

MonitorING.PL

Polska i świat

Głębsze od oczekiwań spowolnienie globalne. Koniunkturę w Polsce obroni stymulacja budżetowa i cykl środków unijnych.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Jakub Rybacki, Karol Pogorzelski

Styczeń 2019

W skrócie – rynki i świat

- Protekcyjnistyczna polityka handlowa USA pozostaje głównym zagrożeniem dla światowego wzrostu. Nowe bariery handlowe i inne czynniki (np. podwyżki Fed, umocnienie dolara i problemy rynków wschodzących, Brexit) spowodowały spowolnienie handlu międzynarodowego z 4,7%/r w 2017 do 3,7%/r w 2018. W 2019 roku prognozujemy tempo handlu na poziomie 1,3%/r. Co istotne, skutki nowych tariff dopiero zaczynają działać więc nadzieje na szybkie odbicie w Eurolandzie/Niemczech, kiedy wygasną czynniki jednorazowe (problemy z certyfikacją diesli, zakłócenia dostaw w Niemczech z powodu niskiego poziomu rzek) mogą się okazać błędne. Co prawda prezydent Trump przyjął bardziej koncyliacyjne podejście w negocjacjach z Chinami, ale lista żądań USA jest zbyt długa żeby osiągnąć wkrótce porozumienie. W lutym Departament Handlu USA opublikuje raport stanowiący podstawę do podniesienia ceł na import aut z UE, ale jak pokazuje przykład Chin będzie to raczej etap negocjacji. Wciąż uważamy, że możliwe jest jakieś ożywienie wzrostu w Eurolandzie, ale prawdopodobnie będzie ono jeszcze bardziej opóźnione niż do niedawna zakładaliśmy my i konsensus rynkowy (patrz wykres 1, str. 5).
- W 2019 spodziewamy się osłabienia wzrostu w USA po udanym 2018. Amerykański Kongres nie zdecydował się na nowy impulsu fiskalnego, a skutki zeszłorocznych obniżek podatków wygasną w 2poł19. Co więcej na wroście w 1kw19 silnie zaważy rekordowo długi przestój sektora publicznego, sprowadzając dynamikę PKB nawet poniżej 1,5%kw/kw SAAR. Wsparciem dla koniunktury pozostanie jednak wzrost wynagrodzeń oraz spadek cen ropy naftowej, wspierający budżety gospodarstw domowych. W 2019 spodziewamy się 2 podwyżek stóp Fed – w VI i XII. Mimo spadku cen ropy inflacja utrzyma się blisko 2%/r ze względu na silny komponent bazowy. To jeden z kluczowych argumentów za dalszym zacieśnieniem polityki Fed.
- Pogorszenie koniunktury w Eurolandzie wynika z nałożenia się czynników jednorazowych, np. zmian regulacyjnych w motoryzacji, które nie powtórzą się w tym roku. Ale spowolnienie w Europie to także zasługa protekcyjnistycznej polityki USA wobec Chin, które uderzyło w gospodarkę Eurolandu i spowodowało załamanie zamówień eksportowych krajów CEE. Mamy niższe od konsensusu prognozy tempa PKB dla Eurolandu, naszym zdaniem wzrośnie około 1,4%/r. Uważamy, że ożywienie w Europie przyjdzie dużo później niż zakłada konsensus. Argumentem za wzrostem powyżej 1% jest duży udział czynników jednorazowych oraz oczekiwanych impulsu fiskalnego wartości 0,5%PKB (oraz 0,7%PKB w Niemczech).
- W takim scenariuszu wciąż możliwa jest normalizacja stopy depozytowej (podniesienie do 0%) - decyzji takiej spodziewamy się w 4kw19. Szanse na wzrost głównej stopy refinansowej są jednak małe. Na przełomie 2019/20 może też zostać uruchomiony kolejny program TLTRO, mający na celu m.in. wsparcie finansowania banków strefy euro o słabszej kondycji (np. włoskich).
- Naszym zdaniem w 2019 dojdzie do pewnego wzrostu pary €/US\$ - w okolice 1,20 pod koniec roku. W efekcie spowolnienia w USA stawki rynku pieniężnego będą wyceniać poluzowanie polityki Fed po 2019. W 2018 popyt na dolara wspierała ponadto repatriacja zysków amerykańskiej korporacji do USA (z uwagi na ulgi podatkowe). Naszym zdaniem ten efekt nie powtórzy się w tym roku. Na bazowych rykach długu spodziewamy się wzrostu dochodowości (około 30pb w przypadku Bundu). Do pozbywania się papierów skłania zacieśnienie polityk głównych banków centralnych (np. podwyżka stopy depozytowej EBC), a także wzrost podaży instrumentów na rynku pierwotnym (skutek polityk fiskalnych w USA i strefie euro).

W skrócie – Polska

- Cykl gospodarczy w Polsce dobiega końca, jednak rok 2019 nie przyniesie jeszcze gwałtownego hamowania. Koniunkturę podtrzyma wciąż mocny popyt konsumpcyjny wspierany przez wyborczy impuls budżetowy oraz trwający cykl inwestycji współfinansowanych ze UE. Wzrost PKB w Polsce, w 2018 przewyższył 5%/r, ale w 2019 najprawdopodobniej spowolni do 3,6%/r. Największym zagrożeniem jest popyt zewnętrzny. Wciąż obowiązuje optymistyczny konsensus zakładający, że dekonunktura w strefie euro zatrzyma się gdy wygasną czynniki jednorazowe. Ale okres spowolnienia tamże przedłuża się, możliwe iż do połowy 2019 nie zobaczymy istotnego odbicia globalnego PKB (wykres na następnej stronie).
- Po przejściowym spadku CPI poniżej 1%/r w styczniu 2019, kolejne miesiące przyniosą wzrost dynamiki cen. Jednak w całym 2019 inflacja nie przekroczy środka celu NBP (2,5%/r), a średnio wyniesie 2%/r. Rządowa interwencja na rynku energii elektrycznej najprawdopodobniej nie pozwoli na wzrost taryf detalicznych mimo wysokich cen węgla oraz praw do emisji CO₂. Inflację podniesie natomiast wygaśnięcie negatywnych efektów bazy w cenach żywności i paliw. Wzrośnie także inflacja bazowa, ponieważ różnica między dynamiką płac a produktywnością osiągnęła już poziom z 2008 i będzie się powiększać.
- Podtrzymujemy nasze prognozy zakładające, że Rada Polityki Pieniężnej przeczeka odbicie CPI w 2019-20, a kolejny ruch to raczej cięcie niż podwyżka stóp. Zarówno według naszych prognoz, jak i opinii RPP inflacja w okresie projekcji utrzyma się znacznie poniżej górnej granicy przedziału wokół celu. 2020 przyniesie głębsze hamowanie polskiej gospodarki, związane m.in. ze spowolnieniem inwestycji publicznych współfinansowanych ze środków UE. Pod koniec 2020 pojawi się dyskusja o luzowaniu polityki pieniężnej, ale wciąż najbardziej realne są obniżki stóp procentowych. Rada rozważa także niestandardowe narzędzia. Naszym zdaniem „Pakiet Zaufania” z 2008 roku jest mało przydatny w obecnych warunkach nadpłynności w sektorze bankowym, skup papierów rządowych również, doświadczenia węgierskie nie zachęcają. To podatek bankowy powoduje wypychanie kredytu dla firm przez kredyt dla rządu (bo obligacje są wyłączone z podatku).
- Spodziewamy się, że kurs €/PLN utrzyma się w ramach obecnej konsolidacji (4,27-35) do końca kwartału lub dłużej. Polska waluta i obligacje to dla agresywnych inwestorów zagranicznych „martwy rynek”, wiele więcej możliwości spekulacji dostarczają forint i korona, gdzie banki centralne eksperymentują. To razem z dobrą pozycją budżetu i mocnym wzrostem tłumaczy odporność PLN na sytuację międzynarodową. W naszej ocenie para €/PLN utrzyma się blisko 4,30 przez większą część roku mimo spodziewanego wzrostu pary €/US\$. Historycznie mocnemu euro towarzyszyło odbicie złotego, pojawią się jednak czynniki negatywne tzw. hamowanie koniunktury oraz brak pozytywnych zaskoczeń budżetowych w roku wyborczym.
- Oczekujemy, że w 2019 dojdzie do umiarkowanego wzrostu rentowności długich POLGBs, w ślad za osłabieniem obligacji na rynkach bazowych i ponownym wzrostem złotych stawek IRS. W 2019 zapadnie nieco ponad PLN19mld obligacji utrzymywanych przez nierezydentów, z tego blisko 70% znajduje się w rękach podmiotów o krótkim horyzoncie inwestycyjnym. Najprawdopodobniej w dużym stopniu nie zrolują oni swoich pozycji z uwagi na zbyt niskie rentowności POLGBs. W 2019 może też dojść do rozszerzenia się asset swapów na długim końcu krzywej. Odzwierciedla to m.in. rządowe plany poluzowania fiskalnego (które oznaczają obarczenie budżetu nowymi stałymi wydatkami).

Prognozy makroekonomiczne – Polska i świat

Odbicie wzrostu w strefie euro po słabej 2poł18. Umiarkowane spowolnienie w Polsce.

	2017	2018	1kw19	2kw19	3kw19	4kw19	2019	1kw20	2kw20	3kw20	4kw20	2020
Polska												
PKB r/r	4.8	5.1	4.2	3.9	3.3	3.1	3.6	3.0	2.7	2.4	1.9	2.5
Konsumpcja r/r	4.9	4.6	4.2	3.6	3.6	3.5	3.7	2.8	2.7	2.6	2.4	2.6
Inwestycje r/r	3.4	8.0	7.2	7.0	5.2	4.8	6.1	6.5	4.0	3.0	1.0	3.6
Deficyt fin. publ. %PKB	-1.4	-0.7	-	-	-	-	-1.5	-	-	-	-	-1.9
Dług publ. %PKB (kon. okr.)	50.6	49.0	-	-	-	-	48.1	-	-	-	-	47.4
Bezrobocie (kon. okr.)	6.6	5.8	6.0	5.0	5.0	5.8	5.8	6.4	5.6	5.6	6.2	6.2
CPI r/r (średnio)	2.0	1.7	1.4	2.1	2.1	1.9	1.9	2.4	2.5	2.7	3.7	2.6
Inflacja bazowa (średnio)	0.7	0.7	0.7	1.2	1.5	2.0	1.4	-	-	-	-	-
Stopa referencyjna	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Export EURmld	202	212	53	56	55	57	222	56	59	57	60	232
Import EURmld	200	216	55	57	56	59	228	58	60	59	63	241
Bilans płatniczy EURmld	0.7	-2.3	-0.7	-0.5	-0.5	-0.3	-2.0	-0.1	0.1	0.3	0.3	0.6
Bilans płatniczy %PKB	0.1	-0.5	-0.6	-0.4	-0.4	-0.2	-0.4	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
Strefa euro												
PKB kw/kw SAAR	2.5	1.9	1.4	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4	1.2	1.0	0.9	1.3
HICP r/r (średnio)	1.4	1.8	1.6	1.5	1.3	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
Stopa refinansowa	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
USA												
PKB kw/kw SAAR	2.2	2.9	1.6	2.0	2.0	2.0	2.3	1.7	1.7	1.7	1.9	1.8
CPI r/r (średnio)	2.1	2.4	1.6	1.9	1.9	2.1	1.9	2.3	2.2	2.1	2.1	2.2
Stopa funduszy Fed	1.25	2.25	2.25	2.50	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75
Rynki Finansowe												
Wibor 3M (kon. okr.)	1.72	1.72	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73
Libor 3M EUR (kon. okr.)	-0.38	-0.36	-0.32	-0.32	-0.18	-0.16	-0.16	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor 3M USD (kon. okr.)	1.69	2.81	2.80	3.00	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20
US\$/PLN (kon. okr.)	3.48	3.76	3.84	3.79	3.73	3.61	3.61	3.55	3.47	3.40	3.27	3.27
US\$/PLN (średnio)	3.74	3.62	3.81	3.80	3.75	3.65	3.75	3.57	3.50	3.43	3.34	3.46
€/PLN (kon. okr.)	4.17	4.30	4.30	4.24	4.29	4.33	4.33	4.34	4.34	4.35	4.35	4.35
€/PLN (średnio)	4.24	4.27	4.30	4.26	4.27	4.32	4.29	4.33	4.34	4.34	4.35	4.34
Obligacje PL 10L	3.30	2.83	2.90	3.00	3.10	3.12	3.12	3.13	3.14	3.15	3.15	3.15
Obligacje DE 10L	0.43	0.24	0.30	0.50	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
Obligacje US 10L	2.41	2.69	2.85	3.00	3.00	2.90	2.90	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80

