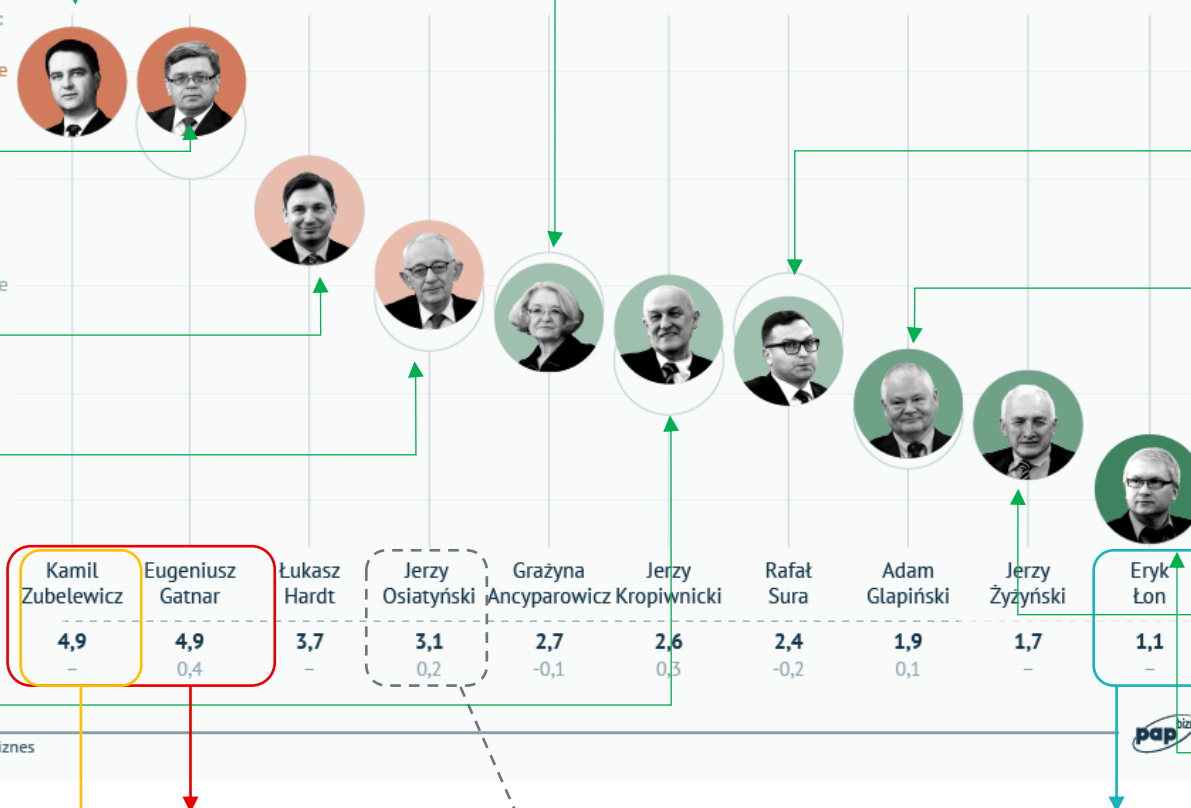
5 - jastrzębie

3 - neutralne

1 - gołębie

● konsensus z września '19

○ konsensus z marca '19



Źródło: PAP Biznes



Głosowali za podwyżką w lipcu 2019

Prawdopodobnie głosował za obniżką we wrześniu 2019

Głosował za podwyżką w listopadzie 2018

Kończy kadencję w grudniu 2019

Wzrost płacy minimalnej nie sprawi, że inflacja wzrośnie powyżej 3,5% w 2020 r. Nie ma ryzyka dla scenariusza stabilizacji stóp. (16/09, Bloomberg)

W tej chwili nie ma powodu, **żeby włączać się jeszcze dalej z luzowaniem polityki pieniężnej**. Według mnie stopy są absolutnie optymalne. **Jestem przeciwna zaostżeniu [polityki pieniężnej]**, wielu Polaków ma ogromne kredyty. (21/08, Parkiet TV)

Na dziś nie ma żadnych przesłanek do zmiany stóp proc., najbardziej optymalny scenariusz dla polskiej gospodarki to stabilizacja stóp na obecnym poziomie. Wzrost inflacji jest nieco wyższy niż był zakładany w projekcji lipcowej. Ten wzrost nie ma charakteru trwałego, jest spowodowany czynnikami podażowymi. (11/09, Konferencja RPP)

[Wzrost płacy minimalnej] to jest minimalny wpływ na inflację - maksimum to jest jakieś 0,1 pkt. proc. Sytuacja polskiej gospodarki jest idealna, nie występują żadne nierównowagi na żadnym rynku. **Mamy tę przestrzeń**, gdyby w przyszłości była potrzeba i koniunktura by się pogorszyła, znacząco i nagle, to my możemy też **obniżyć stopy**. (11/09, Konferencja RPP)

Z tego, co słyszałem, wzrostu cen to podwyższenie płacy minimalnej raczej nie spowoduje (23/09, Fronda)

Stabilizacja warunków kredytowych, czyli stopy procentowej, bardzo dobrze sprzyja polskiej gospodarce. Polityka RPP powinna sprzyjać akcji kredytowej, więc być może **nawet warto byłoby obniżyć stopy procentowe, szczególnie w obliczu spowolnienia w gospodarce światowej**. (8/08, PAP)

Oczywiście obniżka jest potrzebna wówczas, gdy pojawiają się symptomy ochłodzenia gospodarczego. (...) Potrzebne jest niejako działanie wyprzedzające. (23/09, Radio Maryja)

Polska gospodarka potrzebuje niskich stóp procentowych. Z tego też powodu **warto rozważyć obniżenie stóp procentowych**. (16/09, Radio Maryja)



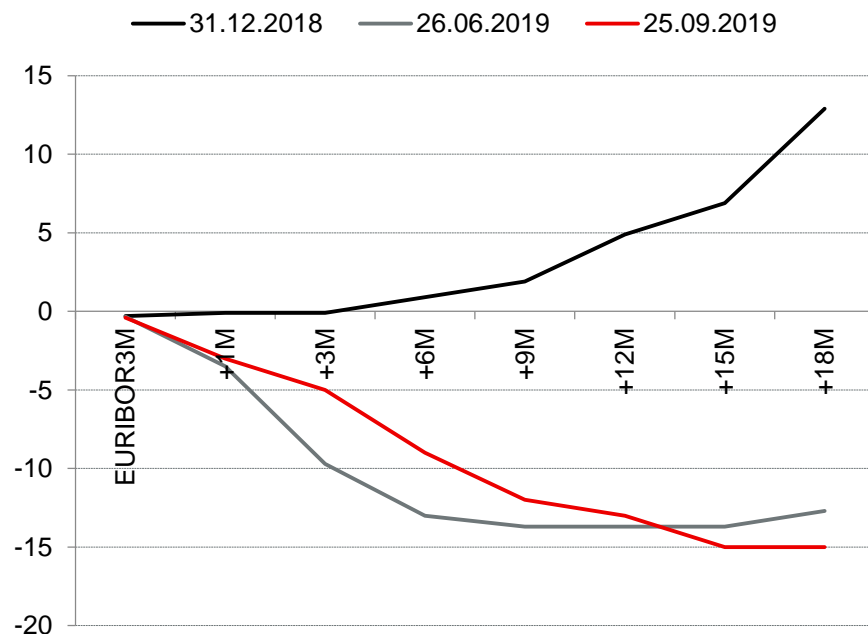


Notowania rynku pieniężnego

Krajowy rynek pieniężny nadal wycenia wysokie prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych przez RPP.

