

Gospodarka i rynki w 2019 roku

Ernest Pytlarczyk
Marcin Mazurek
Piotr Bartkiewicz
Maciej Zdrolik

23 stycznia 2019



Rozliczenie poprzedniego dokumentu (ze stycznia 2018 r.)

Gospodarka globalna

	Co przewidzieliśmy poprawnie	Błędne prognozy	Zaskoczenia
Chiny	Kontynuacja spowolnienia w Chinach		
Stany Zjednoczone	Wynik wyborów do Kongresu Kontynuacja wojny handlowej Wzrost inflacji		Przyspieszenie wzrostu PKB
Europa	Wynik wyborów we Włoszech		Spowolnienie gospodarcze
Polityka pieniężna głównych banków centralnych	Liczba podwyżek stóp procentowych Fed Zakończenie QE w strefie euro		
Globalne rynki długu, walut i surowców	Wzrosty cen ropy naftowej z uwagi na rosnący popyt Spadek EURUSD do 1,15-1,16 - dostosowanie do dysparytetu Wzrost EURUSD w stosunku do 2017	Zawężenie dysparytetów USA-strefa euro	Spadek cen ropy na koniec roku

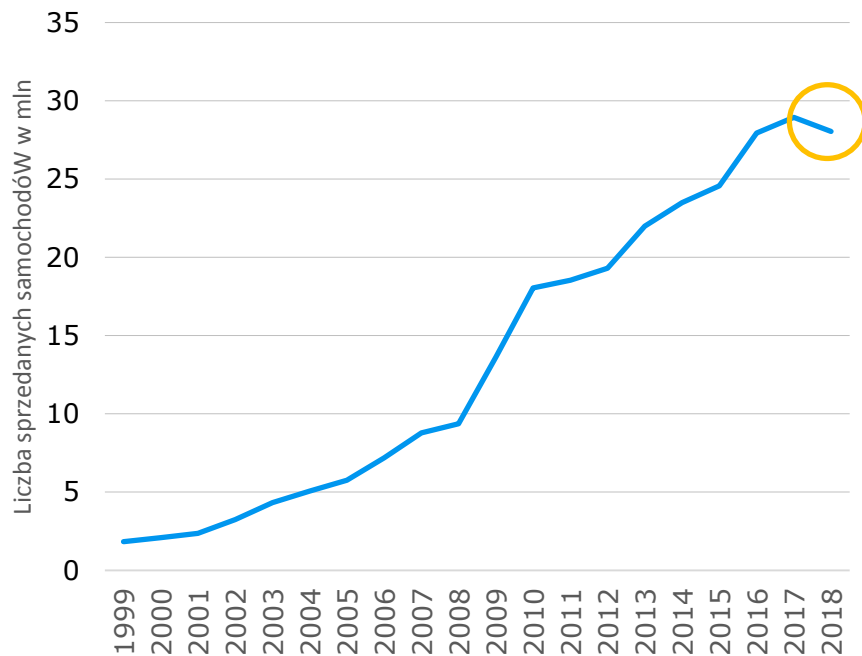
Gospodarka polska

	Co przewidzieliśmy poprawnie	Błędne prognozy	Zaskoczenia
Polityka	Brak rewolucji na scenie politycznej i eskalacji ryzyka politycznego		
Koniunktura	Stabilny wzrost konsumpcji Utrzymanie relatywnej słabości inwestycji prywatnych Wysoki wzrost inwestycji publicznych	Przyspieszenie wynagrodzeń do 10% r/r	Wzrost PKB w okolicy 5%
Inflacja		Wzrost inflacji bazowej do 1,7% na koniec roku Wzrost inflacji w okolicy celu w połowie roku	
Polityka fiskalna	Dobre wyniki budżetu centralnego	Wzrost deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych do ~2,5%	
Polityka pieniężna	Brak zmian stóp procentowych Traktowanie celu inflacyjnego symetrycznie		
Rynek waluty	Odwrócone "u" na EURPLN (osłabienie, a potem umocnienie)		

Gospodarka globalna

Chiny: stymulacja do upadłego, odbicie w II połowie 2019

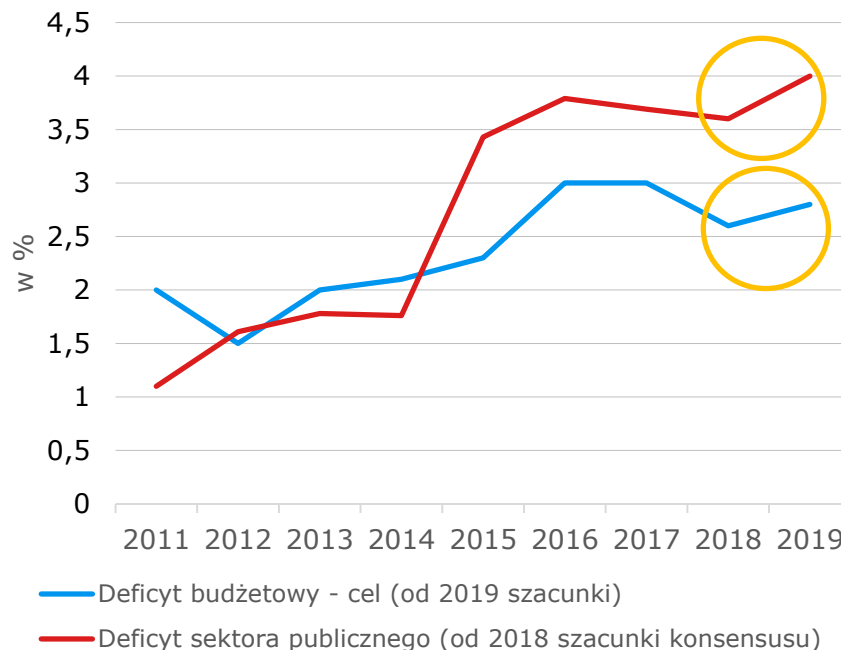
Pierwszy w historii roczny spadek kupowanych samochodów sugeruje problemy rynku wewnętrznego



Źródło: Bloomberg, China Automotive Information Net

- ❖ Spowolnienie w Chinach trwa, a jego powodów nie można upatrywać wyłącznie w wojnie handlowej z USA. Rosną koszty pracy, wyczerpuje się napływ taniej siły roboczej z terenów rolniczych, spada efektywność produkcji, regulacje środowiskowe wymuszają przenoszenie działalności nisko-kosztowej. Słabość konsumenta i rynku nieruchomości.
- ❖ Remedium dla spadającego wzrostu ma być dalsza stymulacja. Zapowiadane zmiany podatkowe mają być skierowane głównie do małych i średnich przedsiębiorstw, mogą objąć np. obniżenie podatków bezpośrednich i niższe stawki VAT, a łączna skala stymulacji fiskalnej szacowana jest na 1,2-1,4% PKB (nie jest to taka skala, jak w 2009 czy 2016 roku). Również od strony akcji kredytowej uwaga będzie skupiona na udzielaniu taniego kredytu małym prywatnym firmom, a PBOC ma zapewnić udzielającym go bankom tanią płynność. Wśród proponowanych rozwiązań brakuje rozwiązań przełomowych (takim mogłoby być np. stworzenie powszechnego systemu zabezpieczenia społecznego, choć jego efekty nie byłyby widoczne natychmiast).
- ❖ Krańcowe korzyści ze stymulacji są malejące. Skala stymulacji fiskalnej też jest mniejsza. Nihilizmem byłoby jednak twierdzenie, że pozostaną one bez wpływu na aktywność ekonomiczną. **Trajektoria wzrostu PKB powinna się tymczasowo podnieść od II kwartału.** Udań rozmowy handlowe z USA powinny zwiększyć intensywność odbicia.

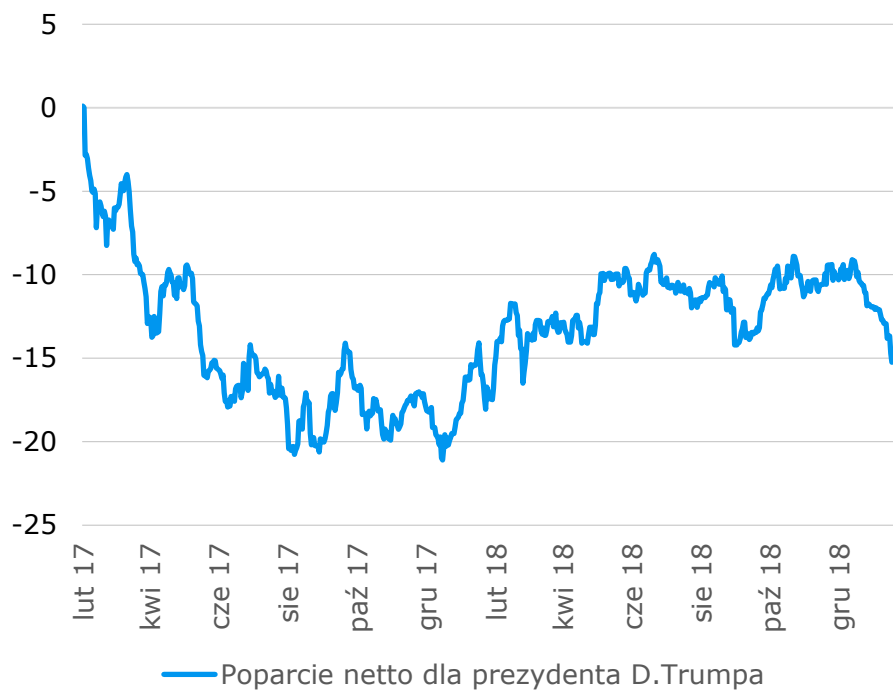
Jest przestrzeń do stymulacji fiskalnej, zapowiadany deficyt budżetowy ponownie nie ma przekroczyć 3%.



Źródło: Bloomberg, National Bureau of Statistics of China

Stany Zjednoczone: kontynuacja politycznego pata, początek kampanii wyborczej

Prezydent Trump pozostaje niepopularny



Źródło: FiveThirtyEight

Harmonogram kampanii wyborczej

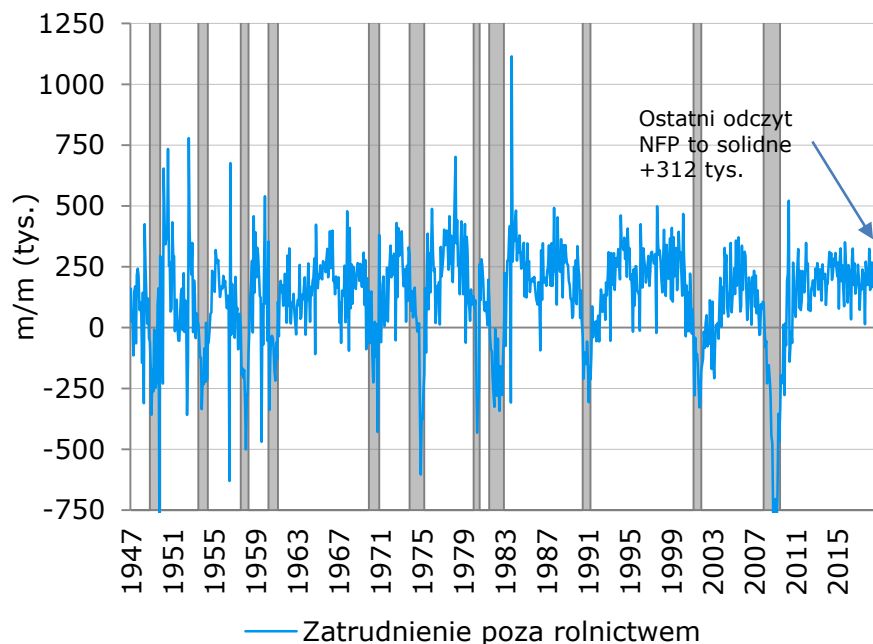
Miesiąc	Wydarzenie
I poł. 2019	Deklaracje startu w wyborach
II poł. 2019	Debaty kandydatów poszczególnych partii
grudzień 2019	Rezygnacje najsłabszych kandydatów
3 lutego 2020	Początek prawyborów
czerwiec 2020	Koniec prawyborów
lipiec 2020	Konwencje partii i udzielenie nominacji
3 listopada 2020	Wybory prezydenckie i do Kongresu

Źródło: opracowanie własne

- ❖ Podzielony rząd w USA (Senat i Biały Dom dla Republikanów, Izba Reprezentantów dla Demokratów) to **polityczny pat, brak szans na stymulację fiskalną**, przyzwolenie na wygasanie efektów pakietu podatkowego, nie mówiąc już o konflikcie prezydenta z niższą izbą Kongresu. Można się spodziewać, że kłopoty prawne prezydenta nie znikną z nagłówków prasowych, a temat *impeachmentu* może wrócić, choć nie ma do niego większości w Senacie.
- ❖ Rozpoczyna się kampania wyborcza przed wyborami prezydenckimi w 2020 roku. Na razie będzie dotyczyć wyłaniania kandydata (lub kandydatki) wśród Demokratów, ale nie można wykluczyć również rzucenia wyzwania D.Trumpowi przez kogoś z Partii Republikańskiej (niepopularnym prezydentom się to w przeszłości zdarzało).
- ❖ Oznacza to utrzymanie wysokiego poziomu ryzyka politycznego.
- ❖ Rozmowy USA-Chiny prawdopodobnie bez przełomu – ponadpartyjny konsensus co do polityki wobec Chin oraz względy geopolityczne sprawiają, że kompleksowe porozumienie nie zostanie zawarte. **Może za to dojść do dealu dotyczącego spraw pobocznych**, jak zakupy amerykańskich płodów rolnych i gazu ziemnego.