Polska

Spowolnienie po 2018 wydaje się nieuniknione. Samorządy sygnalizują wolniejsze tempo inwestycji, a koniunktura w strefie euro zapowiada hamowanie eksportu. CPI utrzyma się poniżej głównej granicy celu NBP w 2019-20 m.in. dzięki spadkowi cen ropy naftowej w ub.r. oraz działaniom rządu przeciwdziałającym wzrostowi cen energii elektrycznej. Wobec tego RPP najprawdopodobniej pozostawi stopy bez zmian w 2019.

Strefa euro

Umiarkowane odbicie koniunktury w połowie 2019, ale całoroczny wzrost PKB w 2019 niższy od 2018 m.in. z uwagi na słabszą koniunkturę na głównych rynkach eksportowych. EBC podniesie stopę depozytową pod koniec 2019, ale nie zmieni referencyjnej.

USA

Bez kolejnego poluzowania fiskalnego wzrost PKB w 2019 będzie wolniejszy niż w 2018. Przystój sektora publicznego dodatkowo obniży dynamikę PKB w 1kw19. Fed w 2019 podniesie stopy dwukrotnie, po raz pierwszy w czerwcu, będzie kontynuować redukcję bilansu.

Rynki finansowe

Rynki mocno wyceniły scenariusz globalnego spowolnienia – w 2019 spodziewamy się odbicia rentowności na rynkach bazowych. W ślad za nimi osłabią się także POLGBs.

W 2019 spodziewamy się wzrostu €/US\$ do okolic 1,20, ale będzie to raczej zasługa hamowania gospodarki USA niż mocy Eurolandu. €/PLN prawdopodobnie pozostanie w trendzie bocznym, blisko 4,30. PLN i POLGBs to martwy rynek w regionie, w tym roku zmienność może przynieść zapowiadana ekspansja fiskalna.

USA: Lekkie spowolnienie w 1kw19, słaba 2poł19

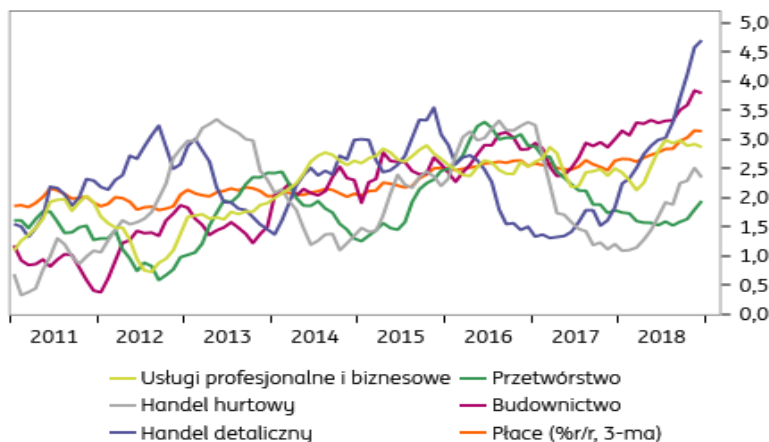
Poluzowanie fiskalne w USA w 2018 podniosło wzrost PKB o mniej niż 1pp.

Globalne PKB i indeksy PMI dla głównych konsumentów metali przemysłowych



Źródło: Markit, Oxford Economics

Wynagrodzenia w USA (%r/r) – wzrost przyspiesza w szerokim spektrum branż, zapowiada solidne wydatki konsumpcyjne



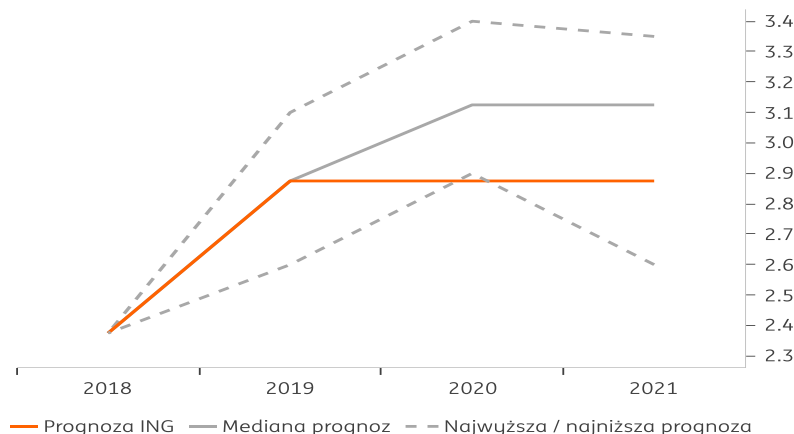
Źródło: Macrobond

- Uważamy, że PKB USA w 2019 spowolni do 2,3%r/r z 2,9%r/r rok wcześniej. To skutek: wygaśnięcia efektów poluzowania fiskalnego z 2018, pogorszenia koniunktury międzynarodowej i przestoju sektora publicznego w USA.
- Historycznie tydzień przestoju sektora publicznego w USA zmniejszał PKB w danym kwartale o 0,2pp. Obecnie efekt ten może jednak okazać się większy. Poza m.in. instytucjami kulturalnymi pracę zawiesiły federalne urzędy skarbowe, co oznacza odroczenie w czasie zwrotów nadpłaconego podatku. W naszej ocenie będzie to jeden z głównych powodów silnego spowolnienia wzrostu w 1kw19 (do 1,6%kw/kw SAAR lub niżej z 2,6%kw/kw SAAR kwartał wcześniej).
- W 2-4kw19 spodziewamy się utrzymania dynamiki PKB nieco powyżej 2,0%kw/kw SAAR. Niższe od ubiegłorocznego tempo wzrostu będzie m.in. wynikiem wygaśnięcia efektów poluzowania fiskalnego uruchomionych w 2018 (głównie w formie obniżek podatków i ulg). Wpływ polityki fiskalnej na wzrost w 2019 będzie prawdopodobnie ograniczony. Wg szacunków think tanku Bookings w ubiegłym roku poluzowanie fiskalne podniosło dynamikę PKB o mniej niż 1pp. – w tym roku zabraknie impulsu w podobnej skali.
- Argumentem za utrzymaniem wysokiego wzrostu w USA pozostaje dobra kondycja rynku pracy, sugerująca solidne wydatki gospodarstw domowych. W 2018 wzrost płac w USA przyspieszył. Co ważne najsilniej dotyczy branż typowo pracochłonnych, wymagających niskich kwalifikacji. Nakłada się na to spadek cen ropy naftowej, pozytywnie wpływając na budżety gospodarstw domowych. Mimo spadków widocznych na giełdach plany zakupów amerykańskich konsumentów są bliskie rekordowych poziomów.

USA: Brak podwyżki w 1kw. Wzrost stóp o 50pb w 2019.

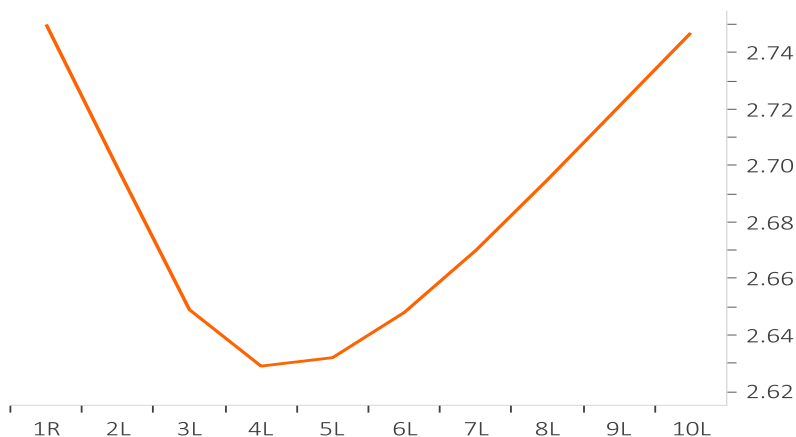
Nadmierny pesymizm odnośnie globalnego spowolnienia na rynkach.

Prognoza ING stóp procentowych Fed na tle wykresu dot-plot



Źródło: Fed, ING

Amerkańska krzywa IRS (%) – rynek wycenia obniżki stóp



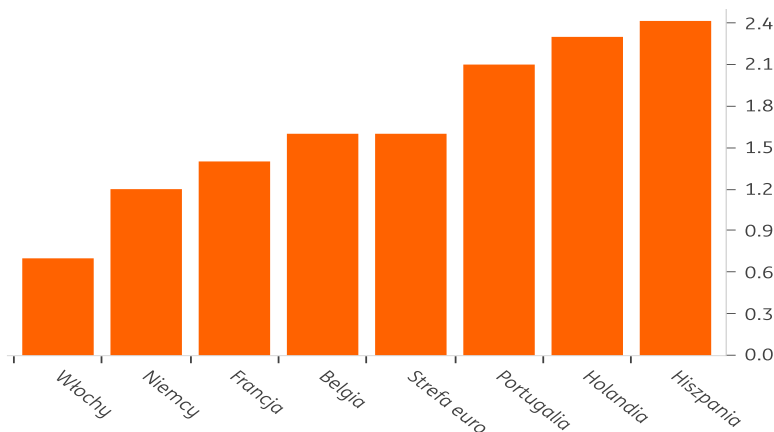
Źródło: Macrobond

- Po grudniowych spadkach na amerykańskich giełdach kontrakty terminowe na Fed funds przestały wyceniać podwyżki stóp w 2019. Ponadto wskazują podobne szanse na luzowanie w 2020 jak zacieśnienie (15%). Członkowie FOMC opóźnili moment kolejnej podwyżki, ale dalej komunikują chęć zacieśniania polityki. W grudniu obniżyli prognozy zmian stóp jedynie o 25pb - mediana dot-plot wskazuje zacieśnienie o 50pb w 2019 oraz kolejne 25pb w 2020. W naszej ocenie Fed zrealizuje swoje założenia w 2019 i zakończy bieżący cykl. Kolejną podwyżkę prognozujemy w czerwcu.
- Argumentem za łagodniejszym nastawieniem FOMC jest zacieśnienie warunków finansowych (spadek giełd, wzrost rentowności obligacji korporacyjnych, mocny dolar) oraz obniżenie się średnioterminowych perspektyw wzrostu PKB i inflacji. Chociaż zmiany projekcji Fed między grudniem a wrześniem były niewielkie (np. dynamikę PKB na 2019 obniżono z 2,5 do 2,3%r/r, a inflacji PCE z 2,0 do 1,9%r/r), to członkowie FOMC zwrócili uwagę na ryzyko związane m.in. z globalną koniunkturą. Od tego czasu oczekiwania pogorszyły się z uwagi na bardzo długi przestój sektora federalnego.
- Rynki finansowe wyceniły bardzo negatywny scenariusz przebiegu wojny handlowej USA z Chinami (po 1-marca wygaśnięcie obecnego rozejmu). W międzyczasie, prezydent Trump złagodził stanowisko ws. China, bo jego działania zaczęły szkodzić własnej gospodarce. Możliwe jest wydłużenie okresu status quo przynajmniej o kwartał oraz przygotowanie długoterminowego porozumienia. Brak natomiast szczegółów dotyczących ew. porozumienia z UE dot. importu aut. W lutym Departament Handlu opublikuje dokument który może być podstawą podniesienia ceł na import aut do USA do 25% (z 2,5% obecnie).

