

# Redukcja na trójkę

## Polska: Perspektywy 2020

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



## Spis treści

■ <a href="#">Podsumowanie</a>	s. 3
■ <a href="#">2019: nasze prognozy a rzeczywistość</a>	s. 5
■ <a href="#">2020: nasze prognozy i główne ryzyka</a>	s. 6
■ <a href="#">Tło globalne oraz ryzyka</a>	s. 7
■ <a href="#">Wzrost PKB</a>	s. 9
■ <a href="#">Handel zagraniczny</a>	s. 10
■ <a href="#">Inwestycje</a>	s. 14
■ <a href="#">Konsumpcja</a>	s. 17
■ <a href="#">Rynek pracy</a>	s. 18
■ <a href="#">Kredyty</a>	s. 22
■ <a href="#">Inflacja</a>	s. 24
■ <a href="#">Polityka pieniężna</a>	s. 26
■ <a href="#">Polityka fiskalna</a>	s. 29
■ <a href="#">Rynek długu</a>	s. 32
■ <a href="#">Rynek walutowy</a>	s. 39
■ <a href="#">Tabela z prognozami</a>	s. 43



# Podsumowanie (makro)

Poniżej przedstawiamy główne wątki dla polskiej gospodarki na 2020:

- Polska jest opóźniona w tym cyklu gospodarczym za Europą. Spowolnienie, które u nas rozpoczęło się dość późno, może w efekcie nie zakończyć się przed końcem 2020. Widzimy szansę na stopniową poprawę aktywności gospodarczej w Niemczech i strefie euro w drugiej połowie 2020 r., ale krajowa gospodarka może będzie musiała poczekać do 2021 by zanotować wyraźniejsze odbicie dynamiki PKB ze względu na inercję popytu krajowego (m.in. opóźniona stagnacja inwestycyjna) i efekty bazy (wygasające dopalacze dla konsumpcji ze strony pakietu fiskalnego). **Zgodnie z naszą prognozą, w 2020 tempo wzrostu PKB spowolni do prawie 3% z ok. 4% w 2019 i ok. 5% w 2018.**
- **Po trzech latach mocnego wzrostu inwestycji, w 2020 spodziewamy się ich nagłego zahamowania**, głównie z powodu cięć w wydatkach samorządów i stagnacji w projektach infrastrukturalnych. Firmy nadal mają powody by inwestować, przede wszystkim w mniej pracochłonne i mniej energochłonne technologie, ale ich aktywność na tym polu będzie ograniczana przez opóźnione efekty wysokiej niepewności dot. perspektyw gospodarczych i ostrzejsze kryteria kredytowe banków.
- Napięcia na rynku pracy nieco osłabły pod wpływem już nie tak silnego popytu na pracowników. **Koszty pracy nie wyhamują jednak istotnie w 2020 i pozostaną jednym z głównych czynników spędzających przedsiębiorcom sen z powiek.** Nowe regulacje (15% podwyżka płacy minimalnej, PPK, możliwe „ozusowanie” umów cywilnych) przyczynią się do wzrostu obciążeń. Od 2016, liczba aktywnych zawodowo Polaków spada o 100-200 tys. rocznie z powodu starzenia się populacji i zmian instytucjonalnych (500+, niższy wiek emerytalny), więc nawet utrzymanie zatrudnienia na obecnym poziomie wymaga ciągłego napływu imigrantów zarobkowych. Jak do tej pory jest on wciąż obserwowany, ale wygląda na to, że spowalnia. Ryzyko odpływu pracowników z Ukrainy do Niemiec po otwarciu granicy w 2020 wydaje się być ograniczone przez skalę spowolnienia niemieckiego przemysłu oraz strukturalne niedopasowanie umiejętności (niewielki odsetek Ukraińców o pożądanym kwalifikacjach i ze znajomością języka niemieckiego).
- Skokowe podwyżki cen energii i innych kosztów utrzymania (śmieci, ścieki, dostawa wody, transport, parkingi, opłaty za żłobki) oraz podatków spowodują mocny wzrost inflacji w styczniu, możliwe że nawet do 4% r/r. Impuls ten jednak nie będzie trwały ze względu na spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce i za granicą oraz osłabienie napięć na rynku pracy. **Oczekujemy cofnięcia się inflacji z powrotem w pobliże celu 2,5% w drugiej połowie 2020 roku.**
- Wzrost gospodarczy bliski potencjału, inflacja prędej czy później w celu oraz brak nierównowag zewnętrznych – w takich warunkach bank centralny nie ma zbyt dużo powodów do działania. Rosnące skupienie się RPP na perspektywach wzrostu sugeruje naszym zdaniem, że tolerancja dla inflacji powyżej celu może być dość duża tak długo, jak utrzymywać się będą obawy o spowolnienie gospodarcze. **Jest bardzo prawdopodobne, że stopy NBP pozostaną na bieżącym poziomie do końca kadencji RPP (2022).** Na taką możliwość wskazuje prezes Adam Glapiński.
- **Deficyt finansów publicznych raczej nie będzie w 2020 zerowy, ale w porównaniu z poprzednimi latami i tak powinien być dość niski, ok. 1% PKB.** Nominalny PKB nie spowolni istotnie z powodu wyższej inflacji, co będzie korzystne dla wpływów podatkowych. Podaż obligacji też będzie dość niska i krajowi inwestorzy, głównie banki, powinni z łatwością ją pokryć. Rząd użyje różnych sztuczek by nie przekroczyć reguły wydatkowej (przenosząc niektóre wydatki do specjalnego funduszu), a debata nad ewentualnym rozluźnieniem reguły już się rozpoczęła, co może zapowiadać poluzowanie polityki fiskalnej w kolejnych latach.



# Podsumowanie (rynki)

## Rynek walutowy

Mijający rok był pełen ważnych wydarzeń w kraju i za granicą, które nie zdołały jednak trwale wytrącić kursu EUR/PLN z przedziału, w którym porusza się od połowy 2018 r.

Spodziewamy się utrzymania status quo jeśli chodzi o zachowanie kursu złotego w 2020 r., chociaż w pierwszych miesiącach roku EUR/PLN może zbliżyć się do 4,25, zakładając że Wielkiej Brytanii nie stanie nic na drodze do opuszczenia UE z końcem stycznia, a relacje USA-Chiny nie pogorszą się po podpisaniu umowy pierwszej fazy.

Nie zakładamy jednak kontynuacji umocnienia złotego poniżej 4,25 za euro, jako że czynniki lokalne – kwestia kredytów walutowych, spowalniające tempo wzrostu przy mocno hamujących inwestycjach, mocno ujemne realne stopy procentowe – będą ograniczać atrakcyjność naszej waluty. Dodatkowo, w drugiej połowie roku ponownie rynek może zwrócić uwagę na kwestie globalne. Pojawić się może niepewność odnośnie wyniku wyborów prezydenckich w USA i ważne będzie jak zaawansowane będą negocjacje na linii Wielka Brytania – UE nt. ostatecznych warunków opuszczenia wspólnoty. Dotychczasowy przebieg rozmów nie wróży raczej szybkiego postępu.

## Rynek stopy procentowej

W 2019 na rozwijających się rynkach długu miało miejsce znaczące umocnienie, którego źródłem były obawy o światową recesję i wojny handlowe, fala obniżek stóp procentowych przez banki centralne, a w przypadku Fed i EBC nie tylko obniżki stóp, ale też powrót to ilościowego luzowania polityki. Polska krzywa rentowności w 2019 r. przesunęła się niżej, uległa spłaszczeniu, a także zawęził się spread wobec krzywej niemieckiej.

W 2020 r. spodziewamy się, że krótki koniec krzywej pozostanie zakotwiczony blisko 1,50%, przy braku zmian stóp NBP. Rentowności na długim końcu wzrosną do 2,40-2,50% pod wpływem wyższych rentowności na rynkach bazowych (których wpływ oceniamy na +25pb) i normalizacji kształtu krajowej krzywej (kolejne +20-30pb).

Potrzeby pożyczkowe netto w 2020 r., chociaż wyższe niż 2019 r., pozostaną znacznie poniżej średniej z poprzednich lat i nie będą tworzyć ryzyka dla finansowania budżetu, przy wciąż silnym popycie na SPW ze strony krajowych banków komercyjnych i malejącym udziale inwestorów zagranicznych wśród posiadaczy polskiego długu.



# 2019: Nasze prognozy a rzeczywistość

Wskaźnik	Nasza prognoza (rok temu)	Rzeczywistość
PKB	Cykl ekonomiczny jest już dojrzały i w kolejnych kwartałach wzrost PKB będzie stopniowo zwalniał, nadal jednak utrzymując się powyżej poziomu potencjalnego.	Potwierdziło się. Pierwsze półrocze było jeszcze niezłe mimo pogłębiającego się spowolnienia w Niemczech, ale w połowie roku wzrost wyraźniej przyhamował.
Struktura PKB	Konsumpcja nadal najważniejszym motorem, chociaż lekko spowolniła za sprawą osłabienia wzrostu realnych dochodów gosp. domowych. Kontynuacja wzrostu inwestycji, głównie dzięki publicznym wydatkom na infrastrukturę. Eksport netto ponownie na lekkim minusie.	Konsumpcja nieco rozczarowała, ale pozostała główną siłą napędową wzrostu PKB. Inwestycje radziły sobie lepiej w I półroczu, napędzane głównie wydatkami firm, przy stagnacji nakładów publicznych; kolejne kwartały przyniosły wyraźne wyhamowanie. Wpływ eksportu netto na PKB był pozytywny dzięki zaskakującej słabości importu.
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.	Potwierdziło się. Napięcia na rynku pracy utrzymały się, chociaż pod koniec roku zaczęły jakby słabnąć, w miarę jak gospodarka przyhamowała. Napływ migrantów był kontynuowany, choć zwalniał, krajowe zasoby siły roboczej się kurczyły. Wzrost płac pozostał podwyższony, choć pod koniec roku zaczął nieco spowalniać.
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.	Potwierdziło się. Ożywienie inflacji w końcu się zmaterializowało i było nawet mocniejsze niż oczekiwaliśmy, m.in. za sprawą anomalii pogodowych i zaburzeń w podaży żywności. Inflacja bazowa rosła niemal dokładnie w tempie które przewidzieliśmy, napędzana staraniami firm o obronę/odbudowę marż.
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.	Potwierdziło się. RPP głosowała w II półroczu zarówno nad podwyżkami, jak i obniżkami stóp, ale bez powodzenia, ponieważ większość członków Rady niezmiennie popierała stabilizację polityki pieniężnej. Wzrost inflacji był postrzegany jako tymczasowy w kontekście globalnego spowolnienia gospodarczego.
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.	Potwierdziło się. Pomimo zaskakująco kosztownego pakietu przedwyborczych obietnic zarówno całkowite wydatki budżetu, jak i deficyt pozostały pod kontrolą. Deficyt budżetu centralnego będzie (znowu) poniżej planu, ale saldo całego sektora mniej więcej zgodne z naszymi wcześniejszymi szacunkami.
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.	Spadek rentowności obligacji był znacznie głębszy niż oczekiwaliśmy za sprawą sytuacji na globalnych rynkach długu – obawy o światową recesję i nagły zwrot banków centralnych za granicą w stronę łagodzenia polityki.
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.	Złoty poruszał się wciąż w wąskim przedziale do euro, ale na nieco mocniejszych poziomach niż przewidywaliśmy.



# 2020: Nasze prognozy i główne ryzyka

Wskaźnik	Nasza prognoza (w skrócie)	Główne ryzyka
PKB	Stopniowe spowolnienie (normalizacja?) wzrostu gospodarczego będzie kontynuowane, sprowadzając go z ok. 5% w 2018 i ok. 4% w 2019 r. i do ok. 3% - blisko (lub tylko nieco poniżej) wzrostu potencjalnego. To powinien być dobry punkt startowy do lekkiego ożywienia w 2021 r., o ile światowa gospodarka przyspieszy.	Nasza prognoza opiera się na założeniu braku dalszego hamowania wzrostu w strefie euro / Niemczech. Wyraźne pogorszenie koniunktury na świecie oznaczałoby ryzyko w dół dla naszej prognozy. Brexit i napięcia handlowe nadal są na szczycie listy czynników ryzyka. Szybsze ożywienie na świecie to ryzyko w górę dla prognoz.
Struktura PKB	Konsumpcja prywatna nadal głównym motorem wzrostu, wspierana przez dochody gospodarstw domowych. Stagnacja w inwestycjach, przez cięcia w sektorze publicznym i nakłady firm ograniczane opóźnionym wpływem globalnej niepewności. Zapasy w dół. Eksport netto dodatni dla PKB, przy powolnym ożywieniu eksportu i imporcie spowolnionym słabszym popytem krajowym.	Eksport może osłabnąć bardziej jeśli europejska gospodarka dalej będzie zwalniać a napięcia handlowe eskalują. Konsumpcja może rozczarować jeśli niepewność wywoła wzrost stopy oszczędności. Z drugiej strony, spowolnienie inwestycji może być mniejsze jeśli administracja poradzi sobie z zastojem w przetargach i ruszą wydatki na infrastrukturę (głównie na kolei, gdzie jest dużo środków do wydania).
Rynek pracy	Napięcia na rynku pracy będą słabły w miarę jak spowolnienie gospodarki zmniejsza popyt na pracę. Wzrost płac stabilny blisko 6%, z czego za ok. 1pp odpowiada podwyżka płacy minimalnej. Wzrost zatrudnienia bliski zera, stopa bezrobocia stabilna na rekordowo niskim poziomie..	Nawet poważniejsze osłabienie wzrostu gospodarczego nie powinno szybko podbić bezrobocia, ponieważ firmy nie będą skłonne tracić wykwalifikowanych pracowników. Pierwsza fala redukcji dotknie zapewne krótkoterminowych migrantów zarobkowych.
Inflacja	Inflacja CPI osiągnie szczyt w I kw. 2020, być może dotykając 4% r/r, za sprawą podwyżek cen prądu i innych decyzji administracyjnych. W dalszej części roku inflacja przyhamuje, stabilizując się blisko celu.	Brak podwyżek cen prądu obniżyłby ścieżkę CPI o 0,5 pp. Spadek inflacji ze szczytu mógłby być szybszy gdyby spowolnienie gospodarki okazało się mocniejsze od naszych założeń.
Polityka pieniężna	Bank centralny pozostanie w trybie wait-and-see, nie reagując na (przejściowe) przekroczenie celu inflacyjnego, w obliczu hamowania wzrostu gospodarczego.	Bilans ryzyk dla stóp proc. w krótkim okresie asymetryczny w dół ze względu na obawy o głębsze spowolnienie gospodarki. Jeżeli światowa koniunktura się poprawi, a CPI nie spadnie poniżej celu, w II półroczu może powrócić spekulacja nt. podwyżek.
Polityka fiskalna	Zrównoważony budżet centralny nie oznacza zerowego bilansu sektora GG, ale niedobór nie powinien przekroczyć 1% PKB. To oznacza niską podaż SPW i jest dobrą wiadomością dla inwestorów. Jak zwykle, wyzwaniem wydaje się budżet na rok kolejny, kiedy znikną jednorazowe wpływy finansujące transfery społeczne.	Plan budżetowy na rok 2020 byłby zagrożony gdyby np. nie zostały na czas uchwalone przepisy wprowadzające ważne jednorazowe pozycje finansujące wyższe wydatki (np. transformacja OFE), albo wzrost gospodarczy okazał się wyraźnie słabszy od oczekiwań.
Rynek stopy procentowej	Krótki koniec krzywej pozostanie zakotwiczony blisko stopy NBP, która pozostanie bez zmian. Rentowności na długim końcu wzrosną do 2,40%-2,50% pod wpływem wyższych rentowności za granicą (wpływ +20pb) i normalizacji krzywej (+20-30pb).	Ryzyka w dół dla naszej prognozy ze strony eskalacji napięć handlowych, protestów w Hong Kongu, czy twardego Brexitu, co mogłoby spowolnić wzrost światowy i wymusić dalsze łagodzenie polityk pieniężnych. Ryzyka w górę to szybszy wzrost w USA, ekspansja fiskalna w Europie, czy znacząco zwiększone emisje w kraju.
Rynek walutowy	Poprawa globalnych nastrojów po zmniejszeniu ryzyk związanych z Brexitem i wojnami handlowymi umocni złotego na początku 2020 r., ale później EUR/PLN powinien wrócić w pobliże średniej z ostatnich lat, tj. 4,30.	Eskalacja napięć handlowych, Hard Brexit i powrót obaw o światową recesję to główne ryzyka zewnętrzne dla PLN. Ryzyko krajowe po powrót obaw o przyspieszone przewalutowanie kredytów walutowych.



# Tło globalne oraz ryzyka (1)

Rok 2020 będzie ciekawym pod kątem okazji inwestycyjnych. Oto kilka tematów, na które zwracamy uwagę:

Główne banki centralne jeszcze nie komunikowały chęci zmian stóp procentowych w 2020 r. Również nie spodziewa się zmian stóp procentowych w przypadku EBC, jednak w przypadku krzywej amerykańskiej wycenia prawie jedno pełne cięcie stóp o 25bp (wykres u góry po prawej). Fed będzie kontynuował powiększanie bilansu w celu poprawy płynności na rynku pieniężnym.

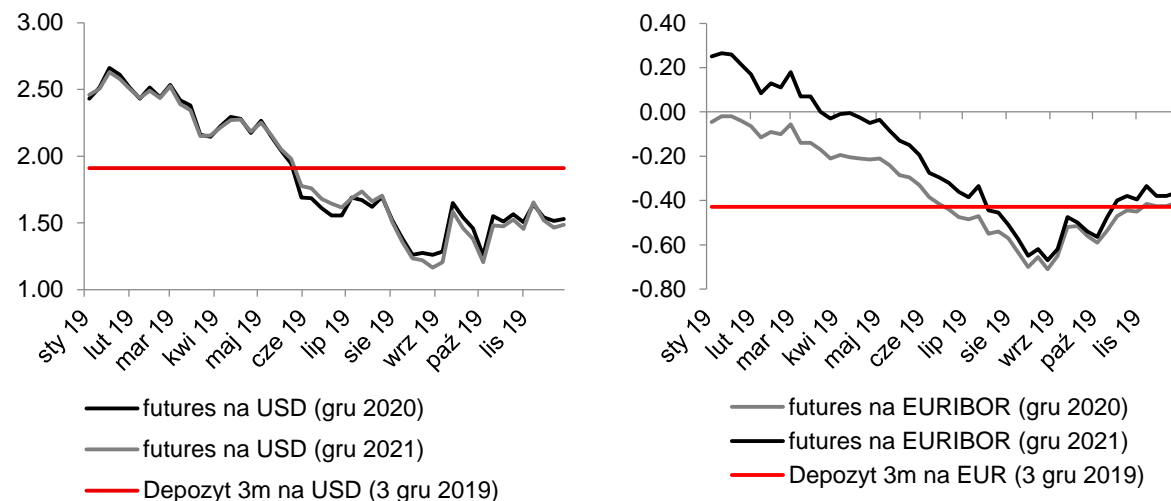
Ameryka wycofuje się z roli „globalnego policjanta”, instytucje takie jak WTO tracą możliwość funkcjonowania, postępuje deglobalizacja – w takich warunkach trudno się dziwić, że globalny handel ma dość słabe perspektywy w 2020 r. Prezentujemy zachowanie 3 głównych wskaźników wyprzedzających DHL dotyczących obecnego stanu oraz przyszłego rozwoju globalnego handlu (na dole, po lewej).

3 listopada 2020 r. odbędą się 59. wybory prezydenckie w USA. Istnieje duża niepewność co do potencjalnych kandydatów po obu stronach: czy prezydent Trump będzie kandydował ponownie czy jednak stanie się ofiarą procedury impeachmentu? Czy inny kandydat Republikanów byłby potencjalnie mniej konfrontacyjny? Po stronie Demokratów, obecne ankiety pokazują 3 głównych kandydatów: Bidena, Sandersa i Warren, z czego ta ostatnia jest uważana przez rynki za osobę im nieprzychylną, deklarującą m.in. podwyżki podatków dla majątnych.

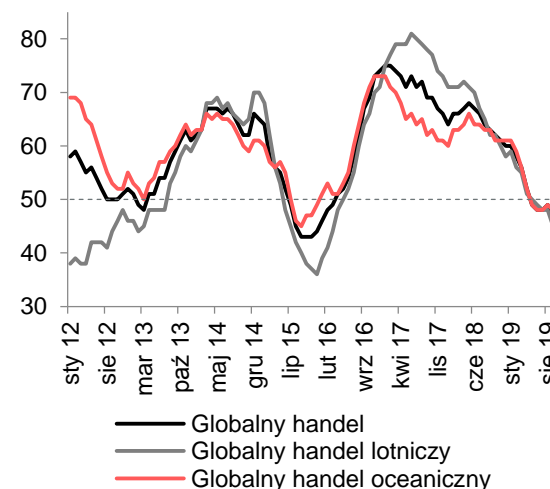
Inflacja żywności w niektórych krajach rynków wschodzących. Szybko rosnące ceny żywności w Chinach (wieprzowina) oraz w Indiach (cebula) mogą wywierać dodatkową presję na szerokie rzesze konsumentów, przyczyniając się do jeszcze wolniejszego wzrostu gospodarczego, a prognozy już teraz nie są wysokie (na dole, po prawej).

Wzrost w strefie euro przestał spadać, a najgorsze jeśli chodzi o wpływ podwyżek ceł na wzrost globalnego przetwórstwa przemysłowego wydaje się już być za nami. Uważamy, że w 2020 r. nastąpi powolne odbicie wzrostu na podstawie poprawy w niemieckich inwestycjach.

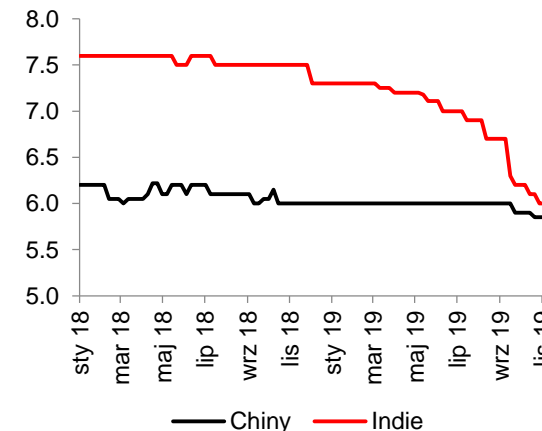
### Futures na 3-mies depozyty USD oraz EUR a obecne stawki depozytowe



### Globalny barometr handlu DHL



### Oczekiwania wzrostu w 2020 w Chinach i Indiach obniżają się



Źródło: Bloomberg, Santander

Źródło: Bloomberg, Santander



# Tło globalne oraz ryzyka (2)

Widzimy następujące ryzyka dla globalnej gospodarki w 2020 r.:

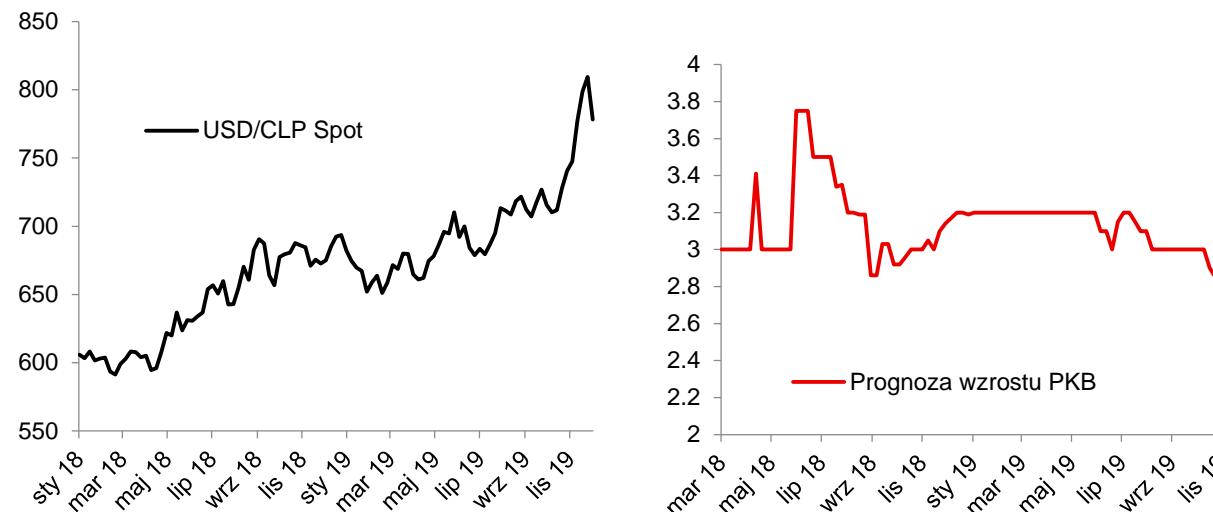
Brak porozumienia między USA a Chinami. O ile samo porozumienie może być zbyt mało istotne dla globalnego wzrostu, to sam fakt nawet małego postępu w rozmowach byłby przez rynki odebrany pozytywnie. Brak porozumienia znacząco pogorszyłby rynkowe nastroje.

W krajach Ameryki Południowej rozprzestrzeniają się protesty i już w tym momencie mają istotny wpływ na lokalne waluty (zmuszając niektóre banki centralne do interwencji walutowych), stopy procentowe oraz tempo wzrostu gospodarczego (u góry, po prawej). Jeśli protesty nie zostaną trwale opanowane, powstanie istotne ryzyko ich eskalacji w 2020 r. i dalszego negatywnego wpływu na lokalne aktywa finansowe oraz, być może nawet na surowce – to w przypadku gdyby przerwano łańcuchy dostaw (np. na skutek dalszych strajków w kluczowym porcie Chile – Antofagasta).