Stany Zjednoczone: do recesji jeszcze daleko...

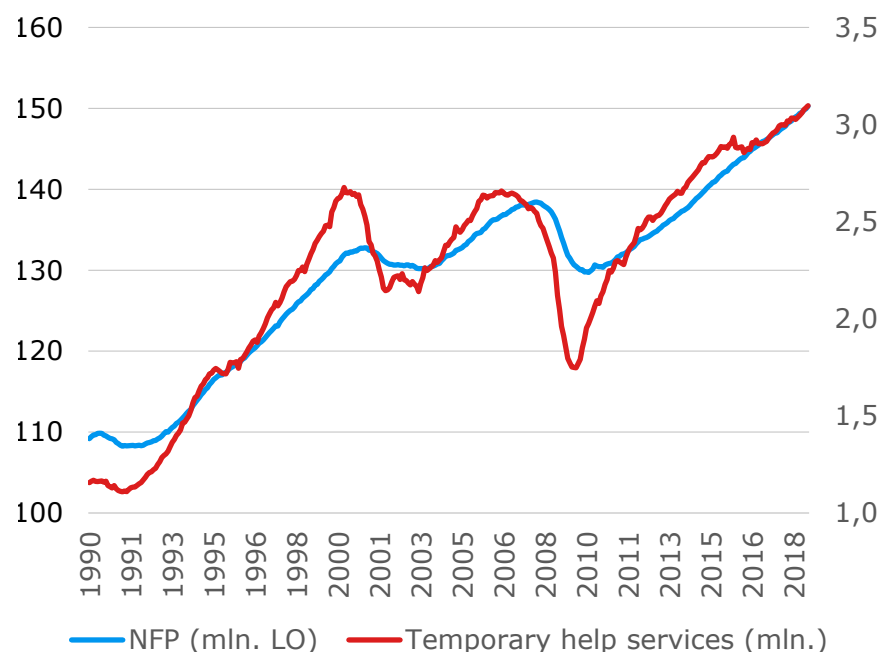
Zatrudnienie zwykle hamuje przed recesją



Źródło: FRED

- ❖ Zatrudnienie nie jest wskaźnikiem opóźnionym w cyklu. Jest co najwyżej wskaźnikiem bieżącym (do takich też zalicza go wiele instytucji łączących wskaźniki makro w grupy) lub nawet wyprzedającym. Własności predykcyjne mogą jednak ujawniać się dopiero ex post, a więc po wszystkich rewizjach danych (a seria NFP jest silnie rewidowana wstecz). **Czy to możliwe, że spowolnienia nie widzimy? Możliwe, ale mało prawdopodobne:** prace tymczasowe nie wykazują żadnych oznak załamania, a nowe rejestracje bezrobotnych oscylują wokół minimów. **Trudno zakładać, że tak duża liczba wskaźników się myli.**
- ❖ **Mocny rynek pracy implikuje dalsze wzrosty płac**, co w połączeniu z niższymi cenami ropy naftowej będzie działać **stabilizująco na konsumpcję**. Nie ma co jednak liczyć na eksplozję dynamiki wynagrodzeń. Gwarantem umiarkowanego wzrostu oraz braku ograniczeń podaży na rynku pracy (plusik do trwałości ożywienia) jest wciąż po-recesyjnie niska stopa aktywności zawodowej.

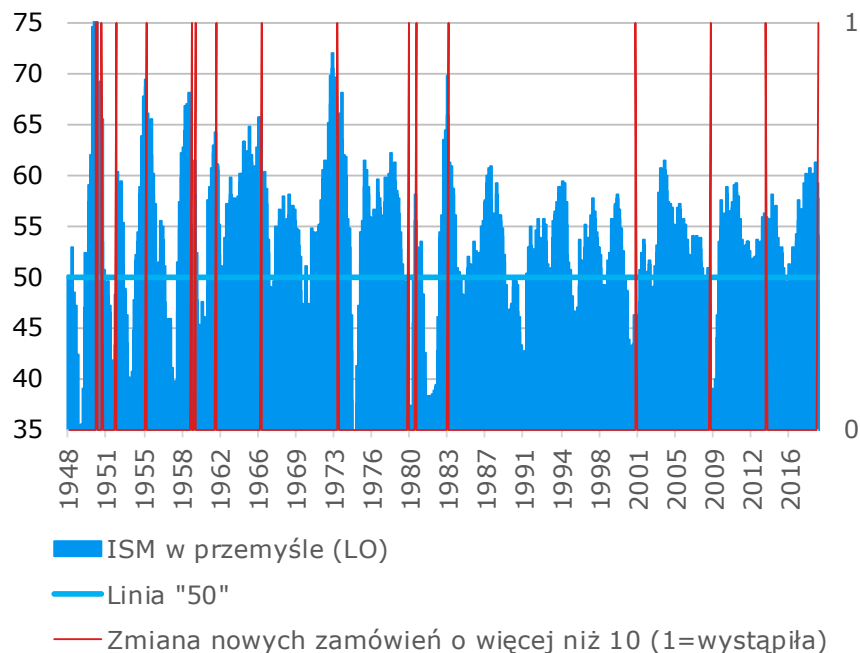
Spowolnienia na rynku pracy jednak nadal nie widać



Źródło: BLS

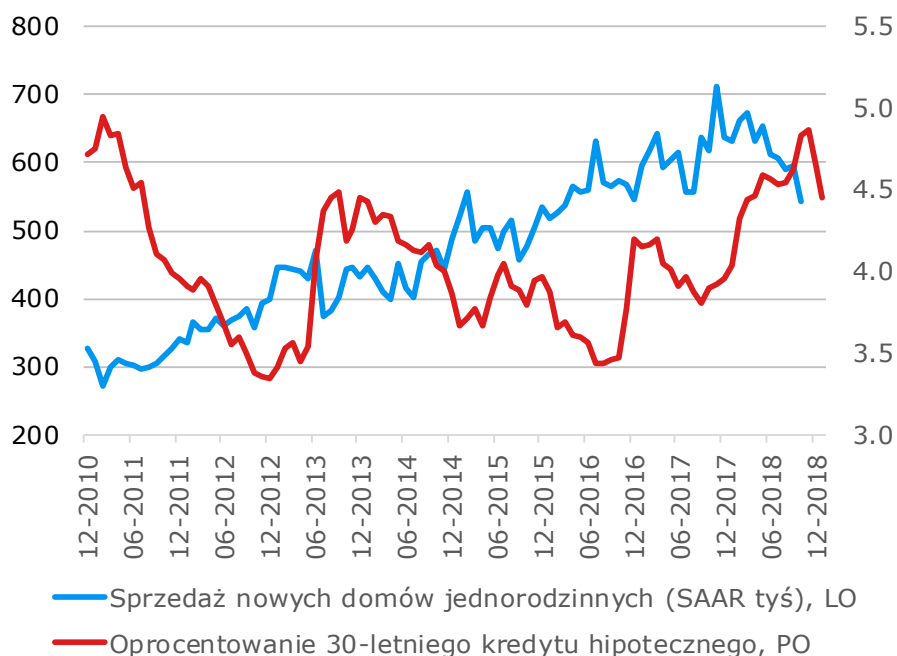
Stany Zjednoczone: ...ale szykuje się rok niższego wzrostu

Przemysł nie będzie beneficjentem ani słabszego handlu międzynarodowego, ani niższych cen ropy naftowej.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ISM

Rynek domów hamuje ale spadek długich stóp już przełożył się na 20% skok kredytu

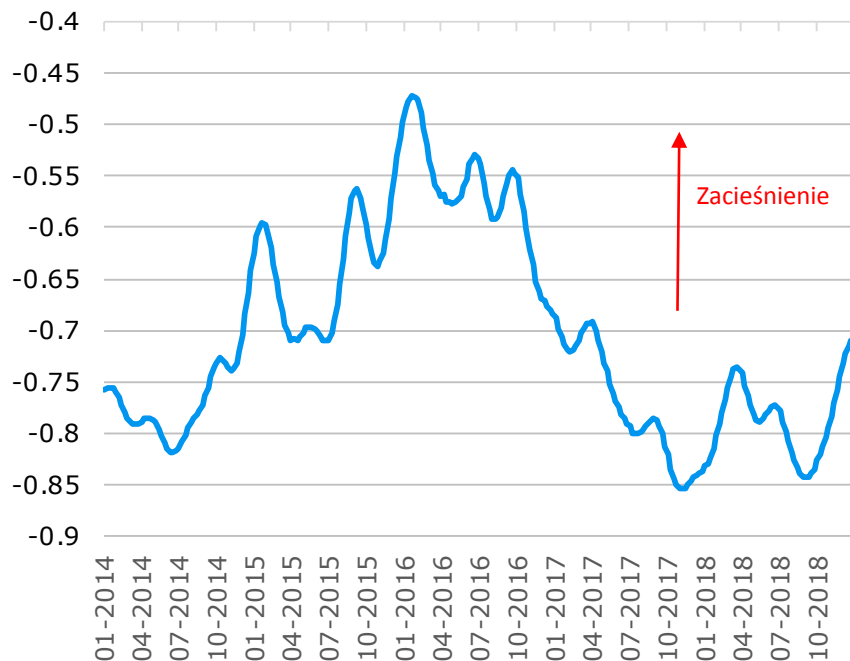


Źródło: FRED, FreddieMac

- ❖ Silny, jednorazowy spadek indeksu ISM dla przemysłu to naszym zdaniem bardziej powtórka z 2014 roku i normalizacja wzrostu, a nie sygnał silnego spowolnienia całej gospodarki (a tym bardziej recesji). Szereg czynników wspiera tę hipotezę: zakupy na zapas na przełomie III i IV kwartału, aby zdążyć przed wyższymi cenami, stymulacja fiskalna, nagły skok stóp procentowych, nagły spadek cen ropy naftowej. Sektor przemysłowy będzie jednak pod presją w I połowie roku. Całe szczęście to mała część gospodarki.
- ❖ Rynek nieruchomości spowalnia z uwagi na ostatnie wzrosty oprocentowania. Opóźnione będzie też odbicie w reakcji na trwającą korektę stóp procentowych (idealny automatyczny stabilizator) i rynek nieruchomości powinien nabrać wigoru w drugiej połowie roku. Po spadku 30-letnich stóp do 4,45% (4,90% w listopadzie) widać 20% skok w liczbie podań o kredyt.
- ❖ Dodatkowym czynnikiem ważącym negatywnie na wzroście w H1 będzie zawieszenie funkcjonowania rządu federalnego. **Obstawiamy J-kształtną ścieżkę wzrostu w gospodarce amerykańskiej, gdzie I kwartał będzie kwartałem najsłabszym.** Późniejsza stabilizacja gospodarki globalnej oraz efekty niskich stóp i ropy będą katalizatorem szybszego wzrostu. Cały rok 2019 będzie jednak sporo słabszy niż 2018 z uwagi m.in. na brak stymulacji fiskalnej oraz dojrzały charakter cyklu.