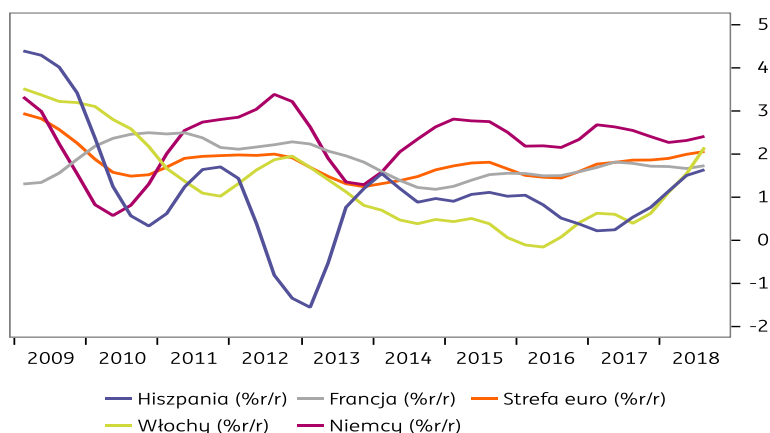
Strefa euro: Niepewna skala spowolnienia PKB w 2019

Niepokoici brak sygnałów odbicia globalnego wzrostu, koniunkturę wesprą budżety.

Dynamika wzrostu PKB w 3kw18 w krajach strefy euro



Indeks kosztów pracy (%/r śr. roczna)

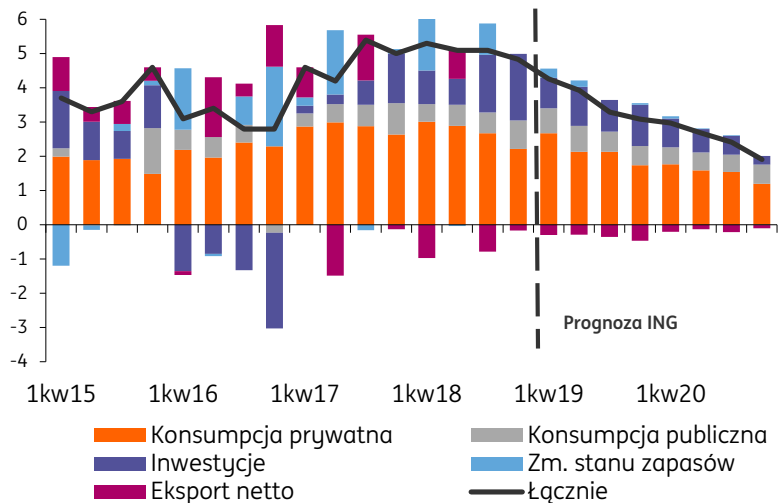


- Strefa euro z uwagi na otwartość gospodarki mocno odczuła spowolnienie handlu międzynarodowego. Spodziewamy się spadku tempa PKB do 1,4%/r wobec 1,9% w 2018. Co istotne, skutki nowych тариф dopiero zaczynają działać więc nadzieje na szybkie odbicie w Eurolandzie/Niemczech, kiedy wygasną czynniki jednorazowe (problemy z certyfikacją diesla, zakłócenia dostaw w Niemczech z powodu niskiego poziomu rzek) mogą się okazać błędne. Wciąż jednak są argumenty za odbiciem koniunktury, może w połowie roku.
- Sytuację uratuje dobra popyt krajowy, głównie wydatki konsumpcyjne, z uwagi na silniejszy wzrost płac. Dynamika kosztów pracy w strefie euro wzrosła w 3kw powyżej 2,2%/r. Prognozujemy, że utrzyma się na wyższym poziomie także w 2019. Największą kontrybucję dostarczyły Niemcy, nastąpiło jednak wyraźne odbicie płac także i na peryferiach. We Włoszech i Hiszpanii istotnej poprawy się zatrudnienie.
- Dodatkowym argumentem za utrzymanie wzrostu gospodarczego jest oczekiwane rozluźnienie fiskalne. Łączny impuls w całym Eurolandzie wyniesie ok. 0,5PKB. Największą przestrzeń do stymulacji posiadają Niemcy, chociaż ekspansywna polityka nie znajduje poparcia społecznego w tym kraju. Niemiecki budżet osiągnął nadwyżkę 1,7%PKB w 2018. W 2019 zaplanowano zrównoważone saldo. Nawet przy słabszym wzroście PKB oznacza to możliwość zwiększenia wydatków o max. 1%PKB.
- Francja rozszerzy deficyt ponad 3%PKB (impuls 0,3%PKB), łamiąc europejskie reguły fiskalne. We Włoszech próba zwiększenia wydatków ograniczyła KE, dalej jednak wprowadzone programy (dochód podstawowy) będą stymulować gospodarkę bardziej niż redukowane w ich miejsce wydatki. Łączny impuls wyniesie ok. 0,5%PKB.

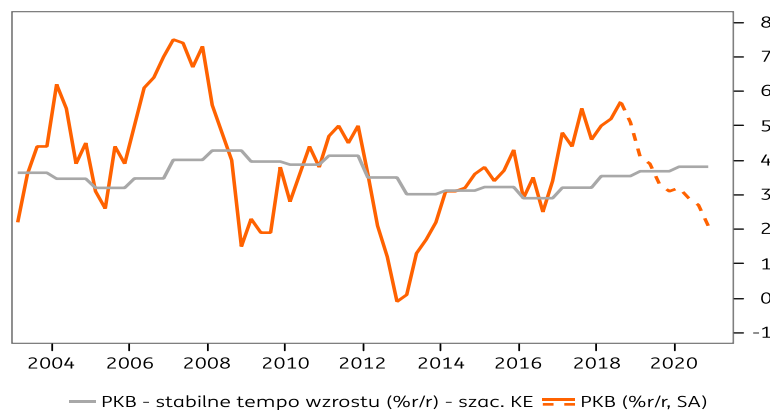
Polska: Wzrost gospodarczy spowalnia.

Głównym zagrożeniem koniunktura w strefie euro.

Wzrost PKB i kontrybucje (%r/r)



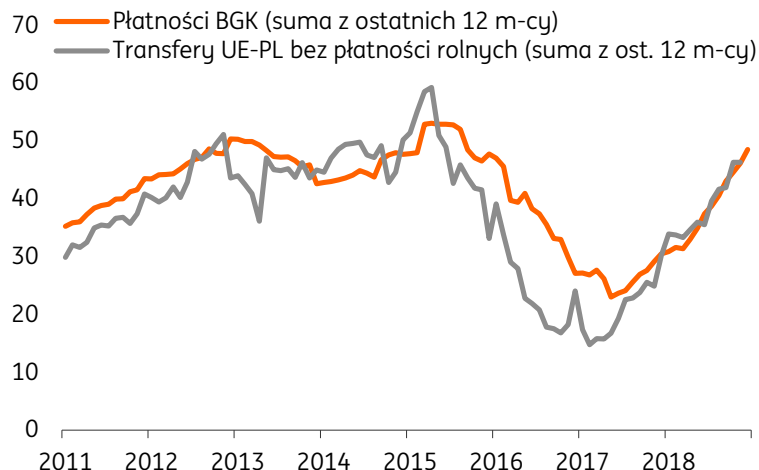
Wzrost PKB na tle produktu potencjalnego (%r/r)



- Dynamika wzrostu utrzymała się przez cały 2018 na poziomie 5,1%/r, przebijając prognozy zarówno nasze jak i rynkowe. Niemniej jednak w obliczu zastoju w strefie euro powtórzenie podobnego wyniku w 2019 jest nieprawdopodobne. Spodziewamy się spadku dynamiki do 3,6%/r, co stanowić będzie dalej wysoki poziom na tle UE.
- Koniunkturę w 2019 podtrzyma wsparcie fiskalne ze strony rządu. Minister Finansów deklaruje utrzymanie deficytu centralnego na poziomie PLN28,5mld tj. wyższego o PLN10-15mld niż sugeruje bieżąca realizacja. Nasze prognozy przyjmujące przeciętny mnożnik fiskalny zakładają, że impuls podwyższy PKB o ok. 0,9-1,4pp. Tym samym struktura wzrostu dalej bazować będzie na konsumpcji prywatnej. Spodziewamy się drobnego spadku jej dynamiki z 4,6%/r w 2018 do 3,7%.
- Dynamika inwestycji dalej pozostanie wysoka, chociaż wolniejsza niż 2018. Szacujemy, że obniży się ona z 8,1% do 5,7%. Po stronie dużych przedsiębiorstw (w tym spółek skarbu państwa) wzrost inwestycji w 2019 dalej mocno związany będzie z transportem (m.in. planowane nakłady w Krajowym Programem Kolejowym wzrosną z 8 do 11mld PLN) oraz przemysłem rafineryjnym. Dalej jednak będziemy obserwować niskie nakłady w energetyce. Po słabym 2018 odbiją inwestycje MSP. Po stronie publicznej spodziewamy się osłabienia inwestycji samorządów (planują nominalny spadek nakładów na ten rok w porównaniu do 2018).
- Słaba koniunktura w strefie euro obniży eksport netto - kontrybucja ukształtuje się na poziomie -0.3pp. Globalny spadek aktywności będzie wciąż ciężył w kolejnych latach. Spodziewamy się, że w 2020 dynamika PKB spadnie poniżej poziomu potencjalnego (do około 2,5%/r).