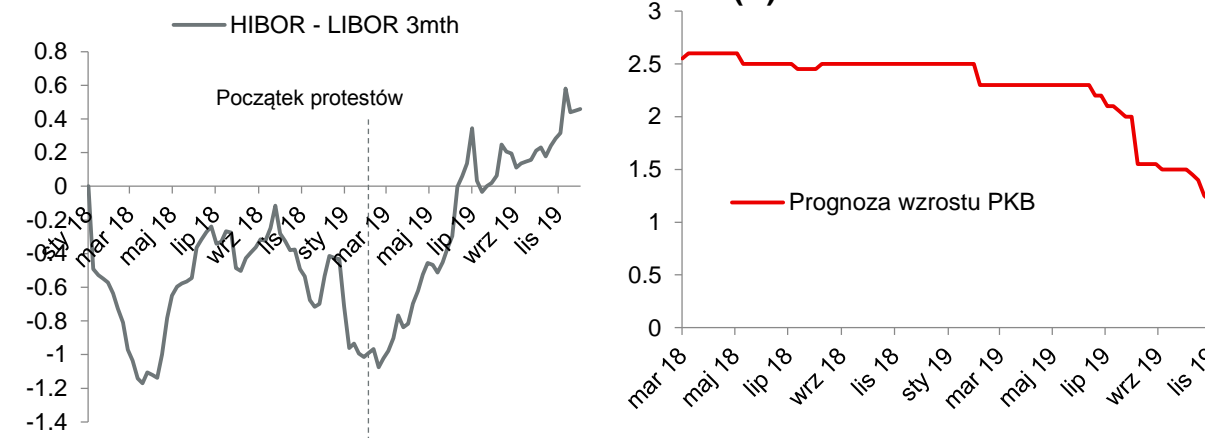
Przedłużające się protesty w Hong Kongu wywarły wpływ na oczekiwany wzrost gospodarczy w 2020 r. (na dole, po prawej) jednak ze względu na panujący tam reżim kursowy, HKD nie może działać jako bufor (osłabiać się). Jeśli protesty będą kontynuowane w 2020 r., warto monitorować spread 3-miesięcznych stawek rynku pieniężnego HIBOR – LIBOR (na dole, po lewej), który rośnie od początku 2019 r.

W kontekście niskiego wzrostu gospodarczego w Europie, rządy krajów strefy euro mogą rozważyć zwiększenie wydatków rządowych w którymś momencie roku 2020 r. Jednym z najbardziej prawdopodobnych krajów są Niemcy, które w przeciwieństwie do np. Francji jeszcze nie poluzowały polityki pieniężnej, a są największą europejską gospodarką i notują znaczne nadwyżki budżetowe.

**Protesty w Chile osłabiają walutę (L) oraz oczekiwany wzrost w 2020 r. (P)**



**Różnica 3-mies. HIBOR – LIBOR jest symptomem trudności z finansowaniem w reżimie stałego kursu HKD względem USD (L). Protesty wpływają na oczekiwany wzrost w 2020 r. (R)**



Źródło : Bloomberg, Santander





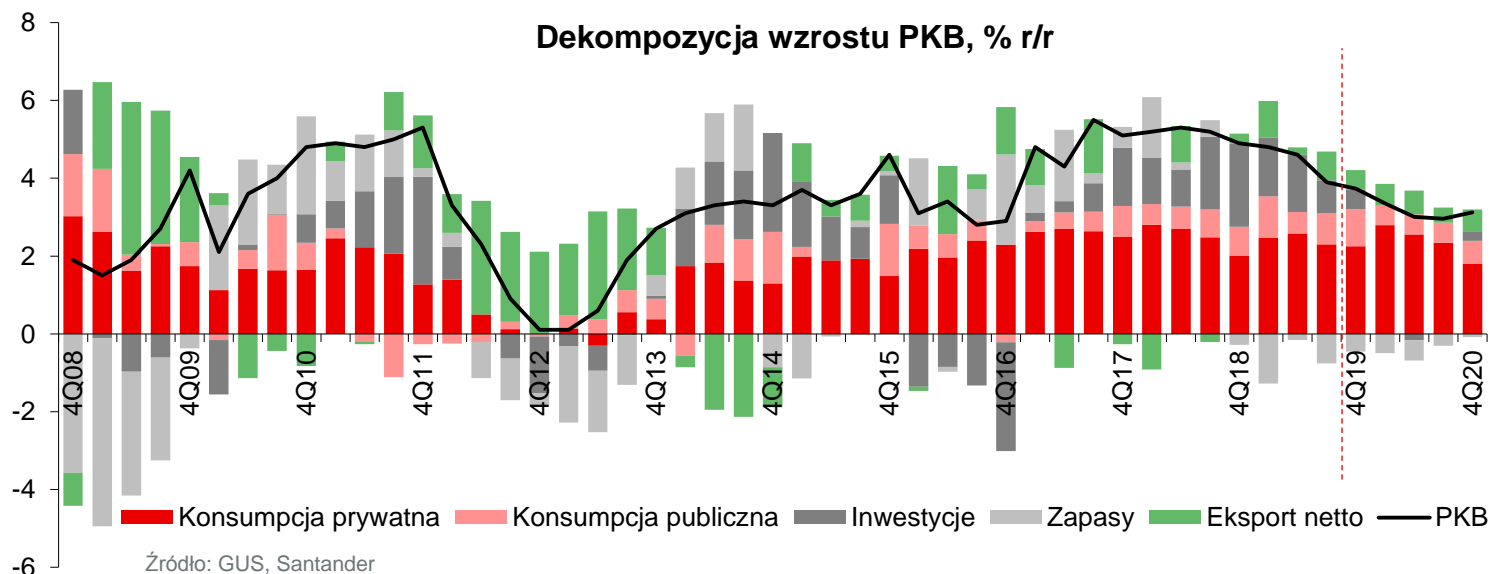
# 5, 4, 3,... Stopniowe spowolnienie w toku

Tak jak się spodziewaliśmy, polska gospodarka zaczęła zwalniać w 2019 r. Po lepszym od oczekiwań I półroczu, w III kwartale dynamika wzrostu wyraźnie spowolniła (z 4,8-4,6% do 3,9% r/r), a mimo to była lepsza niż prognozowaliśmy rok temu (3,7%) i prawdopodobnie wciąż nieco powyżej wzrostu potencjalnego.

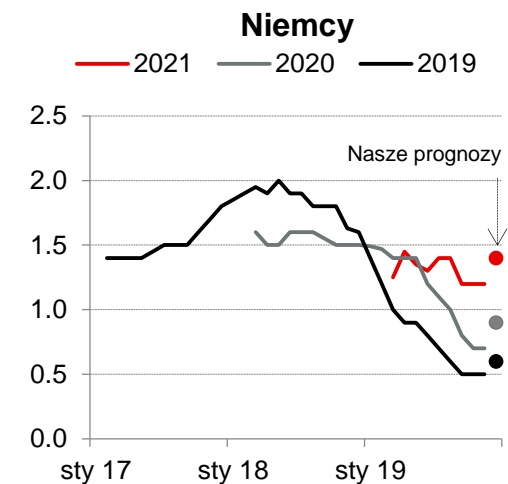
Rozpoczęły się rewizje w dół prognoz wzrostu gospodarczego na 2020 r. ale na razie są one ledwie widoczne w konsensusie prognoz Bloomberg. Naszym zdaniem przestrzeń do dalszego cięcia prognoz nie jest duża, biorąc pod uwagę widoczne już symptomy poprawy perspektyw dla gospodarki globalnej.

Lekko obniżamy naszą prognozę PKB na 2020 r., głównie za sprawą rosnącego pesymizmu dot. inwestycji, gdzie pojawiło się sporo sygnałów nadchodzącej stagnacji, a w sektorze publicznym nawet spadków (patrz str. 14-16). Konsumpcja i eksport netto powinny łagodzić skalę spowolnienia.

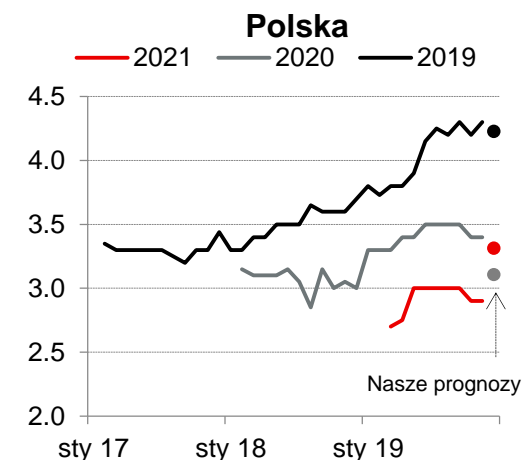
W sumie, spodziewamy się wyhamowania wzrostu gospodarczego z ok. 5% w 2018 r. i ok. 4% w 2019 do ok. 3% w 2020. Pod koniec roku znajdziemy się w dobrym punkcie wyjściowym do delikatnego ożywienia w 2021, o ile światowa gospodarka faktycznie zacznie wydobywać się z dołka.



## Konsensus wg Bloomberg dla prognoz wzrostu PKB:



Kropki przedstawiają obecne prognozy Santander  
Źródło: Bloomberg, Santander



Kropki przedstawiają obecne prognozy Santander  
Źródło: Bloomberg, Santander



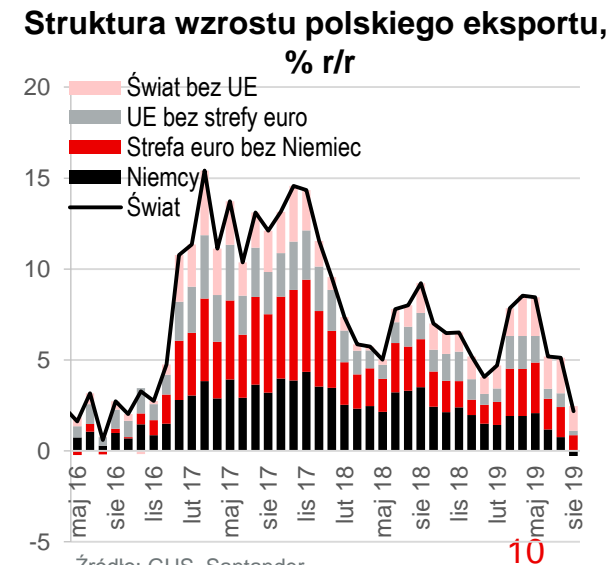
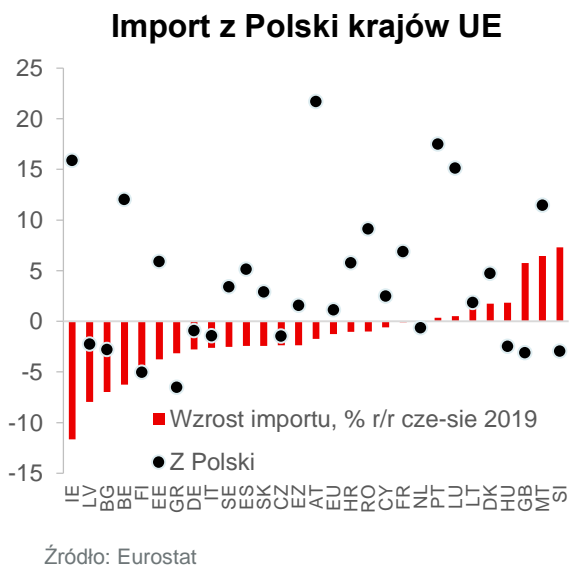
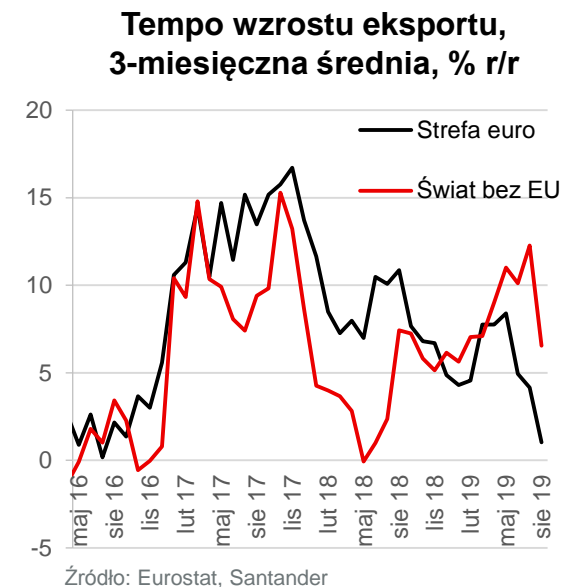
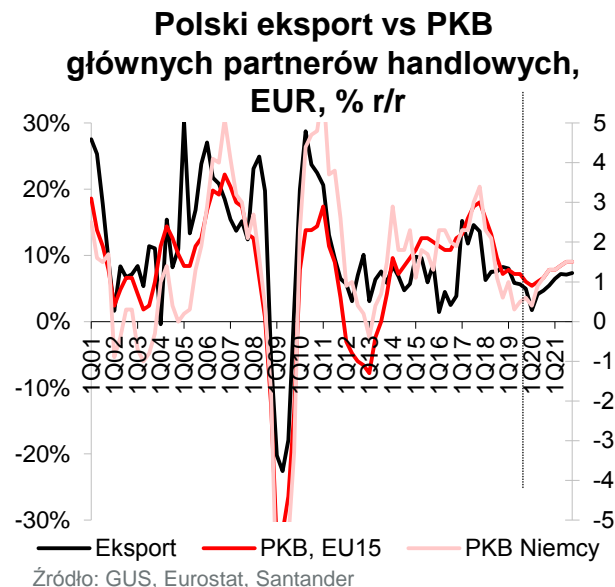
# Ekspert: trzymamy kciuki za ożywienie w Europie

Spowolnienie w Europie, a szczególnie w Niemczech, odbiło się w końcu na polskim eksporcie. Pojawilo się kilka czynników ograniczających wpływ negatywnych tendencji zachodzących za granicą, ale nie zdołali one uchronić nas przed spowolnieniem. Czynniki te to m.in. zakupy na zapas w Wielkiej Brytanii przed pierwszym terminem Brexitu, zwiększenie obrotów handlowych z USA i Chinami, poprawa wymiany z sąsiadami spoza UE i cykliczna zmiana udziałów polskich towarów za zagranicznych rynkach (górny i dolny wykres po prawej stronie).

Wygładzone tempo wzrostu eksportu w euro w I poł. 2019 wahało się w przedziale obserwowanym w 2018 (4-10% r/r) i jedynie ostatnie obserwacje pokazały wyraźniejsze spowolnienie przy słabej ocenie perspektyw formułowanej przez firmy. Słabszy handel z UE wynika z faktu, że rynki wielu państw kurczą się. Warto jednak zanotować, że Polskie firmy nadal są zdolne do zwiększenia eksportu pomimo spadającego importu z tych państw (lewy dolny wykres).

Co więcej, warto zauważyć, że konsensus dla wzrostu w Niemczech (kluczowego partnera handlowego Polski) jest wyższy na 2020 (0,7%) niż na 2019 (0,5%). Biorąc pod uwagę ważoną obrotami handlowymi średnią prognoz dla całej UE, Rosji, USA, Ukrainy i Białorusi (będących odbiorcami 90% polskiego eksportu) otrzymujemy 1,2% dla 2019 i 1,1% dla 2020.

To sugeruje, że roczne tempo wzrostu polskiego eksportu w 2020 będzie podobne do tego z 2019. W ujęciu kwartalnym, oczekujemy odbicia w kształcie „V”: nasza prognoza PKB dla strefy euro (i Niemiec) zakłada obicie w najbliższych kwartałach, co powinno mieć korzystne przełożenie na tempo wzrostu polskiego eksportu, jeśli zależność z poprzednich lat się utrzyma (lewy górny wykres).





# Eksport: dywersyfikacja nie wystarczy

Zbadaliśmy zmiany jakie zaszły w strukturze polskiego eksportu do UE, by lepiej zdiagnozować przyczynę spadku jego odporności na spowolnienie za granicą. Wkład wszystkich głównych składowych jest nie większy, niż w zeszłym roku. W ostatnich 12 miesiącach, wkład dóbr konsumpcyjnych do eksportu do UE spadł mniej niż inne główne kategorie (górny lewy wykres).

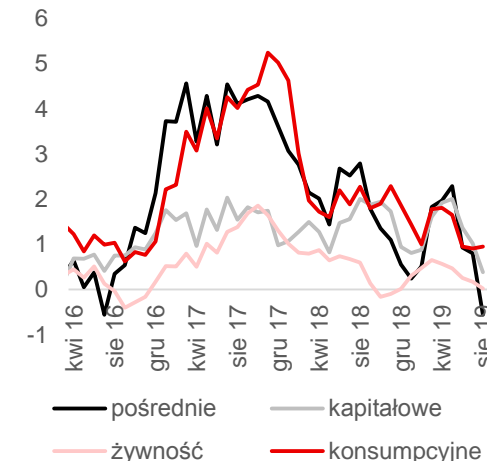
Nie widać jeszcze odbicia popytu na polskie towary ze strony unijnych firm, a dobra pośrednie radzą sobie najgorzej spośród głównych kategorii, ciężąc na ogólnej dynamice eksportu. Dane handlowe są jednak trochę opóźnione i kilka wskaźników wyprzedzających dla UE sugeruje już nieśmiało odbicie (prawy górny wykres).

Polscy eksporterzy postawili na dywersyfikację odbiorców by zrekompensować sobie słabszy popyt z UE i w 2019 udało im się to dość dobrze. Jedynie kilka państw UE może pochwalić się wzrostem eksportu do UE i poza nią (dolny prawy wykres).

Pytanie brzmi jak długo Polska może polegać na odbiorcach towarów spoza UE (mających 11% udziału w całości krajowego eksportu) czekając na ożywienie w Unii. To co może wystarczyć by zapobiec spadkowi eksportu w ujęciu rocznym, może nie zdołać utrzymać tempa wzrostu na poziomach z 2018 i pierwszej połowy 2019. Mijający rok był pierwszym od wielu lat, kiedy udział eksportu w PKB nie wzrósł (głównie przez słaby eksport do UE).

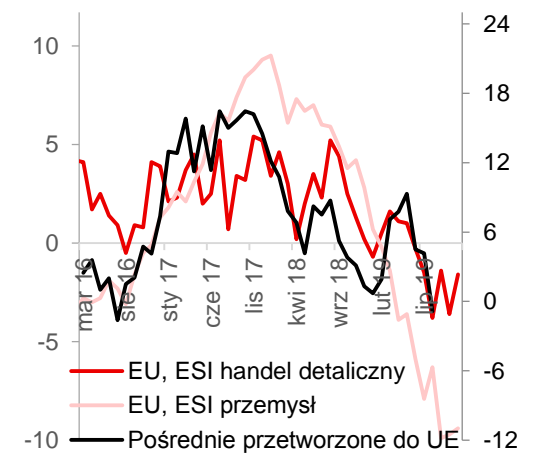
Biorąc pod uwagę nieśmiało sygnały odbicia niemieckiego eksportu i szanse na obniżenie ceł między USA i Chinami, sądzimy, że ożywienie w polskich obrotach handlowych nie jest tak odległe. Sądzimy, że zagranica wygeneruje wystarczający popyt by polski eksport wzrósł, ale im dłużej czekamy na wzrost aktywności za granicą, tym głębsze spowolnienie polskiego eksportu może być.

### Wzrost eksportu według typów dóbr, % r/r



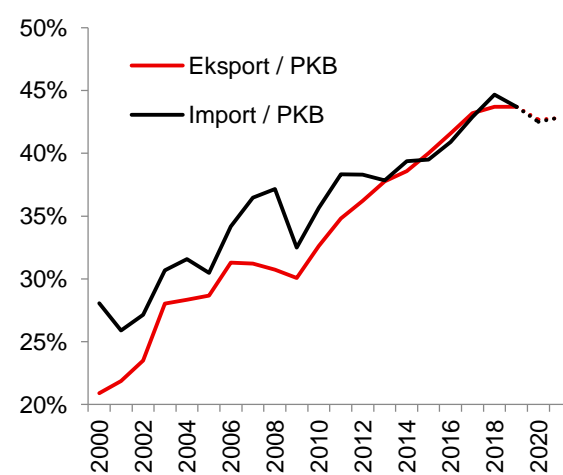
Źródło: Eurostat, Santander

### Eksportu dóbr pośrednich do UE i indeksu nastroju w biznesie, % r/r



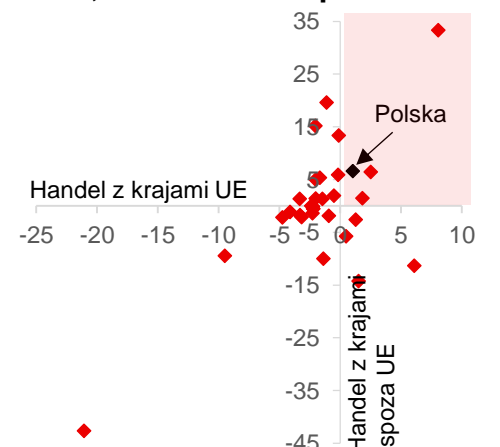
Źródło: Eurostat, Santander

### Obroty handlowe w relacji do PKB



Źródło: Eurostat

### Wzrost eksportu państw UE, % r/r, Czerwiec-Sierpień 2019



Źródło: Eurostat, Santander



# Import osłabiony efektami jednorazowymi

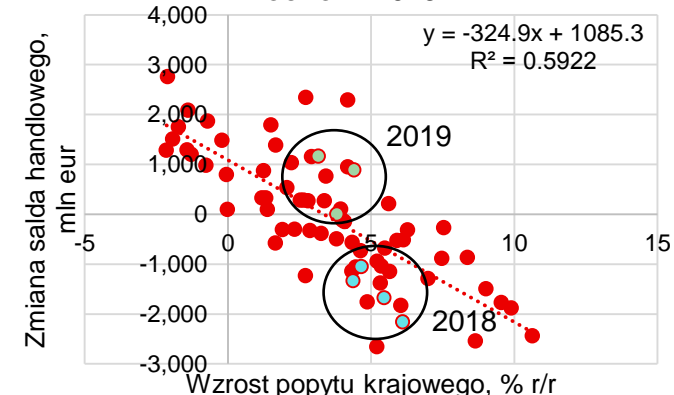
W 2019 zaskoczyło nas zachowanie salda wymiany handlowej, które poprawiło się bardzo wyraźnie w porównaniu do 2018 r. mimo wciąż mocnego popytu krajowego (lewy górny wykres). Nasuwa się pytanie: czy to efekt jednorazowych zaburzeń czy początek trwalszej tendencji? Stawiamy tezę, że głównym winowajcą takiego zachowania obrotów bieżących był import, który spowolnił do 4% r/r w styczniu-wrześniu 2019 r., podczas gdy eksport zwolnił tylko nieznacznie: do 6,5% r/r w styczniu-wrześniu 2019 r. z 7,4% r/r w 2018 r.

Analiza importu wg podziału BEC ujawnia dwie kategorie, które mocno spowolniły – przemysłowe dobra pośrednie i paliwa/smary (tabela po prawej na górze).

Import nieprzetworzonych dóbr pośrednich akurat przyśpieszył w 2019 r., więc winić należy te przetworzone. Z kolei import przetworzonych dóbr pośrednich jest bardzo mocno skorelowany z naszym eksportem w tej samej kategorii (wykres po lewej na dole). Słabsza sytuacja w globalnej gospodarce osłabiła krajowy eksport przetworzonych dóbr przemysłowych i to odbiło się na imporcie. A zatem słabszy import dóbr z tej kategorii tylko w niewielkiej części objaśnia nietypowe zachowanie salda obrotów towarowych.

Inaczej wygląda sprawa w przypadku paliw/smarów: w 2018 r. polskie firmy zaimportowały rekordową ilość towarów w tej kategorii – ponad 30% więcej niż w 2017 r. (wykres po prawej na dole). W 2019 r. efekt wysokiej bazy statystycznej skutkuje ujemną dynamiką w tej kategorii, chociaż w ujęciu nominalnym import jest tylko nieznacznie niższy niż wynikałoby z relacji z wzrostem gospodarczym (o 0,3-1,2 mld euro). A zatem, naszym zdaniem tak wyraźna poprawa salda handlowego wynikała głównie z nadzwyczaj wysokiej importu paliw w 2018 r. Na 2020 r. spodziewamy się normalizacji, choć stopa wzrostu importu może być zawyżona o 0,1-0,5 punktu procentowego przy powrocie importu paliw do relacji ze wzrostem PKB.

Saldo handlowe poprawiło się nadspodziewanie mocno w 2019 r.



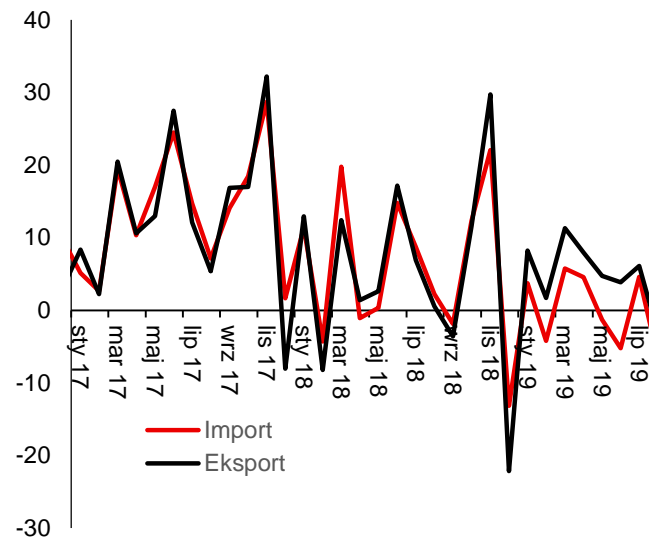
Źródło: NBP, GUS, Santander

Nominalny wzrost importu wg kategorii BEC, mld eur

	Zmiana r/r sty-sie 2018	Zmiana r/r sty-sie 2019	Różnica
Dobra konsumpcyjne	2.2	2.4	0.2
Żywność dla przem.	-0.1	0.0	0.1
Pośrednie przem.	3.3	0.2	-3.2
Paliwa, smary	2.9	-0.5	-3.4
Dobra kapitałowe	2.3	1.6	-0.7
Transport	2.5	1.9	-0.6
<b>Razem</b>	<b>13.2</b>	<b>5.7</b>	<b>-7.5</b>

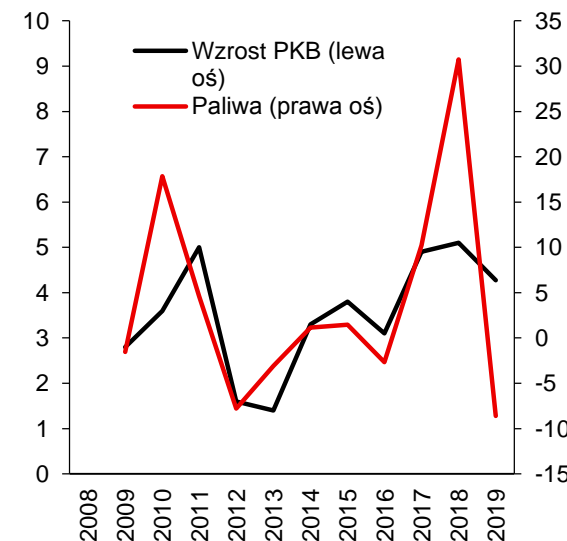
Źródło: Eurostat, Santander

Przetworzone dobra przemysłowe – eksport i import, % r/r



Źródło: Eurostat, Santander

Import paliw a wzrost PKB, % r/r



Źródło: Eurostat, Santander



# Obroty bieżące trochę się poprawią w 2020

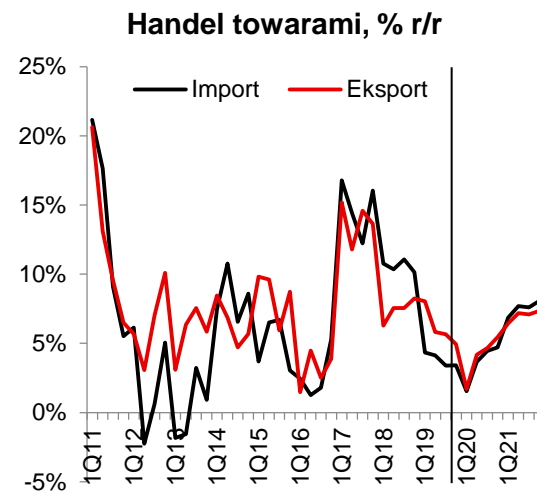
Obniżona aktywność gospodarcza za granicą negatywnie wpłynie na polski eksport, a słabszy wzrost popytu krajowego – na import, więc spodziewamy się, że w 2020 r. obydwie kategorie będą rosnać nieco wolniej niż w 2019 r., ale po osiągnięciu dna na początku 2020 r. ich dynamiki będą przyśpieszać (wykres po lewej na górze). Eksport będzie przy tym rość szybciej niż import, więc saldo towarowe ulegnie lekkiej poprawie.