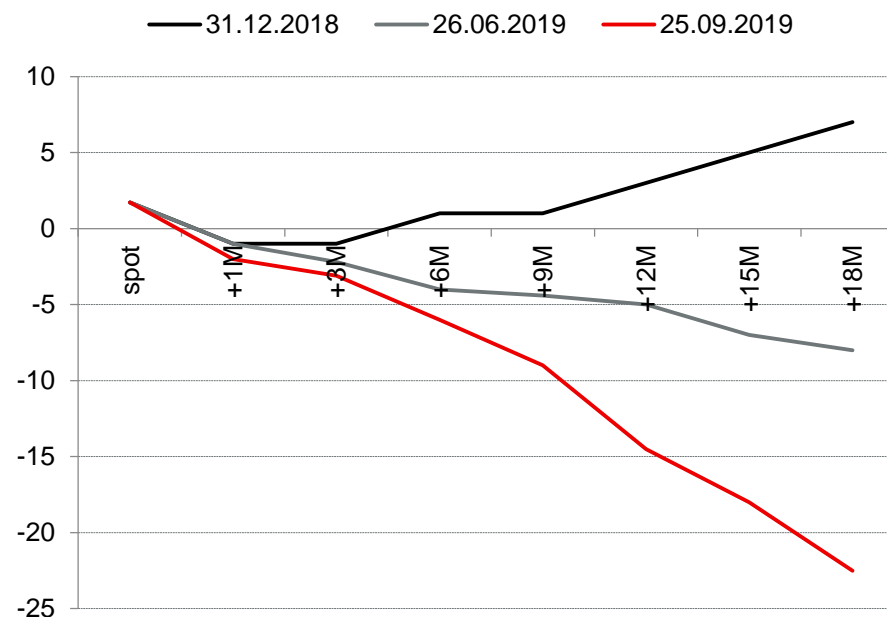
Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobny jest scenariusz stabilizacji stóp w najbliższych latach.

Zmiana Euribor3M w kolejnych miesiącach wyceniana przez rynek (pb)



Źródło: Refinitiv, Santander

Zmiana Wibor3M w kolejnych miesiącach wyceniana przez rynek (pb)



Źródło: Refinitiv, Santander



Budżet 2020: zero po raz pierwszy?

Rządowy projekt budżetu na 2020 zakłada zerowy deficyt na poziomie centralnym, co zostało osiągnięte poprzez pewien wzrost podatków, duże jednorazowe wpływy, ale również ograniczone wydatki.

Według nas, założenia makro przyjęte w budżecie nie budzą poważnych obaw. Plan przychodów jest ambitny, ale osiągalny, choć niektóre założenia (np. dalszy wzrost ściągальności VAT-u) wyglądają zbyt optymistycznie. Tempo wzrostu wydatków jest umiarkowane, częściowo wskutek obniżenia planowanej dotacji do FUS. Co więcej, w budżecie nie ma wydzielonych środków na wpłatę już obiecaną 13-tej emerytury, co sugeruje, że część deficytu może być wypchnięta z budżetu centralnego do innych jednostek publicznych.

Bardziej szczegółową analizę planu budżetu na 2020 przedstawiliśmy w naszym [Komentarzu Ekonomicznym](#).

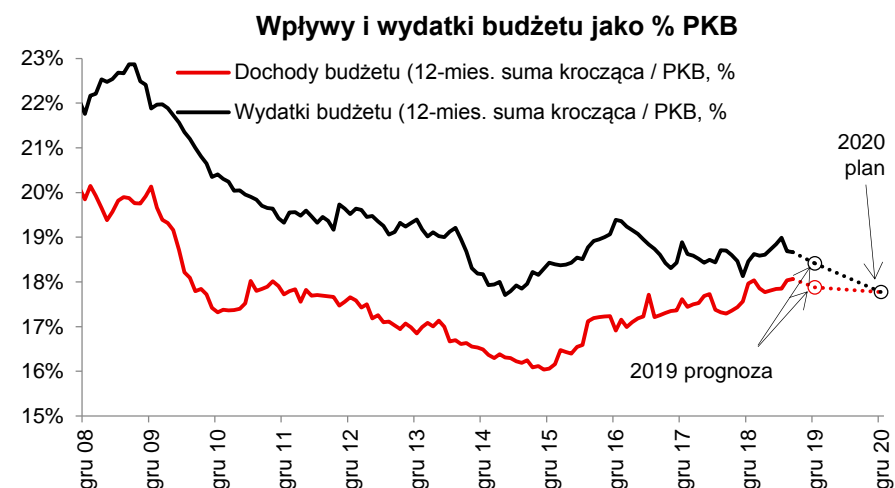
Ogólnie, plany fiskalne rządu zostały dość dobrze przyjęte przez rynek, ale nie równie ciepło przez agencje ratingowe. Zdaniem Fitch oraz Moody's, przyjęte założenia są zbyt optymistyczne i według nich deficyt będzie większy niż prognozowany przez rząd, szczególnie strukturalny. Wypowiedzi wysokiej rangi członków PiS, mówiących że po wyborach projekt zostanie zapewne zmieniony, również nakazują traktować plan zerowego deficytu z rezerwą. Niemniej, sądzimy, że tak długo jak krajowa gospodarka nie spowolni dużo mocniej od naszych oczekiwań, wielkość deficytu budżetowego nie powinna niepokoić inwestorów w nadchodzących kwartałach.

Projekt budżetu 2020: główne składniki (mln zł)

	2019 plan (1)	2019 prognoza (2)	2020 plan (3)	zmiana (3) / (2)
Łączne dochody	387 735	404 248	429 480	6,2%
Wpływy podatkowe	359 731	371 393	392 507	5,7%
VAT	179 600	185 400	200 150	8,0%
CIT	34 800	40 280	41 800	3,8%
PIT	64 300	65 815	66 515	1,1%
Akcyza	73 000	71 493	74 905	4,8%
Podatek bankowy	4 551	4 689	4 878	4,0%
Wpływy niepodatkowe	25 806	30 768	34 631	12,6%
Łączne wydatki	416 235	416 235	429 480	3,2%
Wynik budżetu	-28 500	-11 987	0	N/A
Wynik GG (% PKB)	-1,8%	-1,0%*	-0,3%	

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander;

* prognoza Santander



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



PiS idzie po kolejne zwycięstwo

Wybory parlamentarne odbędą się 13 października. Biorąc pod uwagę dostępne sondaże, wydaje się wielce prawdopodobne, że PiS znów wygra, uzyskując większość bezwzględną.

Wyciągnęliśmy taki wniosek ze stochastycznej symulacji rozkładu mandatów. Przyjęliśmy, że wyniki wyborów są zmiennymi losowymi o rozkładzie normalnym z wartością średnią równą średniej z pięciu ostatnich sondaży i macierzą wariancji-kowariancji wyliczoną na podstawie ostatnich 40 sondaży. Przeliczamy ogólny wynik wyborczy na wyniki w okręgach uwzględniając różnice w lokalnych preferencjach wyborców określone na podstawie ostatnich wyborów do parlamentu, samorządów i Parlamentu Europejskiego.