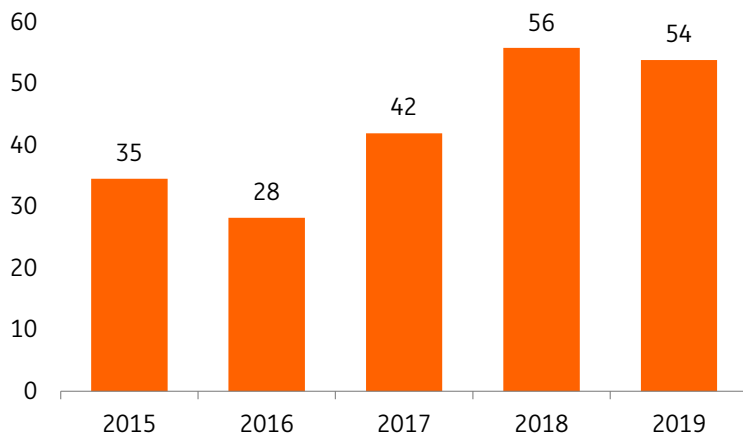
Polska: Szczyt wykorzystania funduszy UE osiągnięty

Wykorzystanie funduszy unijnych w Polsce (PLNmld)



Źródło: Bank Gospodarstwa Krajowego

Planowane inwestycje samorządów na dany rok (PLNmld)



Źródło: Sprawozdania budżetowe JST z listopada roku poprzedniego

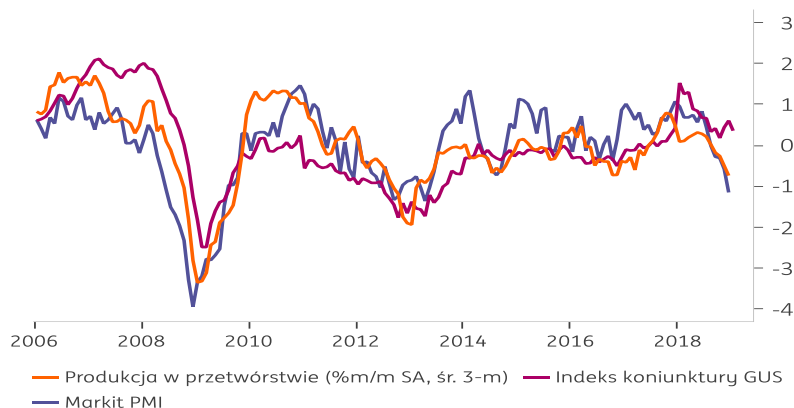
- W całym 2018 Polska wydała fundusze unijne o wartości ok. PLN50mld (płatności BGK dla beneficjentów). To blisko dwa razy więcej niż w 2016 i o 2/3 więcej niż w 2017. Osiągnęliśmy tym samym szczyt wykorzystania funduszy UE, na którym będziemy się utrzymywać także w 2019. Dopiero nadejście kolejnej perspektywy finansowej UE (na lata 2021-27) zmniejszy ilość środków płynących do Polski. Za takim scenariuszem w 2019 roku przemawiają następujące argumenty:

- Planowane inwestycje samorządów na przyszły rok (których gros współfinansowane jest z funduszy unijnych) są nieznacznie niższe niż planowane były na 2018. To inaczej niż w poprzednich latach, gdy samorządy planowały wyraźną ekspansję inwestycyjną (patrzy wykres poniżej).
 - W 2019 nie należy się również spodziewać wzrostu inwestycji publicznych centralnych (niesamorządowych). Wiele już rozpoczętych inwestycji dobiega końca (np. budowa drogi S17 między Warszawą a Lublinem, lub drogi S6 między Szczecinem a Koszalinem) a tempo uruchamiania nowych projektów spadło. Wzrost kosztów pracy oraz cen materiałów budowlanych utrudnił rozstrzygnięcie przetargów na nie. Problem ten dotyczy nie tylko inwestycji drogowych lecz także kolejowych i energetycznych.
- Podsumowując, o ile inwestycje publiczne przyczyniły się wyraźnie do osiągnięcia ponad pięcioprocentowego wzrostu PKB w Polsce w ostatnich latach, to w tym roku ich wkład do wzrostu gospodarczego będzie najprawdopodobniej neutralny.

PMI: Nadmierny pesymizm przedsiębiorstw...

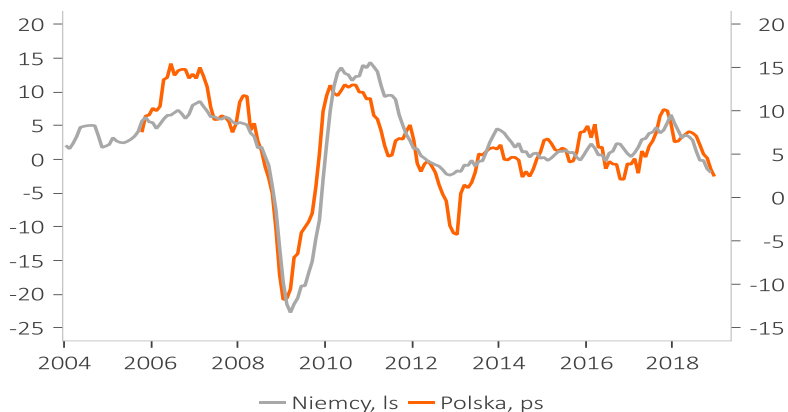
... którego inne badania nie potwierdzają.

Badania sentymentu vs. miesięczne zmiany produkcji



Źródło: GUS, Markit. Dane standaryzowane.

Produkcja przemysłowa (%r/r, SA, śr. 3-m)



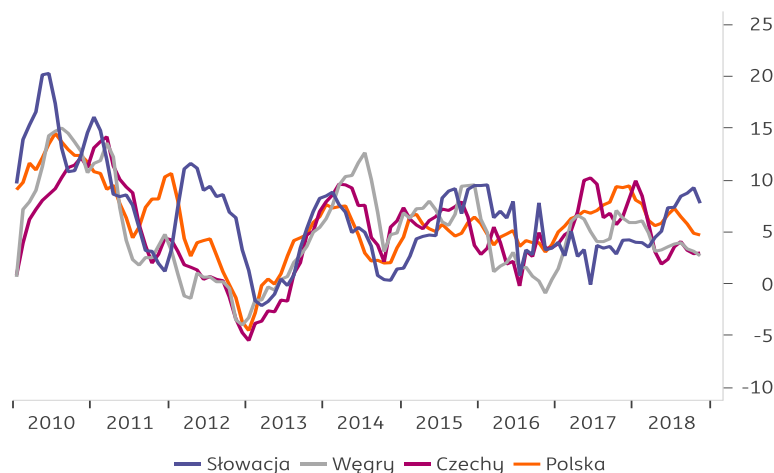
Źródło: GUS, Destatis.

- Indeks PMI obrazujący stan koniunktury w przemyśle spadł w grudniu do 47,6pkt tj. najniżej od 2013. Wnioski z badania istotnie różnią się od innych opracowań prowadzonych przez GUS/KE i NBP. W naszej ocenie kondycja przemysłu jest lepsza niż wskazuje badanie koniunktury Markit. Spadki dynamik produkcji na ujemne poziomy pozostają mało prawdopodobne horyzoncie półrocza – w 1pół19 spodziewamy się jej tempa nieznacznie niższego od 2pół18.
- Doświadczenia z kryzysu w 2008 wskazują, że duże spadki optymizmu wśród pełnego przekroju badań istotnie zwiastowały duże spowolnienie. Jednak od tego czasu indeks PMI trzykrotnie wysyłał błędne informacje prezentując duże wzrosty, które następnie kończyły podobnie spektakularne spadki (w 2014, 2015 i 2017). Można domniemywać, że ankietowane przez Markit firmy są znacznie bardziej wyeksponowane na zmiany cyklu koniunkturalnego niż cały zbiór przedsiębiorstw. Także porównanie PMI w Polsce do sąsiadów pokazuje nadmiernie negatywną reakcję polskich firm – spadek polskiego indeksu jest głębszy niż zależnych od eksportu sąsiadów (np. Czech).
- PMI pokazuje zbyt pesymistyczny obraz, jednak nie znaczy to że spowolnienie nie nastąpi. Wskazują na to słabe dane o produkcji w Niemczech. Spowolnienie w Polsce będzie jednak łagodniejsze – w momencie kiedy w Niemczech dynamika produkcji w przetwórstwie rośnie o 1%r/r, polski przemysł dalej rośnie w tempie przekraczającym 5% (wykres 2). Nawet jeżeli spadek dynamiki niemieckiej produkcji o 5% będzie trwały, w polskim przetwórstwie odpowiadać będzie mu dynamika zbliżona do 0%.

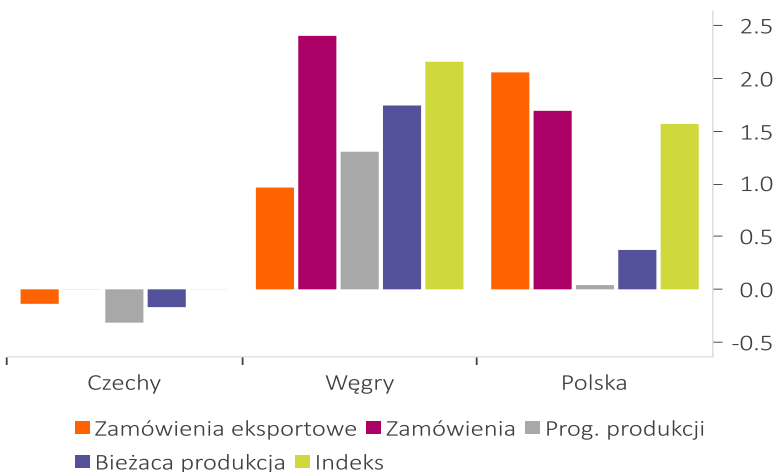
Spadek dynamiki produkcji mniejszy na tle Węgier, Czech

Stabilny wzrost sektorów eksportowych wbrew negatywnym sygnałom z PMI

Dynamika produkcji przemysłowej (%r/r, śr. 3m)



Badanie koniunktury KE - komponenty



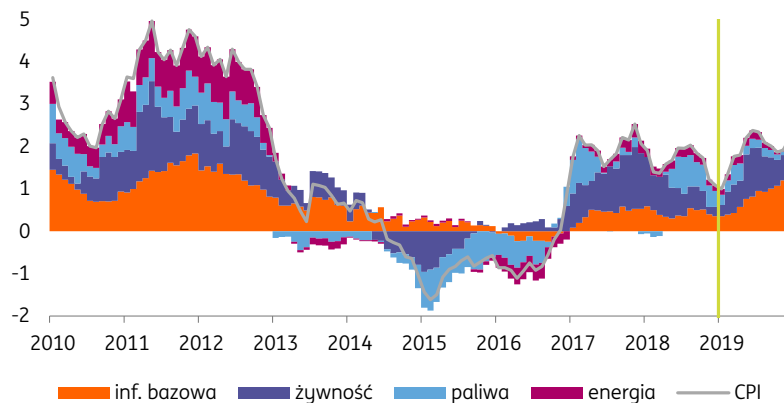
Źródło: KE. Dane standaryzowane. Dodatnie wartości oznaczają ożywienie.