Spodziewamy się podobnego trendu w międzynarodowej wymianie usług, ale tempo poprawy może być mniejsze niż w poprzednich latach, po części przez pogarszający się klimat dla sektora transportowego, który nie tylko odczuwa wpływ spowolnienia w handlu wewnątrz UE, ale też boryka się ze zmianami regulacji. Tzw. Pakiet Mobilności UE może przyhamować ekspansję polskich usług transportu drogowego (16,1% łącznego eksportu usług, wykres po prawej na górze) w kolejnych latach i zachęcić część polski firm do przeniesienia działalności do innych krajów.

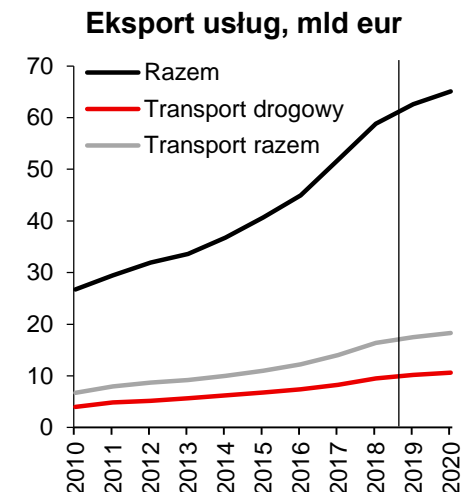
W bilansie dochodów pierwotnych oczekujemy dalszego mocnego (choć nieco wolniejszego) wzrostu odpływu wynagrodzeń, zgodnie z trendami na krajowym rynku pracy (silna obecność i podwyżki dla pracowników z zagranicy, pierwsze oznaki powrotu Polaków z emigracji). Słabszy wzrost PKB wpłynie na gorsze wyniki krajowych firm, co powinno ograniczyć odpływ z tytułu dywidend i reinwestowanych zysków, podczas gdy odpływy z tytułu inwestycji portfelowych powinny w dalszym ciągu się obniżać. Z kolei napływ dochodów powinien rosnać wolniej niż odpływ ze względu na bardziej stabilny napływ środków unijnych. Powinno to mieć wyraz w rozszerzeniu deficytu dochodów pierwotnych w 2020 r.

Bilans dochodów wtórnych będzie naszym zdaniem podlegał podobnym trendom co bilans pierwotnych (dalszy wzrost odpływu wynagrodzeń, wyższa składka Polski do UE przy stabilnych lub nawet obniżających się wpływach z Unii), spodziewamy się zatem lekkiego pogłębienia deficytu.

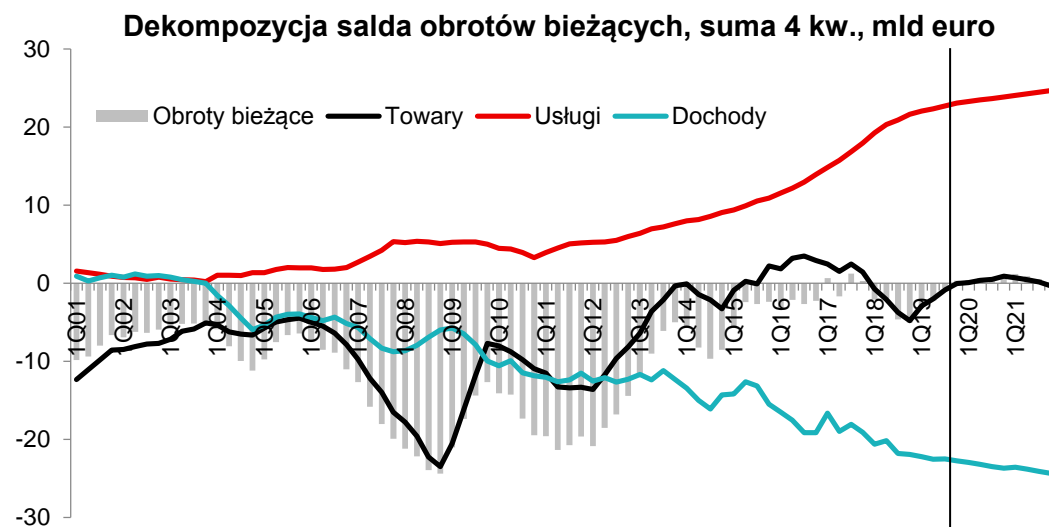
W sumie spodziewamy się lekkiego wzrostu nadwyżki obrotów bieżących do 0,2% PKB z 0,1% PKB oczekiwanego na koniec 2019 r. (wykres na dole). Naszym zdaniem eksport netto doda 0,5 pp do wzrostu PKB w 2020 r. wobec 0,6 pp w 2019 r.



Źródło: NBP, Santander



Źródło: NBP, Santander



Źródło: NBP, Santander



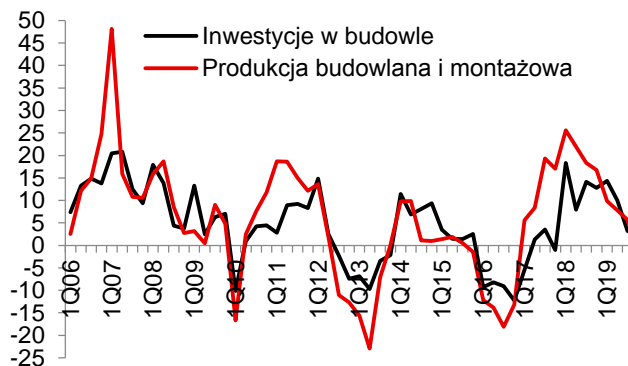
# Ciemne chmury nad perspektywami inwestycji

Naszym zdaniem wzrost inwestycji spowolni z 5,8% w 2019 r. do zaledwie 0,2% w 2020 r. Widzimy sporo sygnałów świadczących o tym, że aktywność inwestycyjna mocno hamowała w IV kw. 2019 r.:

- 1) Wyraźne spowolnienie produkcji budowlanej (inwestycje w budownictwo stanowią około połowy łącznych inwestycji), patrz wykres po lewej na górze.
- 2) Obniżenie stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych (choć z rekordowo wysokiego poziomu), wykres po prawej na górze.
- 3) Spadek popytu na kredyty inwestycyjne (wg ankiety kredytowej NBP), wykres po lewej na dole.
- 4) Spadek wartości leasingów, patrz slajd 16.
- 5) Mocny spadek wartości przetargów GDDKiA: łączna wartość w tym roku (do grudnia) jest o ponad 80% niższa niż rok wcześniej, wykres po prawej na dole.

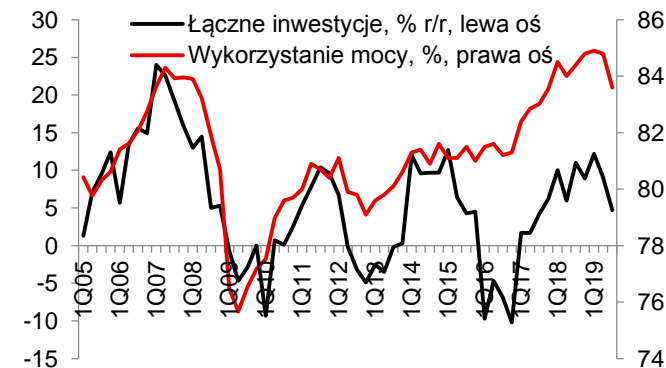
Widzimy coraz więcej czynników świadczących o tym, że słabość inwestycji będzie trwała w nadchodzących kwartałach. Więcej o perspektywach inwestycji prywatnych i publicznych piszemy na kolejnych slajdach.

### Inwestycje i budownictwo, % r/r



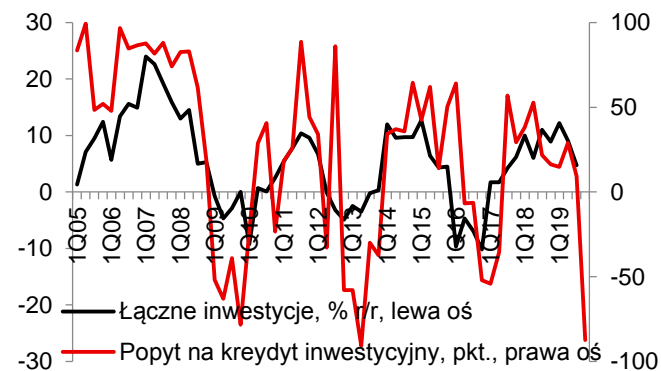
Źródło: GUS, Eurostat, Santander

### Inwestycje i wykorzystanie mocy



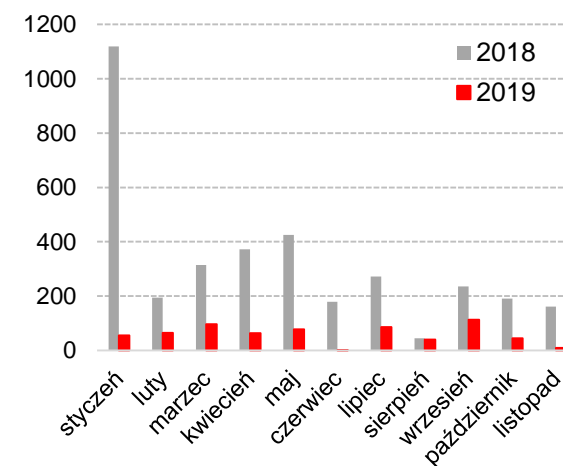
Źródło: GUS, NBP, Santander

### Inwestycje i popyt na kredyt inwestycyjny



Źródło: GUS, Ankieta kredytowa NBP, Santander

### Zakończone przetargi GDDKiA przetargi, mld zł



Źródło: GDDKiA, Santander



# Inwestycje publiczne pozostaną słabe

W III kw. 2019 inwestycje samorządów zanurkowały o 8,9% r/r po wzroście o 9,6% r/r w II kw. 2019 i o 33,8% r/r w I kw. 2019. Uważamy, że słabość nakładów inwestycyjnych w samorządach będzie przedłużona.

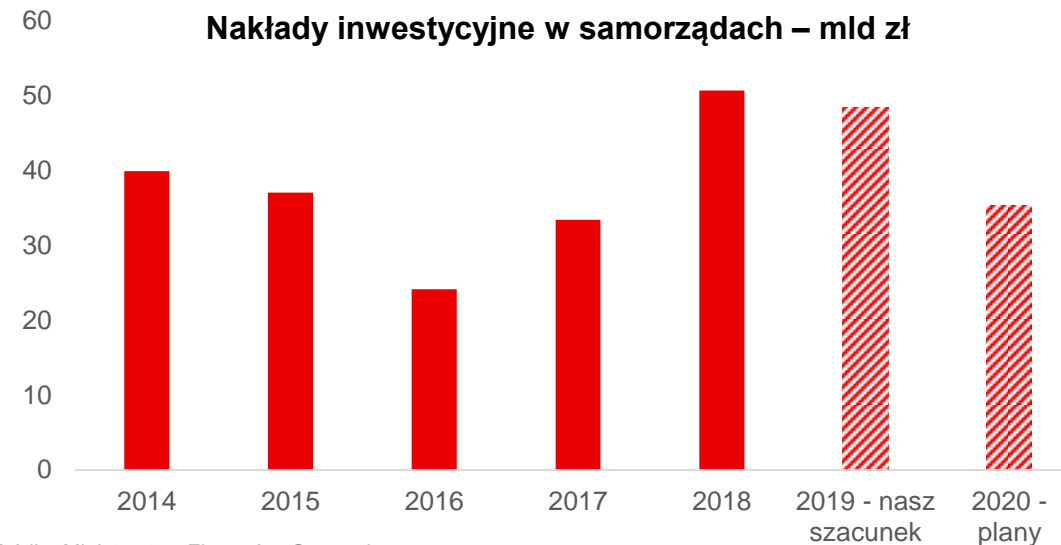
Po pierwsze, samorzady mierzą się z rosnącymi kosztami usług publicznych i obniżającymi się dochodami, m. in. ze względu na cięcia w stawkach PIT, które stanowią 20% ich dochodów. Skłania to do redukcji wydatków w mniej istotnych kategoriach, np. inwestycyjnych oraz wpływa na wzrost zadłużenia. Dane wskazują na rosnącą liczbę samorządów, które przekraczają 60% długu do dochodów (ten próg był niegdyś prawnie wiążący, ale już nie jest, używamy go zatem w formie wskaźnika informacyjnego).

Po drugie, jak już wielokrotnie wskazywaliśmy, wykorzystanie środków UE szczytowało na przełomie 2018 i 2019, więc inwestycje współfinansowane przez Unię będą wykazywały zmniejszający się wkład do wzrostu inwestycji w najbliższych latach (wykres na dole po prawej).

Dwa czynniki wskazane powyżej znajdują swój wyraz w planach inwestycyjnych samorządów na 2020 (wykres na górze): zakładają one spadek o ponad 25% w porównaniu do naszej prognozy wykonania na 2019 r. A jeśli weźmiemy pod uwagę, że faktyczna realizacja zwykle nie przekracza 85% planu, to nie możemy wykluczyć ponad 30% spadku inwestycji samorządów w 2020 r.

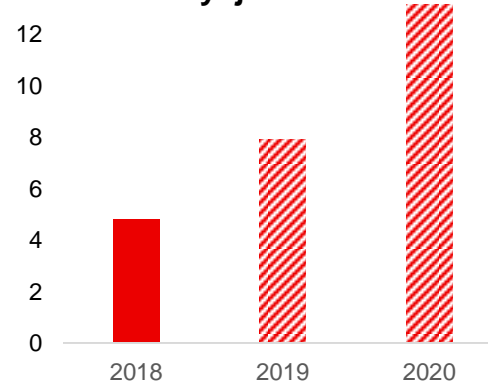
Inwestycje sektora centralnego również wyraźnie spowolniły, pokazując -3,8% r/r w I kw. 2019 i ok. 4% r/r w II kw. 2019 wobec +40,1% r/r w IV kw. 2018 r. Naszym zdaniem inwestycje w sektorze centralnym pozostaną słabe w obliczu koncentracji rządu na wydatkach społecznych oraz danych o małej liczbie przetargów na budowę dróg, co pokazaliśmy na poprzednim slajdzie.

### Nakłady inwestycyjne w samorządach – mld zł



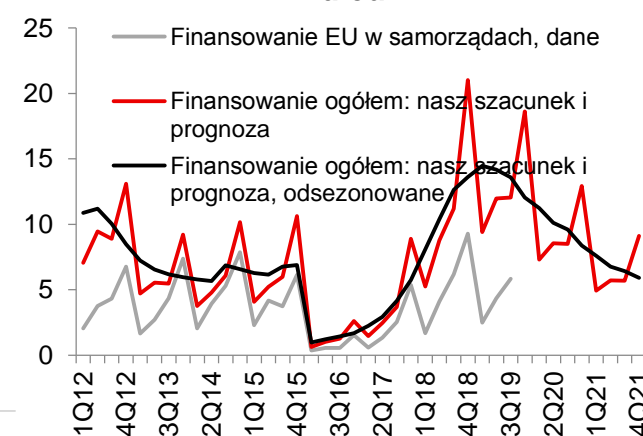
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

### % samorządów przekraczających 60% długu do dochodów, ważone wg inwestycji w 2018 r.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

### Inwestycje finansowane przez UE, mld eur



Źródło: Ministerstwo Rozwoju, Santander



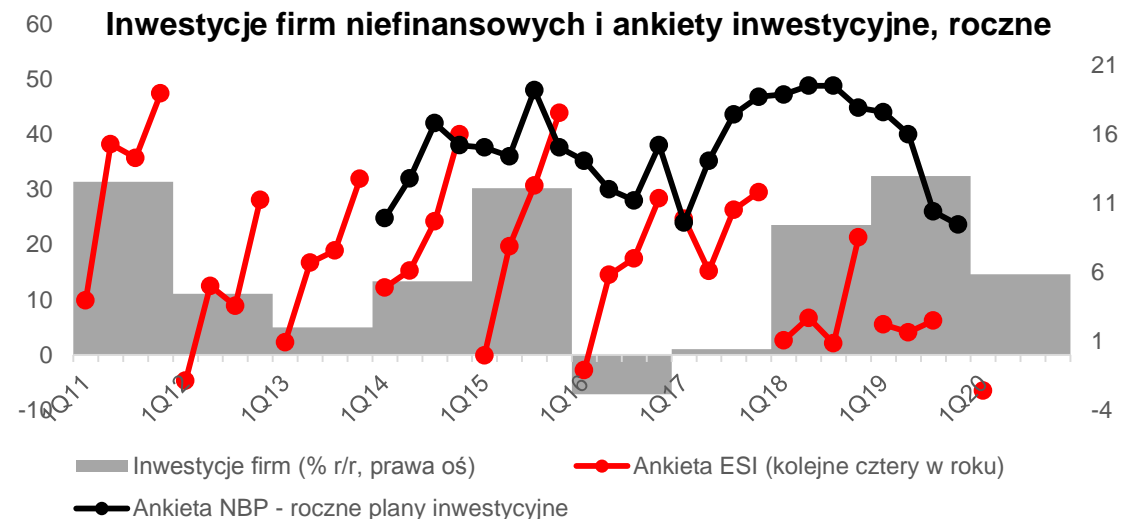
# Inwestycje prywatne spowalniają

Perspektywy dla inwestycji prywatnych nie są świetlane, ze względu na szybko pogarszający się klimat makro, co powinno mieć ujemne przełożenie na decyzje krajowych firm niefinansowych. Słabsze nastroje inwestycyjne są naszym zdaniem już odzwierciedlone w ankietach, a zarówno te sporządzone w ramach badania ESI/GUS jak i NBP pokazały wyraźne obniżki planów inwestycyjnych: ostatnie edycje obydwu badań wskazały na najniższego poziomu od lat (wykres na górze). Niestety nie dysponujemy jeszcze danymi o prywatnych inwestycjach w III kw. 2019 ani rozbiem na gospodarstwa domowe i firmy w II i III kw. 2019 r., jesteśmy więc zmuszeni szacować.

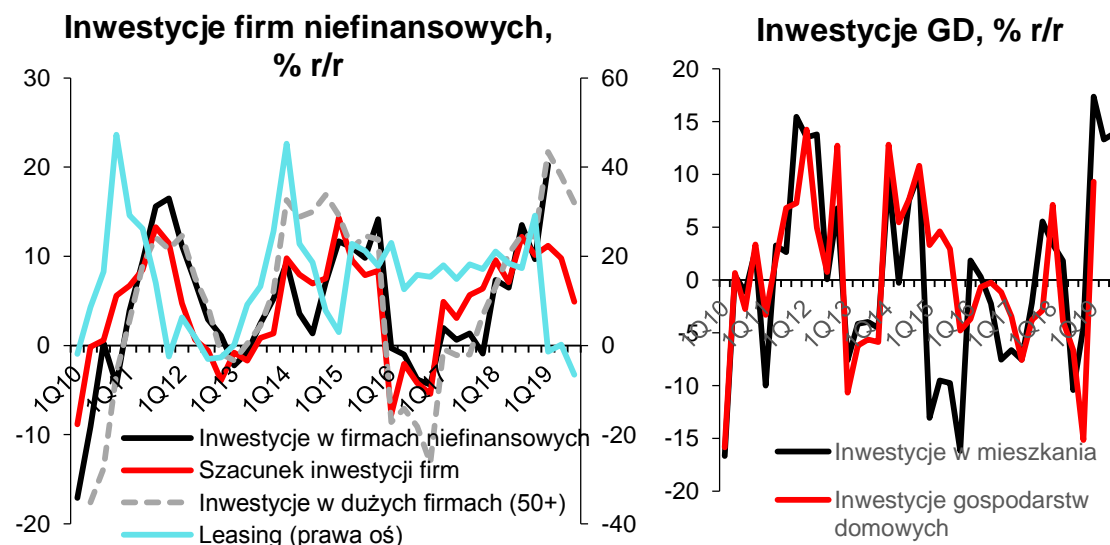
Uważamy, że inwestycji firm niefinansowych mocno hamowały w III kw. 2019 r. Po pierwsze przemawia za tym spowolnienie inwestycji w największych firmach (50+) do 11,3% r/r z 17,0% r/r w II kw. 2019. Po drugie, nakłady na budownictwo niemieszkalne i maszyny, które służą nam do przybliżania inwestycji firm wyraźnie przyhamowały w III kw. 2019 odpowiednio do 1,2% z 10,2% r/r i 5,6% z 11,6% (wykres po lewej na dole). Liczby te sugerują, że spowolnienie mogą być wyraźne, bo nie można zbyt liczyć na inercję rozpoczętych już projektów – jest ona silniejsza w budownictwie, które już w zasadzie jest w stagnacji (współczynnik autokorelacji 0,7 dla budownictwa, 0,45 dla maszyn). Po trzecie, wartość leasingów obniżyła się o 6,5% r/r w III kw. 2019 i był to najmocniejszy spadek od 2009 r. Jedynym w zasadzie pozytywem jest odbicie w kosztorysowej wartości inwestycji w III kw. 2019 r., ale dotyczyło ono tylko jednego sektora (transportu).

Inwestycje gospodarstw domowych są z kolei mocno skorelowane z nakładami na budownictwo mieszkaniowe i naszym zdaniem boom w tym sektorze jeszcze potrwa. Nawet gdyby spowalniający rynek pracy i słabszy optymizm konsumentów odbił się negatywnie na popycie, to deweloperzy uruchomili już tyle projektów, że będą zmuszeni do obniżki cen, by wesprzeć sprzedaż i złagodzić ten efekt.

Spodziewamy się spowolnienia inwestycji gospodarstw domowych do 5,0% r/r w 2020 z 7,0% r/r w 2019 i inwestycji firm do 6,0% r/r z 14,0% r/r.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



Źródło: Eurostat, Santander

Źródło: Ministerstwo Rozwoju, Santander



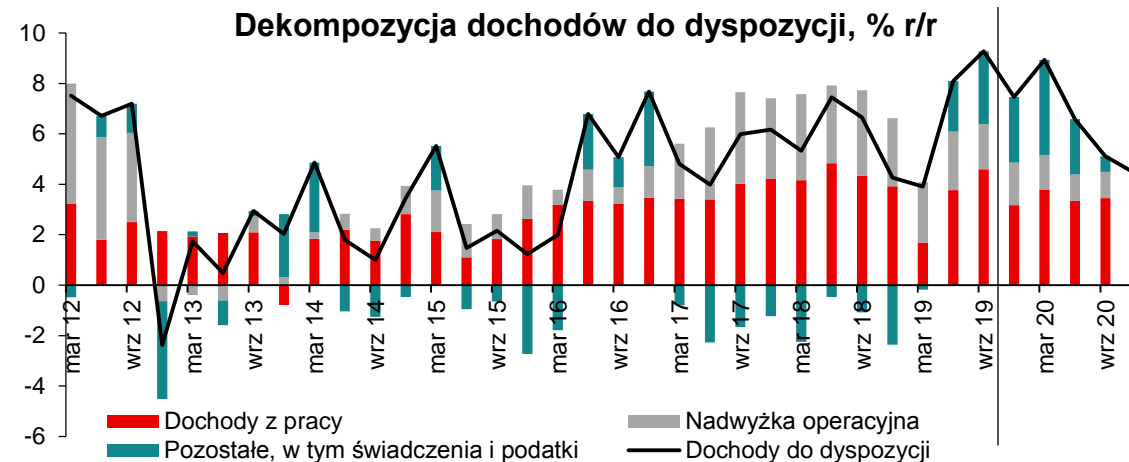


# Wysoki wzrost dochodów wesprze konsumpcję

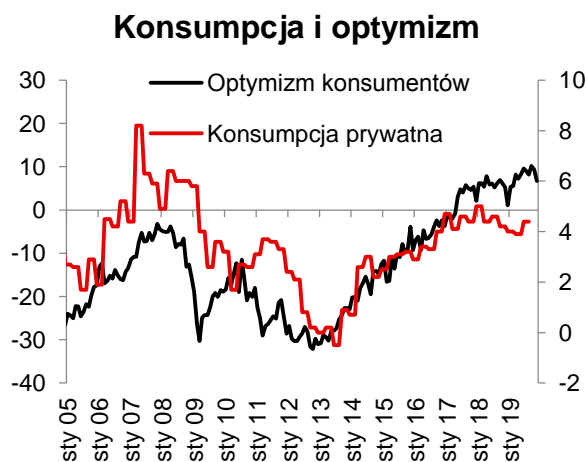
Naszym zdaniem wzrost dochodów do dyspozycji będzie spowalniał w 2020 r., ale z bardzo wysokiego poziomu, porównywalnego z latami 2008-2009.