Stany Zjednoczone: Fed nie będzie spieszyć się z podwyżkami

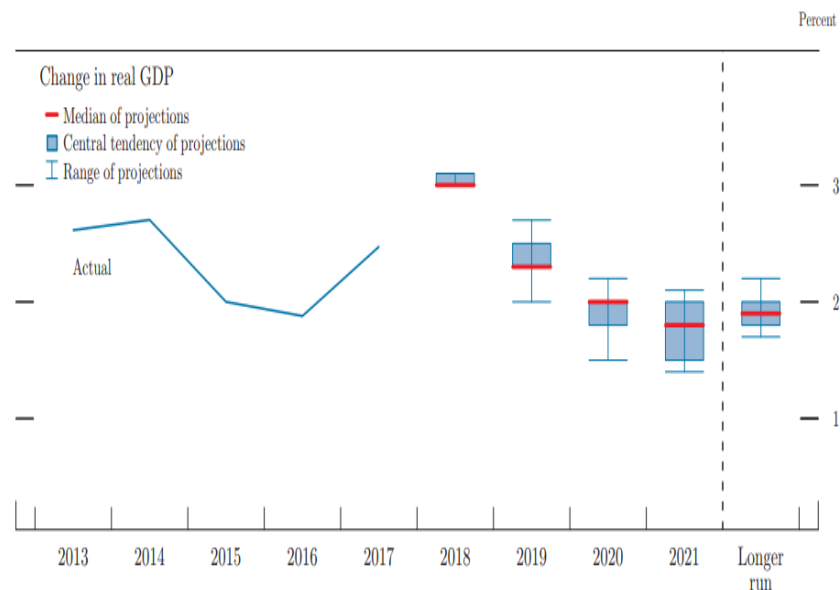
Fed zacieśnił warunki finansowe, ale pozostają one wciąż luźne (indeks przyjmuje wartości od -1 do 1).



Źródło: Chicago Fed NCFI

- ❖ Pompowanie oczekiwań na wyższe stopy w III kwartale i gwałtowna wolta w listopadzie spowodowały zacieśnienie warunków finansowania i wzrost obaw o silne spowolnienie/recesję w gospodarce. Sytuacja nie wygląda jednak ani dramatycznie, ani nawet istotnie źle (patrz wykres). Dużą w tym rolę istotnego przesunięcia oczekiwań na stopy procentowe: w 2020 roku rynek wyżej ocenia prawdopodobieństwo obniżki niż podwyżki stóp.
- ❖ **Fed zmienił autopilota na monitoring nadchodzących danych i myśli już kategoriami końca cyklu.** Z uwagi na szereg ryzyk dotyczących gospodarki globalnej, stan ten utrzyma się przez najbliższe miesiące. Spadki inflacji generowane przez ropę naftową będą sprzyjać komfortowemu oczekiwaniu na dalsze dane.
- ❖ **Uważamy, że Fed podniesie stopy procentowe w 2019 roku co najwyżej 1 raz.** Spowolnienie dynamiki PKB będzie ograniczać prawdopodobieństwo przełożenia wyższych płac na ceny. PKB będzie powoli opadał w kierunku trendu.

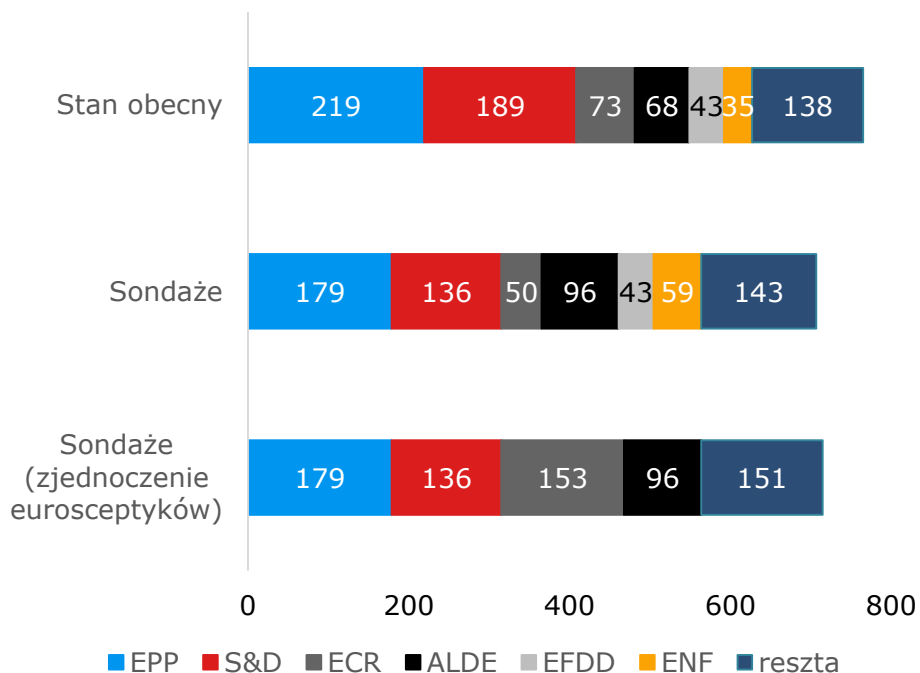
Cykliczna górka w PKB w projekcjach Fed w 2018



Źródło: Fed

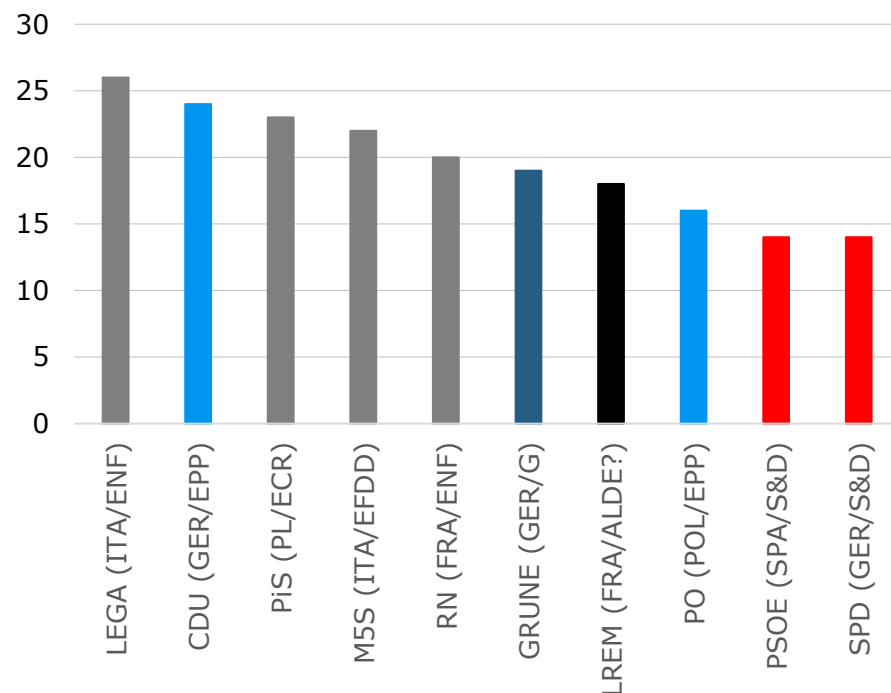
Europa: zmienia się układ sił w UE

Duże sondażowe straty EPP i lewicy



Źródło: Wikipedia

Największe partie w nowym Europarlamencie wg miejsc

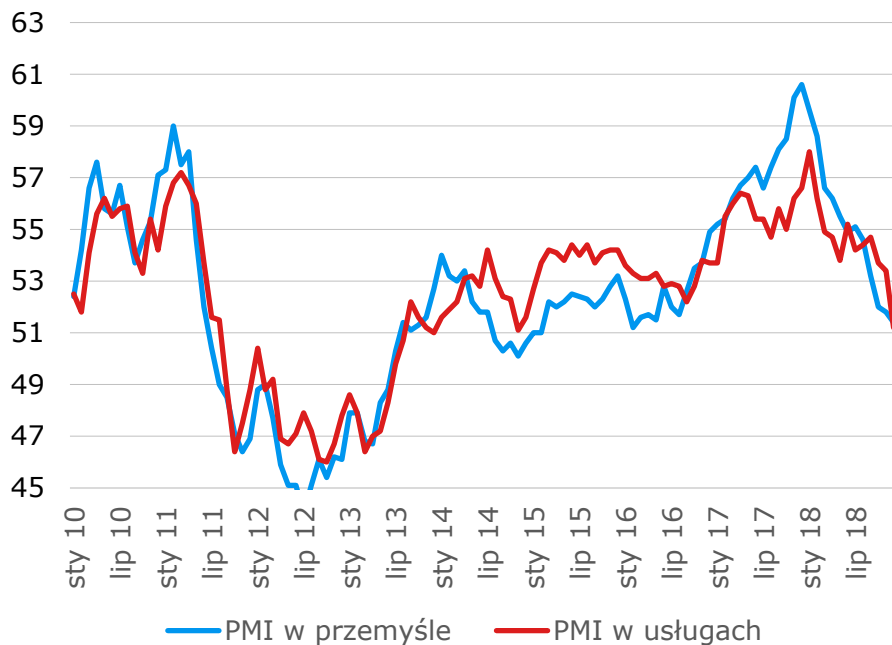


Źródło: Europe Elects

- ❖ Widmo ekspansywnej polityki fiskalnej w Europie.
- ❖ Wybory do Parlamentu Europejskiego przyniosą zmianę układu sił w Europie. W skrajnym scenariuszu – jeśli trendy z ostatnich miesięcy będą kontynuowane – zmieni się rządząca w Europarlamencie koalicja na uwzględniającą eurosceptyków. Zwłaszcza, jeśli dojdzie do połączenia eurosceptycznych grup. Dwie z trzech największych partii (włoska Liga i polski PiS) nie będą ani z chadecji, ani z socjaldemokracji.
- ❖ Skutki:
 - ❖ Katapultowanie polskiego PiS do mainstreamu europejskiej polityki wydaje się dość prawdopodobne
 - ❖ Nowy Europarlament musi wyrazić zgodę na nowego szefa KE. Nowy szef KE będzie więc mniej mainstreamowy?
 - ❖ Większa szansa na stymulację fiskalną w strefie euro w 2019 roku, co akurat uratowałoby perspektywy wzrostu na końcówkę 2019 i w 2020.

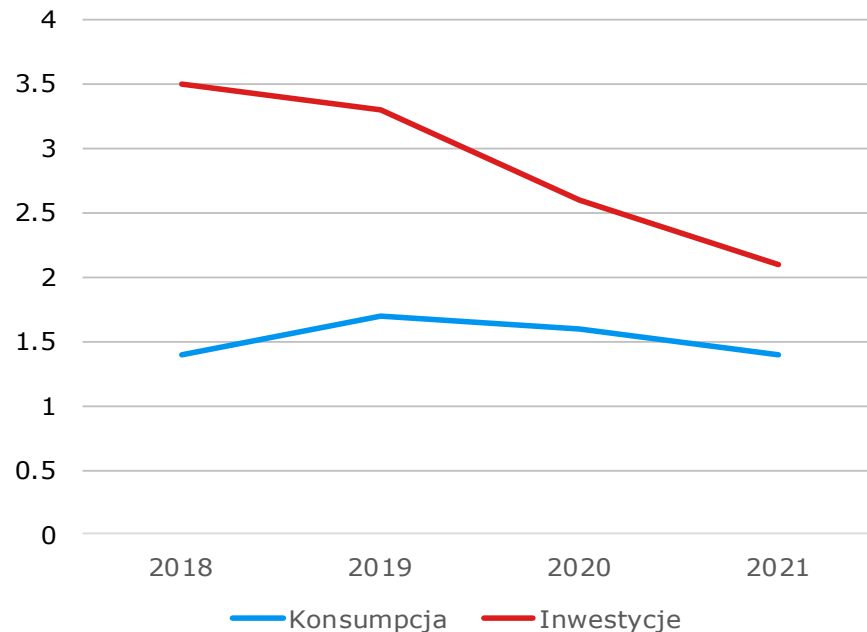
Europa: trochę analogii z sytuacją w USA sprzed lat, mocny rynek pracy chroni popyt wewnętrzny

Potężne tąpnięcie wskaźników koniunktury



Źródło: Markit

Płace przyspieszają, chroniąc konsumpcję. To jedyny jasny punkt projekcji EBC.