- Spadek PMI był znacznie silniejszy w porównaniu do gospodarek regionu CEE. Równolegle krajowa produkcja utrzymała zdecydowanie wyższy poziom na przestrzeni ostatnich miesięcy (pomijając wyniki Słowacji). W naszej ocenie spowolnienie w Polsce powinno być mniejsze względem sąsiadów również w tym roku.
- Przemysł na Słowacji, Węgrzech czy w Czechach w znacznym stopniu oparty jest na produkcji sektora motoryzacyjnego. Wolumen obrotów tej branży stanowi 25-35% całkowitej produkcji (w Polsce niecałe 12%). Spowolnienie w strefie euro najmocniej dotknęło właśnie tę branżę. Poza spadkiem popytu na nowe samochody, europejska motoryzacja zmagą się z problemami związanymi z bardziej rygorystycznymi wymogami dla przejścia testów emisji.
- Kontrowersje budzi również głęboki spadek zamówień eksportowych w badaniu Markit (PMI). Według danych NBP dynamika eksportu w Polsce w 4kw utrzymuje się na wysokim poziomie (przekraczającą 7%r/r). Podobny trend obserwujemy w przypadku produkcji w sektorach eksportowych (np. mebli, sprzętu komputerowego, elektrycznego i maszyn). Co więcej, konkluzji Markit nie potwierdzają pozostałe badania – według ankiet sporządzanych przez GUS i Komisję Europejską ocena poziomu zamówień eksportowych dalej kształtuje się na historycznie wysokich poziomach (wykres 2).
- W odróżnieniu od sąsiadów polski przemysł jest wspierany przez sektory powiązane ze środkami unijnymi (np. produkcja pojazdów transportowych dla kolei). Produkcja w tych branżach powinna zapewnić wysoką dynamikę wzrostu także w 2019.

CPI: Szczyt inflacji w 2019 poniżej celu NBP.

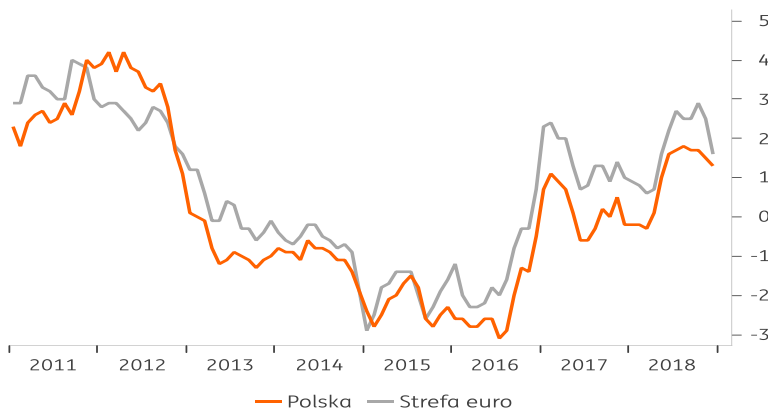
Przeważa ryzyko jeszcze niższej inflacji – ceny hamuje spowolnienie w Eurolandzie.

Struktura inflacji CPI (%r/r)



Źródło: GUS

Inflacja bazowa HICP – dobra przemysłowe (%r/r)



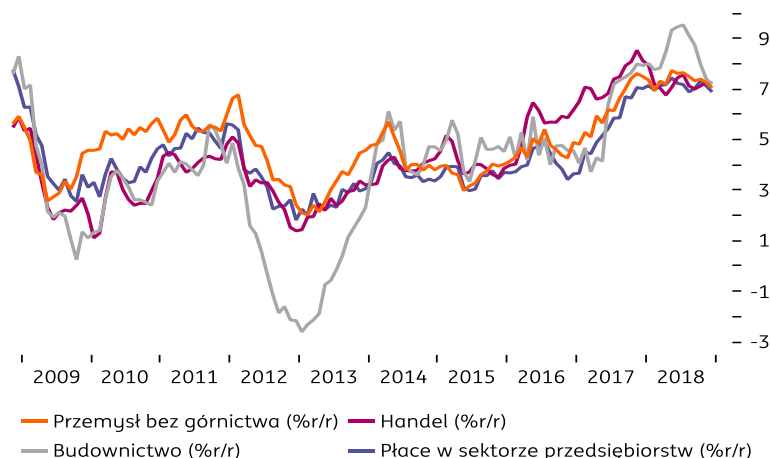
Źródło: Eurostat

- Dynamika inflacji w 4kw spadła poniżej celu NBP – w grudniu wyniosła 1,1%r/r. W styczniu CPI spadnie przejściowo do około 0,9%r/r z uwagi na „niedoróbki legislacyjne”, tj. rządowa interwencja obniżyła tzw. opłatę przejściową, ale URE nie podwyższyło cen konsumowanej energii. Zakładamy, że poprawki legislacyjne usuną te zakłócenia, dlatego od lutego CPI ponownie zacznie rosnąć. Zakładamy skok innych opłat związanych z mieszkaniem (np. ciepła), cen ustalanych przez samorządy oraz zwiększenie inflacji bazowej.
- Prognozujemy wzrost inflacji bazowej z 0,6%r/r w grudniu 2018 do ok. 2% na koniec 2019. Odzwierciedla on opóźnione efekty utrzymywania płac ponad tempo produktywności. Nasza prognoza zakłada również inflację kosztową wywołaną wyższymi cenami energii dla przedsiębiorstw. Nie możemy wykluczyć zakwestionowania przez KE bieżącego mechanizmu interwencji. Impuls związany z cenami energii dodaje 0.2pp do prognozowanej dynamiki CPI w 2po19.
- Obok wyższej inflacji bazowej, prognozujemy także wzrost cen paliw w 2019. Oczekujemy odbicia cen ropy Brent z US\$60 obecnie do US\$70 za baryłkę. Główny wzrost nastąpi między marcem, a czerwcem w związku z obniżeniem wydobycia produkcji przez OPEC (decyzję poznamy w kwietniu). Słabszy popyt globalny kształtuje ryzyko w dół dla tej prognozy.
- Jednak średnia inflacja w 2019 będzie umiarkowana (nieco poniżej 2%r/r), szczyt zostanie osiągnięty w czerwcu (2,3%r/r). Dodatkowe ryzyko po niższej stronie niesie import niskiej inflacji ze strefy euro. Ceny dóbr przemysłowych w Polsce reagują w zbliżonej skali do zmian europejskich, a spowolnienie gospodarcze może obniżyć inflację w UE.

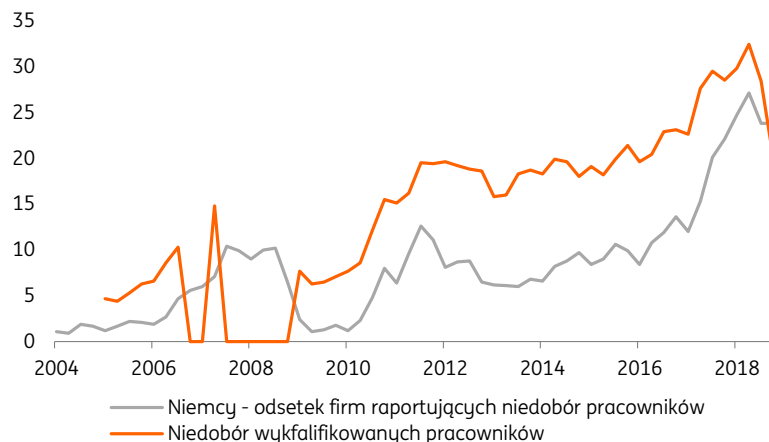
Rynek pracy: Stagnacja dynamiki wynagrodzeń.

Spadek tempa napływu migrantów.

Dynamika wynagrodzeń w rozbiciu na sektory (śr. 3m)



Słabsza koniunktura w Niemczech argumentem przeciw odpływowi ukraińskich pracowników.



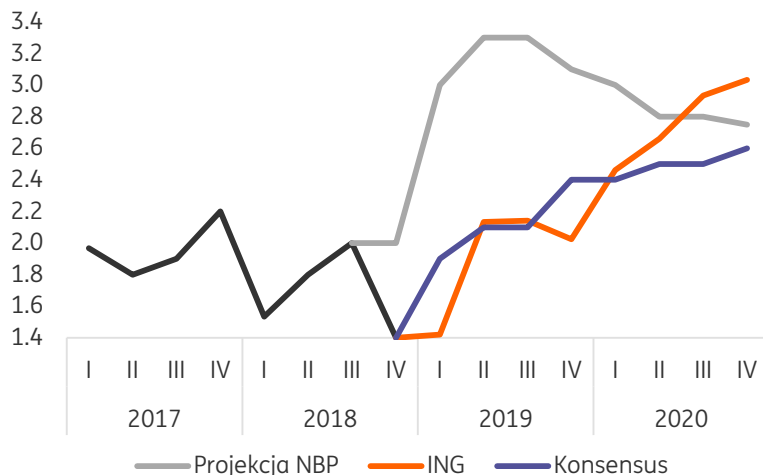
Źródło: Ifo

- Dynamika wynagrodzeń w 4kw18 ustabilizowała się poniżej 8%/r. Był to głównie efekt końca dynamicznych wzrostów w sektorze budowlanym oraz stabilizacji w pozostałych branżach. W 2019 dynamika płac w naszej ocenie dalej oscylować będzie w okolicach 7%/r.
- Badania NBP wskazują, że odsetek przedsiębiorstw planujących podwyżki płac przestał rosnąć już w 1kw18. Odpowiada za to wcześniejszy dynamiczny napływ pracowników z Ukrainy, ale także oczekiwane przez firmy nowe obciążenia, np. restrykcyjna polityka podatkowa, czy program PPK. Niektóre z firm odczuwają także spadek rentowności związany z wyższymi kosztami pracy. Dynamikę wynagrodzeń podwyższy natomiast podniesienie płacy minimalnej (o 7,1%). Szacujemy, że podwyższy on trajektorię o 0,3pp w całym 2019.
- Jednym z argumentów za ponownym przyspieszeniem dynamiki płac jest ryzyko odpływu pracowników z Ukrainy. Czynniki ten będzie prawdopodobnie mieć jednak małe przełożenie na rynek pracy. Niemcy przełożyły o rok (do 2020) wprowadzenie przepisów, które pozwoliłyby na rekrutację ukraińskich pracowników. Dodatkową barierą będzie również niekorzystana koniunktura – według badania niemieckiego instytutu Ifo od około kwartału spada liczba firm, które raportują problemy z rekrutacją czy niedobory pracowników.
- Należy podkreślić, że podobne tendencje nie mają miejsca w przypadku krajowego rynku pracy. Liczba ofert pracy raportowana przez GUS była w 2018 stabilna, podobnie niewielkie zmiany następują w przypadku firm wskazujących niedobory pracowników. Pogorszenie nastąpiło jedynie w przypadku liczby osób obawiających się o utratę pracy w badaniu koniunktury konsumenckiej, jednak wzrost ten jest znacznie niższy niż w gospodarkach Europy Zachodniej.