Uważamy, że dochody z pracy będą rosły w solidnym tempie dzięki względnie wysokiej stopie wzrostu wynagrodzeń przy stabilizacji zatrudnienia (patrz slajdy 18-20). Dochody z nadwyżki operacyjnej będą pod negatywną presją spowalniającego wzrostu PKB. Z kolei pozytywny wkład zmian w świadczeniach społecznych i podatkach wynikający z rozszerzenia programu 500+, trzynastej emerytury (której spodziewamy się też w 2020 r.) i obniżek stawek PIT, będzie stopniowo wygasał (wykres na górze).

Spowalniający wzrost dochodów i wyższa inflacja CPI będzie stopniowo ściągała wzrost konsumpcji w dół w drugiej połowie 2020 (wykres na dole po środku), ale naszym zdaniem nie będzie to znaczne spowolnienie, gdyż konsumenci będą wygładzać swoje wydatki kosztem oszczędności, które zresztą ulegały odbudowie w trakcie 2019 r. Optymizm konsumencki nieco spadł, ale wciąż utrzymuje się blisko rekordów, powinien zatem wspierać wydatki (wykres po lewej na dole). Nasza średnia prognoza na 2020 to 4,1% wobec 4,2% w 2019 r. Brak podwyżki cen prądu mógłby dodać do konsumpcji ok. 0,1-0,2 pp.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



Źródło: GUS, Santander



Źródło: NBP, Santander



Źródło: GUS, Santander

# Popyt na pracę stygnie

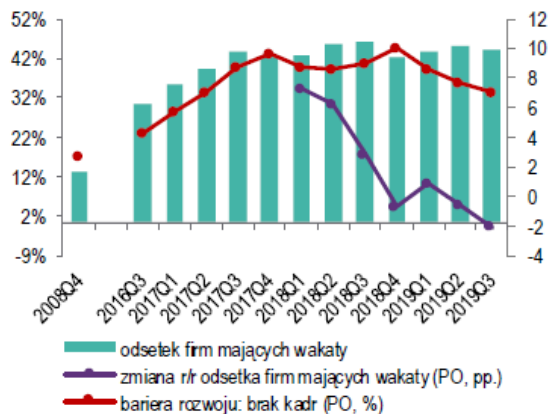


Sytuacja rynku pracy pozostała napięta w 2019 r., stopa bezrobocia pobiła kolejne rekordy, podobnie jak procent firm narzekających na niedobór siły roboczej (wykres po lewej na górze)

Jednocześnie widoczne stały się już sygnały słabnięcia popytu na pracę: niższe tempo tworzenia miejsc pracy i wyższe tempo ich likwidacji (górze środek), obniżające się plany zatrudnienie w większości ankiet (po prawej na górze i dole).

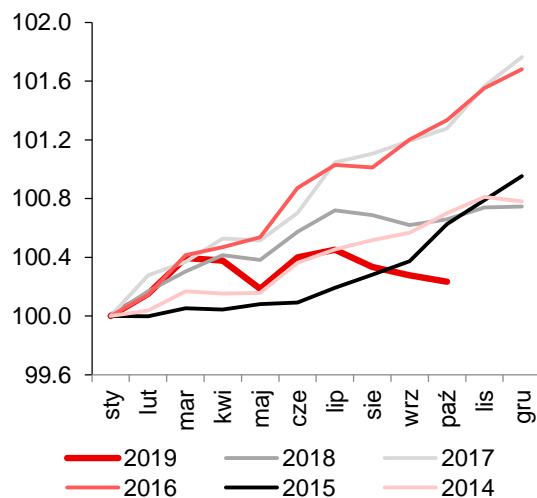
Oczekujemy stabilizacji zatrudnienia w 2020 r., gdyż wzrost PKB w okolicy 3% nie wymaga kreacji wakatów (wykres na dole po środku).

## Odsetek firm mających wakiaty; odsetek firm deklarujących brak pracowników jako barierę rozwojową



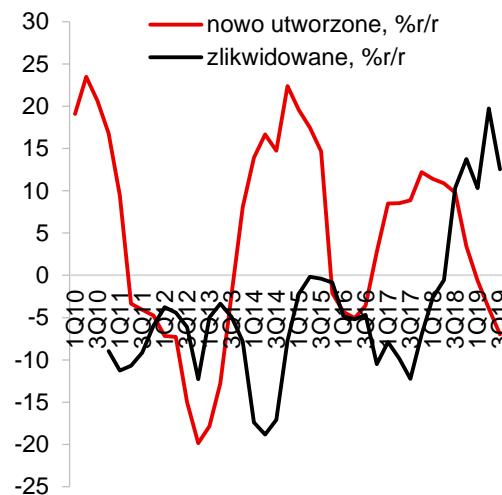
Źródło: Szybki monitoring NBP

## Zatrudnienie w sektorze firm (sty=100)



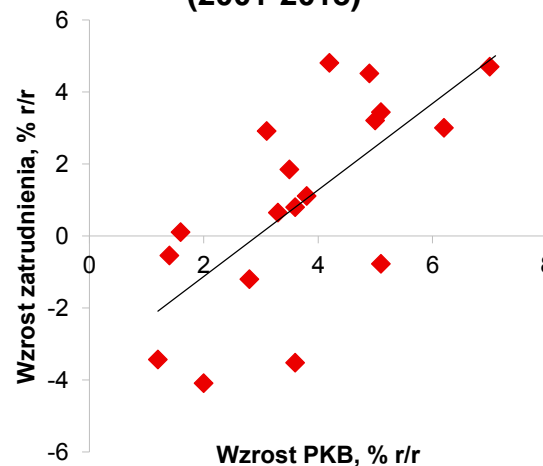
Źródło: GUS, Santander

## Popyt na pracę i wakiaty, suma za 4 kw.



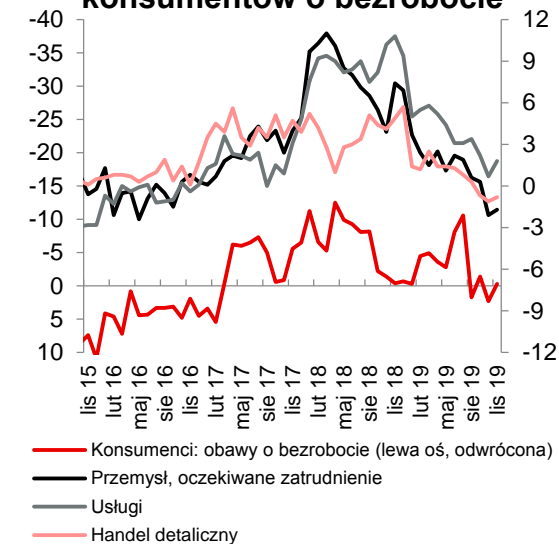
Źródło: GUS, Santander

## Wzrost zatrudnienia a wzrost PKB (2001-2018)



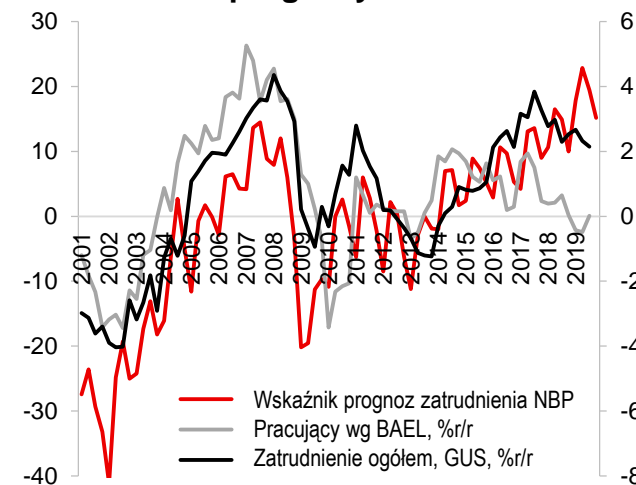
Źródło: GUS, Santander

## Wskaźniki zatrudnienia ESI i obawy konsumentów o bezrobocie



Źródło: Komisja Europejska, Santander

## Wzrost i prognozy zatrudnienia



Źródło: GUS, NBP, Santander



# Podaż pracy zależy od imigrantów

Jak już wskazywaliśmy wielokrotnie, krajowa podaż pracy jest w zasadzie w całości wykorzystana. Liczba osób w wieku produkcyjnym i liczba aktywnych zawodowo obniżała się w ostatnich latach ze względu na starzenie się społeczeństwa, w tempie 100-200 tysięcy osób rocznie od 2016 r. Nawet konsekwentny wzrost stóp aktywności zawodowej w większości grup wiekowych nie był w stanie zatrzymać czy odwrócić tego trendu.

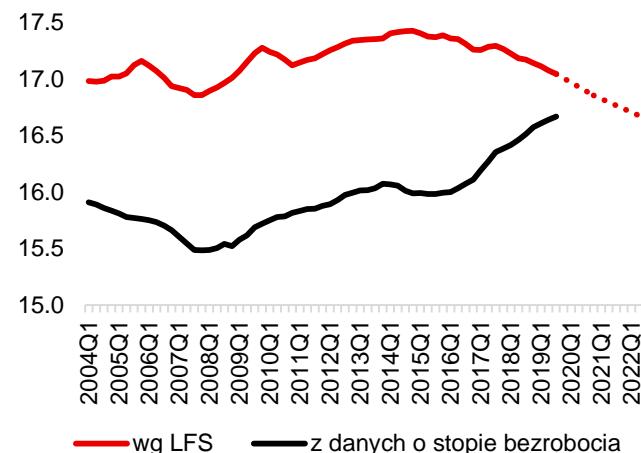
Polska wciąż jednak korzysta z napływu imigrantów, głównie z Ukrainy. Informacje na ten temat są widoczne w rejestrach ZUS, danych o przekroczeniach granicy czy nawet w statystykach bezrobocia (choć w tych ostatnich nie wprost, bo wzrost populacji imigrantów jest widoczny w większych liczbach dotyczących aktywnych zawodowo, którą można wyliczyć na podstawie danych o bezrobociu; kontrastuje to ze spadającą aktywnością wg badania BAEL, które akurat wyklucza krótkookresowych migrantów).

W 2020 r. napływ imigrantów może spowolnić ze względu na (a) dalszy spadek atrakcyjności polskiego rynku pracy dla Ukraińców (mierzony stosunkiem wynagrodzeń, bezpieczeństwem zatrudnienia, kursem walutowym) oraz (b) pokusę poszukiwania pracy w Niemczech, gdy nasi zachodni sąsiedzi otworzą granicę dla fachowców.

Jednak w obliczu słabszego popytu na pracę nie będzie to aż taki ból głowy dla firm. W zasadzie w przypadku głębszego spowolnienia krótkookresowi imigranci mogą być w pierwszej kolejności zwalniani. Ponadto słaba koniunktura w Niemczech ogranicza ryzyko wydatnego odpływu.

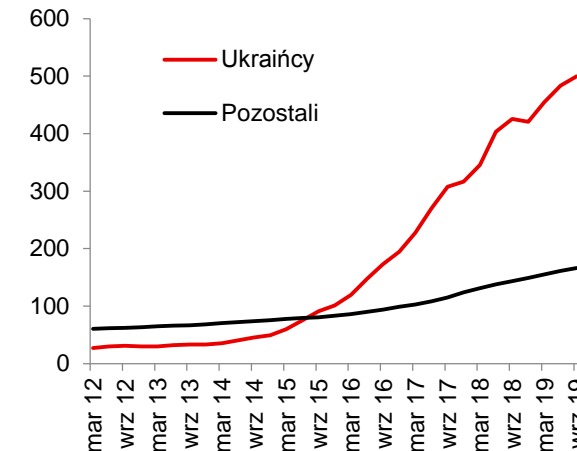
Ankieta Personnel Service, agencji rekrutująca Ukraińców do pracy w Polsce, wskazała na lekki spadek zainteresowania pracowników z Ukrainy i wzrost udziału firm, które w ogóle nie są zainteresowane poszukiwaniem pracowników za wschodnią granicą (78% firm wobec 74% przed rokiem).

### Aktywni zawodowo (suma 4 kw., miliony)



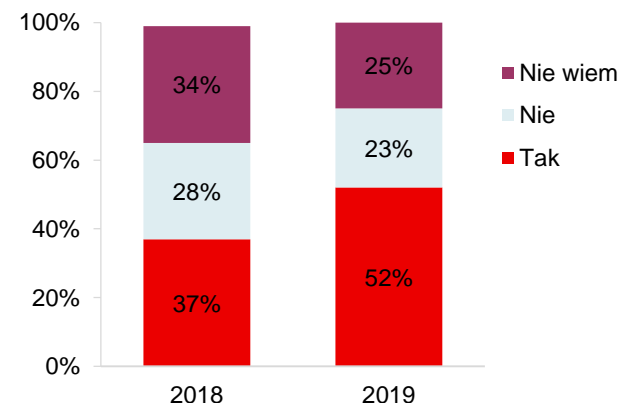
Źródło: GUS, Eurostat, Santander

### Liczba obcokrajowców płacących składki do ZUS (tys.)



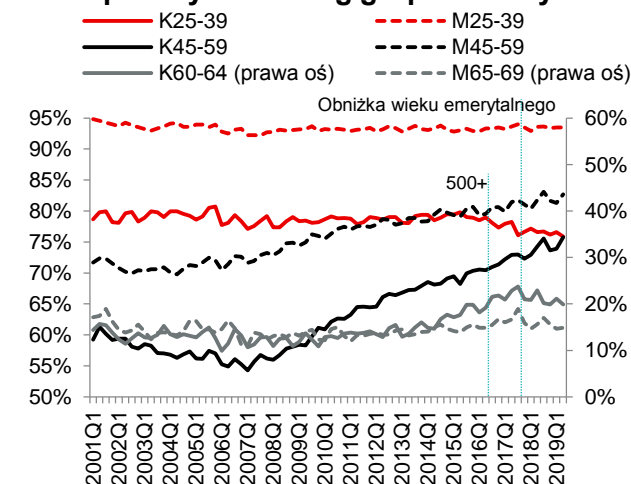
Źródło: ZUS, Santander

### Ankieta wśród Ukraińców w Polsce: Czy rozważasz pracę w innym kraju?



Źródło: OTTO Workforce

### Stopa aktywności wg grup wiekowych



Źródło: Eurostat, Santander



# Presja płacowa osłabnie... trochę

W ostatnim raporcie Szybki Monitoring NBP sugerował zmniejszenie presji płacowej. Znajduje to potwierdzenie w statystykach wzrostu płac.

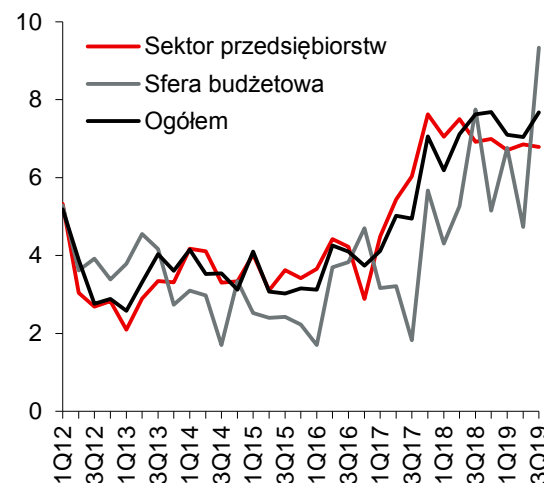
Co ciekawe, wzrost płac w gospodarce narodowej zachował się inaczej niż w sektorze firm i przyspieszył do 7,7% r/r w III kw. 2019, co wynikało w znacznej mierze z podwyżek płac w budżetówce (edukacja). Ogólnie jednak wygląda na to, że słabszy popyt na pracę przełoży się na słabszą presję na wzrost płac w nadchodzących kwartałach.

Od kilku lat napływ pracowników z Ukrainy działał łagodząco na presję płacową. W 2020 r. ten napływ może ulec osłabieniu, podobnie zresztą jak możliwości zatrudnienia na rynku pracy. Słabszy popyt na pracę może nawet okazać się ważniejszy z punktu widzenia presji płacowej niż słabszy napływ pracowników z zagranicy.

Podwyżka płacy minimalnej o 15% w 2020 r. doda naszym zdaniem ok. 1 pkt. proc. do łącznego wzrostu płac w gospodarce. Uważamy jednak, że płace z wyższych obszarów rozkładu mogą rosnąć wolniej w odpowiedzi na zmieniające się otoczenie gospodarcze. Zwłaszcza, że podwyżka płacy minimalnej niekoniecznie musi iść w parze z wyższym dochodem z pracy – w niektórych przypadkach będzie oznaczała tylko zmianę struktury wynagrodzenia (wyższa pensja bazowa, mniejsza część powiązana z wydajnością).

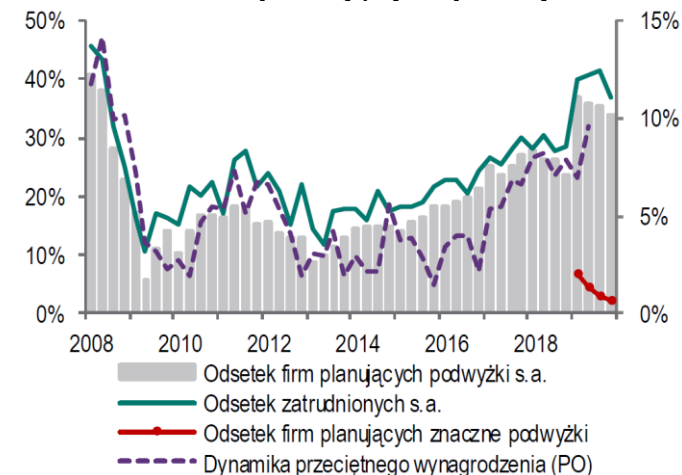
Ogólnie rynek pracy może w przyszłym roku mierzyć się i z niższym popytem, i z niższą podażą, co naszym zdaniem przełoży się na stopniowe spowolnienie wzrostu płac.

### Wzrost płac, % r/r



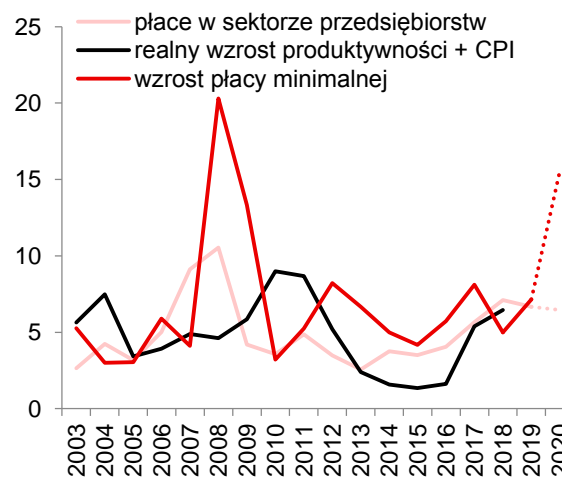
Źródło: GUS, Santander

### Udział firm planujących podwyżki



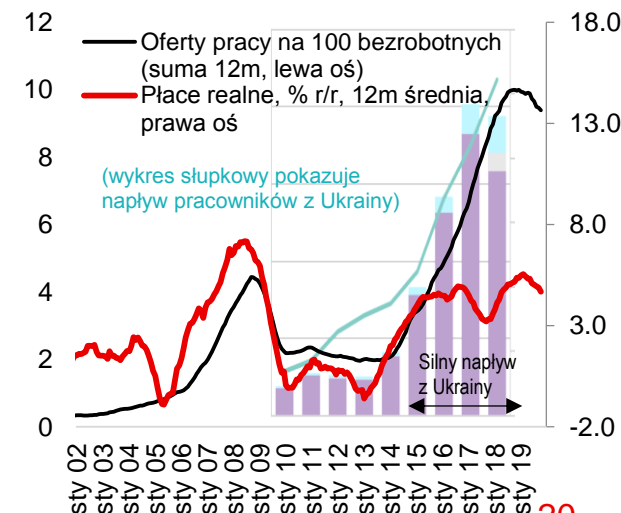
Źródło: Szybki Monitoring NBP

### Płaca minimalna, płaca średnia a produktywność



Źródło: ZUS, Santander

### Oferty pracy a wzrost płac



Źródło: ZUS, GUS, Santander



# Koszty pracy ciężą coraz mocniej

Niedobór pracy ostatnio nieco mniej dokucza polskim firmom. Koszt pracy wciąż jednak pozostają jednym z kluczowych wyzwań (patrz: lewy górny i lewy dolny wykres).

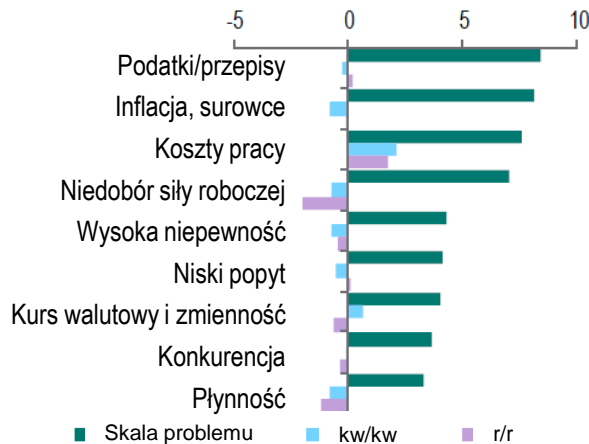
W 2019 r. koszty pracy były najszybciej rosnącą kategorią kosztów (prawy dolny). Teraz gospodarka spowalnia, ale koszty pracy wciąż będą rosły, częściowo ze względu na decyzji odgórne, takie jak wprowadzenie PPK czy wzrost płacy minimalnej. W 2020 r. firmy mogą odpowiedzieć na to niższą rekrutacją i zwiększaniem cen produktów. Dlatego przy spowolnieniu zatrudnienia możliwe jest utrzymywanie inflacji bazowej na podwyższonym poziomie. Czynnikiem łagodzącymi sytuację są sygnały o spadku presji płacowej (prawy górny) i zachowanie pozostałych rodzajów kosztów firm.

Inne kategorie kosztowe, poza pracą, wydają się nie spędzać przedsiębiorcom snu z powiek. Indeks cen producentów, który składa się z cen surowców, dóbr pośrednich i finalnych, pokazał praktycznie zerowy wzrost w październiku wobec 2,5% r/r w pierwszym kwartale roku. W kolejnych kwartałach wzrost PPI będzie wg nas słaby i średnio wyniesie 0,7% w 2020 r. Powinno to poprawić odporność firm na dalszy wzrost płac, bez rezygnacji przez nie z dalszej odbudowy marż.

Jeśli PKB spowolni mocniej niż tego się obawiamy, to nie można wykluczyć cięć w zatrudnieniu. Warto jednak mieć z tyłu głowy dwie myśli: obecność siły roboczej z zagranicy (która jest zwykle łatwiejsza do zwolnienia) i uszczelnienie systemu podatkowego i składowego.

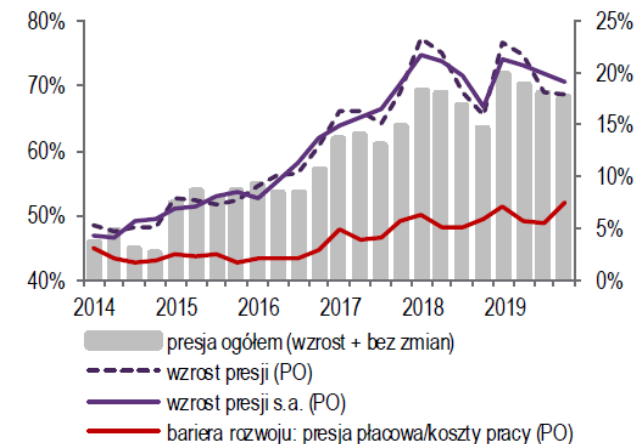
Dążność rządu, by poprawić ściągalność podatków i składek, mogła zmniejszyć firmom pole do manewru w przypadku szybkiego wzrostu kosztów pracy, podnosząc ryzyko, że na pewnym etapie spowolnienia firmy będą musiały odpowiedzieć większymi zwolnieniami. Ale jak wspomnieliśmy wcześniej, pierwsza fala cięć prawdopodobnie dotknie migrantów.