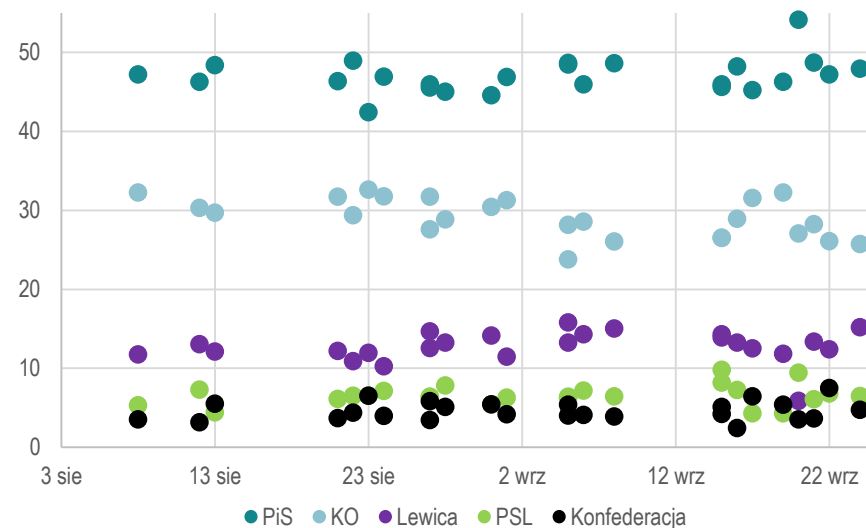
Nasza symulacja sugeruje, że PiS ma ogromne szanse na zdobycie większości zwykłej – ok. 90%. Nie wydaje nam się, żeby w zasięgu było uzyskanie kwalifikowanej większości 3/5 (pozwalającej na obalenie prezydenckiego weta) czy 2/3 (do samodzielnej zmiany konstytucji). Szacujemy szanse, że trzy partie opozycyjne (KO, Lewica i PSL) zdobędą dostatecznie dużo głosów, żeby utworzyć rząd na 5%.

80-procentowy przedział ufności dla spodziewanego rozkładu mandatów

Partia	Spodziewane mandaty	Obecne mandaty
PiS	231-262	240
KO	120-151	155
Lewica	42-67	0
PSL-Kukiz	0-26	38
Konfederacja	0-16	5
pozostali	1	22

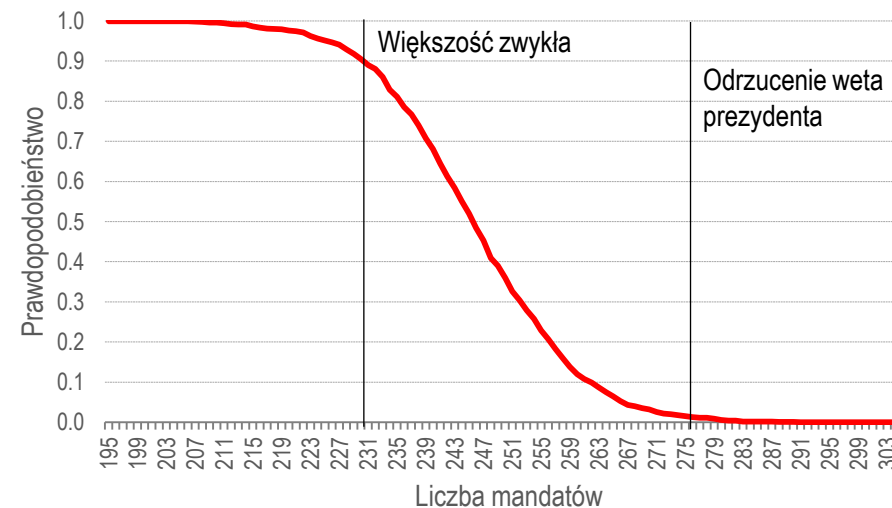
Źródło: Santander

Wyniki sondaży



Źródło: ewybory, Santander

Prawdopodobieństwo, że PiS zdobędzie nie mniej niż ... mandatów (zakładając wynik wyborczy zgodny z sondażami)



Źródło: Santander





Rynek długu: rentowności wyżej, szersze spready

Globalne nastawienie do rynku długu pozostaje pozytywne po tym jak we wrześniu główne banki centralne świata (Fed, ECB, PBoC) poluzowały politykę pieniężną. Globalne spowolnienie wzrostu – rezultat rozpoczętych wojen handlowych na linii USA-Chiny – wydaje się być mocniejszy i może trwać dłużej niż początkowo zakładano i tym samym może wspierać bazowe rynki długu jeszcze przez jakiś czas.

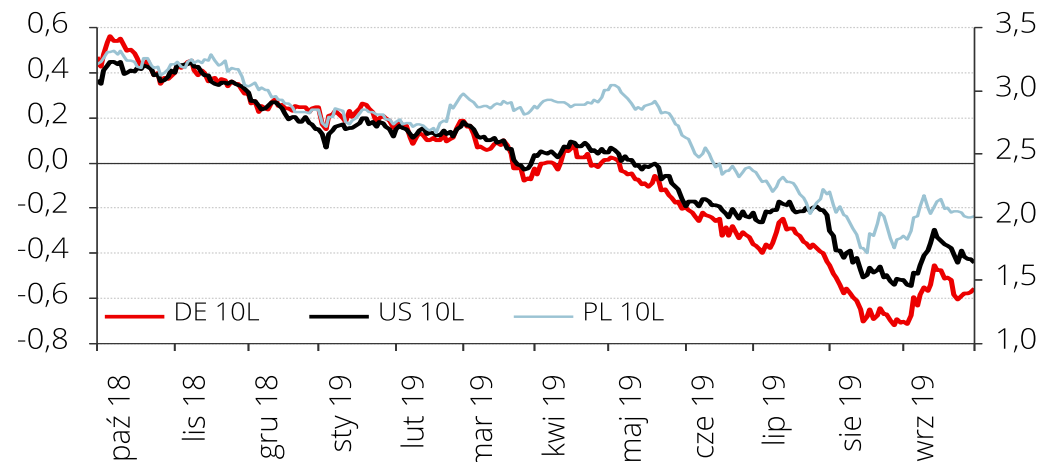
Lokalne czynniki polskie takie jak słabsze dane, gołębia RPP (z wnioskiem o obniżkę na wrześniowym spotkaniu), przyzwoite wykonanie budżetu również wydają się wspierać lokalny rynek długu. Ponadto w październiku zapada 9,8mld obligacji oraz płacone jest 4,1 mld odsetek.

Niemniej, wyższa zmienność na rynkach globalnych, której się spodziewamy w najbliższych kwartałach (następny slajd) oraz czynniki lokalne (wyrok TSUE 30 października) powodują, że polskie aktywa powinny w najbliższych miesiącach mieć wyższą premię za ryzyko.

Ponadto wydaje się, że pierwsze skutki starć handlowych na linii USA-Chiny zostały już przez rynki w dużej mierze wycenione. Stąd wrażliwość rynków bazowych na ewentualne pozytywne wiadomości (np. porozumienie US z Chinami lub wyższy odczyt inflacji bazowej w USA) jest podwyższona, w naszej opinii.