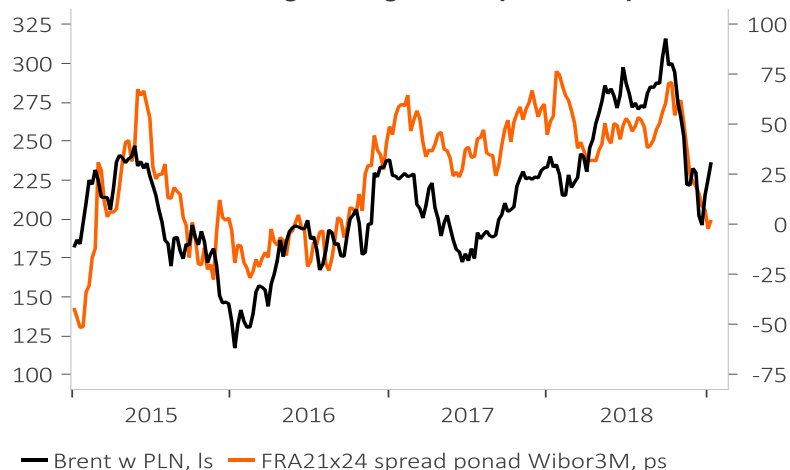
Polska: Bez zmian stóp NBP, co najmniej do końca 2020.

Niestandardowe luzowanie polityki pieniężnej trudne do zastosowania w Polsce.

Inflacja CPI (%r/r) w 2019 nie zaskoczy RPP, w 2020 nie przekroczy istotnie górnej granicy celu



Stawki FRA nie wyceniają już żadnych podwyżek stóp, w 4kw18 wyceniły nawet ponad 75pb.

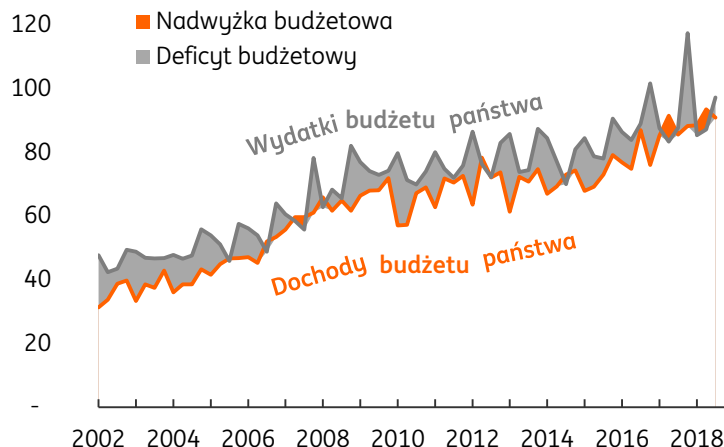


- W naszej ocenie Rada Polityki Pieniężnej nie zmieni stóp procentowych do końca 2020. Uważamy, że w obliczu spowolnienia w krajowej gospodarce, ograniczone odbicie CPI w tym roku nie jest powodem do zacieśnienia. W tym roku inflacja najprawdopodobniej utrzyma się poniżej celu NBP (2,5%r/r). Co więcej na wzrost dynamiki cen nałoży się powrót tempa PKB do potencjału.
- Rada wspomniała ostatnio, iż analizuje niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej, w efekcie niektórzy inwestorzy doszukują się analogii do Węgier. Naszym zdaniem doświadczenia węgierskie są zniechęcające, a z instrumentów stosowanych w Eurolandzie w Polsce wykonalny wydaje się skup papierów rządowych, ale długo nie będzie potrzebny. Także „Pakiet Zaufania” z 2008 roku jest mało przydatny w obecnych warunkach nadpłynności w sektorze bankowym (np. wydłużenie transakcji Repo). Wśród dostępnych instrumentów jest obniżanie stopy rezerwy obowiązkowej, która jest wciąż wyższa niż w Eurolandzie. Na razie jest to mało prawdopodobne z znów uwagi na nadpłynność sektora bankowego. Po 2020 prawdopodobne wydaje się poluzowanie polityki pieniężnej, ale raczej metodami konwencjonalnymi (cięcie stóp) niż niestandardowymi.
- W scenariusz niezmiennych stóp w 2019-20 wpisuje się również retoryka RPP. Scenariusz płaskich stóp w Polsce w przeciągu dwóch lat jest obecnie wyceniany przez rynek. Perspektywa spowolnienia wzrostu PKB, czy pro wzrostowe nastawienie niektórych członków Rady sugerują jednak, że okresowo instrumenty rynku pieniężnego będą wyceniać poluzowanie (jak miało to miejsce na początku stycznia).

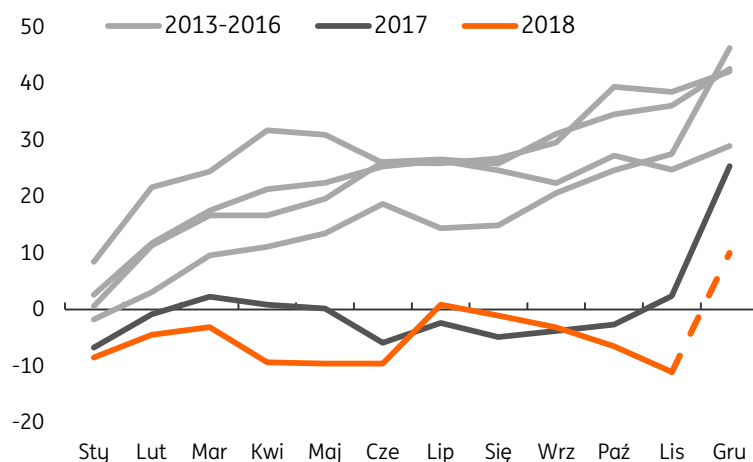
Polska: W 2019 deficyt wzrośnie z 0,7 do 1,5%PKB

Prognoza ta uwzględnia impuls fiskalny o wartości PLN15mld w 2019 roku

Wynik budżetu państwa w ujęciu kwartalnym, PLNmld



Ścieżki deficytu budżetu państwa, PLNmld



- Budżet centralny zamknął 2018 deficytem około PLN10mld, zaś w całym sektorze finansów publicznych deficyt wyniósł 0,5% PKB – wynika ze wstępnych informacji Ministerstwa Finansów. Sądzymy, że statystyka ta okaże się nieznacznie większa (0,7%PKB) ze względu na deficyt samorządów (efekt wysokich inwestycji unijnych), ale obraz sytuacji fiskalnej w Polsce pozostaje i tak bardzo pozytywny. Dowodem tego jest fakt, że rok temu mieliśmy najniższą prognozę deficytu (1,3% PKB) w konsensusie prognoz a nasz optymizm i tak okazał się niewystarczający.
- Dobra sytuacja fiskalna stwarza przestrzeń do uruchomienia stymulacji fiskalnej, zwłaszcza że 2019 jest rokiem wyborczym. Przygotowywanie takiej stymulacji potwierdziła minister T.Czerwińska (szczegóły w lutym). Z dotychczasowych informacji wynika, że rozważane są następujące projekty:

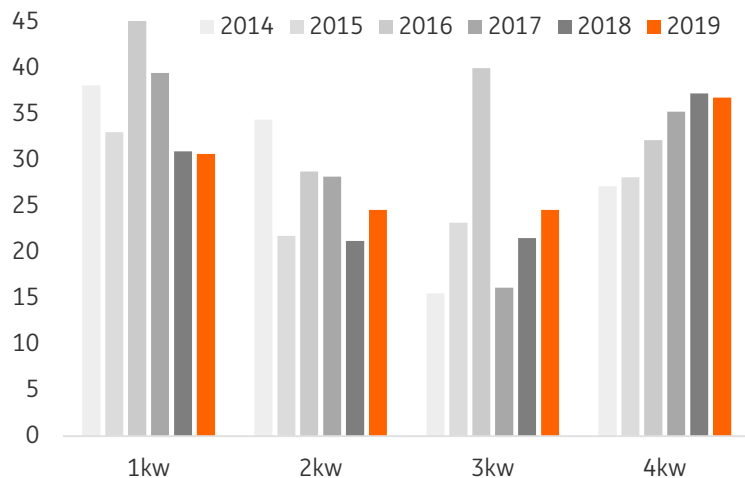
- Podniesienie progu dochodowego uprawniającego do otrzymania 500+ na pierwsze dziecko albo (mniej prawdopodobne z uwagi na koszt ok.19 mld) rozszerzenie programu 500+ na każde dziecko.
- Obniżenie klina podatkowego (tj. kosztów pracy, szczególnie istotnych dla aktywizacji mniej wykształconych), np. poprzez podwyższenie kwoty wolnej i/lub progu dochodowego objętego stawką 32%.

Zakładamy, że rząd zdecyduje się na stymulację fiskalną w wysokości około PLN15mld. Mimo to, podtrzymujemy prognozę, że deficyt finansów publicznych wyniesie 1,5%PKB. Umożliwia to lepsza od oczekiwań sytuacja fiskalna na koniec 2018. W toku walki wyborczej możliwe jest także złożenie obietnic obciążających budżet na 2020 rok.

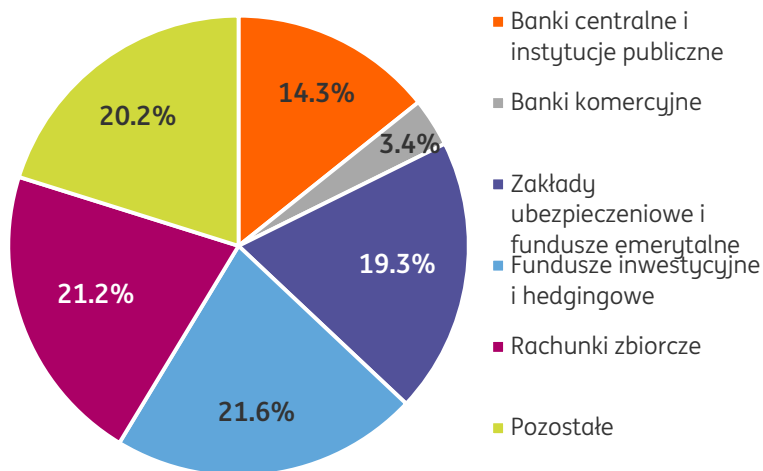
Polska: Wysoki zysk NBP i umiarkowana podaż SPW w 2019

W 2019 inwestorzy zagraniczni mogą zredukować pozycję w SPW.