### Barierzy dla wzrostu (% badanych firm), III kw. 2019



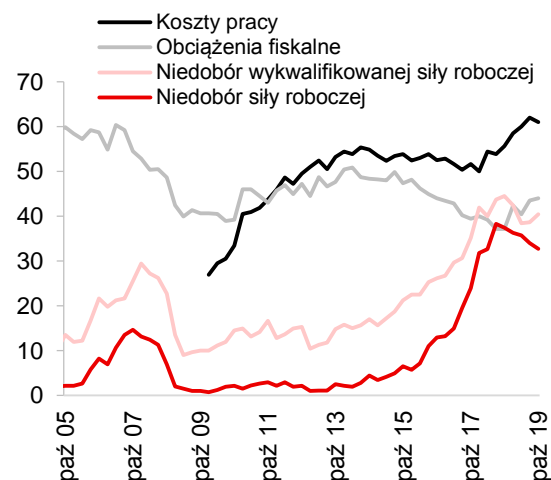
Źródło: Szybki Monitoring NBP

### Udział firm: odczuwających presję płacową i uważających wzrost kosztów pracy jako barierę wzrostu



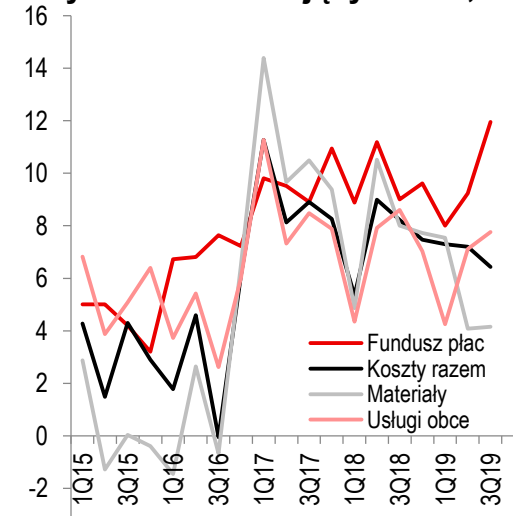
Źródło: Szybki Monitoring

### Główne bariery wzrostu, % firm



Źródło: GUS, Santander

### Koszty firm zatrudniających 50+, % r/r



Źródło: GUS, Santander

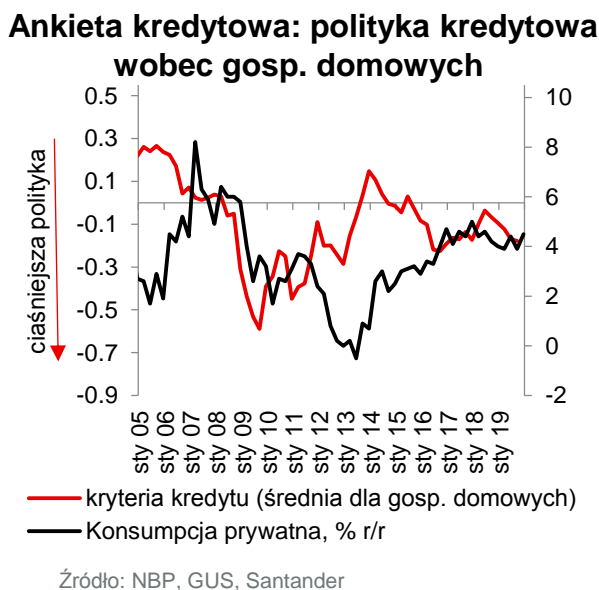
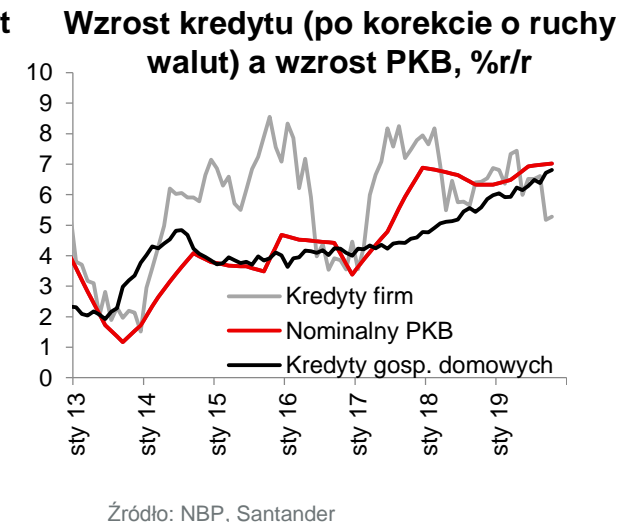
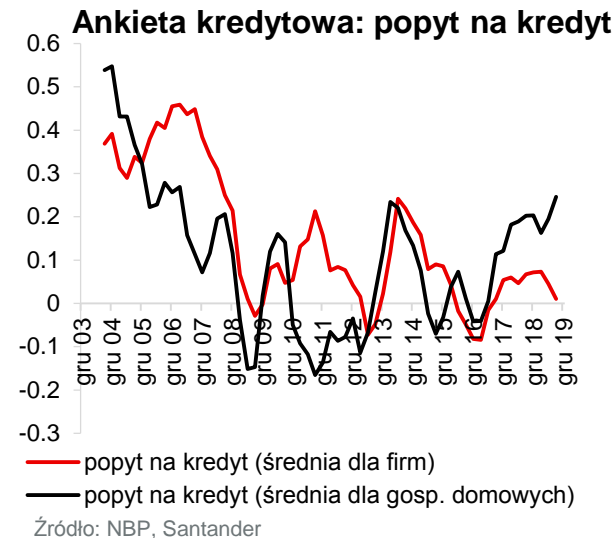


# Kredytowy rozjazd

Główne trendy w agregatach monetarnych utrzymały się w 2019 r., dzięki czemu podaż pieniądza M3 rosła w tempie nieco ponad 9% r/r.: depozyty bieżące przyspieszyły jeszcze do ok. 14,5% r/r. Gotówka w obiegu trzymała tempo powyżej 11% r/r a kredyty konsumenckie ok. 9% r/r. Dynamika złotych kredytów hipotecznych urosła do 12% r/r. Jednocześnie doszło do wyhamowania w kredytach dla firm, zarówno tych w PLN jak i walutowych. Portfel walutowych kredytów hipotecznych kurczył się w tym roku w tempie średnio 4% r/r wobec braku nowej sprzedaży mogącej zrównoważyć spłaty.

Pod pozornie neutralnymi/nudnymi głównymi odczytami danych monetarnych ukrywają się dwa całkiem ciekawe trendy (patrz: prawy i lewy górny wykres). Łączny kredyt rósł w tempie zbliżonym do nominalnego PKB. Jednak, na szczeblu sektorów wystąpiły istotne rozbieżności. Środowisko bardzo niskich stóp i wciąż prawie rekordowy poziom optymizmu konsumentów pomogły podtrzymać szybki wzrost kredytu dla gospodarstw domowych. Banki podeszły z ostrożnością do wzmożonego popytu ze strony gospodarstw domowych i stopniowo zacieśniały kryteria kredytowe (lewy dolny wykres; nie wywołało to wyhamowania konsumpcji, gdyż ta wspierana była środkami z pakietu fiskalnego). Z drugiej strony niepewność co do światowego wzrostu odbiła się na popycie firm na kredyt a banki wydają się niechętnie finansowaniu tego segmentu (prawy dolny wykres).

Ankieta NBP wśród komitetów kredytowych banków działających w Polsce wykazała, że w 2019 banki zaczęły zacieśniać polityki kredytowe. Raport zasygnalizował też nagłe załamanie popytu ze strony firm na finansowanie inwestycji i kapitału obrotowego. Sektor gospodarstw domowych chce się zadłużać, ale banki próbują ostudzić ten zapal cieńszymi kryteriami. Gospodarstwa domowe mogą próbować wydłużyć kredytem okres silnego wzrostu konsumpcji w obliczu hamującego wzrostu funduszu płac i perspektywy wygaśnięcia wpływu wyższych transferów socjalnych na dynamikę ich dochodów za kilka kwartałów. Popyt na kredyt może też być stymulowany szybko rosnącymi cenami mieszkań. W 2019 doszło nawet do pobudzenia aktywności w segmencie kart kredytowych po kilku słabych latach.





# Kredyt dla firm: spowalnia czy nie?

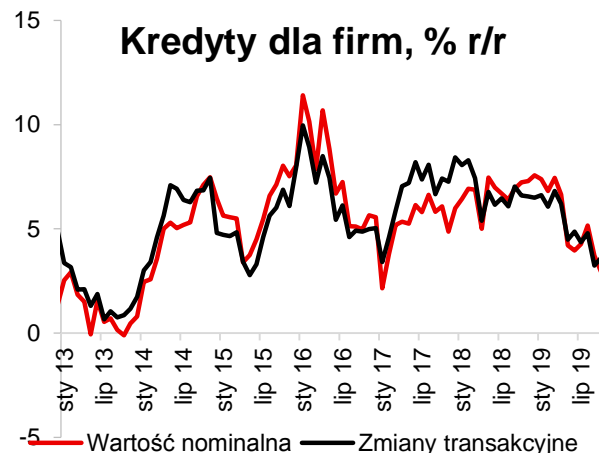
Uważamy, że obserwowane ostatnio spowolnienie kredytów dla firm to pokłosie słabszych perspektyw gospodarczych i zacieśnienia polityki kredytowej banków, co przeważało nad potrzebami finansowania nowych technologii zastępujących pracę.

Wzrost długookresowego kredytu dużych firm poruszał się w tempie od -3% r/r do +1% r/r, podczas gdy kredyty krótkookresowe zarejestrowały nieznaczne spowolnienie i wciąż rosną o 5% r/r. Kredyty MŚP zjechały z 15-20% na początku roku do poniżej 10%.

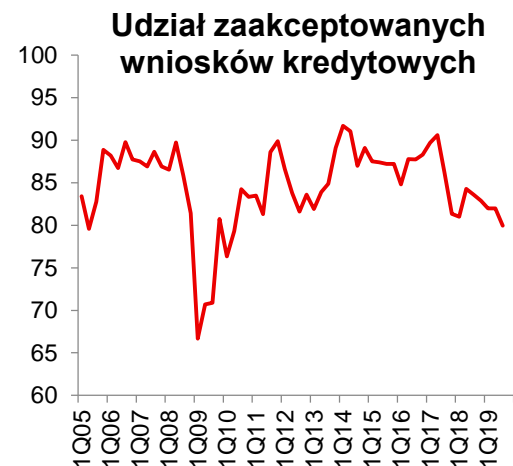
Ankiety wskazują, że udział firm aplikujących o kredyt jest mniej więcej stała w ostatnich latach. Jednocześnie jednak coraz mniej wniosków jest akceptowanych.

Innym ważnym czynnikiem, który ma wpływ na wolumen kredytów dla firm, jest rosnąca dynamika spłat przy stabilnej lub spadającej dynamice sprzedaży. To może być znak, że firmy robią, co mogą, by obniżyć koszty bieżącej działalności – w tym tną koszty finansowe (być może z użyciem depozytów o niskim oprocentowaniu). Może to też być odzwierciedlenie niższego popytu na kapitał obrotowy przy niższej aktywności.

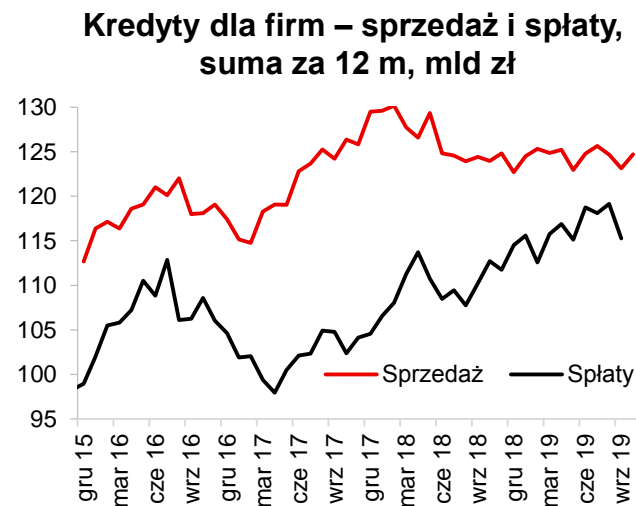
W ostatnich latach firmy coraz mocniej interesowały się leasingiem środków transportu i budowlami oraz maszynami. Jednak i w tym sektorze widoczne jest spowolnienie.



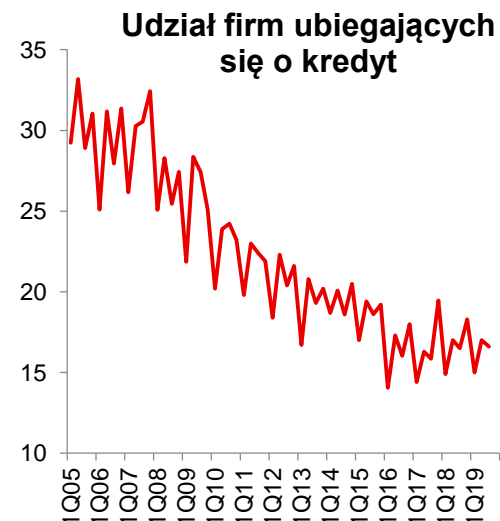
Źródło: NBP, Santander



Źródło: Szybki Monitoring NBP



Źródło: NBP, Santander



Źródło: Szybki Monitoring NBP



# Inflacja: wzrost do 4% i przyhamowanie

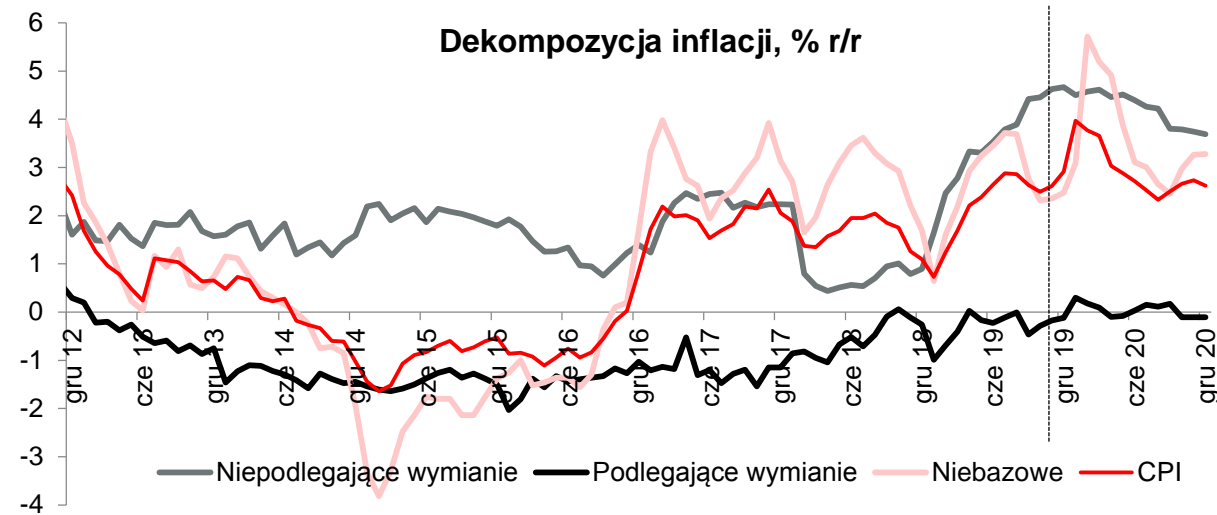
Nasze prognozy sugerują, że inflacja CPI zbliży się do 4% w styczniu 2020 i potem będzie stopniowo obniżała się w kierunku celu inflacyjnego (2,5% r/r) pod koniec roku. Średnio spodziewamy się 3,0% wobec 2,3% w 2019 r. Z kolei inflacja bazowa naszym zdaniem osiągnie szczyt w okolicach 2,8% r/r w I kw. 2020 r. i potem obniży się do 2,3-2,4%.

Jedną z przyczyn wzrostu inflacji w 2019 r. był proces obudowy marż w firmach (prawy dolny wykres). Naszym zdaniem nie uległ on jeszcze zakończeniu, więc spadek inflacji po wzroście w I kw. 2020 nie będzie szybki, tylko umiarkowany. Koszty pracy będą nadal wywierać presję na firmy, w tym wzrost płacy minimalnej doda naszym zdaniem ok. 0,1-0,2 pkt. proc. do inflacji.

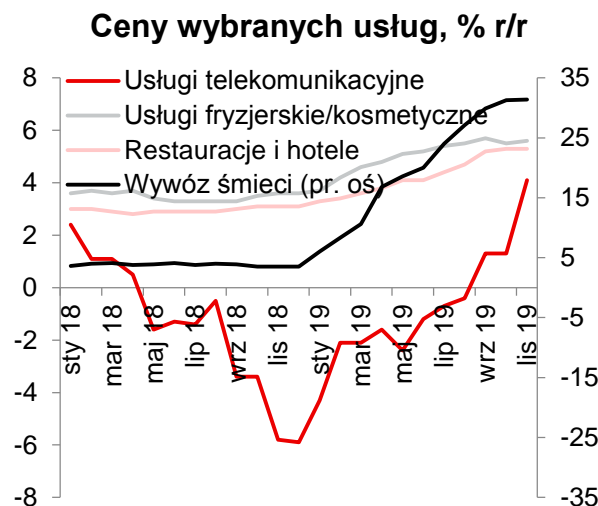
Uważamy, że inflacja cen żywności pozostanie na dość wysokim poziomie, jednak będzie się w ciągu roku obniżała, podczas gdy ceny energii podskoczą na początku 2020 r., zatem w sumie kategorie niebazowe będą dokładać do CPI w przyszłym roku (szczegóły na kolejnym slajdzie).

Ceny w kategoriach niepodlegających wymianie międzynarodowej (czyli głównie ceny usług) były ważnym czynnikiem dynamizującym CPI w 2019 r. Naszym zdaniem wkład tej kategorii będzie powoli obniżał się w 2020 r. pod wpływem słabnącego wzrostu PKB. Niektóre ceny administrowane (np. wywóz śmieci), wciąż mają jednak duży potencjał w górę, nie spodziewamy się zatem mocnego spowolnienia, zwłaszcza że konsumpcja prywatna pozostanie dość wysoka.

Z kolei ceny w kategoriach podlegających wymianie będą się naszym zdaniem stabilizować w 2020 r. (co historycznie jest wysokim wynikiem) ze względu na prognozy przyspieszającej inflacji bazowej w głównych gospodarkach strefy euro.



Źródło: Eurostat, GUS, Santander



Źródło: GUS, Santander

### Dekompozycja deflatora popytu, % r/r



Źródło: AMECO, Santander





# Inflacja: czy ceny żywności odpuszczą?

W 2019 r. ceny żywności rosły średnio o ok. 5% r/r i podbijały inflację CPI (szczyt 7,2% r/r w sierpniu). Głównym czynnikiem pchającym ceny w górę był wpływ suszy i ASF na ceny warzyw, owoców i mięsa. Wydawałoby się, że rozsądnym założeniem byłoby spodziewanie się normalizacji w 2020 r. i wobec tego niskiego wzrostu pod wpływem wysokiej bazy. Globalny indeks FAO dla cen żywności nieco rósł w ostatnich miesiącach, ale jeśli założymy jego stabilizację, to byłoby to spójne ze stabilizacją lub nawet spadkiem krajowych cen żywności w drugiej połowie 2020 r.

Jednakże problemy z ASF wciąż się nie skończyły, a Amerykański Departament Rolnictwa (USDA) spodziewa się spadku chińskiej produkcji wieprzowiny w 2020 r. do poziomu o 40% niższego niż w 2018 r., więc ceny mięsa powinny pozostać globalnie podwyższone. Rośnie też ryzyko niedoborów cukru w obliczu załamania prognoz zbiorów w Indiach i Tajlandii (największych producentów), możliwy jest zatem dalszy wzrost cen tego produktu. Ceny zbóż również rosły pod wpływem gorszych danych o produkcji w USA i Argentynie. Wreszcie, nie można wykluczyć kolejnych anomalii pogodowych w 2020 r., gdyż efekty globalnego ocieplenia stają się coraz bardziej widoczne. Ogólnie widzimy zatem wyraźne ryzyko w górę dla prognoz cen żywności, spodziewamy się zatem nieznacznego spowolnienia do 3,8% r/r średnio w 2020 r.

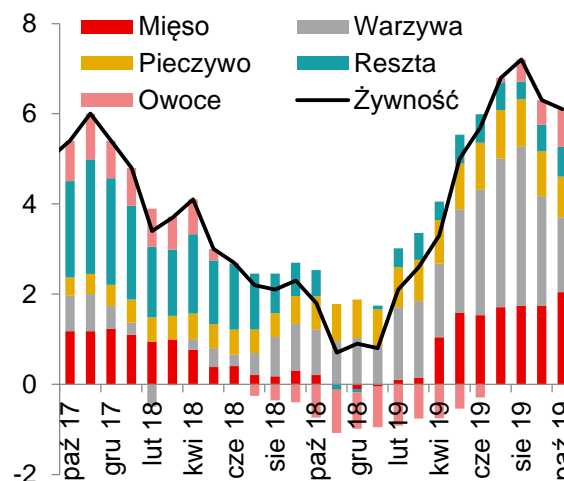
W 2019 r. rząd zamroził ceny elektryczności by ulżyć gospodarstwom domowym, jednak wydaje się mało prawdopodobne, by taki numer powtórzył się w kolejnym roku. Możliwe, że tym razem ciężar spadnie na firmy energetyczne. W każdym razie, decyzję regulatora poznamy 17 grudnia. Obecnie oczekujemy wzrostu cen elektryczności o 10% w styczniu, co dołoży 0,5 pp do CPI.

### Ceny żywności: świat a Polska % r/r\*



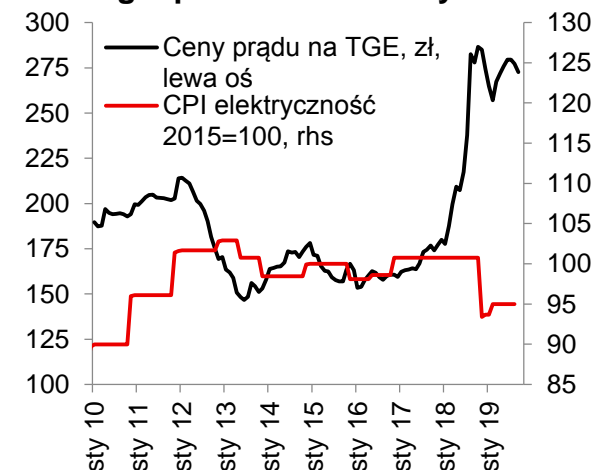
Źródło: FAO, GUS, Santander \* przy założeniu stabilizacji indeksu cen FAO w 2020 r.

### Dekompozycja wzrostu cen żywności % r/r



Źródło: GUS, Santander

### Hurtowe ceny prądu i taryfy dla gospodarstw domowych



Źródło: GUS, TGE, Santander



# Polityka pieniężna: inflacja to nie problem?

2019 będzie piątym rokiem z rzędu, na koniec którego stopa NBP będzie na rekordowym minimum 1,50%. W drugiej połowie roku pojawiły się wnioski o podwyżkę i obniżkę stopy, ale zyskały bardzo małe poparcie. Większość członków RPP ewidentnie preferuje by parametry polityki pieniężnej nie ulegały zmianie, najlepiej na długo, mimo że inflacja bazowa dotarła do poziomu, który w przeszłości wywoływał pewne obawy lub nawet reakcję banku centralnego.

NBP od wielu lat niezmiennie realizuje strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Jednak wraz z upływem czasu język komunikacji banku centralnego stopniowo ewoluował – porównaliśmy komunikaty po posiedzeniach RPP z lat, kiedy na koniec roku inflacja bazowa osiągała (lub przekraczała 2,5%) i widać wyraźne przesunięcie akcentów z inflacji na wzrost.

Jednocześnie, byłoby zbyt dużym uproszczeniem postrzeganie obecnej Rady jako bardziej gołębiej niż poprzednie. Warto sobie przypomnieć, że stopy nie zostały obniżone w 2016 kiedy nie tylko tempo wzrostu gospodarczego spowalniało, ale też przedłużała się deflacja. Nawet ostatnio widzieliśmy dość szybką zmianę retoryki prezesa NBP Adama Glapińskiego, który najwyraźniej stara się aktywnie zarządzać oczekiwaniami rynku. Wcześniej w tym roku prezes wskazywał na ryzyka dla wzrostu gospodarczego by chłodzić oczekiwania podwyżek stóp. W grudniu z kolei, zdecydowanie wykluczył możliwość poluzowania polityki pieniężnej podkreślając odporność polskiego wzrostu gospodarczego.

Najwyraźniej, stabilizacja stóp procentowych tak długo jak możliwe ma dużą wartość dla obecnej Rady.

Chmura słów\* na podstawie komunikatów RPP kiedy inflacja bazowa osiągała cel 2,5%:

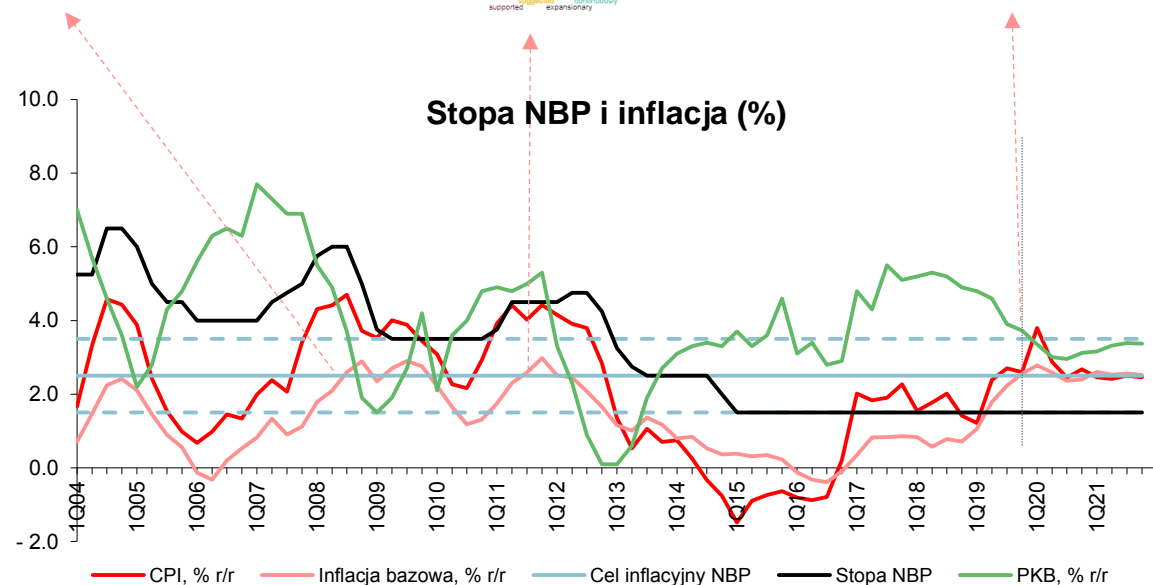
Grudzień 2008



Grudzień 2011



Grudzień 2019



Źródło: GUS, NBP, Santander



\* Ćwiczenie przeprowadzone na podstawie komunikatów w jęz. angielskim, aby uniknąć wpływu odmiany w jęz. polskim na wyniki.



# Polityka pieniężna: spokojnie, czekamy

Co ciekawe, mimo narastających obaw o głębokość spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego i wpływ na krajową gospodarkę, NBP kończy rok 2019 z dokładnie takimi samymi prognozami polskiego PKB na kolejne dwa lata jak rok wcześniej (mimo niższego punktu startowego) i wyraźnie niższymi prognozami CPI (mimo wyższego punktu startowego).

Prognozy NBP z listopada 2018 przeszacowały inflację i nie doszacowały PKB. Tym razem wygląda, że może być odwrotnie – zakładamy, że polski wzrost spowolni nieco mocniej niż zakłada bank centralny, podczas gdy inflacja może być nieco wyższa (przynajmniej na początku roku).

Czy to wystarczy by zmienić nastawienie RPP? Naszym zdaniem nie. Tak długo jak perspektywy dla wzrostu będą niepewne i mało optymistyczne, Rada będzie zapewne tolerować inflację powyżej celu w nadziei (być może słusznie), że szybszy wzrost cen nie będzie trwały.

Od początku kadencji tej Rady rynek wyceniał już podwyżki i obniżki stóp, i w żadnym przypadku nie były one trafione. W ostatnim czasie rynek ponownie zaczął wyceniać luzowanie polityki pieniężnej i może to jeszcze przybrać na sile jeśli spowolnienie będzie kontynuowane. Sądzymy, że RPP stóp nie zmieni i pozostanie w trybie „wait-and-see”.