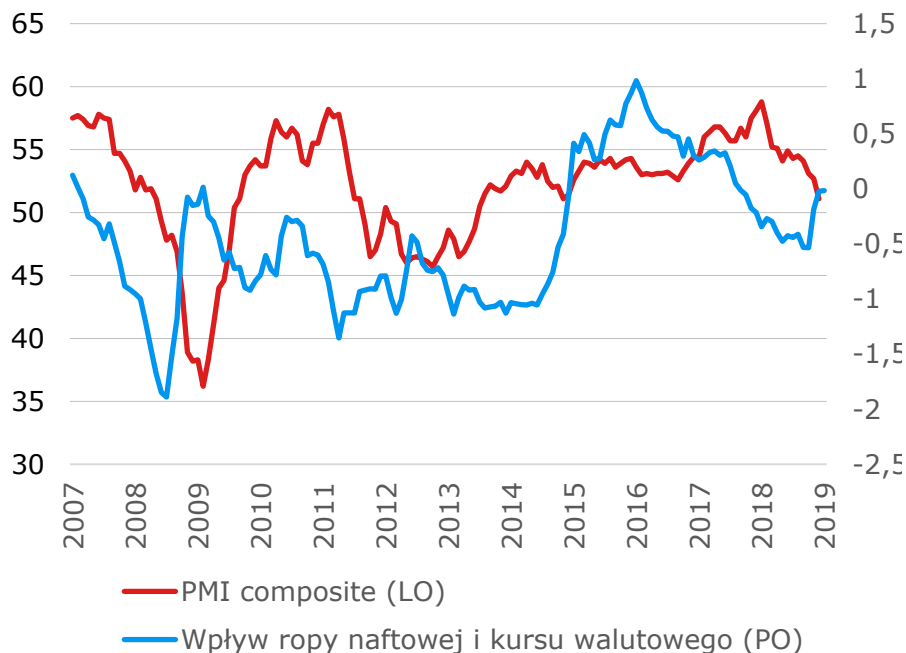


Źródło: EBC

- ❖ Otwarte gospodarki europejskie cierpią z powodu niepewności (Brexit, polityka handlowa, ciągłe tarcia w strefie euro w zakresie polityki fiskalnej), problemów regulacyjnych (przemysł samochodowy) oraz ze względu na realne ograniczenie popytu ze strony Chin (tąpnięcie sprzedaży samochodów to egzemplifikacja szerszego problemu).
- ❖ **Płace przyspieszają, a sytuacja na rynkach pracy w poszczególnych krajach poprawia się.** To czynnik, który powinien odpowiadać za stabilność konsumpcji indywidualnej w warunkach zagrożeń dla eksportu i inwestycji.
- ❖ Istotne spowolnienie PKB już się jednak rozpoczęło.

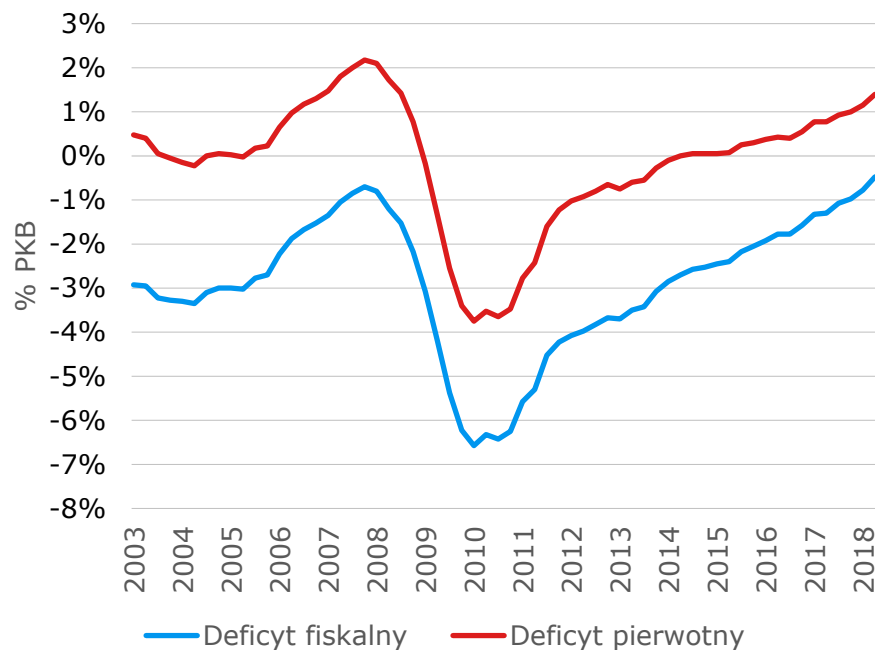
Europa: szanse na lepszą drugą połowę roku, jeśli obecne szoki zewnętrzne wygasną

Słabsza ropa i kurs stwarzają fundamenty pod odbicie w II połowie roku.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

Znacząca przestrzeń fiskalna w strefie euro

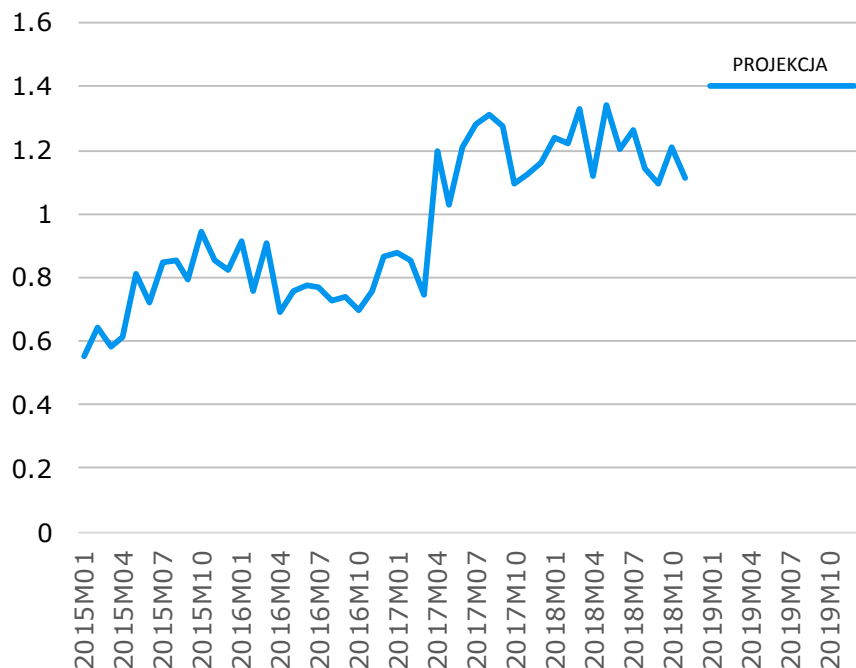


Źródło: Eurostat

- ❖ Pozytywny wpływ ropy i kursu walutowego powinien się ujawnić. **Można nawet obstawiać drugą połowę roku**, bo efekty te pokazują się z opóźnieniem.
- ❖ W tym samym czasie **należy się liczyć z poluzowaniem fiskalnym w różnych krajach (Włochy, Francja). Zerwaniem z ortodoksją byłyby obniżki podatków w Niemczech**, o których się jak zwykle mówi, ale nigdy do nich nie dochodzi.
- ❖ Powyższe plus efekty poprawy koniunktury w USA oraz w Chinach powinny sprzyjać przyspieszeniu dynamiki PKB w drugiej połowie roku. Wskaźniki koniunktury mogą poprawić się wcześniej. Nie łączylibyśmy jednak tego faktu z bieżącą poprawą sentymentu rynkowego inwestorów.

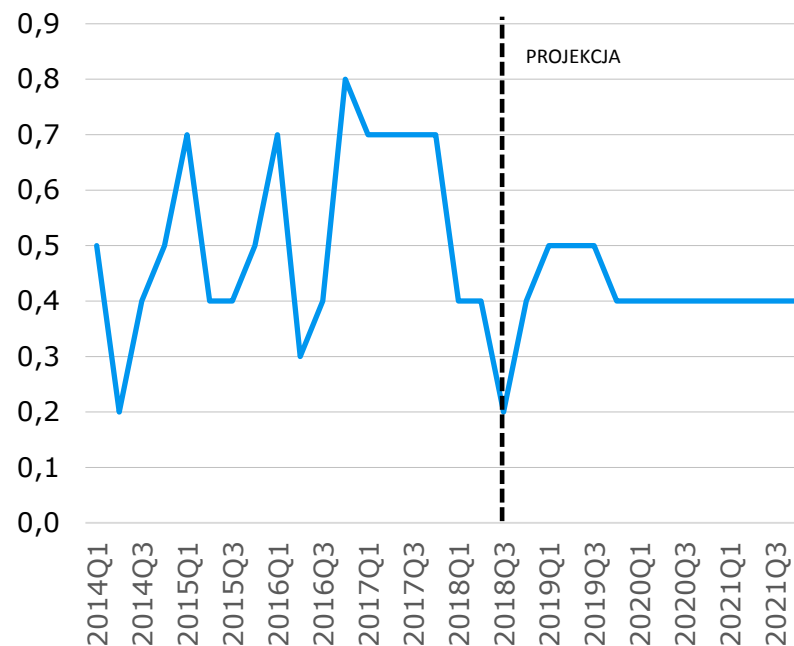
Europa: EBC skapituje, brak zmian stóp w 2019 roku

Optymistyczne prognozy inflacji bazowej



Źródło: Eurostat, EBC

...i wzrostu (gdy wszystko wskazuje na to, że IV kwartał będzie jeszcze słabszy)



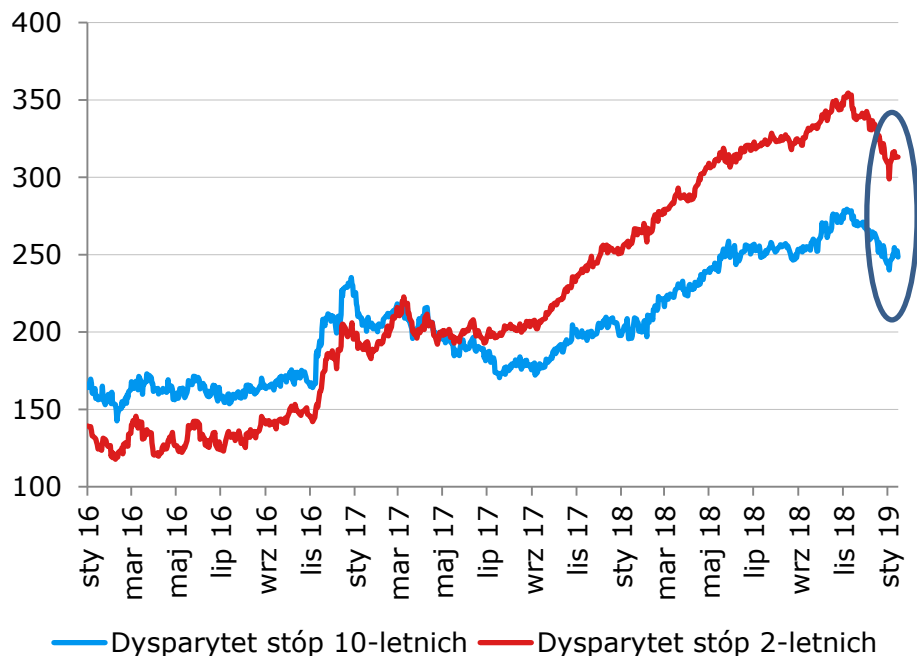
Źródło: Eurostat, EBC

- ❖ EBC dysponuje nadmiernie optymistycznymi projekcjami wzrostu i PKB. Dojdzie do ich rewizji w dół. Przeświadczenie o wzroście inflacji bazuje obecnie w zasadzie tylko na zacieśniającym się rynku pracy. Może być w krótkim terminie błędne z uwagi na obniżkę popytu. Ale nie tylko. Jak pokazuje [najnowszy raport z San Francisco Fed](#), zacieśnienie rynku pracy wcale nie musi implikować wyższych płac jeśli siła robocza jest mobilna – historia bardzo dobrze pasuje do strefy euro z silnym, regionalnym zróżnicowaniem rynków pracy i trendem zwiększenia mobilności pracowników.
- ❖ Spodziewamy się, że **EBC pozostawi stopy bez zmian w 2019 roku**. Dojdzie do zmiany „kalendarzowego” wskazania potencjalnej podwyżki stóp (~~rates stable through the summer~~) na formułę zależną od danych i uzasadniającą przesunięcie oczekiwań rynkowych na 2020 rok. Bank zapewni o możliwości uruchomienia kolejnego TLTRO. Do tych zmian dojdzie w I połowie roku, a może nawet i w I kwartale (w marcu).