Podaje POLGBs w ujęciu kwartalnym



POLGBs zapadające 2019-20 w rękach nierezydentów – duży udział krótkoterminowych inwestorów

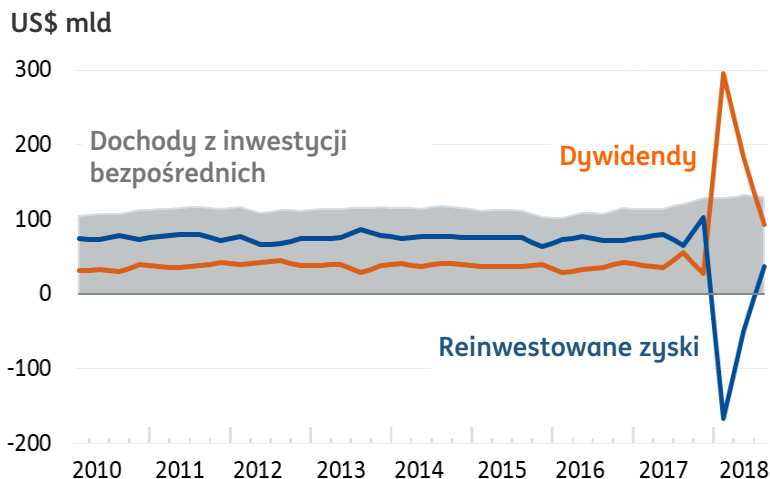


- Łączne potrzeby pożyczkowe budżetu państwa w 2019 szacujemy na PLN143mld, z których (1) PLN89mld to wykup zapadającego długu krajowego, (2) PLN29mld to wykup długu zagranicznego a (3) PLN25mld to nowe potrzeby pożyczkowe (netto). Potrzeby te są o PLN9mld większe niż w 2018 głównie za spraw wyższych zapadalności długu zagranicznego.
- Stopień prefinansowania potrzeb pożyczkowych w 2019 wyniósł 34%, jak podało Ministerstwo Finansów. To więcej niż w ubiegłych latach (27%), co wynika – naszym zdaniem – z lepszych od oczekiwań wyników budżetu w 2018. Na koniec roku rezerwy gotówkowe wynosiły ok. PLN36mld, czyli o PLN9mld więcej niż na koniec 2017. Dodatkowo, budżet zasilił wpłata z zysku NBP za 2018, który szacujemy na ok. PLN6mld (efekt osłabienia złotego w 2018).
- Szacujemy, że wartość obligacji skarbowych hurtowych (tzw. POLGBs), jakie w 2019 trafią na rynek wyniesie PLN124mld, o PLN12mld więcej niż w 2018. Przyjeliśmy założenie, że prefinansowanie potrzeb pożyczkowych na 2020 wyniesie 27%. Ministerstwo Finansów kumuluje emisje długu w pierwszym i ostatnim kwartale roku. Na 1kw19 zapowiedziało podaż między PLN20-30mld. Analiza potrzeb pożyczkowych na 2019 sugeruje, że będzie to raczej ta wyższa wartość, czyli: PLN30mld.
- W 2019-20 zapadnie po około PLN20mld obligacji w posiadaniu nierezydentów, z tego blisko 70% znajduje się w rękach podmiotów o krótkim horyzoncie inwestycyjnym (np. banki komercyjne, czy fundusze hedgingowe). Prawdopodobnie nie zrolują swoich pozycji z uwagi na zbyt niski poziom rentowności krajowego długu. Można więc założyć, że zaangażowanie zagranicy może zmniejszyć się o kolejne PLN10mld (w 2018 około PLN10mld).

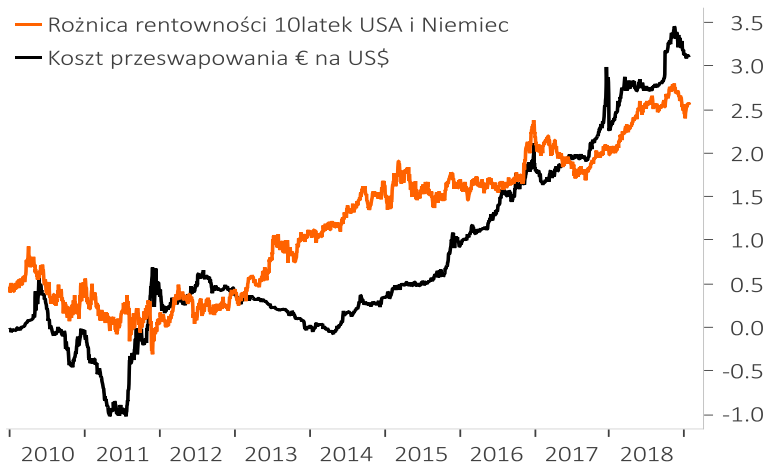
Rynki: W 2019 euro może odzyskać siły wobec dolara...

... wraz z pogorszeniem koniunktury w USA.

Transfer zysków z inwestycji zagranicznych USA –
po rekordowym 1kw18 silne spowolnienie



Silny wzrost kosztów przenoszenia kapitałów ze strefy euro
USA zahamuje napływ środków na Treasuries

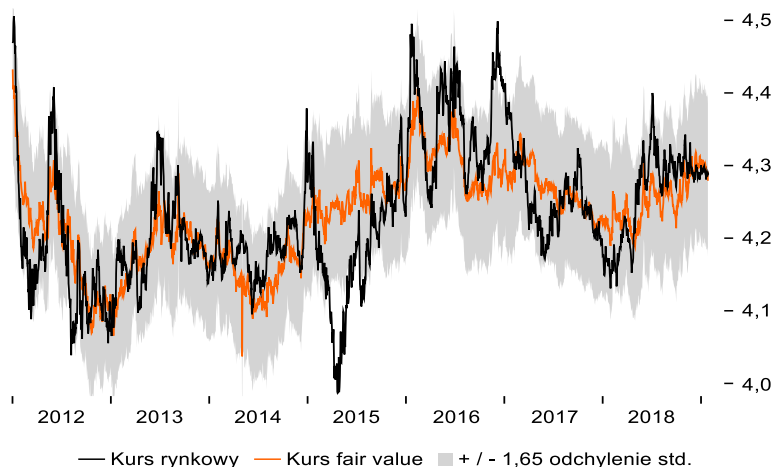


- Począwszy od 2kw18 euro jest relatywnie słabe wobec US\$ czy CHF. Osłabienie wynikało z pogorszenia koniunktury w UE i obaw o kondycję finansów publicznych peryferyjnych gospodarek strefy euro (np. Włoch). Kontrastowało to z dobrą koniunkturą w USA oraz kolejnymi podwyżkami stóp Fed. Presja na spadek €/US\$ osłabła w 4kw18 wraz z pierwszymi symptomami spowolnienia w USA i spadkiem oczekiwań na dalsze zacieśnianie polityki monetarnej.
- Naszym zdaniem kurs €/US\$ wzrośnie w 2019, nawet w okolicie 1,20. Będzie to efekt niższego wzrostu amerykańskiego PKB, wraz z wyczerpaniem się efektów obniżek podatków (z uwagi na brak porozumienia w Kongresie nowego poluzowania fiskalnego nie będzie). Naszym zdaniem wpłynie to na wzrost oczekiwań na poluzowanie polityki monetarnej Fed w przyszłym roku.
- W 2018 popyt na dolara wspierała repatriacja zysków, które amerykańskie korporacje osiągały za granicą np. w Europie. Był to efekt wprowadzenia ulg podatkowych. Efekt ten miał charakter jednorazowy i nie powtórzy się w tym roku. Już w 3kw18 przepływ środków spadł o 2/3 wobec 1kw18.
- Ponadto spodziewamy się, że w najbliższych miesiącach odpływ kapitału ze strefy euro na Treasuries zatrzyma się (a nawet nastąpi częściowy powrót). Koszt przeswapowania aktywów z euro na dolara od dłuższego czasu przewyższa różnice w oprocentowaniu 10letnich obligacji skarbowych USA i Niemiec – oznacza to, że przenoszenie kapitału ze strefy euro na rynek długu w USA przestało się opłacać. Proces ten prawdopodobnie nasili wygaszenie przez EBC programu skupu aktywów w ramach QE.

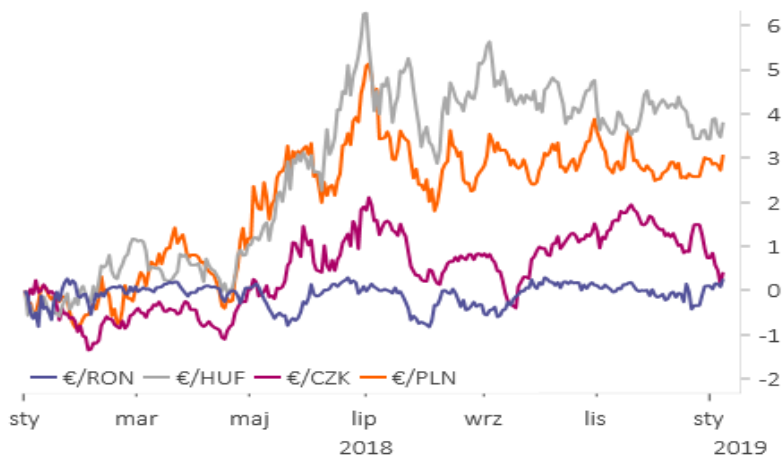
Rynki: PLN od sierpnia w trendzie bocznym

€/PLN pozostanie w trendzie bocznym co najmniej do końca 1kw19.

Odchylenie kursu €/PLN od modelu relative value –
złoty bliski równowagi wobec euro



Waluty CEE w 2018-19 (zmiana w %) – mimo solidnych fundamentów złoty drugą najstabszą walutą w regionie

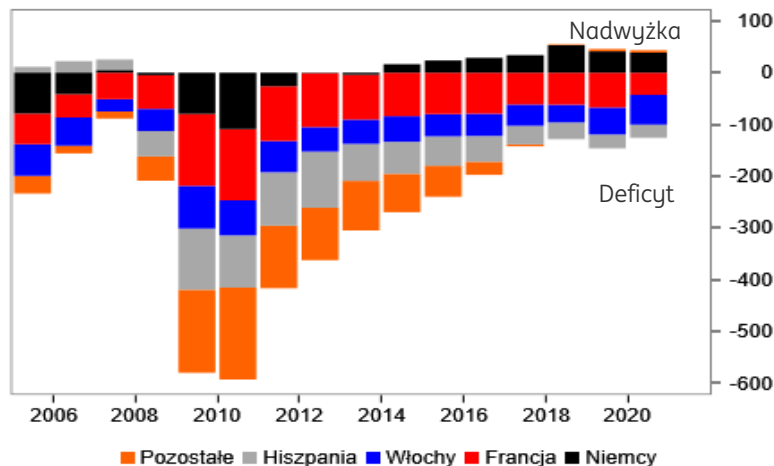


- Po wzroście w 2kw18 para €/PLN znalazła się w trendzie bocznym, wahając się wokół 4.30. Zmienność krajowej waluty spadła, gdyż inwestorzy uznali, że krajowa gospodarka jest relatywnie mało wrażliwa na ryzyka globalne (z uwagi na m.in. niskie zadłużenie w dolarze, małą ekspozycję handlową na USA). Co więcej na rynkach panuje jest przekonanie, że RPP mimo łagodnego nastawienia będzie utrzymywać względnie stały dysparytet stóp wobec EBC.
- Spodziewamy się, że kurs €/PLN utrzyma się w ramach obecnej konsolidacji (4,27-35) do końca kwartału lub dłużej. Nie widzimy przesłanek sugerujących zmianę nastawienia RPP, krajowa gospodarka najprawdopodobniej pozostanie też relatywnie mało wrażliwa na szoki z zagranicy (dzięki popytowi wewnętrznemu, wspartemu m.in. inwestycjami ze środków UE). Według naszego modelu fair value (który określa wartość PLN w oparciu o zmienne makroekonomiczne np. produktywność pracy) krajowa waluta jest stosunkowo bliska równowagi w relacji do euro. Kurs równowagi szacujemy na 4,25-30.
- Uważamy, że kurs €/PLN będzie oscylować wokół 4,30 praktycznie przez cały 2019. W 2poł19 spodziewamy się wzrostu €/US\$, historycznie skutkowało to napływem kapitału do gospodarek CEE i umocnieniem złotego. Spodziewamy się jednak, że w tym roku efekt ten okaże się znacznie słabszy. Odzwierciedla to niepewność związaną z mającymi się odbyć jesienią wyborami parlamentarnymi w kraju (i ryzykiem populistycznych obietnic przedwyborczych), a także perspektywę stopniowego osłabienia koniunktury w Polsce (co z kolei wzmacniać będzie oczekiwania na poluzowanie polityki NBP).