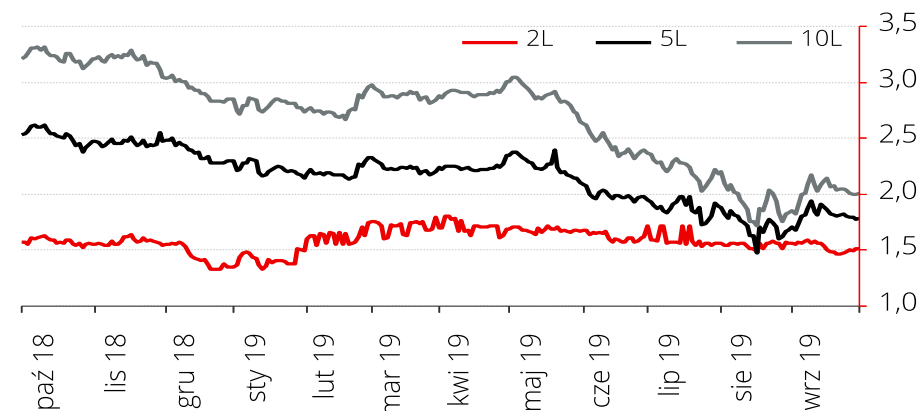
Oczekujemy poszerzenia się spreadu polskich obligacji 10L do Bunda do 275pb z obecnych 258pb oraz oczekujemy wzrostu rentowności do 2.15% na koniec Q4. W międzyczasie, krótki koniec krzywej (2L) może pozostawać stabilny na skutek tymczasowo niższej inflacji (wrześniowy odczyt 2,6%) oraz gołębiego nastawienia RPP

Rentowności 10L obligacji Polski, Niemiec oraz USA



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności polskich obligacji 2, 5, 10L



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

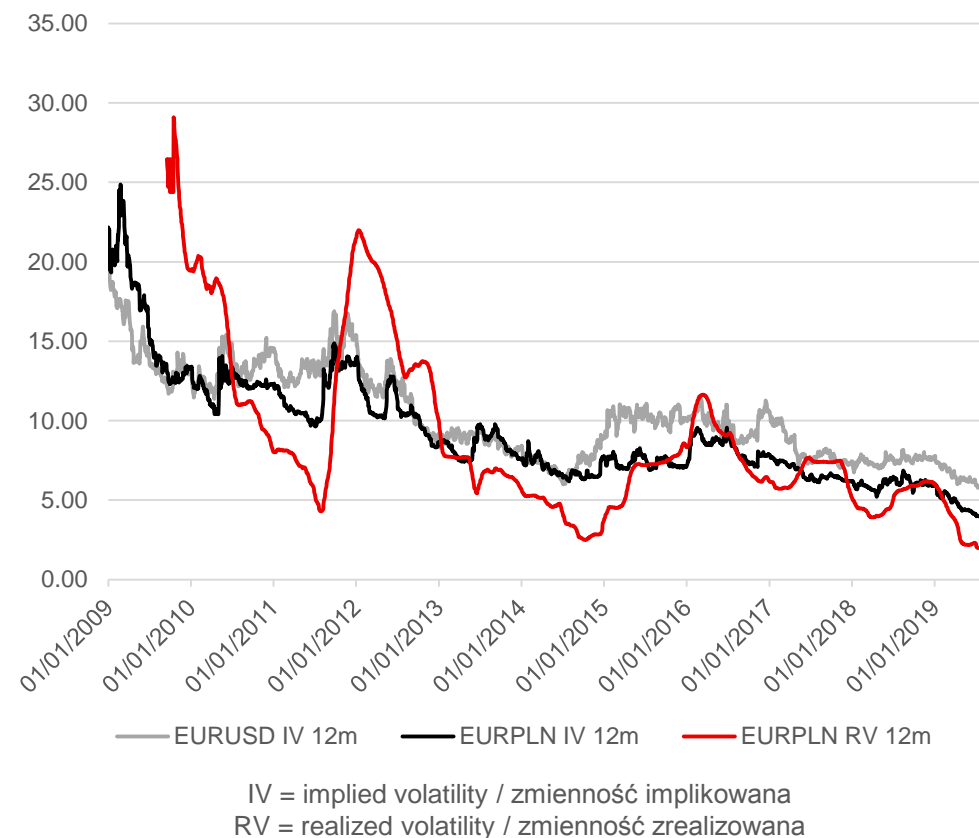


Rynek długu: zmienność wzrośnie

Po tym jak zmienność drastycznie wzrosła podczas kryzysu Lehmana, następnie wkroczyła w ponad 10-letni okres spadającej zmienności (wykres po prawej). Trend spadkowy wzmożony przez słynne słowa Mario Draghiego z ECB z 2012 roku „Whatever it takes” i zatrzymany tylko na chwilę w sierpniu 2015 na skutek dewaluacji Yuana o 3% może wkrótce ulec zakończeniu na skutek poniższych argumentów

- 1. Polityka pieniężna.** Ze stopami procentowymi wielu banków centralnych poniżej zera staje się coraz bardziej prawdopodobne, że mechanizm transmisji z polityki pieniężnej do działalności gospodarczej zaczyna słabnąć. Można założyć, że ten istotny czynnik wpływający do tej pory na niską zmienność powoli słabnie
- 2. Geopolityka.** Wojny handlowe USA-Chiny są prawdopodobnie skutkiem dużo głębszych rozdźwięków pomiędzy tymi dwoma narodami. Rezultatem zaistniałej sytuacji może być sytuacja w której USA stają się coraz bardziej skoncentrowane na Pacyfiku, a coraz mniej skłonne do interwencji zbrojnych globalnie. Tym samym w średnim okresie ilość nieskorelowanych ze sobą wydarzeń zwiększających niepewność (jak np. ataki na instalacje Arabii Saudyjskiej) może być częstsza i tym samym wpływać na ogólną zmienność rynków
- 3. Dywergencja makroekonomiczna.** W miarę jak zmieniają się globalne łańcuchy dostaw, niektóre kraje ze starzejącą się demografią oraz zależne w dużym stopniu od eksportu (jak np. Niemcy, Japonia) mogą stać się narażone na długotrwałe spowolnienie gospodarcze podczas gdy inne kraje, ze zdrową demografią i innowacyjną gospodarką (jak np. USA) mogą sobie radzić lepiej. Rozbieżne warunki makroekonomiczne w głównych gospodarkach mogą się przekładać na podwyższoną zmienność na rynkach oraz więcej okazji do inwestycji **relative value**
- 4. Czynniki lokalne.** W miarę jak dominujący czynnik na rynkach globalnych (luźna polityka monetarna głównych banków centralnych) powoli traci możliwość wpływania na realną gospodarkę, czynniki lokalne przejmą część tej roli i będą zwiększać ogólny poziom zmienności.