Globalne rynki finansowe

EURUSD: trajektoria „J”

Dysparytet powinien (znów) sprzyjać spadkom EURUSD. Nie spodziewamy się trwałości tego efektu.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

- ❖ Dostosowanie stóp procentowych w USA było bardziej gwałtowne niż w strefie euro. Spodziewamy się szybkiego dostosowania retoryki po stronie EBC (TLTRO, zmiana bilansu ryzyk), co pogorszy dysparytet na niekorzyść EUR. Jednocześnie poprzeczka na zaskoczenia ze strony danych w USA została ustawiona nisko (inwestorzy spodziewają się spowolnienia/recesji), a rynek oczekuje obniżek stóp (my zakładamy możliwość 1 podwyżki stóp w 2019). Ucieranie umowy handlowej z USA oraz potężna huśtawka ws. Brexit to kolejne elementy destabilizujące sentyment rynkowy, a więc również obniżające notowania EURUSD. **Potencjał do spadków jest jednak niezbyt duży (1,11 – patrz AT).** Wybory do PE mogą być dodatkowym czynnikiem osłabiającym euro w tym okresie.
- ❖ W okolicach II/III kwartału spodziewamy się poprawy danych i sentymentu. Umowa handlowa z Chinami, efekty tamtejszej stymulacji gospodarki oraz pozytywny wpływ ropy naftowej to katalizatory ożywienia w strefie euro, a w ślad za nimi – zakładów o wyższe stopy procentowe i mocniejszego EUR. AT potwierdza, że szykuje się nowy impuls wzrostowy.

AT sprzyja wzrostom: dywergencja plus zwodnicze wybiecie w dół.

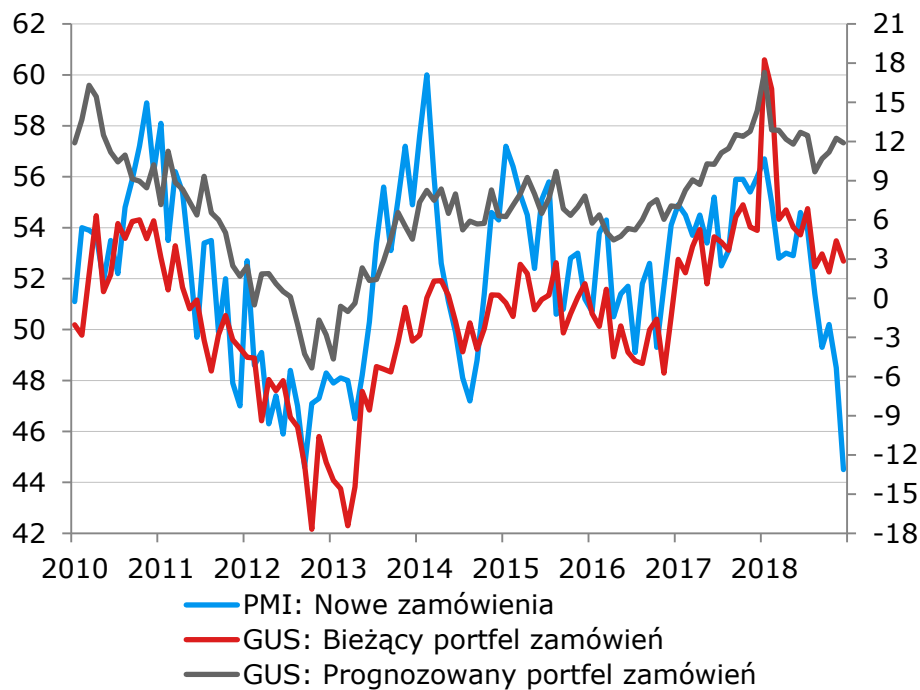


Źródło: opracowanie własne na podstawie serwisu Bloomberg

Polska gospodarka

Koniunktura pogarsza się, ale PMI przeszacowuje słabość gospodarki.

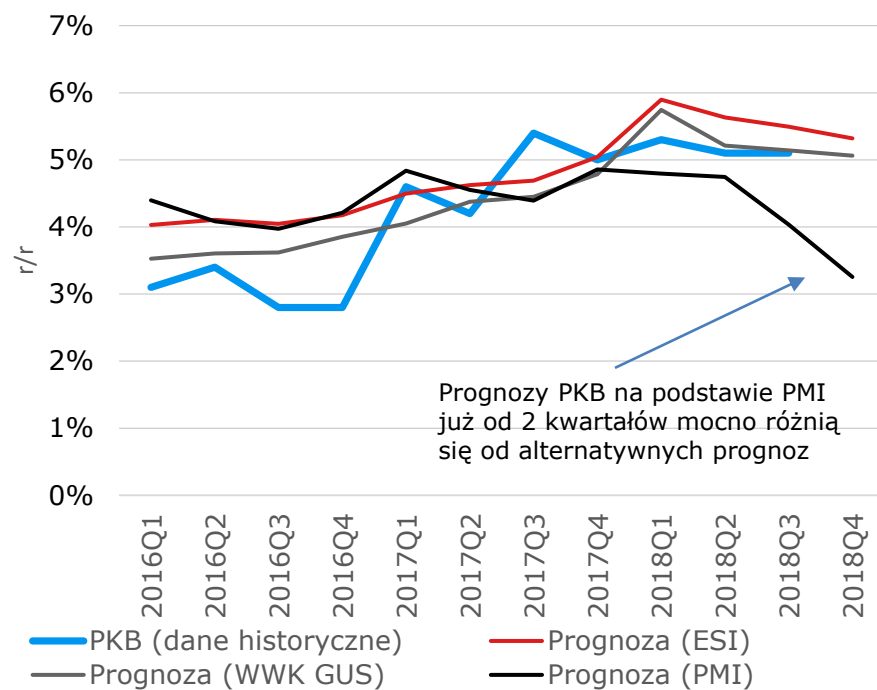
Inne dane nie potwierdzają takiego spadku zamówień



Źródło: Markit, GUS

- ❖ Żadnemu innemu wskaźnikowi dotyczącemu polskiej gospodarki nie poświęcono tyle miejsca w mediach, co **PMI**. Spadek nowych zamówień i produkcji w grudniu do poziomów nie notowanych od 2009 roku robi oczywiście wrażenie, ale **nie należy przeceniać jego znaczenia dla bieżących danych**.
- ❖ Inne wskaźniki koniunktury (GUS, KE ESI) nie wskazują na aż tak głęboki spadek koniunktury (co nie znaczy, że nie pokażą takowego w przyszłości!) i rok powinien zakończyć się solidnym, zbliżonym do 5% wzrostem PKB.

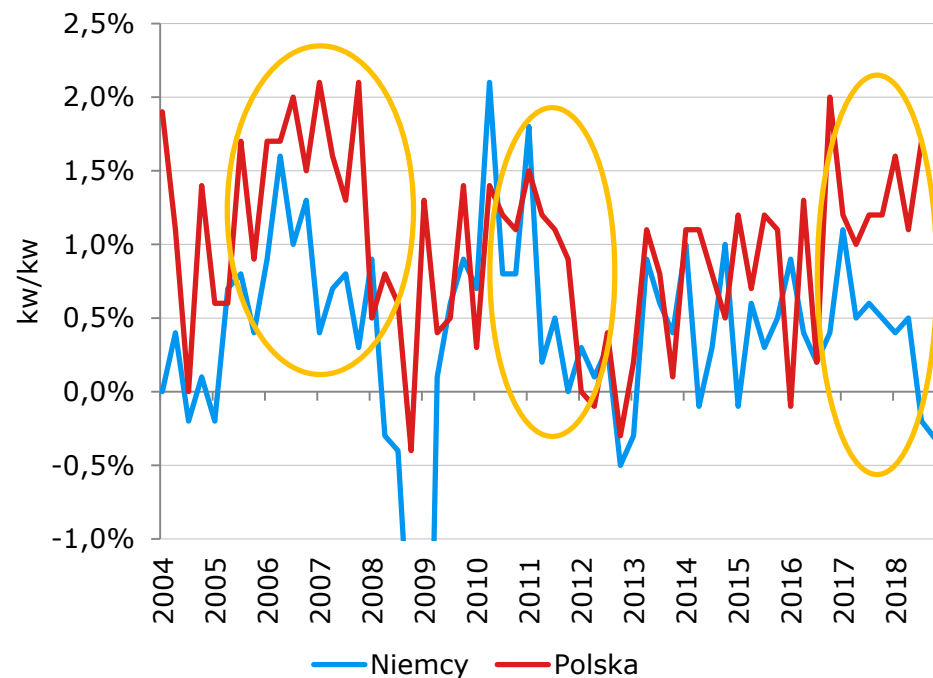
Prognozy PKB z innych wskaźników koniunktury



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Markit, GUS i Eurostatu

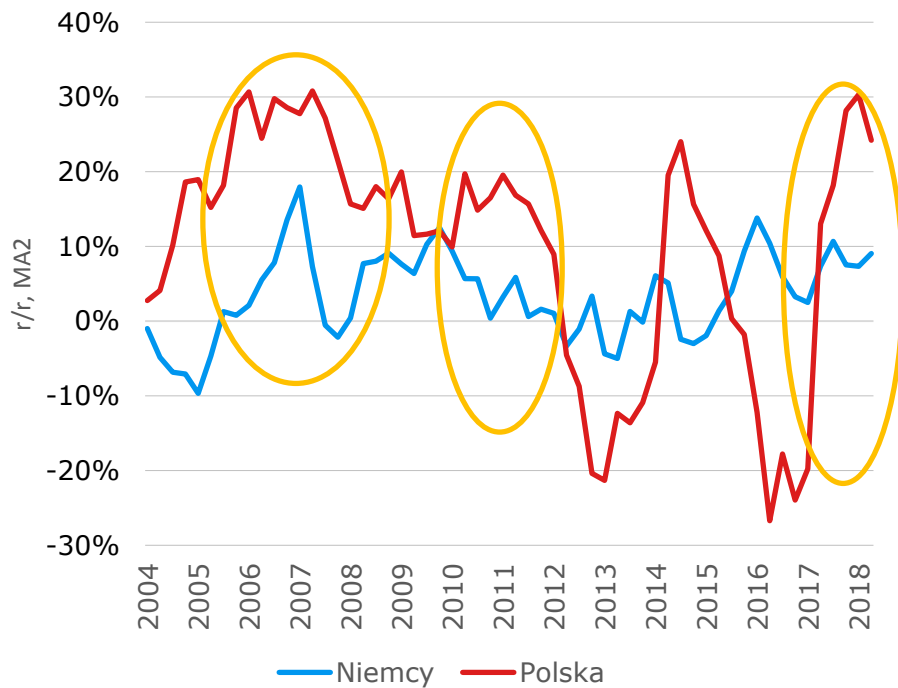
Polska za Niemcami, ale z opóźnieniem. Szykuje się słaby I kw. 2019.