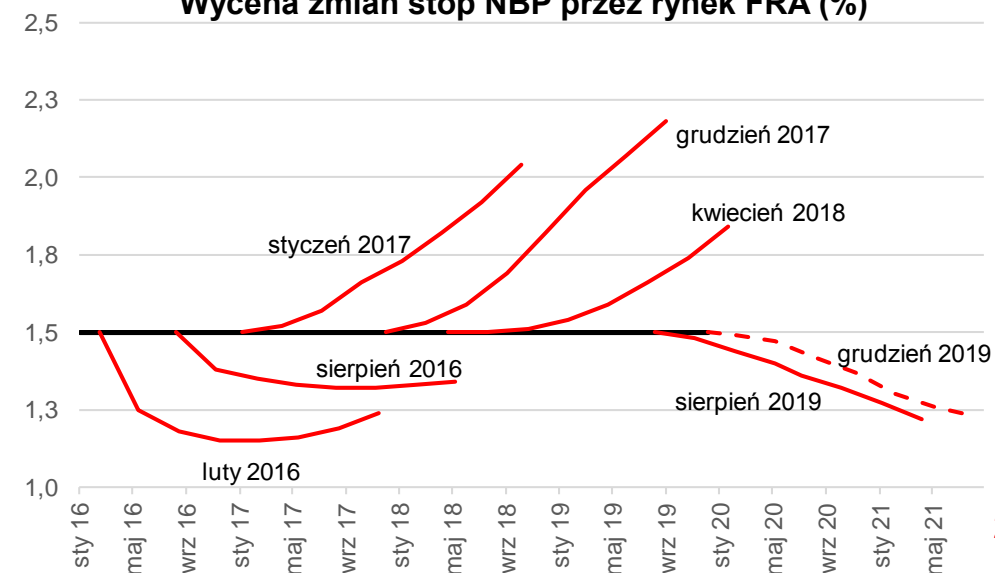
Jeśli gospodarka wyhamuje znacznie mocniej niż zakładamy, dalszego złagodzenia polityki pieniężnej nie można wykluczyć. Naszym zdaniem, w pierwszej kolejności RPP sięgnęłaby po tradycyjne środki – obniżkę stóp NBP – bowiem jest jeszcze na to miejsce. Mogłyby temu towarzyszyć zmiany regulacji makro-ostrożnościowych, np. relacji kwoty kredytu do wartości zabezpieczenia (LTV) czy długu do dochodu (DTI), by uniknąć powstania baniek na rynku kredytowym czy nieruchomości. Obawy o stabilność systemu bankowego będą jednak powodować, że skala spowolnienia PKB musiałby być naprawdę znacząca. Pamiętajmy, że w 2016 wzrost gospodarczy nieznacznie poniżej 3% nie wystarczył do obniżek.

## Prognozy inflacji i PKB w kolejnych Raportach Inflacyjnych

	Wzrost PKB			
	Lis 18	Mar 19	Lip 19	Lis 19
2018	4,8 (±0,4)	-	-	-
2019	3,55 (±0,85)	4,0 (±0,7)	4,5 (±0,6)	4,3 (±0,4)
2020	3,25 (±0,95)	3,65 (±0,95)	3,9 (±0,9)	(3,55±0,85)
2021	-	3,35 (±0,95)	3,35 (±0,95)	(3,25±0,95)
	Inflacja CPI			
	Lis 18	Mar 19	Lip 19	Lis 19
2018	1,8 (±0,1)	-	-	-
2019	3,25 (±0,65)	1,7 (±0,5)	2,0 (±0,3)	2,3 (±0,1)
2020	2,9 (±1,0)	2,65 (±0,95)	2,8 (±0,9)	2,85 (±0,75)
2021	-	2,4 (±1,1)	2,4 (±1,1)	2,6 (±1,0)

Uwaga: środki i zakres przedziałów, w których wzrost PKB i inflacja CPI znajdują się z 50-procentowym prawdopodobieństwem.

## Wycena zmian stóp NBP przez rynek FRA (%)



Źródło: Refinitiv, Santander

# Polityka pieniężna: niewielkie poparcie dla zmian

## Konsensus PAP: gołębie i jastrzębie w RPP

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

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

● konsensus z września '19  
○ konsensus z marca '19

nastawienie:

5 - jastrzębie

Głosował za podwyżką  
w listopadzie 2018

Głosowali za podwyżką  
w lipcu 2019

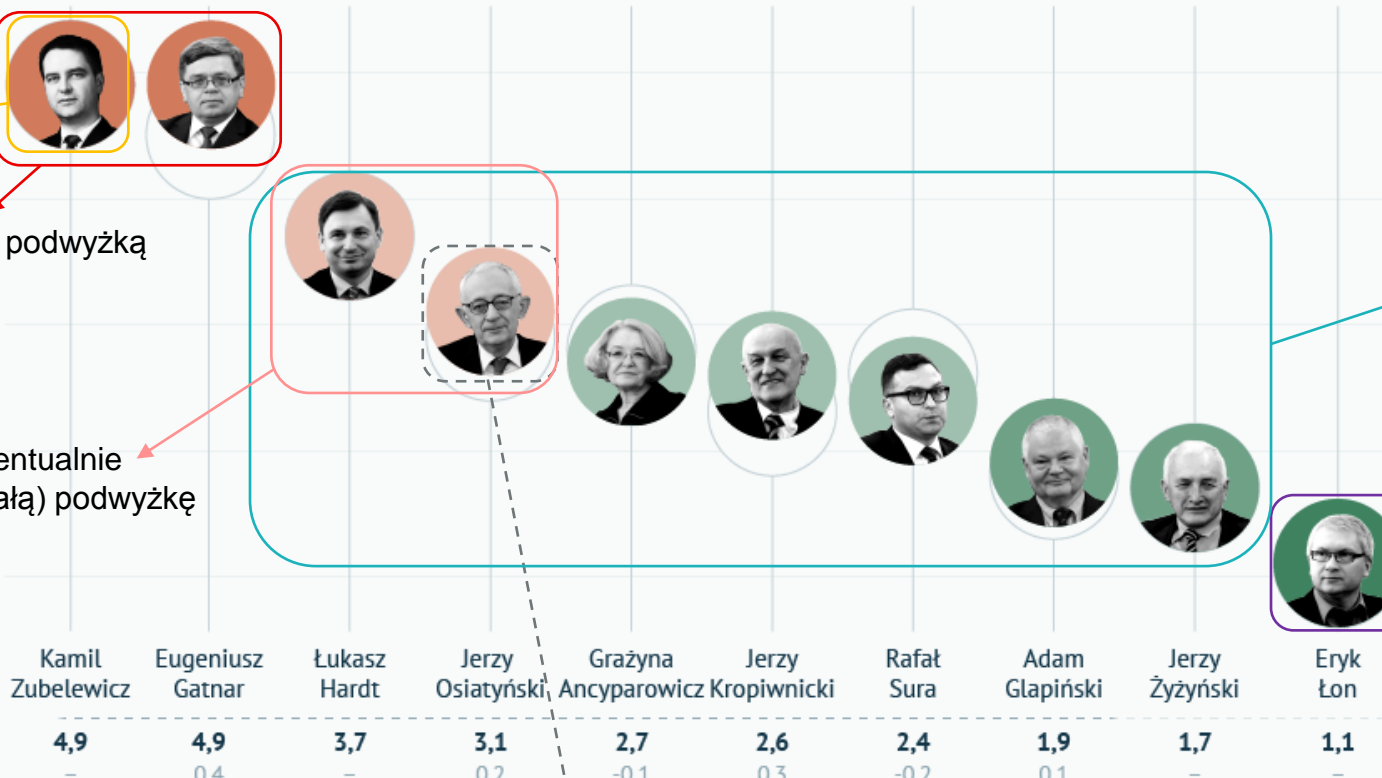
3 - neutralne

Mogliby ewentualnie  
poprzeć (małą) podwyżkę

1 - gołębie

Zwolennicy  
stabilizacji stóp

Głosował za obniżką  
we wrześniu,  
w październiku  
i być może w listopadzie



Źródło: PAP Biznes



Kończy kadencję w grudniu 2019

# Zerowe saldo budżetu centralnego?

W 2019 r. deficytu budżetu centralnego będzie prawdopodobnie wyraźnie niższy niż oczekiwano, ponownie. Szacujemy, że dochody podatkowe będą o ok. 15 mld zł wyższe niż zaplanowano, podczas gdy wydatki będą zgodne z planem. Oznacza to, że w grudniu deficyt wyniesie ok. 14 mld zł (połowę limitu ustawowego).

W 2020 r. tak dobry wynik dla dochodów będzie trudny do powtórzenia. Plan już wydaje się dość ambitny w sytuacji spowalniającej gospodarki, cyklicznej natury wpływów podatkowych i zmniejszającego się miejsca do dalszej poprawy ściągłości podatków.

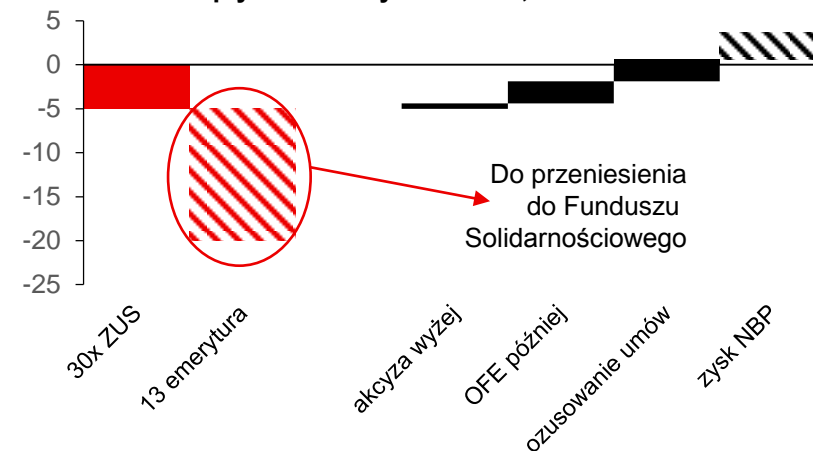
Plan zerowego budżetu powstał przed wyborami (więcej w naszym [komentarzu](#)). Teraz rząd pracuje nad przeglądem tej ustawy, ale wszystko wskazuje na to, że główne założenia pozostaną bez zmian. Nawet jeśli ostatecznie deficyt będzie niezerowy, to różnica naszym zdaniem nie będzie znacząca.

Największą nowością w 2020 r., nieuwzględnioną w projekcie budżetu, jest wypłata 13. emerytury (roczny koszt ok. 10 mld zł). Rząd postanowił obejść ustawę o finansach publicznych i przenieść wydatki z tego tytułu do Funduszu Solidarnościowego, który jest poza budżetem centralnym i poza regułą wydatkową. Spowoduje to jednak wzrost deficytu całego sektora i prawdopodobnie również potrzeb pożyczkowych.

Do wypełnienia pozostaje jeszcze 5,5 mld zł dziury z tytułu porzucenia planu likwidacji limitu składek ubezpieczeniowych, co na budżet centralny ma wpływ głównie poprzez subwencję do FUS. Efekt ten zostanie prawdopodobnie zniwelowany przez podwyżkę akcyzy na tytoń i alkohol (0,6 mld zł), późniejsze wprowadzenie zmian w OFE (+2,5 mld zł), oskładkowanie umów cywilnych (2-3 mld zł). Razem powinno być to wystarczające, by deficyt pozostał bliski zera.

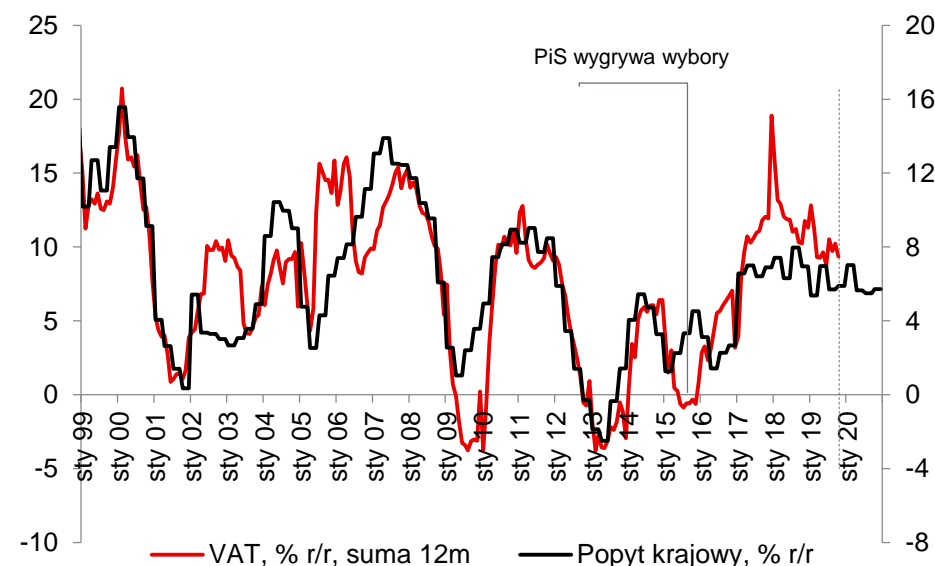
Ponadto, w 2020 r. budżet prawdopodobnie dostanie przelew z NBP i prawdopodobnie taki był cel ostatnich zmian w przepisach dotyczących wolniejszego budowania rezerw banku centralnego. W tym momencie trudno jednak prognozować wysokość tego przelewu. W każdym razie prawdopodobnie nie znajdzie się on w projekcie budżetu (zysk z 2018 r. w wysokości 3,9 mld zł poszedł na uzupełnienie rezerw. Przy nowych przepisach 2,2 mld z tego trafiłoby do budżetu).

Wpływ na deficyt w 2020 r., mld zł



Źródło: Santander

Spowolnienie popytu krajowego obniży wzrost VAT



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



# ... ale w całym sektorze publicznym już nie

Przez ostatnie trzy lata rząd skutecznie usuwał luki w systemie podatkowym i podnosił przychody podatkowe. Do tego budżet korzystał z bardzo dobrej koniunktury. W rezultacie od 2016 r. szybko rósł wskaźnik wpływów fiskalnych do PKB. Jednocześnie wydatki w relacji do PKB były pod kontrolą, pomimo populistycznego planu działania rządu – była to zasługa stabilizującej reguły wydatkowej.

W rezultacie Polska osiągnęła praktycznie zerowy deficyt fiskalny (wg ESA2010) już w 2018 r., na długo przed planowaną datą.

Ten pozytywny trend raczej się jednak nie utrzyma i saldo całego sektora publicznego może się pogorszyć w 2019/2020, głównie za sprawą wdrażania kosztownych obietnic wyborczych (redystrybucja na dużą skalę) i postępującego spowolnienia gospodarczego, które przeważą nad malejącymi korzyściami z dalszego uszczelniania systemu podatkowego.

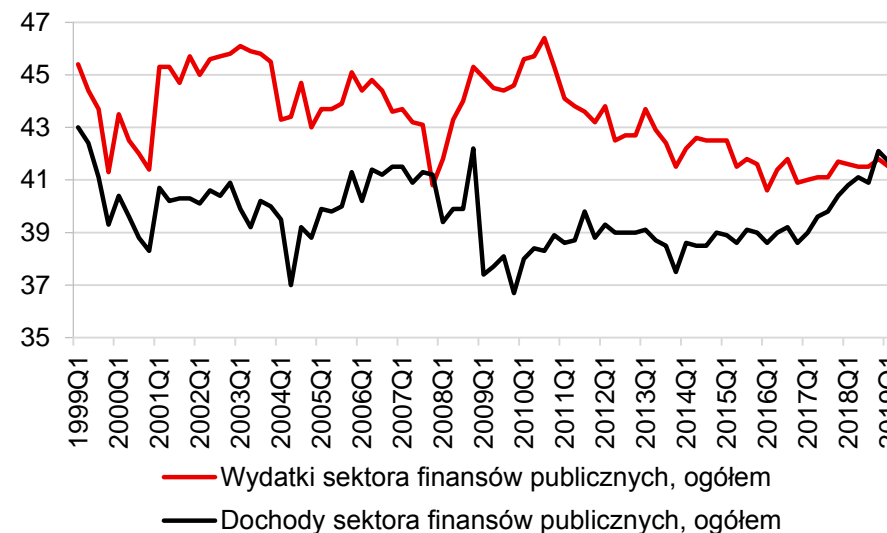
Rząd używa sztuczek i kreatywnej księgowości aby utrzymać przyszłoroczny deficyt centralny na zerze (albo w pobliżu), ale koszty tego spadną na inne sektory: samorządy i ubezpieczenia społeczne.

Dobra wiadomość jest taka, że wzrost deficytu sektora finansów publicznych (GG) będzie umiarkowany i pozostanie daleko od unijnego progu 3% PKB. Wg naszych szacunków może on dojść do ok. 1% w 2019-2020.

Gorzej, że deficyt strukturalny (skorygowany o wpływ cyklu koniunkturalnego) będzie większy. Zdaniem Komisji Europejskiej powiększy się z 1,4% do 2,2% w 2019, co byłoby szóstym najwyższym wynikiem w UE. Do tego te wyliczenia KE nie uwzględniały 13. emerytury.

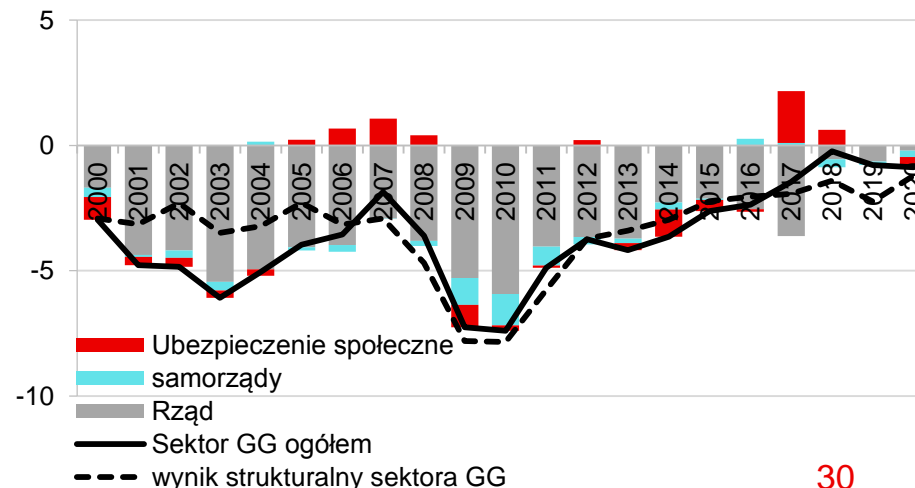
Reguła wydatkowa wydaje się być wiążącym ograniczeniem stąd rząd podejmuje już próby, by ją obejść (przenosząc wydatki do Funduszu Solidarnościowego). Jednocześnie, nie ma jednak na szczęście oficjalnych propozycji aby tej reguły się pozbyć.

Dochody i wydatki sektora GG, odsezonowane, % PKB



Źródło: Eurostat, Santander

Wynik sektora GG, % PKB



Źródło: Eurostat, Komisja Europejska, Santander



# Zaczyna się bitwa o następny budżet UE

Propozycja Komisja Europejskiej budżetu wieloletniego na lata 2021-2027 zaprezentowana w maju 2018 r. zakładała, że rozmiar budżetu wyniesie 1,11% dochodu narodowego brutto UE. Oznaczałoby to redukcję alokacji środków dla Polski o ok. 20% wobec budżetu na lata 2014-2020. (patrz: górny wykres).

Zaczyna się teraz kluczowa faza debaty nad następnym budżetem wieloletnim. Dla Polski, największego beneficjenta środków UE, można określić trzy główne ryzyka:

Pierwsze – rozmiar budżetu może być dalej okrajany. Fińska prezydencja zaproponowała 1,07% DNB a Niemcy i inni płatnicy netto do budżetu mówią o 1%. Pocieszeniem jest, że nowa szefowa Komisji Europejskiej Ursula von der Leyen i Parlament Europejski są przeciwni redukowaniu budżetu (co oznacza wolę zwiększenia budżetu do 1,3% DNB).

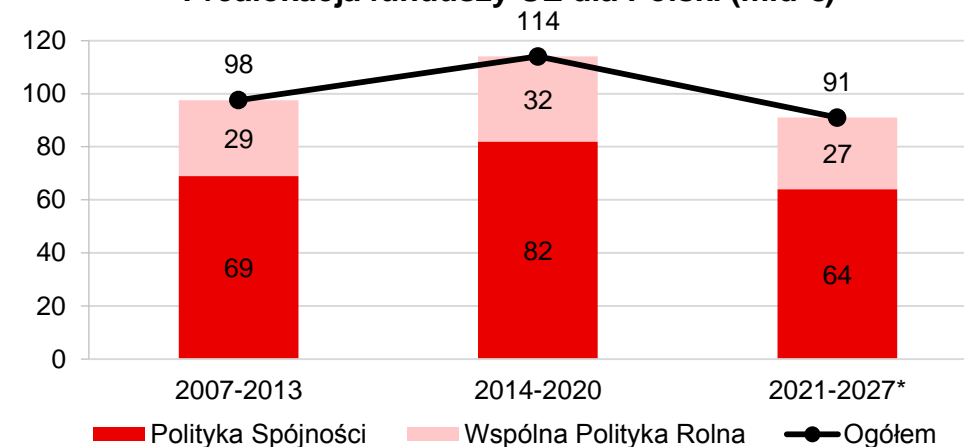
Drugie – może dojść do zmian w priorytetach wydatkowych (w stronę środowiska, badań, migracji), co oznacza dalsze cięcia w funduszach spójności i na rolnictwo, które są kluczowe dla Polski.

Trzecie – wydaje się, że nowa przewodnicząca KE na poważnie podchodzi do kwestii powiązania wypłat środków UE z przestrzeganiem rządów prawa. W propozycji budżetu KE zapisano, że Komisja miałaby monitorować praworządność we wszystkich krajach członkowskich w cyklu rocznym i negatywna ocena mogłaby być podstawą do wstrzymania płatności lub nawet zmniejszenia puli przyznanej dla kraju.

Negocjacje nowego 7-letniego budżetu UE mogą się przeciągnąć nawet do II połowy 2020 r.

Trzeba mieć na uwadze, że ekonomiczne skutki wynegocjowanych pieniędzy będą odczuwalne nie wcześniej niż w 2024 r., ponieważ środki z obecnego budżetu są wydatkowane według zasady t+3, czyli do 2023.

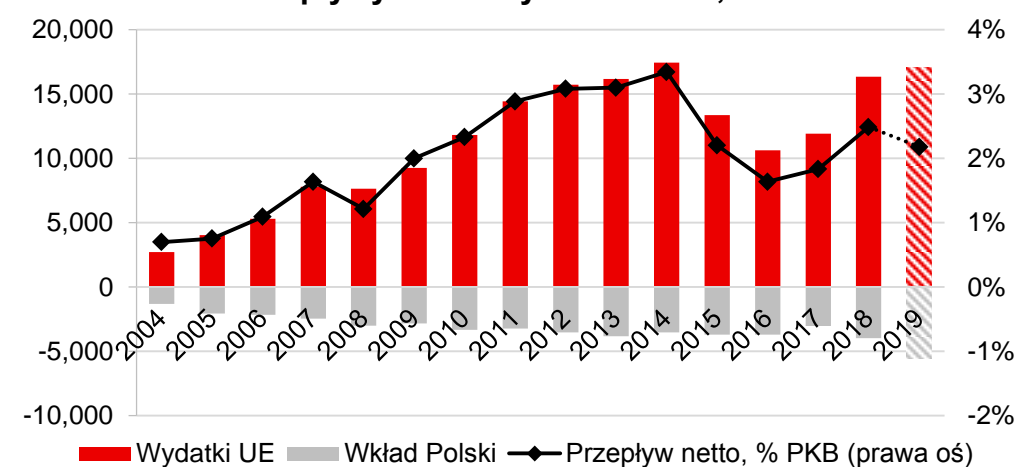
### Prealokacja funduszy UE dla Polski (mld €)



\* Propozycja KE z maja 2018

Źródło: Komisja Europejska

### Przepływy funduszy: UE-Polska, mln €



Źródło: Komisja Europejska, Ministerstwo Finansów, Santander



# Potrzeby pożyczkowe

Potrzeby pożyczkowe netto w 2020 r., zgodnie z założeniami budżetowymi na rok 2020, wyniosą 19,4 mld zł. Zakładamy konserwatywnie, że ponad tę kwotę będzie potrzebne dodatkowe 10 mld zł (na sfinansowanie 13. emerytury), chyba że kwota ta zostanie ponownie pożyczona z Funduszu Rezerwy Demograficznej (jak w 2019 r.). W związku z tym szacujemy, że potrzeby pożyczkowe netto mogą wynieść **29,4 mld zł**.

Nawet jeśli mamy rację i potrzeby pożyczkowe netto będą wyższe niż w pierwotnych założeniach, poziom potrzeb wciąż jest niski w porównaniu z poprzednimi latami (od 2018 r. wstecz, wykres u góry) i nie generuje ryzyka finansowania.

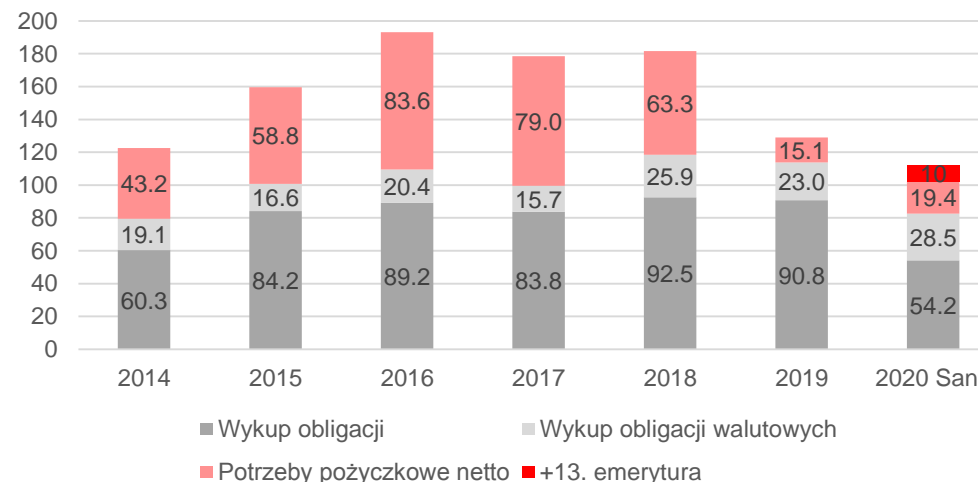
Po korekcie planowanego poziomu potrzeb pożyczkowych brutto w wysokości 134,7 mld zł o aukcje zamiany (rolowanie części długu z roku 2020 w przyszłość), które odbyły się do tej pory (15,9 mld zł), szacujemy, że potrzeby pożyczkowe brutto wyniosą 121,5 mld zł przed uwzględnieniem lub 131,5 mld zł po uwzględnieniu jednorazowego finansowania w wysokości 10 mld zł.