Roczne zmienności implikowane EURUSD i EURPLN oraz roczna zmienność zrealizowana EURPLN (%)



Źródło: Bloomberg, Santander



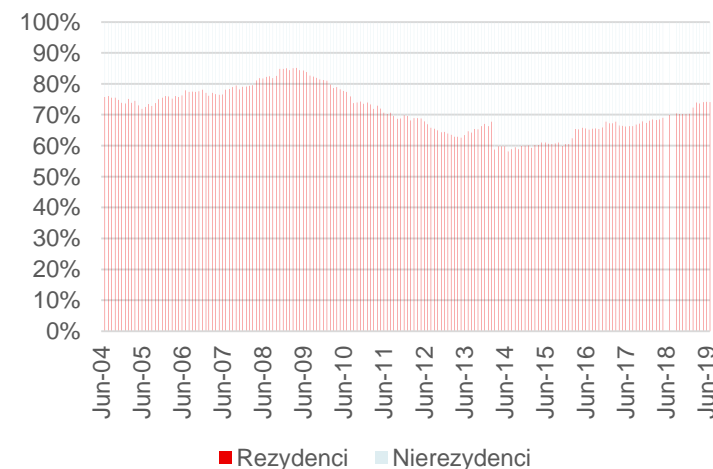
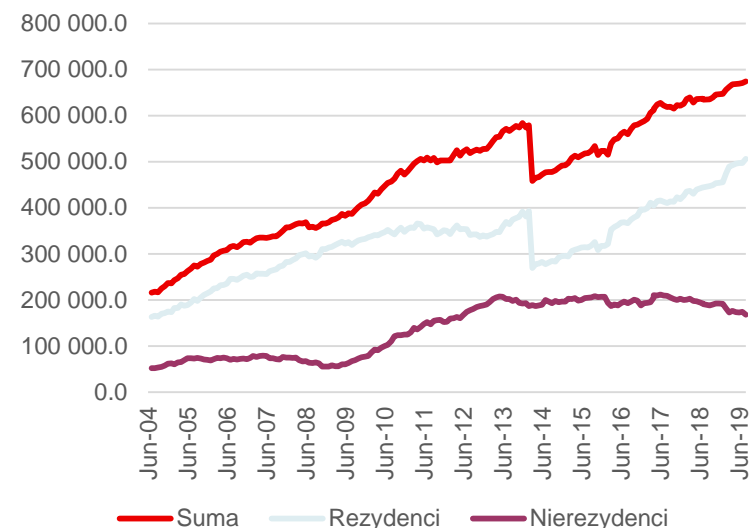
Rynek długu: zagranica się wycofuje, lokalne banki wciąż kupują

Najświeższe dane (na dzień 31 sierpnia) z Ministerstwa Finansów o właścicielach rynkowych obligacji denominowanych w PLN wskazują na kontynuację trendów:

- Całkowita ilość długu wzrosła do 675 mld zł (+28 mld zł od początku roku, +1,2 mld m/m)
- Instytucje krajowe zwiększyły własność do PLN 509mld (+53mld YTD, +3mld m/m) co obecnie stanowi 75,4% całości. Strukturalnie większość obligacji jest własnością banków (PLN 308mld), firm ubezpieczeniowych (PLN 64mld) oraz funduszy inwestycyjnych (PLN 60mld), z których wszystkie dokupywały w sierpniu obligacji m/m o odpowiednio: +1,3mld, +0,1mld oraz +1,4mld
- Inwestorzy zagraniczni drugi miesiąc z rzędu zmniejszyli zaangażowanie w polskie obligacje do PLN 166mld (-25,4mld YTD, -1,8mld m/m), które stanowią obecnie 24,6% całości. Instytucje które się wycofywały to zagraniczne banki centralne (-0,4mld), fundusze inwestycyjne (-0,7mld) oraz grupa „inne” (-2,8mld) podczas gdy nabywały zagraniczne banki +2mld. W podziale geograficznym najwięcej sprzedających było z Azji (-2mld) oraz europejskich krajów spoza strefy euro (-1mld) podczas gdy kraje ze strefy euro nabywały (+2,6mld)

Dane wciąż wspierają średnioterminowy trend, w którym znaczącą rolę w finansowaniu długu mają lokalne banki. IV kw. może być neutralny odnośnie zaangażowania inwestorów zagranicznych ze względu na fakt, iż niepewność wynikająca ze zbliżających się wyborów parlamentarnych oraz wyroku TSUE zwiększa szanse na neutralne pozycje inwestorów

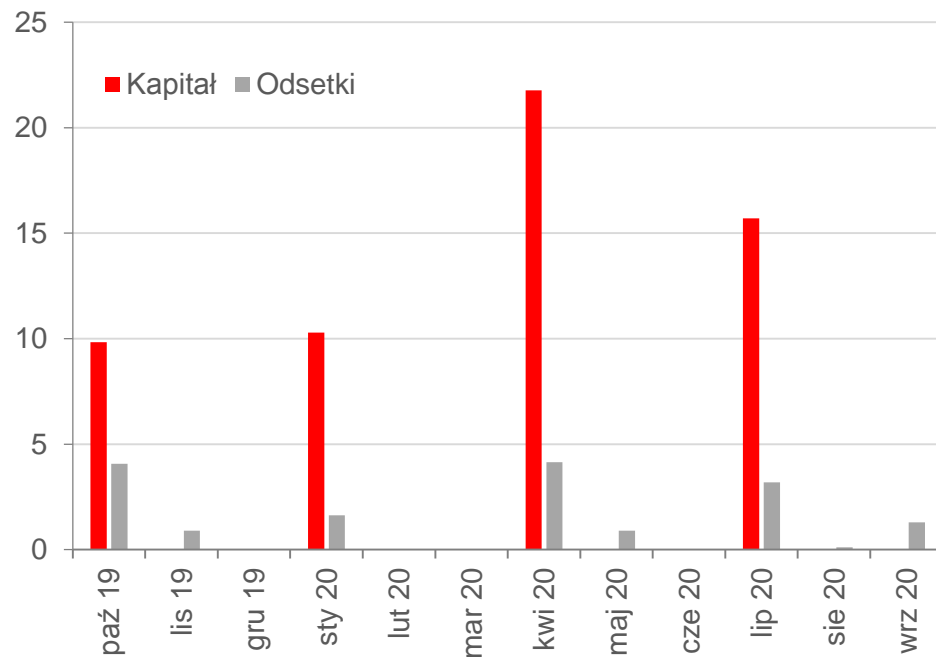
Własność obligacji rządowych w podziale na instytucje krajowe oraz inwestorów zagranicznych: w PLN (u góry) oraz w % (na dole)



Wykupy długu

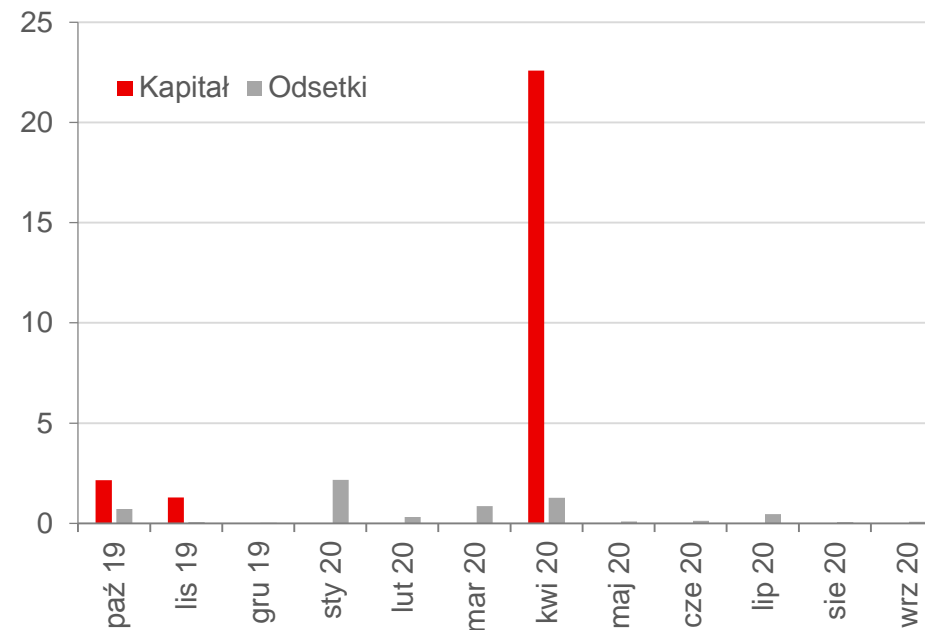


Wykupy obligacji i spłaty odsetek w PLN (mld zł)



Źródło: MF, Santander Bank Polska

Spłaty kapitału i odsetek obligacji walutowych (mld zł)



Źródło: MF, Santander Bank Polska



Rynek FX: Czynniki ryzyka kumulują się w IV kw.