Dynamika PKB



Źródło: Bloomberg, GUS

Inwestycje sektora inst. rządowych i samorządowych

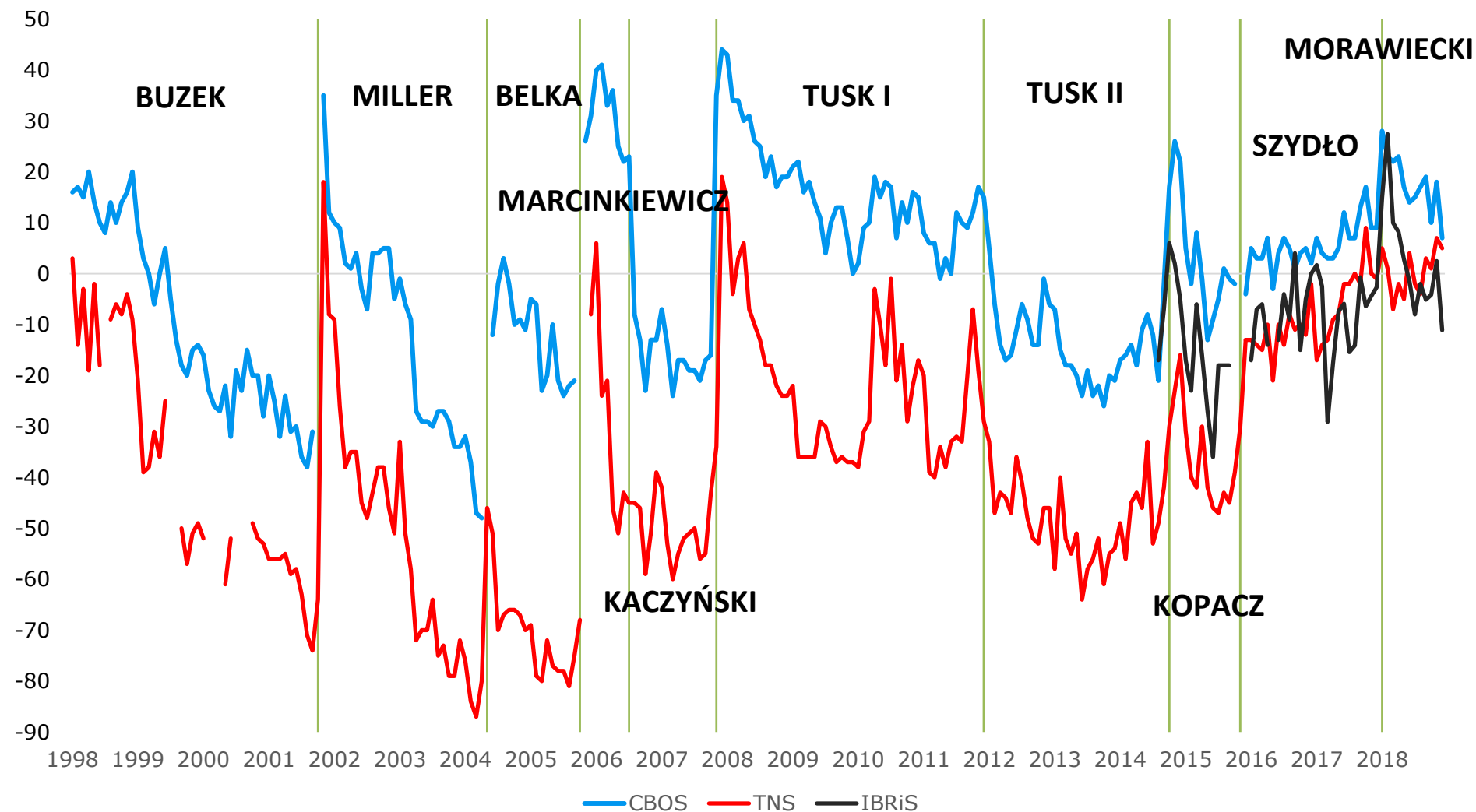


Źródło: Eurostat

- ❖ Rok 2018 upłynął pod znakiem spowolnienia w strefie euro – jego odzwierciedlenie w polskich danych było zasadniczo żadne. W ujęciu kwartalnym polski PKB wręcz przyspieszył w czasie, gdy niemiecki spowalniał.
- ❖ Główna przyczyna to naszym zdaniem przyspieszenie w polskich inwestycjach publicznych.
- ❖ Epizody desynchronizacji polskiego i niemieckiego cyklu w przeszłości (2006-2007, 2011) nie trwały wiecznie i w większości można je przypisać również sile inwestycji publicznych, a więc de facto cyklowi wydatkowania środków UE.
- ❖ Co więcej, w przeszłości zbiegnięcie się polskiego i niemieckiego cyklu koniunkturalnego odbywało się przez **skokowe tąpnięcie wzrostu w Polsce. Przypada to na I kwartał b.r.**

Polska polityka – bilans roku po rekonstrukcji

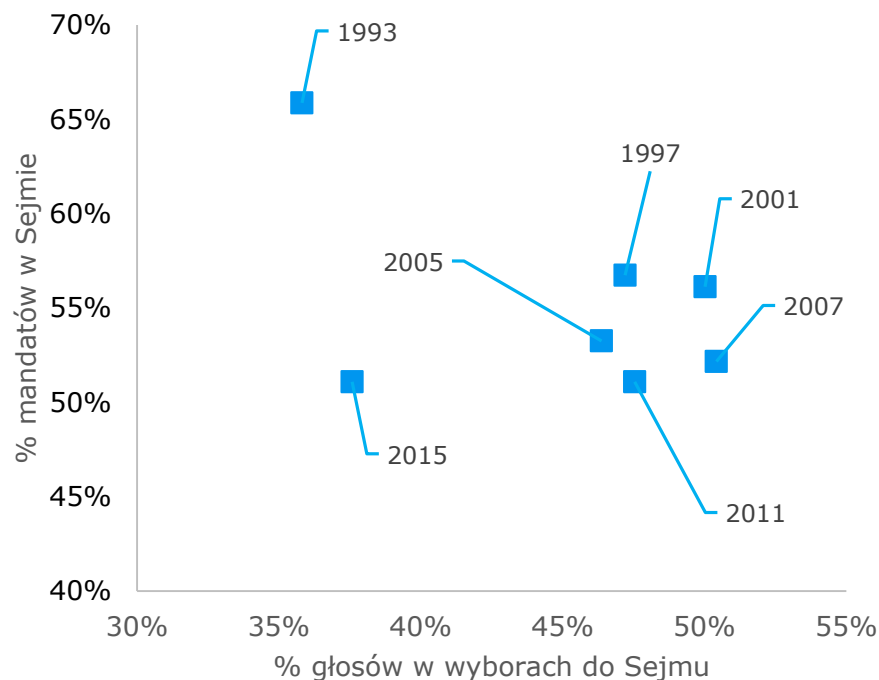
Poparcie netto dla rządu



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów CBOS, TNS Global i IBRIŚ

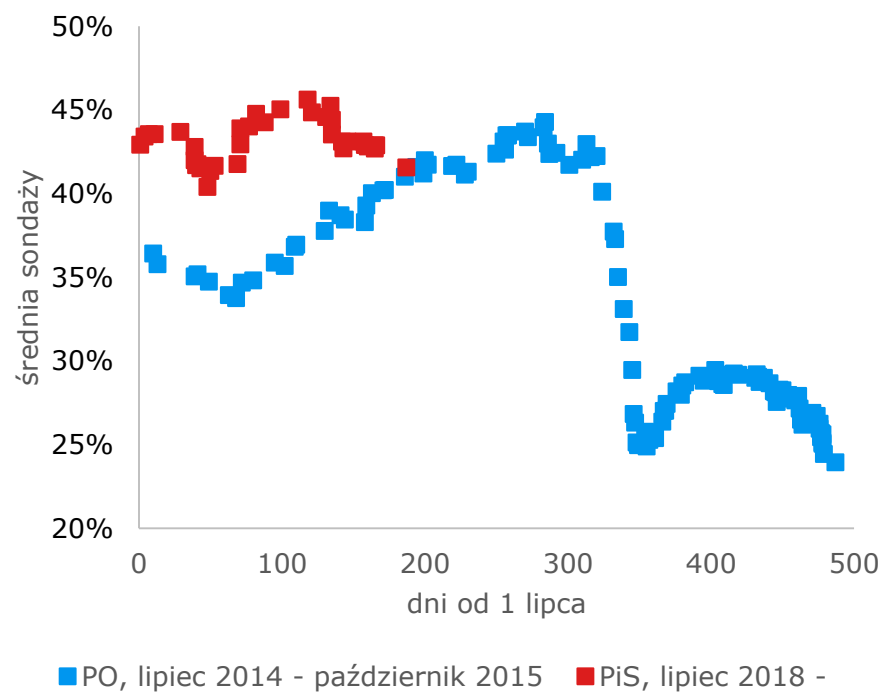
Polska polityka: przewidujemy utrzymanie status quo

Nie jest łatwo zdobyć samodzielną większość



Źródło: PKW

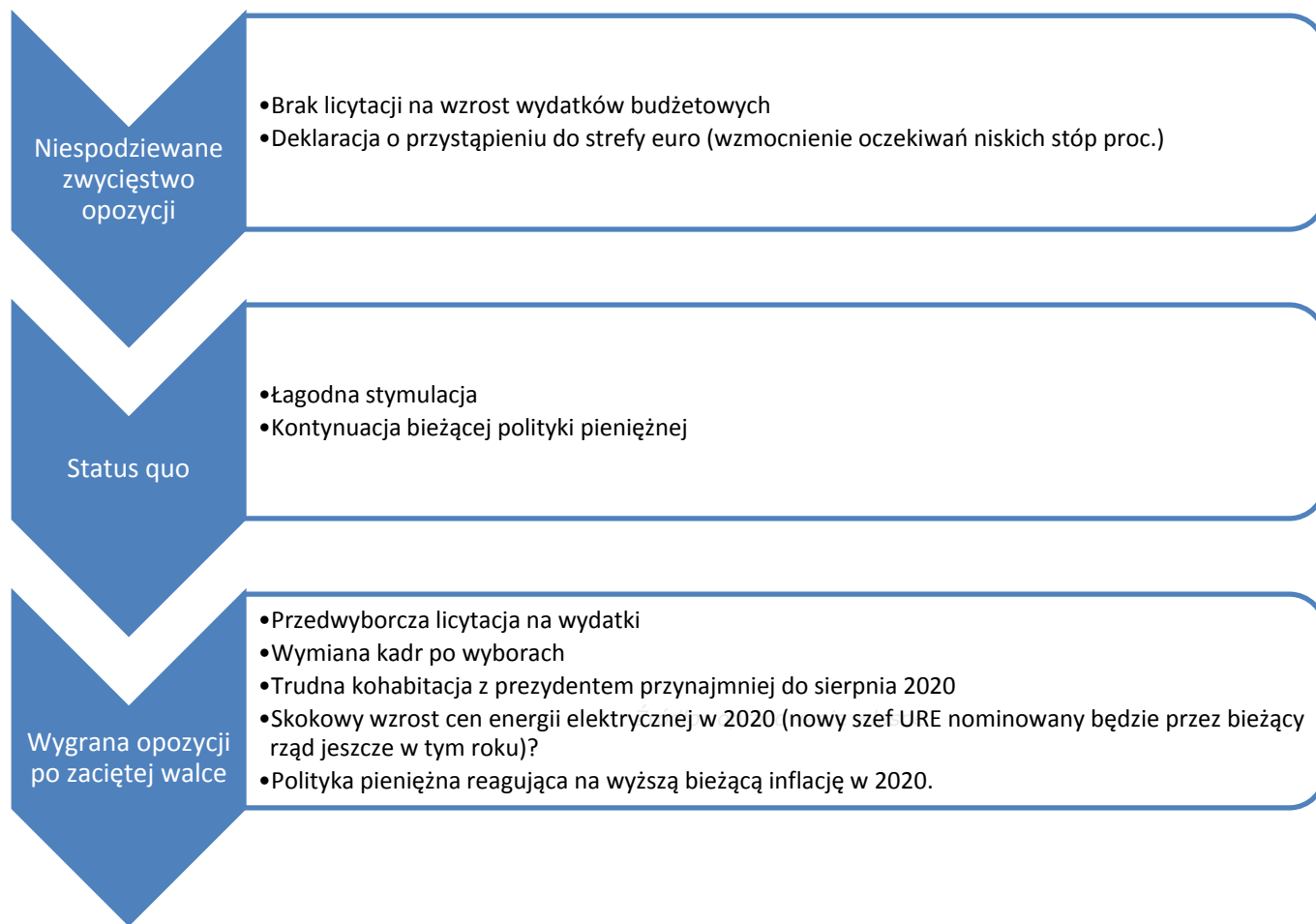
Poparcie na tym etapie kampanii niewiele mówi



Źródło: opracowanie własne

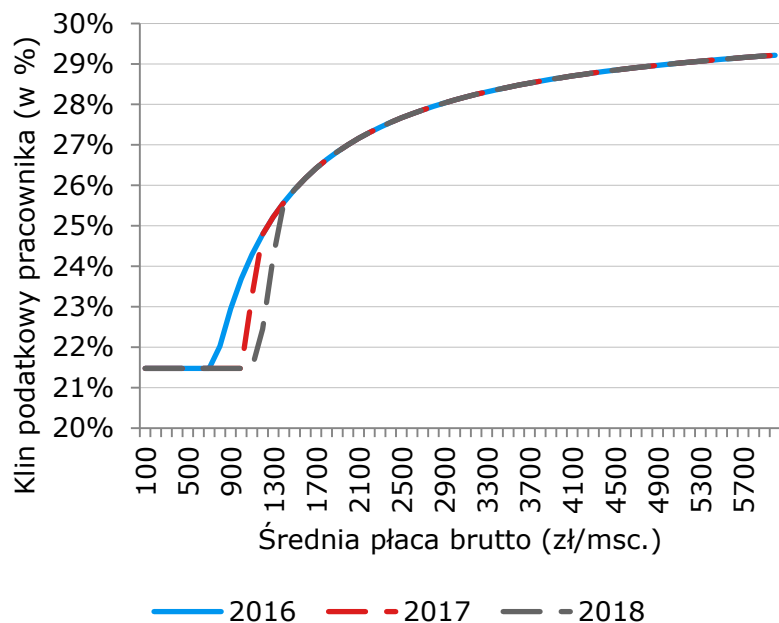
- ❖ Mając na uwadze obecny obraz sceny politycznej i relatywnie niewielkie pogorszenie sytuacji gospodarczej przewidujemy zwycięstwo PiS w wyborach parlamentarnych jesienią b.r.
 - ❖ Na tym etapie nie ma znaczenia, czy nowy rząd będzie mieć charakter koalicyjny, czy też samodzielny.
 - ❖ Historia pokazuje, że rządy samodzielne przy poparciu mniejszym od 40% wymagają rozdrobnienia sceny politycznej i dużej skali „zmarowanych” głosów – po wyborach w 2015 r. 17% głosujących nie ma reprezentacji w Sejmie (po wyborach w 2007 i 2011 r. było to 4%; rekord to 1993 r. - 35%).
 - ❖ Duże prawdopodobieństwo utraty kontroli w Senacie, ale jego rola ustrojowa nie jest decydująca.
- ❖ W/w scenariusz opiera się na założeniu, że wyniki sondażowe dziś (9 miesięcy przed wyborami) są dobrym prognostykiem dla wyborów. Jest to najlepsza dostępna informacja na dziś, ale historycznie **nie stanowi dobrej prognozy wyniku wyborów**. 2015 rok pokazał, że sytuacja może zmienić się błyskawicznie.