Wykupy obligacji hurtowych (kapitał oraz odsetki) powinny wynieść 61,5 mld zł, obligacji walutowych 28,5 mld zł, a obligacji detalicznych 7,3 mld zł.

Ministerstwo Finansów podało, że na dzień 29 listopada 2019 pre-finansowało 33% potrzeb pożyczkowych brutto na rok 2020 r. (szacujemy, że chodzi o kwotę 44 mld zł), co daje wygodny bufor oraz elastyczność przy emisjach.

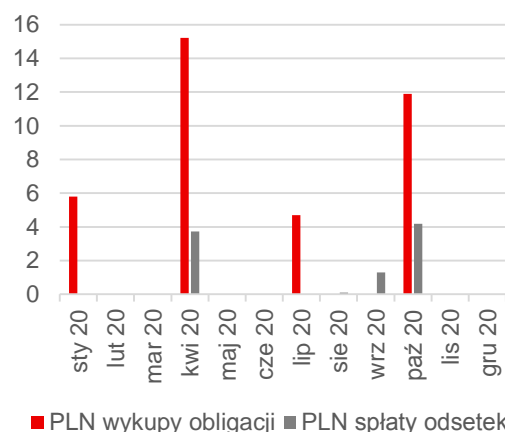
Szacujemy, że krajowe banki komercyjne mają potencjał do zwiększenia swojego portfela SPW w 2020 r. o ok 15-17 mld zł gdyż przy rosnących depozytach banki muszą utrzymać wskaźniki płynności na wymaganym poziomie. Kolejne 10 mld zł netto może dodać sprzedaż obligacji detalicznych jako że instrument ten staje się coraz bardziej popularny.

### Potrzeby pożyczkowe brutto, mld zł



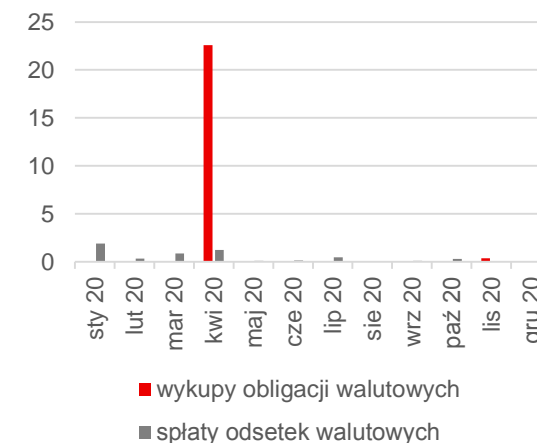
Źródło : Ministerstwo Finansów, Santander

### Wykupy obligacji i spłaty odsetek, mld zł



Źródło : Bloomberg, Santander

### Wykupy obligacji i spłaty odsetek walutowych, mld zł



Źródło : Bloomberg, Santander





# Finansowanie potrzeb pożyczkowych

Zgodnie z założeniami budżetowymi na 2020 r., potrzeby pożyczkowe netto w 2019 r. wyniosą 15,1 mld zł (vs pierwotnie zakładane 46,0 mld zł) i będą pokryte przez:

Finansowanie zagraniczne: minus 16,4 mld zł (wykupy obligacji)

**Emisje krajowe 31,5 mld zł**, w podziale na:

Sprzedaż obligacji hurtowych ze zmiennym kuponem: 18,7 mld zł.

Sprzedaż obligacji hurtowych ze stałym kuponem: 2,9 mld zł.

Sprzedaż obligacji detalicznych: 4,8 mld zł

Rachunek w Ministerstwie Finansów: 5,0 mld zł

Zgodnie z założeniami budżetowymi na 2020 r., potrzeby pożyczkowe netto w 2020 r. wyniosą 19,4 mld zł i będą pokryte przez:

Finansowanie zagraniczne: minus 16,2 mld zł (wykupy obligacji)

**Emisje krajowe 35,5 mld zł**, w podziale na:

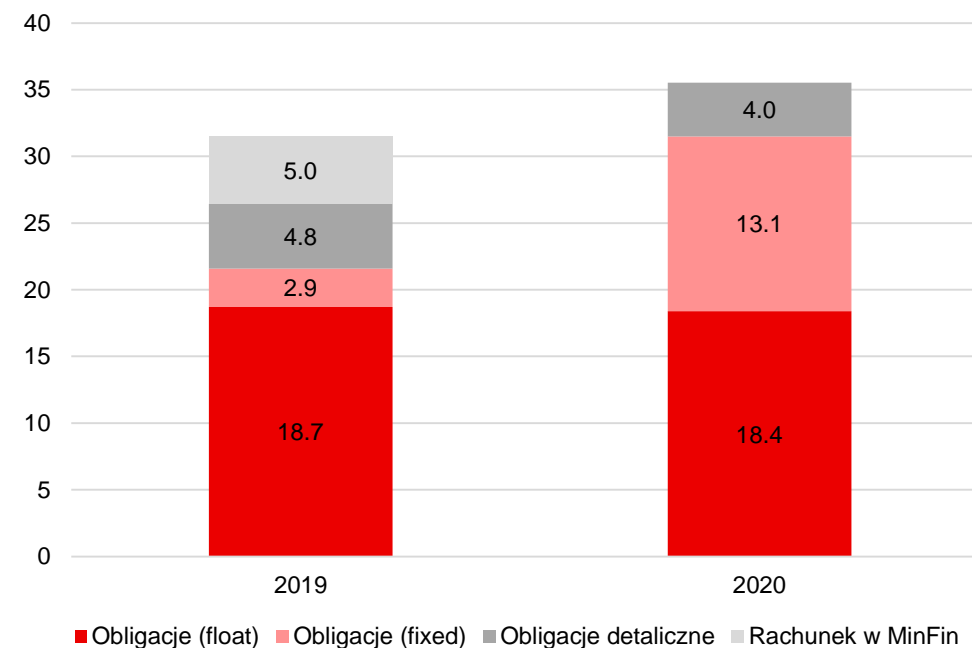
Sprzedaż obligacji hurtowych ze zmiennym kuponem : 18,4 mld zł (-0,3 mld r/r)

Sprzedaż obligacji hurtowych ze stałym kuponem : 13,1 mld zł (+10,2 mld r/r)

Sprzedaż obligacji detalicznych: 4,0 mld zł (-0,8 mld r/r)

Rachunek w Ministerstwie Finansów: 0,0 mld zł (-5,0 mld r/r)

**Krajowe finansowanie potrzeb pożyczkowych netto w 2019 oraz 2020 r.**



Źródło : Ministerstwo Finansów, Santander



# Finansowanie w 2020: zagranica mniej istotna

Dane na koniec października 2019 pokazały, że udział nierezydentów w zadłużeniu Skarbu Państwa w rynkowych złotych obligacjach spada już drugi rok z rzędu – po dziesięciu miesiącach br. o 32,3 mld zł do 159,2 mld zł (23,7% całości zadłużenia SP).

**Pod kątem rodzaju podmiotu**, jak to tej pory w 2019 największym sprzedającym polskie obligacje były banki centralne (19,5 mld zł), fundusze inwestycyjne (6,6 mld zł), instytucje z kategorii „inne” (6,5 mld zł) oraz fundusze emerytalne (1,9 mld zł).

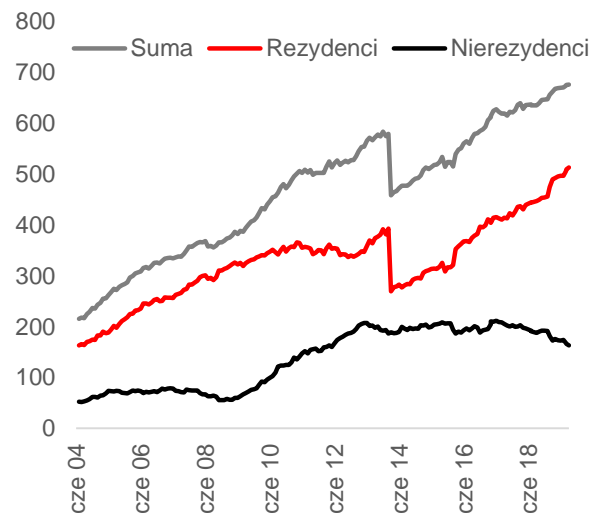
**Pod kątem miejsca rezydencji**, najwięcej sprzedających pochodziło z Azji (22 mld zł), Ameryki Północnej (5,1 mld zł) i państw europejskich nie będących członkami strefy euro (2,5 mld zł).

Zakładamy, że inwestorzy zagraniczni będą dalej redukować posiadanie polskich rynkowych obligacji głównie z powodu oczekiwanego wzrostu rentowności na rynkach bazowych. W Polsce obserwować będziemy ujemne (i dalej spadające z powodu rosnącej inflacji) realne rentowności, płaską krzywą i spowalniający wzrost gospodarczy, więc nierezydentom trudno może być znaleźć powód do trzymania polskich obligacji.

W każdym kolejnym zakończonym już kwartale 2019 nominalna wartość obligacji w posiadaniu nierezydentów spadała o odpowiednio 15,6 mld zł, 2,1 mld zł oraz 10,5 mld zł. W samym październiku zanotowano odpływ w wysokości 4 mld zł.

Mimo spadających nominalów, DV01 portfela inwestorów zagranicznych wzrosło w trakcie roku o ok. 1,1 mln zł. Stało się to nawet mimo faktu, że część obligacji w ich posiadaniu zapadła (0,95 mln zł DV01): nierezydenci sprzedali stare benchmarki DS0725, DS0726, DS0727, ale kupili nowy DS1029.

### Posiadacze polskich obligacji (mld zł)



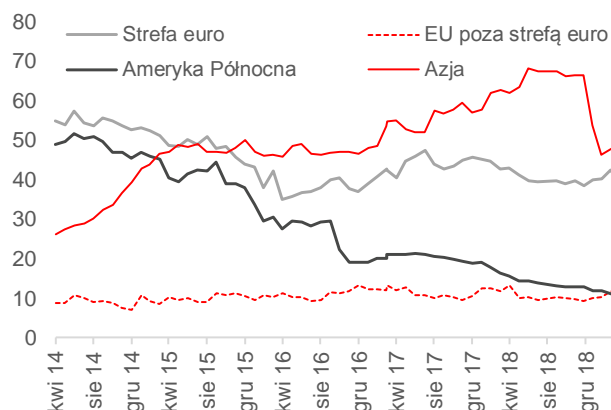
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

### Zmiana DV01 portfela inwestorów zagranicznych (mln PLN)

Tenory	I kw. 2019	II kw. 2019	III kw. 2019	X.2019	Zmiana DV01 od pocz. 2019
< 2Y	-0,58	-0,36	-0,11	0,10	<b>-0,95</b>
2-5Y	-0,61	0,85	-0,32	-0,13	<b>-0,21</b>
5-10Y	1,02	3,18	-0,92	-0,86	<b>2,42</b>
>10Y	-0,39	0,01	0,11	0,11	<b>-0,16</b>
<b>Suma</b>	<b>-0,57</b>	<b>3,69</b>	<b>-1,24</b>	<b>-0,78</b>	<b>1,10</b>

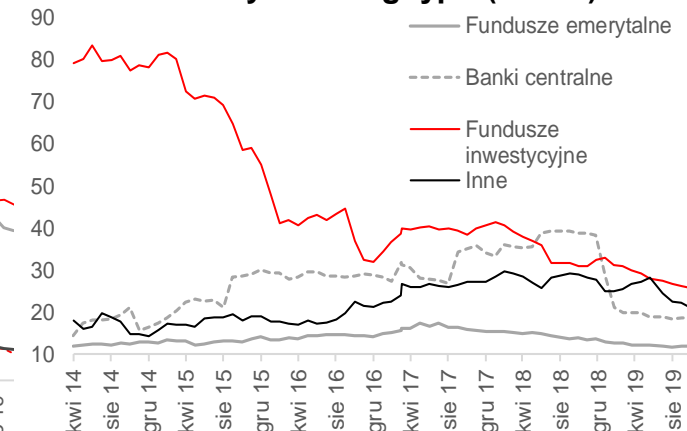
Źródło: Ministerstwo Finansów, obliczenia własne

### Posiadacze polskich obligacji wg miejsca rezydencji (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

### Nierezydenci wg typu (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



# Ryzyko rolowania długu – posiadacze zapadających serii

Szacujemy, że kwota jakiej dotyczy ryzyko niezrolowania zapadających w 2020 serii wynosi ok. 10,5 mld zł. Nawet jeśli wszyscy (albo większość) nierezydentów nie zdecyduje się reinwestować środków z wykupów w polskie obligacje, to krajowy sektor finansowy powinien nie mieć problemów z przejściem udziału inwestorów zagranicznych. Zdywersyfikowana struktura nierezydentów zmniejsza szanse na realizację negatywnego scenariusza.

Na koniec października nominalna wartość zadłużenia w złotych obligacjach skarbowych wynosiła 670,3 mld zł (uwzględniając obligacje detaliczne).

Według danych resortu finansów z końca października, w 2020 zapadną obligacje o nominalnej wartości 44,9 mld zł. Od października odbyły się dwie aukcje zamiany, które zmniejszyły tę kwotę do 38,1 mld zł.

Zakładając, że po aukcjach zamiany nierezydenci nadal posiadali 27,6% obligacji zapadających w 2020, daje to nominalnie **10,5 mld zł**. Warto zauważyć, że udziały w poszczególnych seriach są mocno zróżnicowane (szczegóły w tabeli na górze).

Według typu inwestora, największymi posiadaczami obligacji zapadających w 2020 spośród nierezydentów są fundusze inwestycyjne (24,6%), firmy ubezpieczeniowe (20,6%) oraz fundusze emerytalne (9,6%).

Przynajmniej część z szacowanych 10,5 mld zł mogłaby być zainwestowana z powrotem w polskie obligacje. Jeśli podział obligacji nie uległby zmianie, to by to oznaczało, że popyt na obligacje zmiennokuponowe będzie śladowy, na dług serii OK wyniósłby ok. 1 mld zł, PS 4,5 mld zł i DS 5,1 mld zł.

Dodatkowo, w 2020 zapadną dwie serie obligacji zagranicznych: 5,25 mld EUR (15 kwietnia 2020) i 10 mld JPY (13 listopada 2020).

## Posiadacze polskich rynkowych złotych obligacji zapadających w 2020 (stan na koniec października 2019)

Seria	Data zapadalności	Nominał w obrocie	Udział (%) nierezydentów	Udział (%) polskich banków	Udział (%) ubezpieczycieli
WZ0120	25.01.2020	6 698	0,6	72,3	15,8
OK0720	25.07.2020	7 646	13,9	49,1	3,5
PS0420	25.04.2020	17 091	31,2	53,1	7,9
DS1020	25.10.2020	13 453	44,4	35,3	12,8
<b>Suma</b>		<b>44 888</b>	<b>27,6</b>	<b>49,9</b>	<b>10,2</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

## Inwestorzy zagraniczni w posiadaniu polskich rynkowych złotych obligacji zapadających w 2020 (stan na koniec października 2019)

Typ inwestora	Udział w całości zapadających obligacji (%)
Banki komercyjne	0,2
Banki centralne	1,7
Instytucje publiczne	0,1
Zakłady ubezpieczeniowe	5,5
Fundusze emerytalne	3,0
Fundusze inwestycyjne	6,2
Fundusze hedgingowe	0,5
Osoby fizyczne	0,0
Podmioty niefinansowe	0,8
<b>Razem</b>	<b>4,7</b>
Rachunki zbiorcze	4,9

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



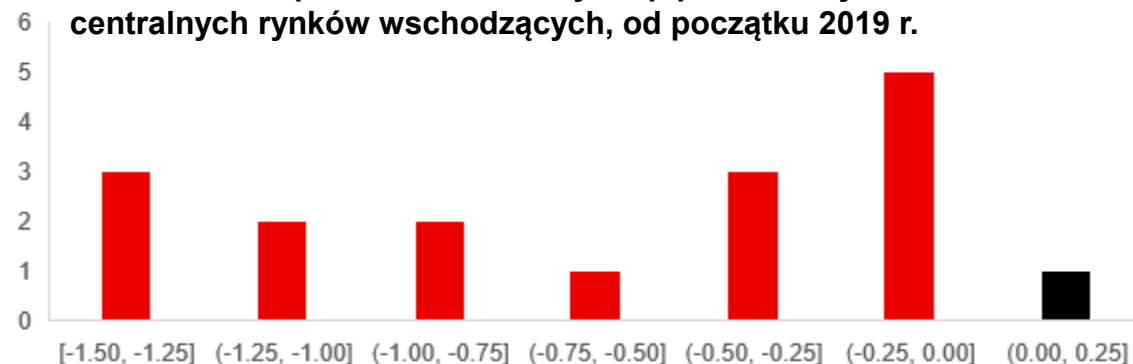
# Rynki wschodzące w 2019 r.

2019 r. był przyzwoity dla wschodzących rynków dłużnych. Poziom rentowności w większości krajów rynków wschodzących się obniżył. Wyjątkiem była krzywa czeska, gdzie rentowności wzrosły po tym jak CNB podniósł stopy procentowe w celu spowolnienia inflacji. Globalne spadki w rentownościach były funkcją nasilających się wojen handlowych i powstałego w wyniku ich działania spowolnienia (m.in w przetwórstwie przemysłowym), które koniec końców doprowadziła do 3 cięć stóp procentowych po 25 pb każde przez Fed do poziomu 1,50-1,75%. Ponowne uruchomienie zakupu obligacji rządowych przez EBC (w ramach programu QE) oraz Fed również przyczyniło się do niższych rentowności.

Większość banków centralnych rynków wschodzących obniżyło stopy procentowe w 2019 r. (górny wykres). Znakomita większość dostosowań była mała – w sumie 25 pb lub 50 pb. Wyjątkiem znowu był CNB (Czechy), który podnosił stopy. NBP (Polska), MNB (Węgry) oraz CBC (Kolumbia) nie zmieniły stóp procentowych pomimo wzrastających stóp inflacji. Wykres u góry nie uwzględnia Turcji (poza skalą: cięta stopy o 12 pp).

W 2019 r. większość walut rynków wschodzących traciła do dolara amerykańskiego. Kilka wyjątków, które zyskiwały, to waluty krajów gdzie 10L realne stopy procentowe były relatywnie (względem innych EM) wysokie: Meksyku (4,80%), Rosji (4,30%), Indonezji (3,10%), lub dynamicznie wzrastały: Filipin (od -0,30% do 3,20% na skutek szybkiej dezinflacji). Wyjątkiem była Tajlandia, której waluta zyskiwała na skutek zakłóceń w azjatyckich łańcuchach dostaw. Żadna z walut z dodatnimi realnymi stopami procentowymi nie straciła w 2019 (dolny wykres).

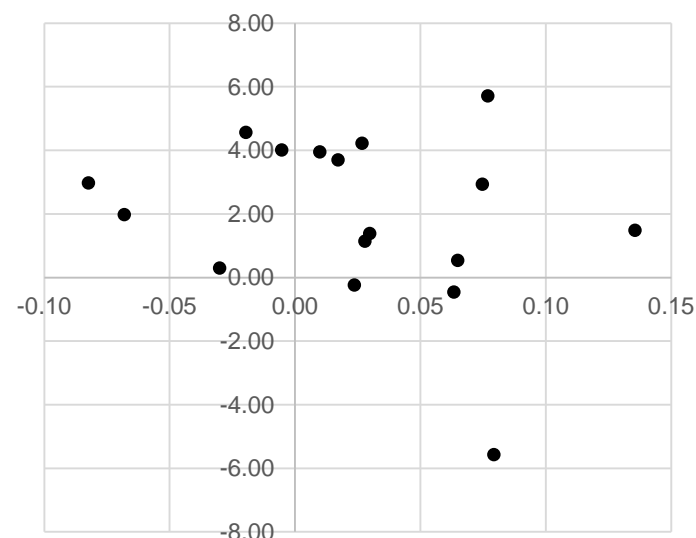
Skumulowane procentowe zmiany stóp procentowych banków centralnych rynków wschodzących, od początku 2019 r.



Źródło : Bloomberg, Santander

Zmiana % USD/EM od początku roku

10L realna stopa % (pionowo) a zmiana % kursu waluty wobec dolara, (poziomo)



Źródło : Bloomberg, Santander

Para walutowa	Zmiana od końca 2018
USD/BRL	7,7%
USD/MXN	-0,5%
USD/CLP	13,6%
USD/COP	7,5%
USD/TRY	7,9%
USD/RUB	-8,2%
USD/ZAR	1,7%
USD/PLN	3,0%
USD/HUF	6,3%
USD/CZK	2,4%
USD/CNH	2,8%
USD/INR	2,7%
USD/IDR	-1,9%
USD/MYR	1,0%
USD/THB	-6,8%
USD/PHP	-3,0%
USD/KRW	6,5%

Źródło : Bloomberg, Santander



# Rentowności w Polsce i na rynkach bazowych w 2019 r.

W 2019 r. rentowności polskich obligacji spadały, podobnie jak działo się to w innych gospodarkach wschodzących.

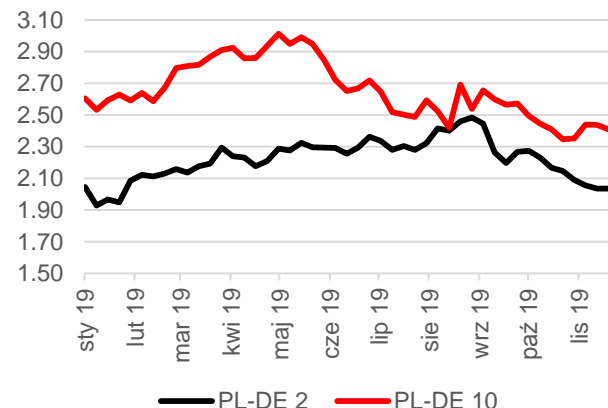
Rentowności polskich obligacji, jak zwykle, blisko podążały za rentownościami Bunda. 2L spread PL-DE oscylował wokół poziomu 200 pb, z zakresem zmian ok 55 pb, podczas gdy 10L spread PL-DE zawęził się na przestrzeni roku o 35 pb do 235 pb z 260 pb, a zakres zmian był tylko nieznacznie większy tj 66 pb.

Polskie asset swapy w tenorze 2L poruszały się w trendzie horyzontalnym, a w tenorze 10L lekko się zawęziły o 8 pb do 29 pb z poziomu 37 pb. Roczny zakres zmian asset swapa 2L był wyższy niż asset swapa 10L.

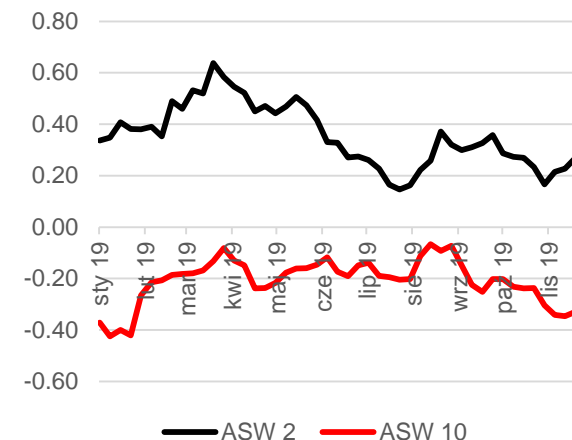
Nachylenie 2x10 polskiej krzywej obligacyjnej zmniejszyło się (krzywa się wypłaszczyła) o 75 pb do 60 pb, podążając za również bardziej płaską krzywą niemiecką (o 55 pb do 25 pb), podczas gdy nachylenie krzywej amerykańskiej pozostało niezmiennione na poziomie 20 pb (pomimo że cała krzywa przesunęła się równoległe niżej).

Zmienność polskich rentowności, przybliżona kwartalnymi zakresami 10L rentowności obligacyjnych wskazuje, że większość zmienności zdarzyło się w kwartałach drugim oraz trzecim (z zakresami kwartalnymi na poziomie 65 pb oraz 57 pb). Podczas gdy kwartał pierwszy oraz czwarty były bardziej spokojne (z zakresami kwartalnymi 29 pb oraz 27 pb).

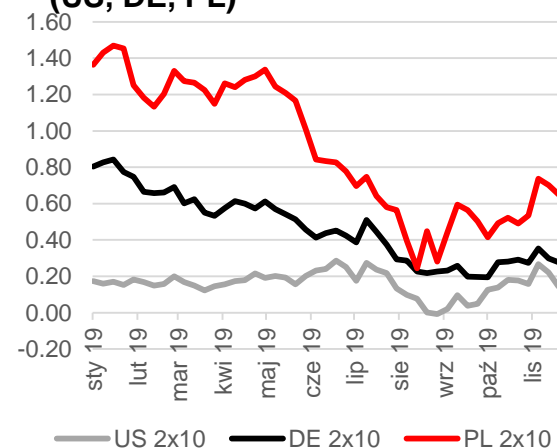
### Spready obligacji (2L, 10L) PL-DE



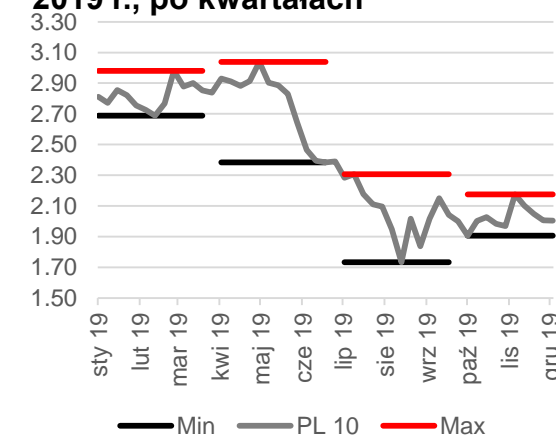
### PL asset swapy (2L, 10L)



### Nachylenie krzywej obligacyjnej (US, DE, PL)



### Zakresy rentowności 10L obligacji PL w 2019 r., po kwartałach





# Rentowności w górę w 2020

Nasz scenariusz bazowy polepszających się fundamentów w strefie euro implikuje wyższe rentowności na rynkach bazowych w 2020 r. Oczekujemy, że rentowność 10L obligacji niemieckiej (Bunda) wzrośnie do -0,15% do końca 2020 r. z obecných -0,31%.