Zrewidowaliśmy w górę nasze prognozy EURPLN w horyzoncie do końca roku i spłaszczyliśmy ścieżkę na 2020 na ok. 4,30 głównie uwzględniając ryzyko wolniejszego globalnego wzrostu gospodarczego i niejasnych skutków wyroku TSUE. Sądzymy, że EURPLN może pozostać w pobliżu 4,40 w oczekiwaniu na wyrok, a kwestia kredytów walutowych może ograniczać potencjał do aprecjacji w dalszej części roku.

W ostatnich tygodniach złoty był dość zmienny – najpierw odrobił połowę strat poniesionych od połowy lipca do końca sierpnia, ale szybko ponownie osłabił się do 4,40 za euro.

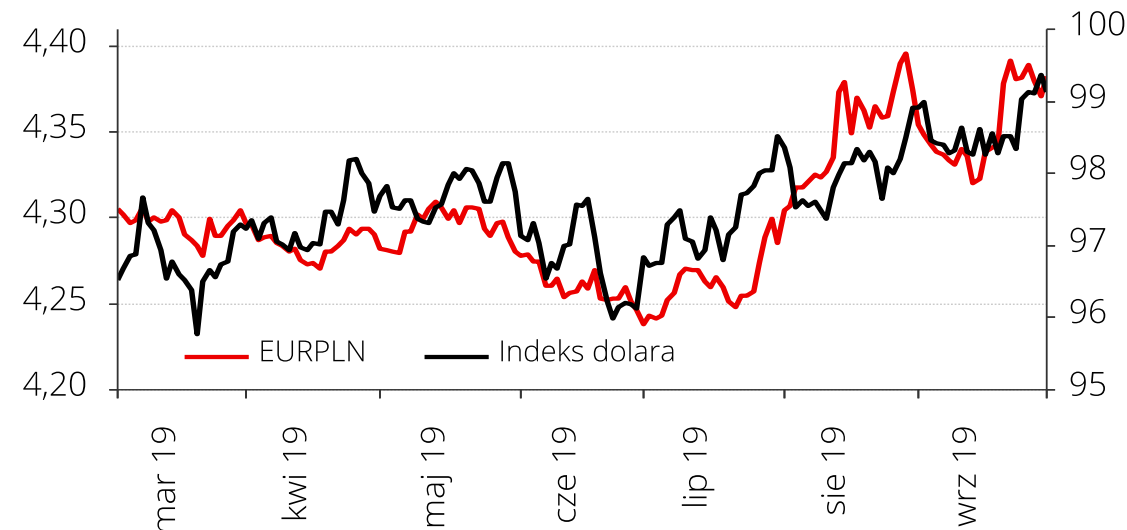
Licząc od początku roku, dziesięć z głównych walut z rynków wschodzących osłabiło się do euro, z czego pięć było z regionu CEE – lira, forint, złoty, leja i korona. Tymczasem euro straciło do sześciu walut z koszyka G10.

Niemal wszystkie waluty z rynków wschodzących straciły do dolara, ale negatywne wyróżnianie się walut regionu CEE sugeruje, że obecny był typowo europejski czynnik wpływający na notowania. W naszej ocenie, mogła to być przedłużająca się kwestia Brexitu i wpływ spowolnienia w Niemczech na kraje regionu CEE.

Istotny mógł też być czynnik krajowy – wyrok TSUE i coraz więcej dowodów na to, że spowolnienie za naszą zachodnią granicą ma wyraźny wpływ na aktywność gospodarczą z Polsce. TSUE ogłosi swój wyrok 3 października i już w reakcji na podanie tej daty złoty wyraźnie się osłabił.

Trudno dokładnie przewidzieć rozwój wydarzeń na rynkach w związku z wyrokiem TSUE, ale naszym zdaniem raczej nie należy obstawiać katastroficznych scenariuszy. O ile nie można wykluczyć, że złoty jeszcze się osłabi, to jednak taka wyprzedaż, o ile nastąpi, nie powinna być bardzo trwała. Skalę możliwego wzrostu EURPLN będzie ograniczać popyt na walutę ze strony eksporterów (niektórzy od pewnego czasu oczekują na wyższe poziomy), możliwość wkroczenia na rynek przez rząd/BGK i realizacja zysków przez inwestorów.

EURPLN i indeks dolara



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Prognozy kursowe

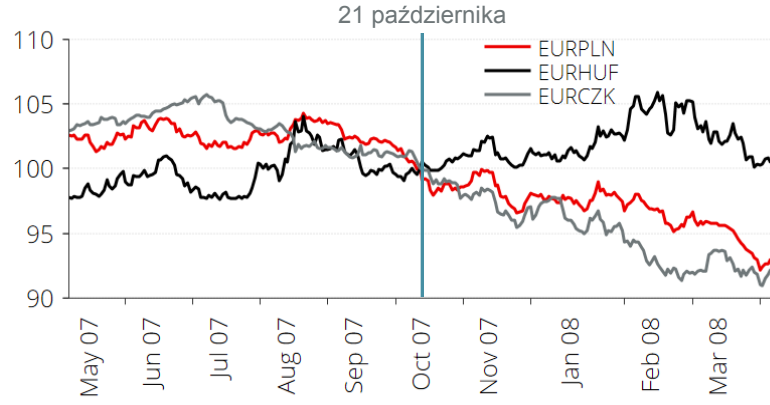
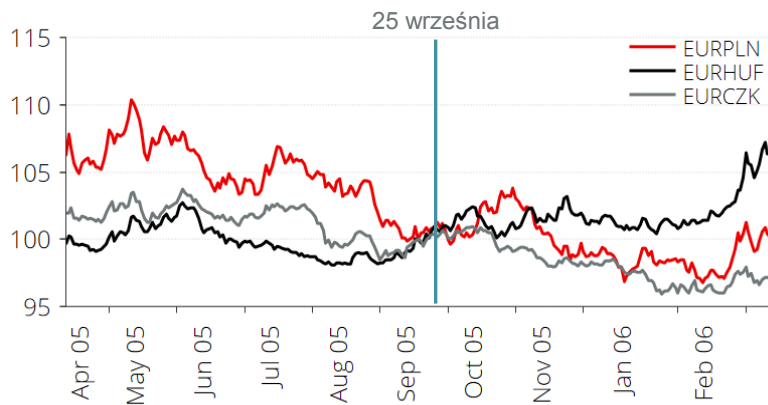
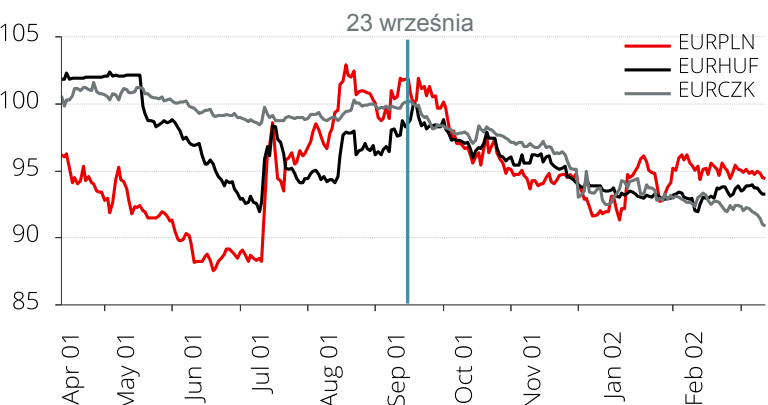
	IV kw. 2019	I kw. 2020	II kw. 2020	III kw. 2020	IV kw. 2020
EUR/PLN	4,38	4,32	4,30	4,30	4,30
USD/PLN	3,90	3,79	3,76	3,72	3,68
EUR/USD	1,12	1,14	1,15	1,16	1,17