Trzy scenariusze polityczne: od najkorzystniejszego do najmniej korzystnego z punktu widzenia rynku obligacji.



Polityka fiskalna: stymulacja przez PIT?

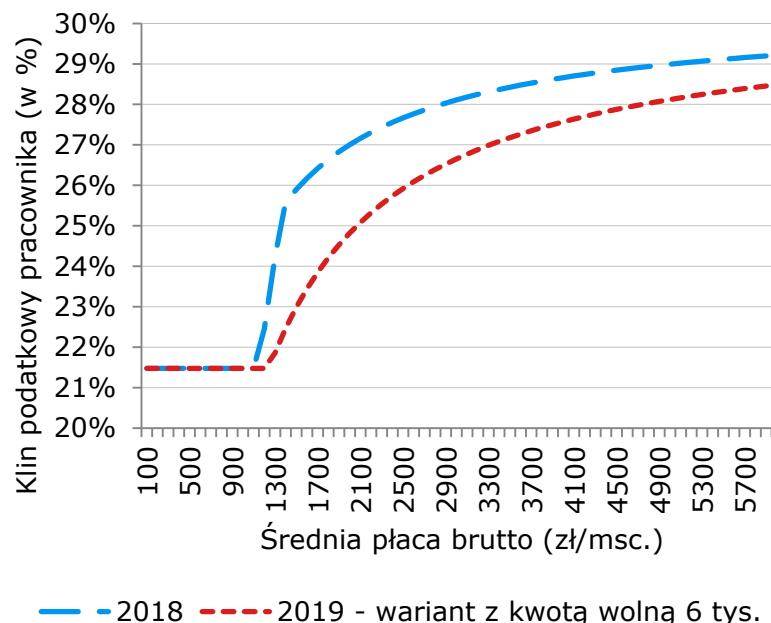
Dotychczasowe zmiany w kwocie wolnej w PIT to kosmetyka. Teraz czas na stymulację.



Źródło: obliczenia własne

- ❖ **Dobry wynik zeszłorocznego budżetu oraz rok wyborczy są sprzyjającymi okolicznościami dla stymulacji fiskalnej.** Przewidujemy, że będzie ona skupiać się na 2 aspektach – zmianach w PIT oraz rewizji założeń dla świadczeń 500+.
- ❖ Zmiany w PIT będą skupiać się na zarabiających najmniej i klasie średniej, a najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest podniesienie kwoty wolnej od podatku dla wszystkich, przy rezygnacji z jej degresywności (przynajmniej w pierwszym progu podatkowym). Szacujemy, że kwota stymulacji może wynieść ok 12 mld zł, co powinno pozwolić na **podniesienie kwoty wolnej** do poziomu 6 tys. zł. **Zmiany, jako działające na korzyść podatnika, mogą dotyczyć rozliczenia już za 2019 rok.** Ze względów organizacyjnych jest to jednak mało prawdopodobne. To będzie propozycja na 2020 r.
- ❖ Zmiany w PIT, jako częściowe spełnienie obietnic wyborczych, jest najbardziej prawdopodobny. Inne możliwe kierunki zmian to:
 - ❖ Obniżenie stawki (wynoszącej obecnie 18%) lub dodanie niższej stawki podatkowej dla najniższych dochodów – większa elastyczność zmian;
 - ❖ Podniesienie kosztów uzyskania przychodów – skutek zmiany dla podatnika na umowie o pracę podobny jak przy kwocie wolnej; zmiana nie obejmuje wówczas umów cywilnoprawnych i działalności gospodarczej.

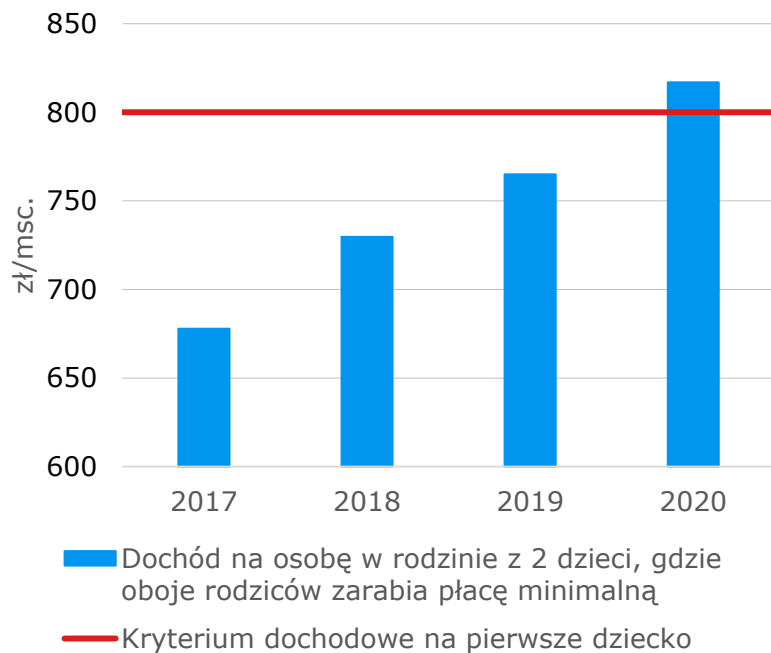
Potencjalna zmiana – podniesienie kwoty wolnej w PIT dla wszystkich do 6 tys. zł. Koszt dla budżetu: 12 mld zł.



Źródło: obliczenia własne

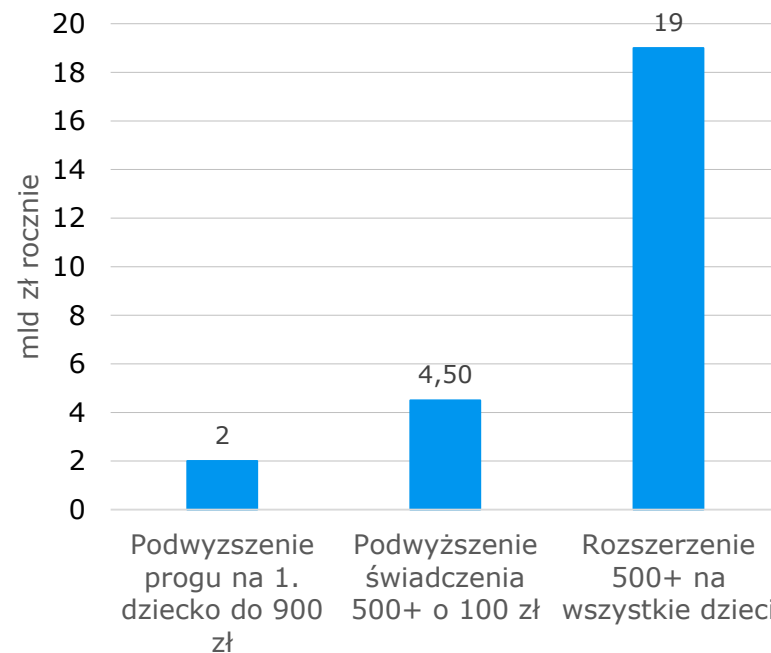
Polityka fiskalna: stymulacja przez rozszerzenie 500+?

Z powodu wzrostu płacy minimalnej, rodziny tracą prawo do 500+ na pierwsze dziecko



Źródło: obliczenia własne

Dodatkowe koszty dla budżetu możliwych rozwinięć programu 500+



Źródło: obliczenia własne

- ❖ Drugą nogą stymulacji fiskalnej może być rewizja programu 500+. Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest rewizja progów dochodowych. Przy rosnącym przeciętnym wzroście płac coraz mniejsza liczba świadczeń przyznawana jest na pierwsze dziecko. Dlatego można oczekiwać modyfikacji programu podwyższającej próg uprawniający do świadczenia na 1 dziecko do co najmniej 900 zł. Koszt takiego rozwiązania można szacować na ok 2 mld zł.
- ❖ Inne możliwe, choć mniej prawdopodobne, rozwinięcia 500+ to np.:
 - ❖ Rozszerzenie świadczenia na wszystkie dzieci – koszt tego rozwiązania to dodatkowe 19 mld zł dla budżetu – wydaje się być kuszącą alternatywą dla kosztujących 12 mld zł zmian w PIT – flagowy program rządu byłby programem powszechnym, zmniejszając koszty administracyjne, związane z weryfikowaniem dochodu, a przede wszystkim sztandarowy argument prasowy, że program nie jest dla wszystkich.
 - ❖ Zwiększenie świadczenia o 100 zł, przy niezmiennym kryterium dochodowym, koszt takiego rozwiązania to 4,5 mld zł.
 - ❖ Wprowadzenie świadczenia dla innych grup, np. 500 zł jednorazowo w roku dla emerytów (koszt ok 4,5 mld zł).

Polityka fiskalna: jaki wpływ na konsumpcję?

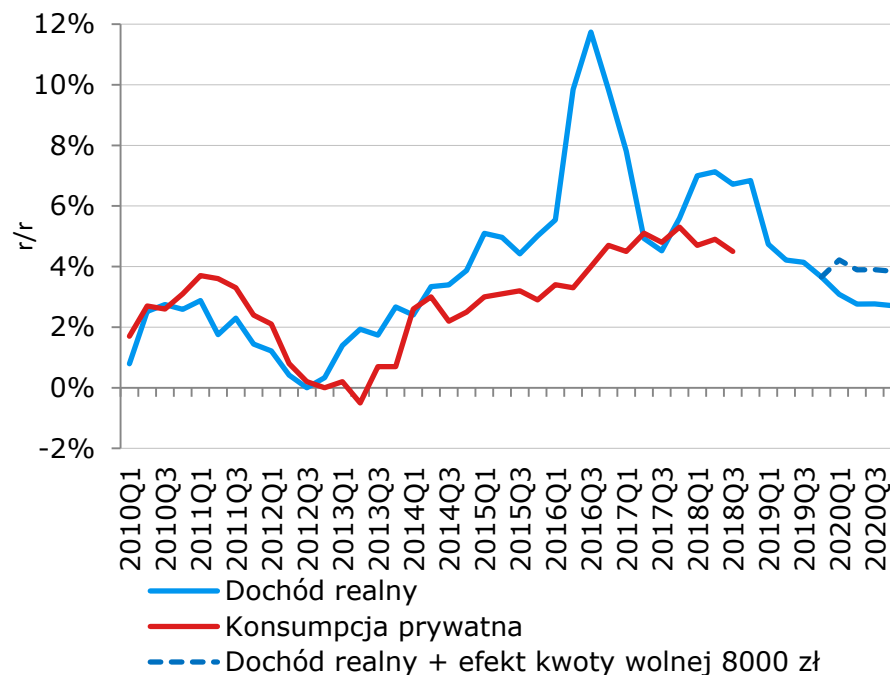
Duża zmiana w kwocie wolnej to niemały przyrost dochodu do dyspozycji

Kwota wolna PIT	Wpływ na dochód gosp. domowych
5000	0,4%
5500	0,6%
6000	0,7%
6500	0,8%
7000	1,0%
7500	1,1%
8000	1,2%

Źródło: obliczenia własne

- ❖ Zważywszy na prognozy wzrostu gospodarczego w 2019 roku i kalendarz wyborczy, wykorzystanie przestrzeni fiskalnej przypadłoby raczej na 2020 niż 2019 rok. Nowelizacja budżetu i wejście w życie jeszcze w 2019 roku można traktować jako opcję na wypadek głębszego od zakładanego spowolnienia.
- ❖ Stymulacja fiskalna w takim scenariuszu byłaby idealnym sposobem łagodzenia spowolnienia w dochodach realnych gospodarstw domowych. Wg naszych szacunków (zakładamy 1% PKB jako limit dla jej rozmiarów) powinna ona wystarczyć do ustabilizowania dynamik dochodów w horyzoncie 2020 roku.
- ❖ Są to jednak wyłącznie efekty statyczne. Nie można wykluczyć, że – antycypowana przez gospodarstwa domowe – będzie mieć stabilizujące znaczenie już w 2019 r.
- ❖ Z w/w przyczyn uważamy, że trajektoria spadkowa konsumpcji przynajmniej w I połowie roku jest już „zabetonowana”.