Polskie PKB może być opóźnione względem europejskiego o 2 lub więcej kwartałów i w rezultacie można racjonalnie oczekiwać odbicia pod koniec II poł. 2020 r. po tym jak w Europie nastąpi ono w I poł. 2020 r. Jednak, w momencie pisania niniejszego opracowania, konsensus zakłada lekkie spowolnienie wzrostu w Polsce w 2020 r. – do około 3% (z około 4% w 2019 r.).

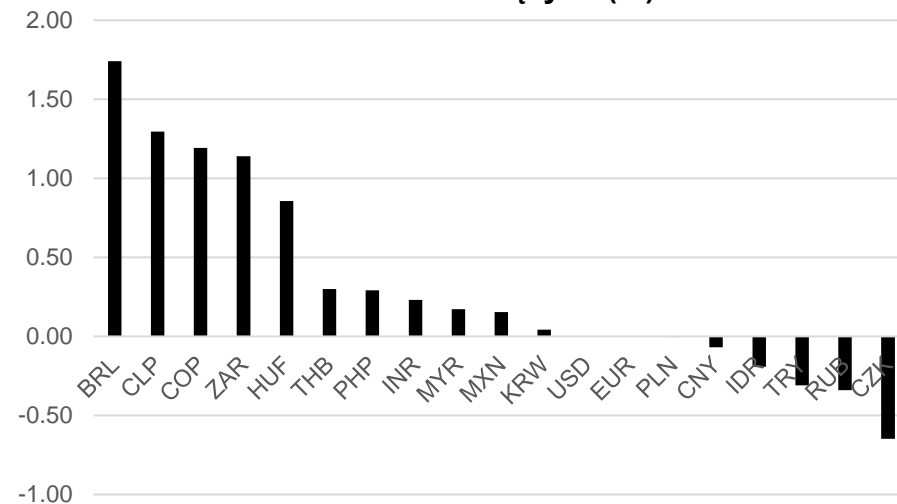
Nasz scenariusz bazowy zakłada, że NBP nie zmieni stóp procentowych w 2020 r. (pomimo tego, że rynek FRA wycenia jedno cięcie stóp procentowych). W rezultacie, krótki koniec krzywej dochodowości powinien pozostać stabilny.

Polskie 10L realne stopy procentowe należą do jednych z najniższych wśród krajów rynków wschodzących globalnie i są porównywalne jedynie do sąsiednich krajów CEE3 (być może częściowo dającego się wytłumaczyć czynnikiem związanym z sąsiedztwem strefy euro) oraz Chin. Inwestorzy zagraniczni poszukujący krajów z wysokimi realnymi stopami procentowymi (np. na skutek decyzji banków centralnych, które zbyt powoli tną stopy procentowe w sytuacji szybkiej dezinflacji i dzięki którym istnieje spory potencjał na zwwyżki cen lokalnych obligacji) mogą nie zdecydować się na inwestycje w Polsce, przyczyniając się do ograniczenia napływającego kapitału.

Podobnie, prawdopodobnie inwestorzy poszukujący stromo nachylonych krzywych dochodowości wśród krajów rynków wschodzących również nie będą patrzeć w kierunku Polski przychylnie – spread 2x10 na polskiej krzywej swapowej jest jednym z najniższych – w okolicy zera.

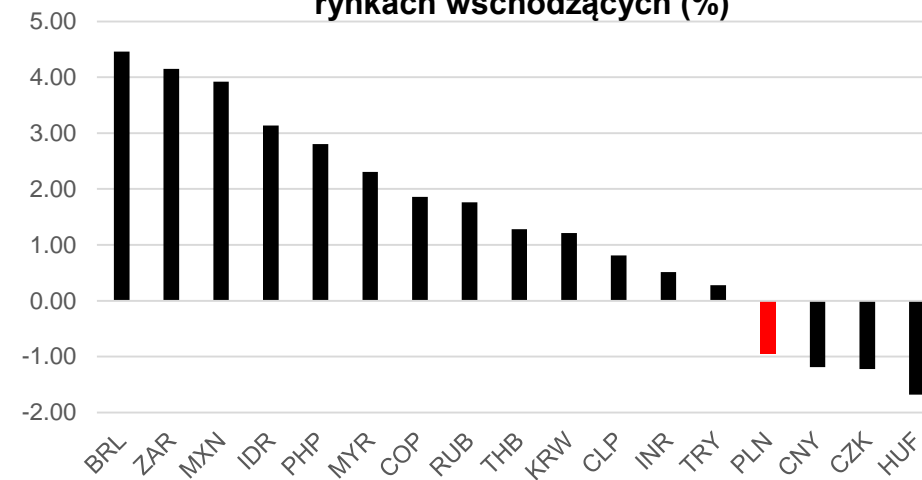
Uważamy, że polskie rentowności 10L obligacji wzrosną w 2020 r. Częściowo na skutek wzrostów rentowności na rynkach bazowych (ok +20 pb), a częściowo na skutek większej podaży papierów skarbowych oraz przyspieszonego wzrostu gospodarczego w strefie euro, który pozwoli na normalizację krzywej (wystromienie 2x10 o dodatkowe +20-30 pb). Tak więc pod koniec 2020 r. oczekujemy 10L rentowności obligacji na poziomie 2,40-2,50%, podczas gdy 2L na poziomie 1,50%.

### Nachylenie krzywych swapowych (10L-2L) na rynkach wschodzących (%)



Źródło: Bloomberg, Santander

### 10L realne stopy procentowe na rynkach wschodzących (%)



Źródło : Bloomberg, Santander



# Rynek walutowy: Nuda w 2019

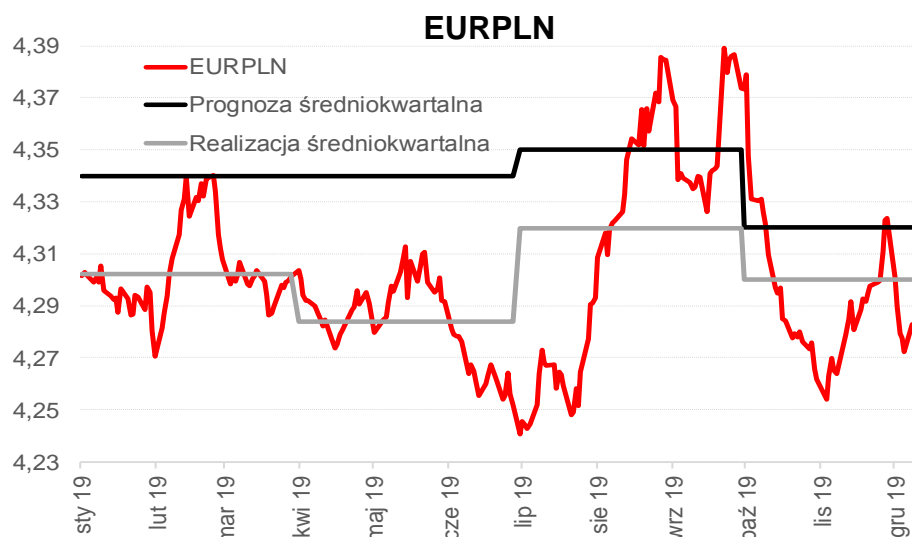
Przedłużający się Brexit, zmiana nastawienia na gołębie przez banki centralne, wojny handlowe, nadzieje na ożywienie gospodarcze, główne indeksy giełdowe na rekordowych szczytach, gwałtowne osłabienie niektórych walut państw Ameryki Łacińskiej, protesty w Hong Kongu, wybory parlamentarne w Polsce, opinia TSUE ws. kredytów frankowych – wszystkie te czynniki, które miały miejsce w 2019 nie zdołały wywołać trwałego kierunkowego ruchu na polskim rynku walutowym.

W momencie publikacji tego raportu, **roczny zakres wahań kursu EURPLN wynosi poniżej 20 groszy i jest najniższy w historii.**

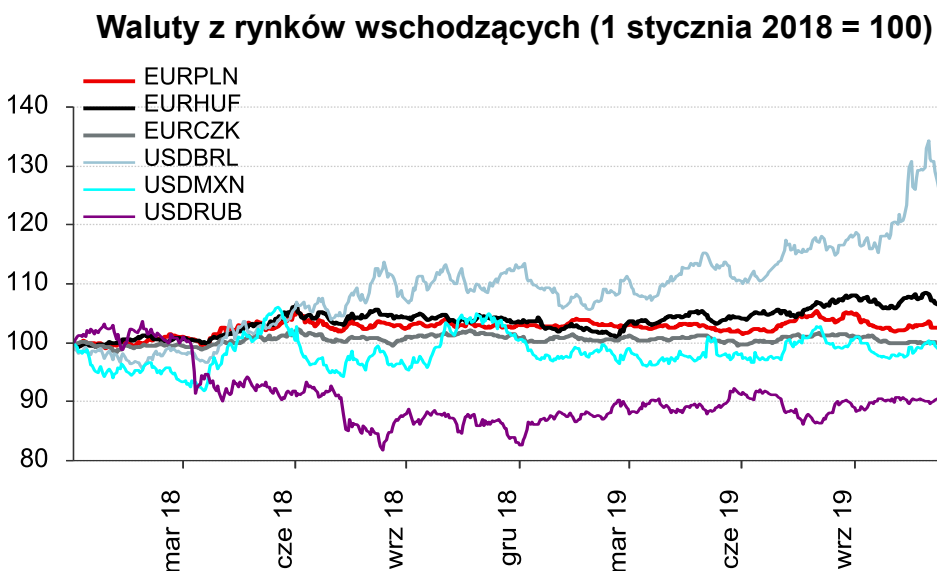
Niską zmienność obserwowaliśmy również w przypadku kursów walut państw rozwiniętych – roczny spread EURUSD jest najmniejszy od wprowadzenia euro, EURCHF od 2016, GBPUSD od 2015, a USDJPY od kiedy dostępne są dane (1971). W przypadku walut G10, jedynie w przypadku EURGBP oraz EURNOK roczny zakres wahań jest większy niż w 2018.

Według Bloomberg, od początku roku **większość walut z rynków wschodzących straciło do dolara i zyskała do euro.** Ogólnie, **zakresy wahań były mniejsze niż w 2018.** Dla 20 najważniejszych walut, tylko w przypadku chilijskiego i argentyńskiego peso w relacji do euro oraz dolara różnica między rocznym szczytem i dołkiem była większa niż w zeszłym roku. W regionie CEE, EUR/RON i EUR/HUF wahały się mocniej niż w 2018.

W naszym raporcie rocznym opublikowanym w styczniu 2019 wskazywaliśmy, że EURPLN pozostanie stabilny na ok. 4,33, podczas gdy do tej pory roczna średnia jest tylko nieznacznie niższa (4,30). W przypadku USDPLN, oczekiwaliśmy spadku do 3,50 na koniec 2019, ale założenie wzrostu EURUSD nie spełniło się i w efekcie na ten moment roczna średnia dla USPPLN wynosi ok. 3,84 wobec prognozowanych 3,58.



Źródło: Reuters, Santander



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

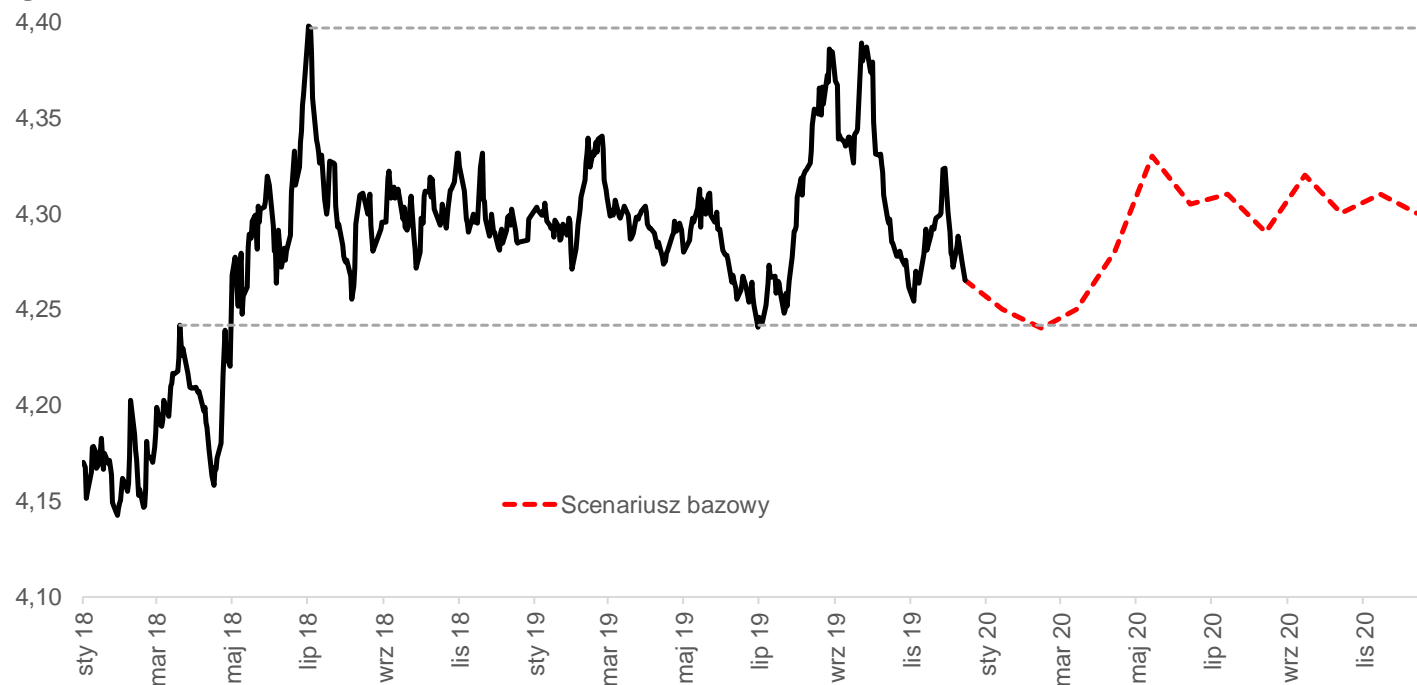


# Rynek walutowy: EUR/PLN – Nasz scenariusz na 2020

Założenia scenariusza bazowego:

- **Uporządkowany Brexit** – Wielka Brytania opuszcza UE z umową z końcem stycznia, nie oznacza to jednak, że niepewność związana z Brexitem zupełnie znika, Wielka Brytania będzie miała mniej niż rok na wynegocjowanie warunków na jakich opuści Wspólnotę
- **Brak kolejnych cel** – stopniowe ale trudne negocjacje handlowe na linii USA-Chiny, sytuacja nie pogarsza się, politycy wykazują wolę porozumienia
- **Stopniowe ożywienie w strefie euro** – tempo wzrostu PKB odbija, indeksy PMI rosną m.in. dzięki uporządkowanemu Brexitowi
- **Wyższy EUR/USD** – słabszy dolar powinien działać korzystnie na złotego jako walutę z rynków wschodzących, zależność ta dobrze działała w przeszłości
- **Niepewność przed wyborami prezydenckimi w USA w II poł. 2020** – pytanie jak/czy układ geopolityczny może się zmienić
- **Polskie kredyty walutowe w tle** – bez bezpośredniego wpływu, ale czynnik ten może ograniczać potencjał do aprecjacji
- **Stopy procentowe bez zmian** w Polsce, strefie euro i USA w 2020

Ogólnie, na 2020 nie przewidujemy intensyfikacji czynników ryzyka, więc zmienność powinna pozostać relatywnie niska i EURPLN powinien pozostać w przedziale obserwowanym od połowy 2018. Globalny nastrój powinien być ogólnie pozytywny, ale obecność czynników ryzyka (wojny handlowe i kwestia kredytów walutowych) może powstrzymywać kurs przed przebicciem dolnego ograniczenia przedziału. Zakładamy, że EURPLN będzie wracał do 4,30, wokół którego waha się już od jakiegoś czasu.



Źródło: Refinitiv, Santander





# Rynek walutowy: EUR w relacji do USD i CHF

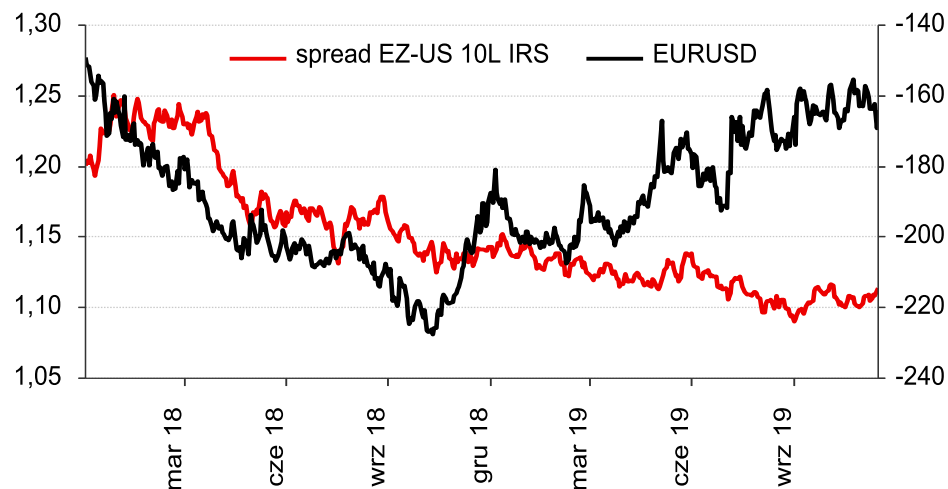
EUR/USD → 1,18 na koniec 2020

- Spowolnienie wzrostu gospodarczego w USA i przyspieszenie w strefie euro
- Brak podwyżek stóp w USA – czynnik ten wspierał dolara w poprzednich kwartałach
- Brak dalszego luzowania polityki pieniężnej w strefie euro
- Poprawa globalnego nastroju – brak nieuporządkowanego Brexitu i kontynuacja negocjacji handlowych

EUR/CHF → 1,15 na koniec 2020

- Poprawa globalnego nastroju – brak nieuporządkowanego Brexitu i kontynuacja negocjacji handlowych oznaczające mniejszy popyt na bezpieczne aktywa
- Bank centralny Szwajcarii utrzymuje łagodne nastawienie przypominając, że frank jest bardzo mocny

EUR/USD i spread IRS



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

EUR/CHF



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska



# Polityka: koniec cyklu wyborczego

W 2020 trzyletni maraton wyborczy w Polsce zakończy się wyborami prezydenckimi, prawdopodobnie w maju albo pod koniec kwietnia (daty jeszcze nie wyznaczono). Obecny prezydent Andrzej Duda jest wyraźnym faworytem w tym wyścigu, ciesząc się dość stabilnym i wysokim poparciem. Jednak na razie za wcześnie, aby przesądzić o jego wygranej, jako że większość partii opozycyjnych jeszcze nie wskazała swoich kandydatów i kampania się nie rozpoczęła. Szansom Dudy nie sprzyja nowa fala kontrowersji dot. niezależności sądownictwa, czy skandal wokół nowego szefa NIK Mariana Banasia.

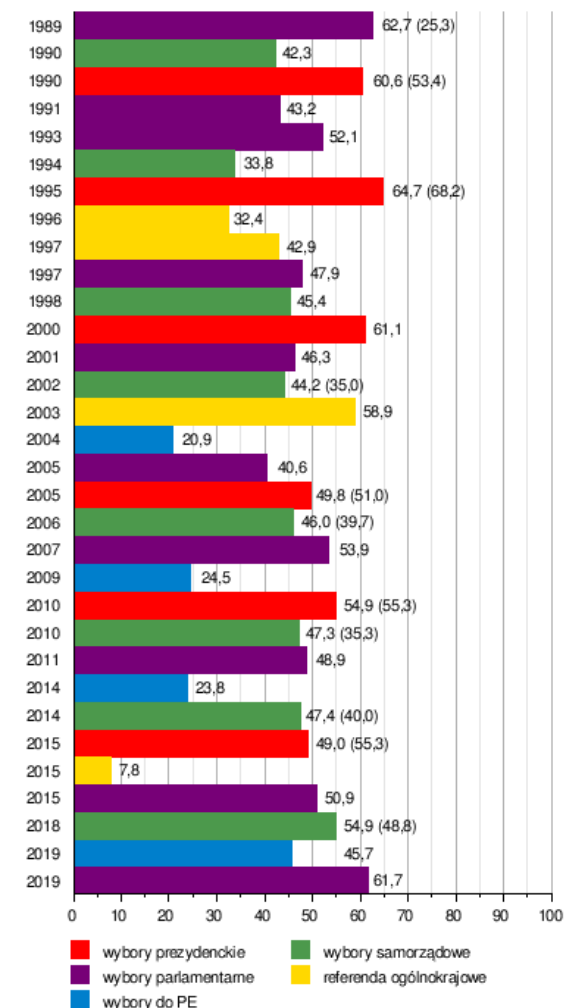
Wybory prezydenckie w Polsce z reguły cieszą się największą frekwencją ze wszystkich, a poprzeczka w ostatnich wyborach parlamentarnych w październiku została zawieszona bardzo wysoko (62%). To sprawia, że wynik tych wyborów jest jeszcze trudniej przewidzieć.

Fakt, że Prawo i Sprawiedliwość straciło w październikowych wyborach większość w Senacie (zdobywając 48 na 100 mandatów) może być postrzegany jako sygnał ostrzegawczy przed wyborami prezydenckimi. To pierwszy raz od początku lat 90. kiedy opozycja przejęła władzę w izbie wyższej parlamentu. Wprowadzenie konsekwencje dla rządu nie są bardzo bolesne – Sejm może odrzucać głosowania Senatu bezwzględną większością – ale będzie to prowadzić wydłużenia procesu legislacyjnego.

To ostatnie nie będzie prawdopodobnie takie złe dla jakości stanowionego prawa. Niemniej, w praktyce może oznaczać problemy dla rządu z dochowaniem niektórych ważnych terminów. Przykładowo: zgodnie z prawem ustawa budżetowa powinna zostać przyjęta przez parlament i przekazana do podpisu prezydenta przed końcem stycznia. Jeśli tak się nie stanie, prezydent ma prawo skrócić kadencję parlamentu. Ryzyko przekroczenia tego terminu w przypadku budżetu 2020 wydaje się całkiem spore. Niemniej, prezydent Duda nie będzie miał raczej żadnego interesu, aby wywołać przedterminowe wybory, więc nie zakładamy aby nastąpiło zawirowanie polityczne z tym związane.

Wydaje się, że polityka PiS w okresie poprzedzającym wybory prezydenckie powinna być spokojna i niezbyt kontrowersyjna, aby zwiększyć szanse na reelekcję Andrzeja Dudy. Nie spodziewamy się w trakcie kampanii nowych pomysłów zwiększających wydatki budżetowe, m.in. ze względu na brak przestrzeni na takie działania w obowiązującej wciąż regule wydatkowej.

Frekwencja wyborcza (%)





# Prognozy

		2017	2018	2019	2020	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
PKB	mld PLN	1,989.4	2,115.2	2,264.6	2,403.1	520.0	545.7	561.0	637.9	559.4	577.8	590.7	675.3
PKB	% r/r	4.9	5.1	4.2	3.1	4.8	4.6	3.9	3.7	3.4	3.0	3.0	3.1
Popyt krajowy	% r/r	4.9	5.3	3.8	2.7	3.9	4.6	3.3	3.3	3.0	2.5	2.7	2.7
Spożycie indywidualne	% r/r	4.5	4.3	4.2	4.1	3.9	4.4	3.9	4.5	4.5	4.4	4.0	3.6
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	4.0	8.9	5.8	0.2	12.2	9.1	4.7	2.0	0.0	-1.0	0.0	1.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	6.5	5.9	4.4	3.5	6.1	4.2	3.3	3.5	2.0	3.6	3.7	4.5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	13.7	19.7	4.2	-1.2	9.9	7.8	5.7	-2.3	-4.5	-2.4	-3.4	3.4
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	7.1	6.5	5.4	5.0	4.1	8.1	5.2	5.9	5.4	5.2	6.9	2.9
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	5.3	7.2	6.9	6.2	7.1	7.0	7.7	5.8	6.6	5.9	6.0	6.2
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	3.3	2.6	2.2	0.3	2.7	2.3	2.1	1.7	0.6	0.3	0.1	0.1
Stopa bezrobocia*	%	6.6	5.8	5.2	5.0	5.9	5.3	5.1	5.2	5.4	4.8	4.8	5.0
Rachunek bieżący	mln EUR	290	-5,046	261	1,646	2,110	430	-1,284	-995	2,342	822	-1,104	-414
Rachunek bieżący	% PKB	0.1	-1.0	0.0	0.3	-0.6	-0.4	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-1.5	-0.2	-0.8	-0.9	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	2.0	1.6	2.3	3.0	1.2	2.4	2.8	2.7	3.8	2.9	2.5	2.7
CPI *	% r/r	2.1	1.1	2.9	2.6	1.7	2.6	2.6	2.9	3.7	2.7	2.5	2.6
Inflacja bazowa	% r/r	0.7	0.7	1.9	2.6	1.1	1.8	2.2	2.6	2.8	2.6	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	1.57	1.49	1.64	1.65	1.53	1.44	1.45	1.49	1.50	1.51
Rentowność obligacji 5L	%	2.78	2.51	1.99	2.09	2.23	2.14	1.76	1.83	2.00	2.10	2.10	2.15
Rentowność obligacji 10L	%	3.44	3.21	2.37	2.25	2.84	2.68	1.99	2.00	2.14	2.20	2.25	2.40
IRS 2L	%	1.94	1.92	1.75	1.84	1.78	1.81	1.70	1.72	1.79	1.84	1.85	1.86
IRS 5L	%	2.40	2.43	1.83	1.97	2.00	1.99	1.66	1.69	1.85	2.00	2.00	2.03
IRS 10L	%	2.86	2.89	2.02	1.94	2.34	2.29	1.73	1.74	1.82	1.91	1.94	2.09
EUR/PLN	PLN	4.26	4.26	4.30	4.29	4.30	4.28	4.32	4.30	4.25	4.31	4.31	4.30
USD/PLN	PLN	3.78	3.61	3.84	3.73	3.79	3.81	3.89	3.88	3.76	3.76	3.73	3.68
CHF/PLN	PLN	3.84	3.69	3.86	3.81	3.80	3.80	3.94	3.91	3.81	3.83	3.81	3.77
GBP/PLN	PLN	4.86	4.81	4.89	4.73	4.93	4.90	4.79	4.95	4.74	4.76	4.73	4.70

\* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **13.12.2019** r. zostało przygotowane przez:

## DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

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

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

**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](mailto:ekonomia@santander.pl), [www.santander.pl](http://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