Źródło: Santander, średnio w kwartale



Rynek FX: Wybory – historycznie bez trwałego wpływu

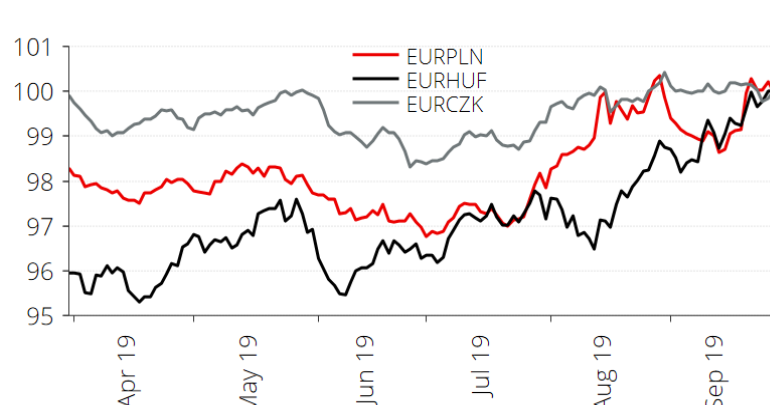
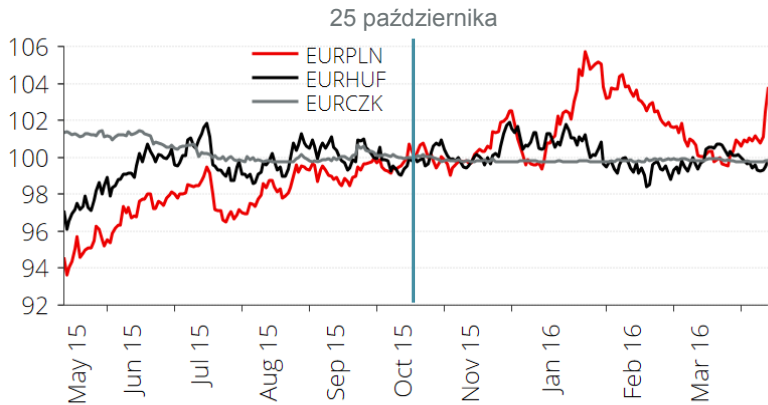
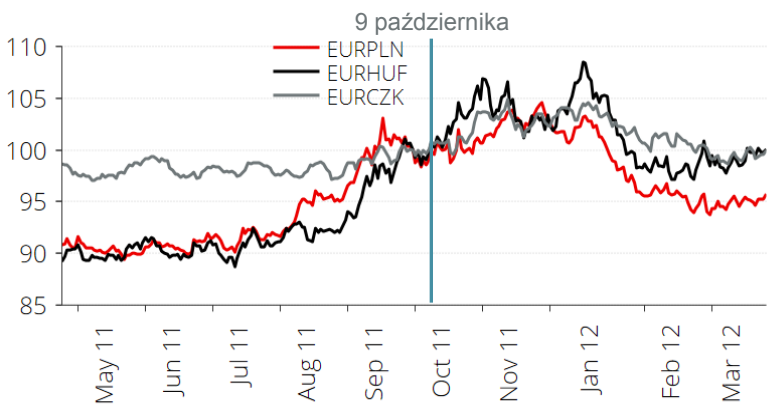
Jeśli PiS znowu zdobędzie większość, to wg nas nie powinno to istotnie wpłynąć na krajowe aktywa. W 2015 złoty zareagował na wyniki głosowania bowiem rynek zaczął się obawiać o wpływ wprowadzenia przedwyborczych obietnic zgłaszanych przez PiS na budżet państwa, o to że RPP stanie się bardziej gołębia i o ryzyko wprowadzenia przymusowej konwersji kredytów walutowych obiecaniej w kampanii prezydenckiej. Jak widać na wykresach poniżej, wpływ wyborów na rynek walutowy nie zawsze był tak sam. Tym razem, zakładamy, że czynnik wyborów nie będzie istotny bowiem inwestorzy przyzwyczaili się do rządu PiS i wygrana tej partii jest powszechnie oczekiwana.



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska





BIS Triennial Central Bank Survey 2019 - Świat

Co 3 lata Bank Rozliczeń Międzynarodowych z Bazylei przeprowadza ankietę wśród ok 1300 dealerów zawierających transakcje na rynku międzybankowym. Ostatnia ankieta miała miejsce w kwietniu 2019 a jej rezultaty zostały opublikowane we wrześniu 2019. Główne punkty:

1. **Przeciętny dzienny obrót walutami** istotnie wzrósł do USD 6,6mld w 2019 z USD 5,1mld w 2016
2. Udział w obrotach transakcji **FX swap** obecnie stanowi prawie **połowę** wszystkich transakcji walutowych (Tabela 1)
3. **Amerykański dolar utrzymał się jako dominująca światowa waluta** (Tabela 2) i stanowił stronę 88,3% wszystkich transakcji. Udział euro wzrósł do 32,3%, podczas gdy **Japońskiego jena istotnie spadł** o 4,8pp do 16,8%
4. **Koncentracja obrotu w głównych centrach finansowych (Tabela 3)** wzrosła do 79%. **Londyn utrzymał status dominującego centrum finansowego** dla walut i to pomimo przeciwności wynikających z postępującego Brexitu. Udział trzech azjatyckich centrów finansowych (Tokyo, Hong Kong, Singapur) utrzymał udział na poziomie 20%. **Udział Nowego Jorku spadł** o 3pp do 17% z 20%
5. Udział rynku chińskiego (*onshore*) wzrósł o istotne 90% w 3 lata

Table 3. Udział w przeciętnym dziennym obrocie, po centrum finansowym

Center	2016	2019
Londyn	37%	43%
Tokyo + HK + Singapur	21%	20%
Nowy Jork	20%	17%
Top 5 centrów w sumie	77%	79%

Tabela 1. Udział w przeciętnym dziennym obrocie, po instrumentach

Instrument	2016	2019
FX swap	47%	49%
FX spot	33%	30%
Forwardy	14%	15%
Opcje	5%	4%
CIRS	2%	2%

Tabela 2. Udział w przeciętnym dziennym obrocie, po walutach

Currency	2016	2019
USD	87,6%	88,3%
EUR	31,4%	32,3%
JPY	21,6%	16,8%
GBP	12,8%	12,8%
AUD	6,9%	6,8%