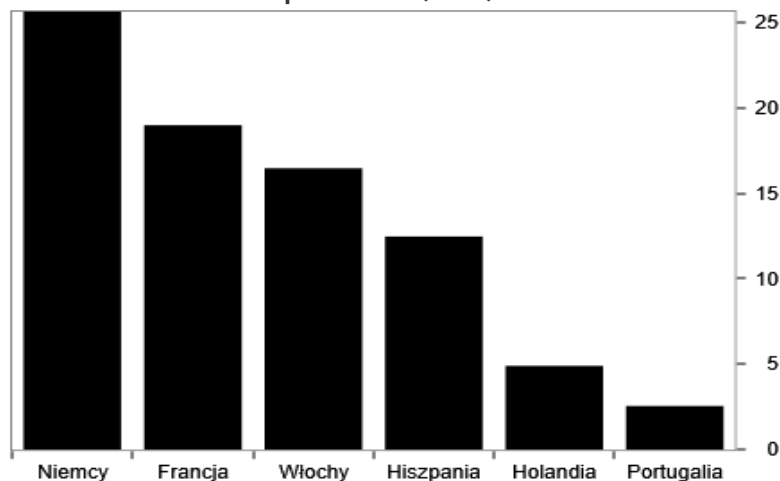
Rynki: W 2019 wzrost rentowności w strefie euro i USA

Inwestorzy zbyt mocno wycenili ryzyko spowolnienia.

Budżety państw strefy euro (€mld) –
prognoza Komisji Europejskiej



Struktura miesięcznych zakupów obligacji skarbowych
przez EBC (w %)



- Amerykańskie 10-latki umocniły się o ponad 40pb od początku listopada. Był to efekt spadku wycenianej przez rynek ścieżki stóp Fed – obecnie instrumenty nie wyceniają podwyżek stóp w 2019, a w 2020 rynek szacuje równe prawdopodobieństwo obniżki i podwyżki. W analogicznym okresie Budy umocniły się o 30pb. Symptomy spowolnienia w strefie euro pojawiły się wcześniej, rentowność Bunda swój szczyt miała w lutym.
- Uważamy, że zarówno wyceniany przez rynki scenariusz polityki głównych banków centralnych, jak i perspektywy najważniejszych gospodarek są zbyt pesymistyczne. Np. Rezerwa Federalna nadal wskazuje chęć podwyższenia stóp o 50bp w 2019. Oceniamy, że pole do wzrostu amerykańskich i niemieckich 10latek to w tym roku około 20-30pb (rentowności instrumentów powinny zbliżyć się kolejno do poziomów 3% i 0,6%).
- Wycenom amerykańskich papierów szkodzić będzie m.in. stosunkowo wysoka podaż długu na rynku pierwotnym. W przypadku Treasuries to efekt relatywnie wysokiego deficytu budżetowego – wg. szacunków OECD w tym roku wyniesie 7%PKB. W przypadku instrumentów europejskich wyższa podaż papierów dostępnych dla inwestorów prywatnych to efekt wygaszenia QE przez EBC – dotyczy to szczególnie obligacji francuskich (por. wykres 2).
- Wykres 1 przedstawia szacunki KE z listopada dotyczące potrzeb pożyczkowych państw strefy euro. Nie uwzględniają one m.in. obietnic udzielonych we Francji pod naporem protestów. Faktyczna podaż instrumentów we Francji i Włoszech może okazać się istotnie większa (także ze względu na niższą dynamikę PKB). Sugeruje to istotne ryzyko dalszego wzrostu spreadów obligacji francuskich wobec Bunda.

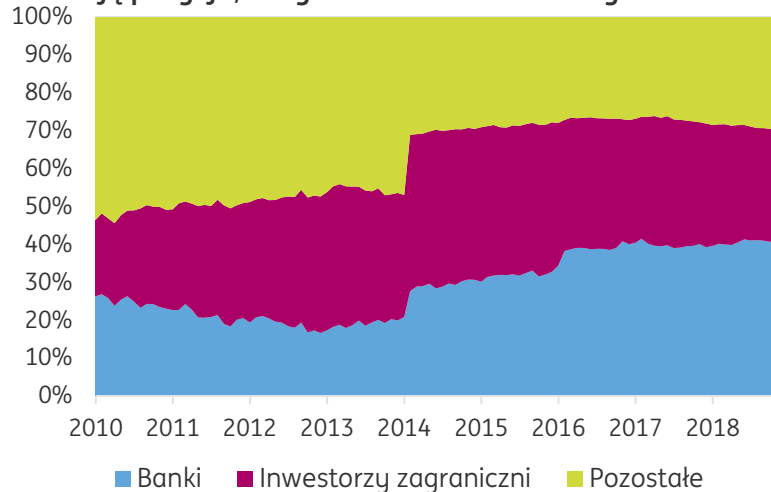
Rynki: Osłabienie POLGBs w ślad za rynkami bazowymi

Inwestorzy zagraniczni prawdopodobnie nie zrolują papierów zapadających w 2019

Zmiana rentowności obligacji 10L w 2018 (pb) – krajowy dług najmocniejszy w regionie



Zaangażowanie w POLGBs – inwestorzy zagraniczni redukują pozycje, silny wzrost udziału lokalnych banków



- Spadek wycenianej przez rynek ścieżki stóp NBP w 4kw18 (z ok. 50pb do zera w 2019) i umocnienie papierów na rynkach bazowych nałożyły się na okres niskiej płynności na krajowym rynku. Efektem było silne umocnienie POLGBs (50bp na długim końcu). Od początku 2019 zaczęła się realizacja zysków, skutkująca wzrostem rentowności, ale wobec umocnienia na rynkach bazowych i spadku złotych IRS szybko wygasła.
- W kolejnych miesiącach spodziewamy się wzrostu rentowności POLGBs, skoncentrowanego na długim końcu krzywej. W 4kw19 oczekujemy wzrostu rentowności 10latek z ok. 2,7% do 3,10-15% w ślad za osłabieniem Bundu i wystromieniem krzywej.
- Za wzrostem rentowności papierów ze środka i długiego końca krzywej przemawia silne zawężenie spreadu wobec krzywej niemieckiej w ostatnich tygodniach. W tym roku zapadnie blisko PLN20mld SPW w rękach inwestorów zagranicznych. Prawdopodobnie nie zrolują swoich pozycji z uwagi na zbyt niski poziom rentowności krajowego długu. Spodziewamy się, że zaangażowanie zagranicy zmniejszy się o kolejne PLN10mld (wobec PLN15mld w 2018).
- Stawki IRS wyceniają obecnie złagodzenie polityki NBP w przeciągu dwóch lat. Naszym zdaniem rynek nadinterpretował wypowiedzi członków RPP. Obniżki stóp wydają się coraz mniej prawdopodobne m.in. wobec planowanego przez rząd poluzowania fiskalnego. Co więcej m.in. z uwagi na wykorzystanie środków z UE i ww. poluzowanie fiskalne koniunktura w 2019 pozostanie stosunkowo silna mimo spowolnienia w strefie euro. Naszym zdaniem konsekwencją będzie ponowny wzrost stawek rynku pieniężnego.

Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki
Główny Ekonomista

T 22 820 4696

E Rafal.Benecki@ingbank.pl

Piotr Popławski
Starszy Ekonomista

T 22 820 4078

E Piotr.Poplawski@ingbank.pl

Jakub Rybacki
Ekonomista

T 22 820 4608

E Jakub.Rybacki@ingbank.pl

Karol Pogorzelski
Ekonomista

T 22 820 4891

E Karol.Pogorzelski@ingbank.pl

Informacje i zastrzeżenia

- Analityk(cy), który przygotował ten raport zaświadcza, że poglądy wyrażone w niniejszym raporcie odzwierciedlają jego/ ich osobiste poglądy na temat instrumentów finansowych i żadna część jego / ich wynagrodzenia nie jest i nie będzie bezpośrednio lub pośrednio powiązana zamieszczeniem poszczególnych rekomendacji (o ile występują) lub opinii w niniejszym raporcie.
- Analityk(cy) zapewnia (zapewniają), że raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak ING Bank Śląski S.A. ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne.
- ING Bank Śląski S.A. ani Analityk nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie rekomendacji, ani za działania i szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji i informacji w niej zawartych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść rekomendacji ponoszą wyłącznie inwestorzy.
- Przedstawione w raporcie prognozy oraz elementy ocen, jak również zalecenia i sugestie zachowań inwestycyjnych, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. ING Bank Śląski S.A. ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.
- Rekomendacja wydawana przez ING Bank Śląski S.A. obowiązuje do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny Analityka.
- Wszelkie prognozy dotyczące poziomu kursów walutowych nie odnoszą się do instrumentów finansowych opartych o te kursy walutowe.
- Nadzór nad ING Bankiem Śląskim S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.
- Inwestowanie w instrumenty finansowe, w tym w papiery wartościowe, wiąże się z szeregiem ryzyk związanych m.in. z sytuacją makroekonomiczną kraju i na rynkach giełdowych, zmianami przepisów prawa i innych regulacji dotyczących działalności podmiotów gospodarczych. Inwestorzy korzystający z rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez ING Bank Śląski S.A.

UJAWNIEŃ

- Wynagrodzenie analityków nie jest bezpośrednio związane z poszczególnymi transakcjami na instrumentach finansowych realizowanymi przez ING Bank Śląski lub jakiegokolwiek inny podmiot z Grupy ING, chociaż pośrednio uzależnione jest od ogólnego wyniku finansowego ING Banku Śląskiego.
- Ceny instrumentów finansowych: Ceny są ustalane z poprzedniego dnia zamknięcia na rynku krajowym, chyba że zaznaczono inaczej.
- Zawieranie transakcji: ING Bank Śląski S.A. i każdy z jego pracowników, w tym Analitycy w zakresie dozwolonym przez obowiązujące przepisy, mogą zawierać transakcje na instrumentach finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie.
- ING Bank Śląski S.A. jest aktywnym uczestnikiem rynku walutowego oraz instrumentów finansowych, w tym instrumentów pochodnych i skarbowych papierów wartościowych, które mogą być przedmiotem rekomendacji.
- ING Bank Śląski S.A. oświadcza, że jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do skarbowych papierów wartościowych wyemitowanych przez Ministerstwo Finansów (pełni funkcję Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych).
- Jednocześnie wprowadzone wewnętrzne rozwiązania organizacyjne (np. odseparowanie fizyczne osób sporządzających rekomendacje od jednostek zawierających transakcje) oraz obowiązujące bariery informacyjne mają na celu zapobieganie konfliktom interesów.
- Polityka przeciwdziałania konfliktom interesów: ING Bank Śląski S.A. zarządza konfliktami interesów mogącymi powstać w wyniku przygotowania i opublikowania rekomendacji w tym wprowadza odpowiednie rozwiązania organizacyjne, proceduralne i bariery informacyjne, które są monitorowane przez jednostkę Compliance.