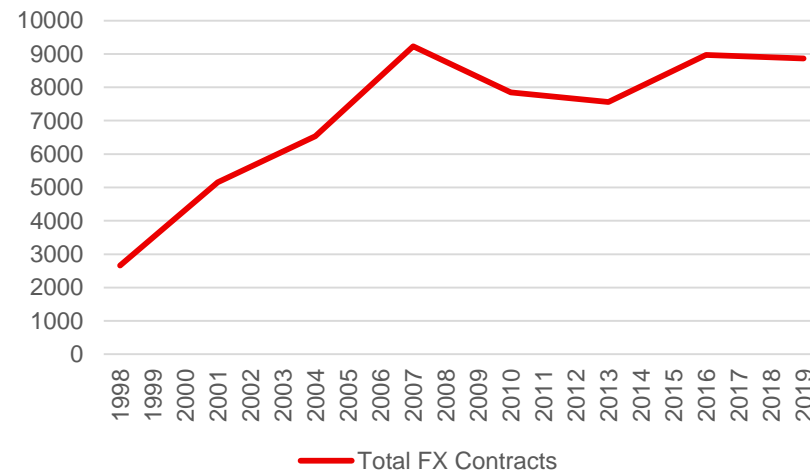


BIS Triennial Central Bank Survey 2019 - Polska

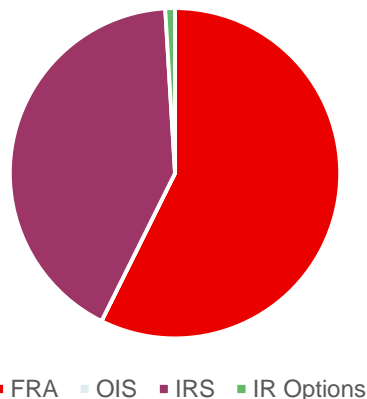
W Polsce 13 instytucji finansowych (krajowych banków lub oddziałów instytucji kredytowych) stanowiących 95-98% rynku wzięło udział w ankiecie. Oto główne punkty (po wyeliminowaniu podwójnego księgowania)

1. Dane dla polskiego rynku są podzielone na (1) **Rynek FX** (FX spot, forwardy, swapy, CIRS oraz opcje) a także (2) **Rynek FI** (FRA, OIS, IRS)
2. W kwietniu 2019 **dzienny przeciętny obrót na rynku FX (wszystkie waluty)** wyniósł USD 8,86mld, spadek o 1pp w stosunku do ankiety z 2016 (wykres po prawej)
3. Podobnie jak w przypadku globalnym, udział transakcji **FX swap** był procentowo największy. Przeciętny dzienny obrót w wysokości USD 5,2mld stanowił **59%** wszystkich transakcji. Drugim najbardziej aktywnie tradowanym instrumentem był **FX Spot** z udziałem **29%**.
4. **Przeciętny dzienny obrót na rynku FI** wzrósł do USD 2,11 mld z 1,49mld w 2016, wzrost o 40%. Instrumenty FRA oraz IRS miały **99%** udział w rynku

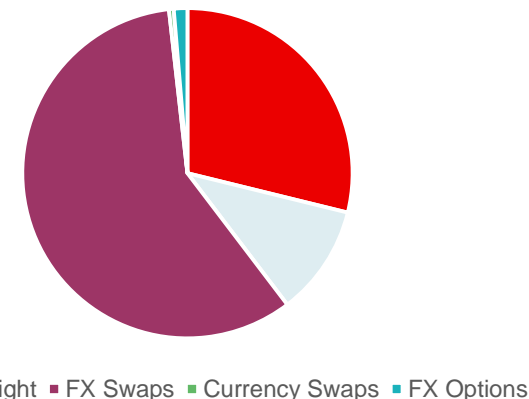
Polska – Całkowity dzienny obrót na rynku OTC FX (USD mln)



Polska – Całkowity obrót dzienny OTC FI w 2019 po instrumentach



Polska – Całkowity obrót dzienny OCT FX w 2019 po instrumentach





Prognozy

		2017	2018	2019	2020	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
PKB	mld PLN	1,989.3	2,115.7	2,262.6	2,416.3	520.2	545.6	562.6	634.2	562.7	583.5	597.0	673.1
PKB	% r/r	4.8	5.1	4.3	3.5	4.7	4.5	4.1	3.9	4.1	3.5	3.3	3.2
Popyt krajowy	% r/r	4.9	5.5	4.6	3.9	4.2	4.8	4.9	4.4	4.2	4.0	3.7	3.6
Spożycie indywidualne	% r/r	4.5	4.5	4.5	4.1	3.9	4.4	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	4.1	3.9	6.1	4.2	3.2	2.5	1.1	3.4	5.8	5.3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	13.7	19.7	6.8	3.0	9.9	7.8	5.2	6.0	2.1	4.4	3.8	1.9
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	7.1	6.5	3.8	2.5	4.1	8.1	5.5	2.1	0.8	0.7	3.4	5.5
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	5.3	7.2	6.9	7.0	7.1	7.0	6.6	6.7	7.6	6.9	7.0	6.2
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	3.3	2.6	2.2	-0.2	2.7	2.5	1.9	1.8	0.7	0.4	0.2	0.1
Stopa bezrobocia*	%	6.6	5.8	5.3	5.1	5.9	5.3	5.1	5.3	5.4	4.9	4.9	5.1
Rachunek bieżący	mln EUR	290	-5,046	-3,441	-6,204	2,110	430	-3,098	-2,883	1,455	257	-4,019	-3,897
Rachunek bieżący	% PKB	0.1	-1.0	-0.7	-1.1	-0.6	-0.4	-0.5	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	-1.1
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-1.4	-0.4	-1.0	-0.4	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	2.0	1.6	2.4	3.4	1.2	2.4	2.8	3.1	4.3	3.4	3.0	3.1
CPI *	% r/r	2.1	1.1	3.4	3.0	1.7	2.6	2.6	3.4	4.2	3.2	3.1	3.0
Inflacja bazowa	% r/r	0.7	0.7	2.0	2.7	1.1	1.8	2.2	2.9	3.0	2.7	2.6	2.5

* 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	1.59	1.60	1.64	1.65	1.52	1.53	1.55	1.55	1.59	1.73
Rentowność obligacji 5L	%	2.78	2.51	1.99	1.90	2.23	2.14	1.75	1.85	1.85	1.85	1.90	2.00
Rentowność obligacji 10L	%	3.44	3.21	2.41	2.24	2.84	2.68	1.97	2.15	2.20	2.20	2.23	2.33
IRS 2L	%	1.94	1.92	1.76	1.82	1.78	1.81	1.70	1.75	1.76	1.79	1.83	1.90
IRS 5L	%	2.40	2.43	1.86	1.86	2.00	1.99	1.66	1.81	1.82	1.84	1.87	1.90
IRS 10L	%	2.86	2.89	2.09	1.93	2.34	2.29	1.75	1.97	1.90	1.90	1.92	2.02
EUR/PLN	PLN	4.26	4.26	4.32	4.31	4.30	4.28	4.32	4.38	4.32	4.30	4.30	4.30
USD/PLN	PLN	3.78	3.61	3.86	3.74	3.79	3.81	3.89	3.94	3.79	3.76	3.72	3.68
CHF/PLN	PLN	3.84	3.69	3.88	3.82	3.80	3.80	3.94	3.99	3.87	3.82	3.81	3.77
GBP/PLN	PLN	4.86	4.81	4.87	4.75	4.93	4.90	4.77	4.89	4.83	4.75	4.73	4.70

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **01.10.2019** 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

Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86

Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84



#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



FTSE4Good