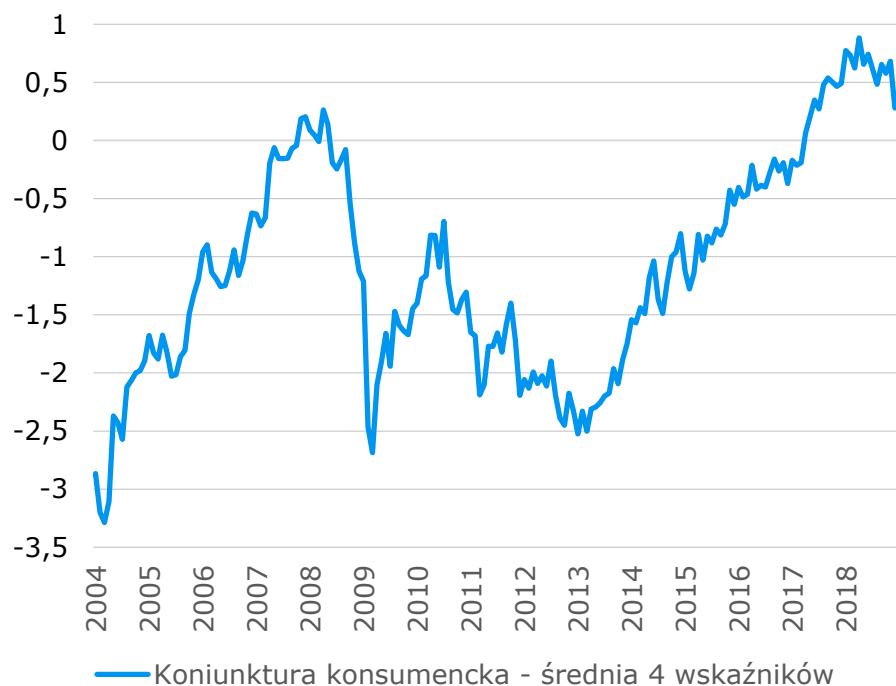
Z perspektywy dynamicznej oznacza jednak miękkie ładowanie, a nie odwrócenie trendów



Źródło: obliczenia własne

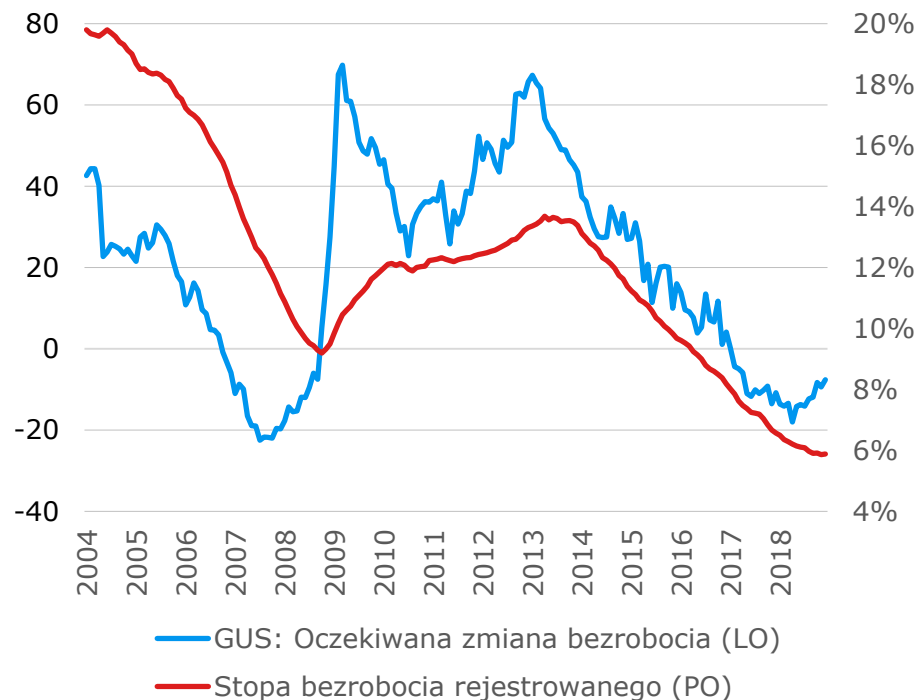
Konsumpcja: koniec ery nieustannego wzrostu optymizmu

Pogorszenie koniunktury konsumenckiej na koniec roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, CBOS, KE i TNS

Rynek pracy przestał się poprawiać i konsumenci to widzą

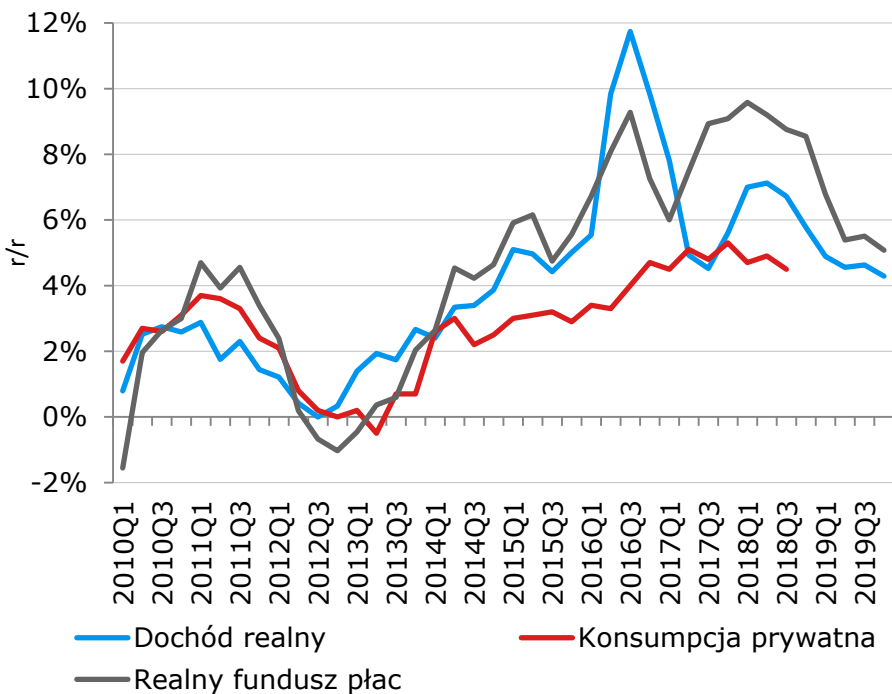


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

- ❖ Lata 2013-2018 to okres niemal nieprzerwanej poprawy nastrojów konsumenckich i społecznych oraz poprawy sytuacji na rynku pracy (spadek stopy bezrobocia o ponad połowę). Okres ten zakończył się w ostatnich miesiącach 2018 r. zatrzymaniem spadków stopy bezrobocia i pogorszeniem nastrojów.
- ❖ Częściowo może to wynikać ze wzrostu oczekiwań inflacyjnych (medialna „drożyzna”), częściowo z filtrujących się do mediów panicznych nagłówków na temat PMI czy amerykańskiej giełdy, a częściowo ze spowolnienia popytu na pracę.
- ❖ **W 2019 roku wzrost optymizmu nie będzie już napędzać konsumpcji prywatnej w dotychczasowym tempie 4+.** Sytuacja na rynku pracy nie powinna być odczuwalna jako gorsza (stopa bezrobocia stabilna, duży nawis niezaspokojonego popytu na pracę), ale nie będzie już generować pozytywnych nagłówków w mediach. **Będzie to sprzyjać odbudowie stopy oszczędności.**

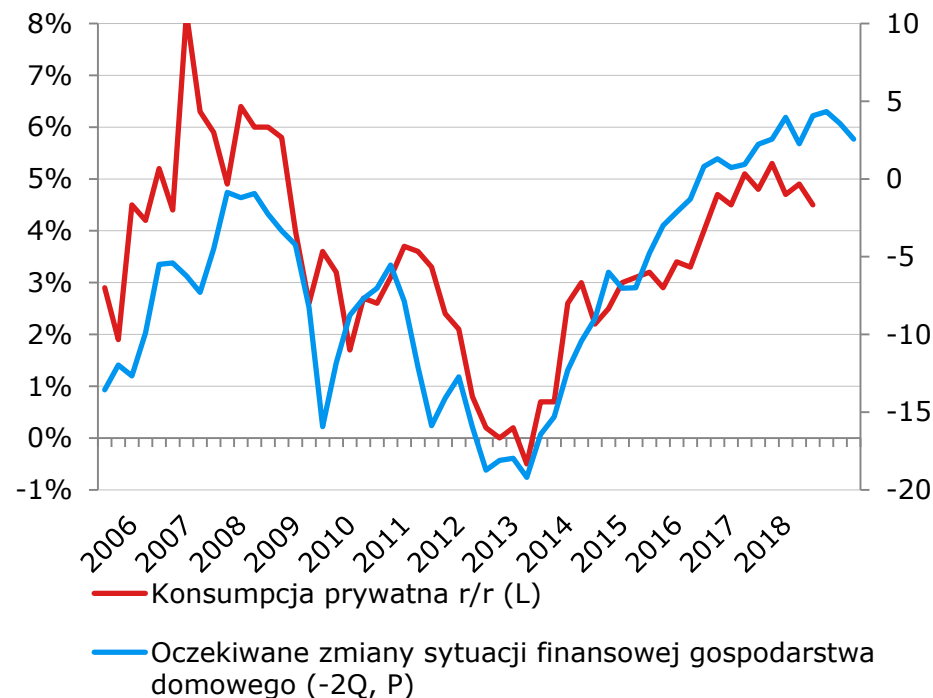
Konsumpcja: niższa dynamika dochodów i szacunków przyszłych dochodów

Wolniejszy wzrost funduszu płac w 2019 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i ZUS

... co widać w oczekiwaniach gospodarstw domowych

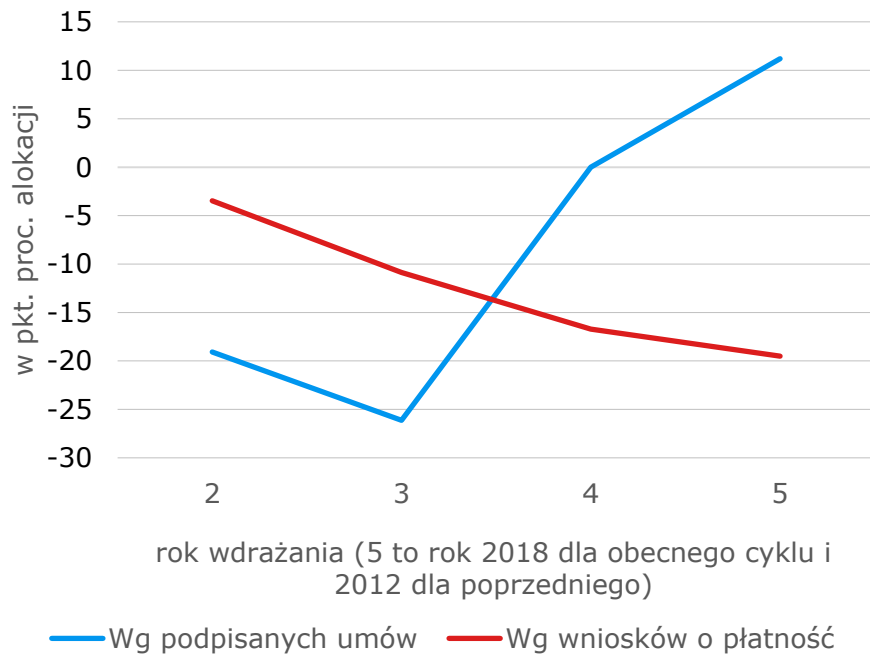


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

- ❖ Nasze założenia dotyczące kształtowania się dynamik zatrudnienia, płac i świadczeń społecznych w 2019 roku wskazują na wolniejszy niż w 2018 r. wzrost dochodu realnego gospodarstw domowych, pomimo b. wysokiej waloryzacji emerytur i rent – (łącznie z podwyżką emerytury minimalnej średnio o prawie 5% nominalnie).
- ❖ Wyprzedzający względem konsumpcji prywatnej wskaźnik oczekiwanych zmian sytuacji finansowej gospodarstw domowych wskazuje na stabilizację / brak dalszej poprawy.
- ❖ Niedocenianym elementem układanki jest spowolnienie napływu imigrantów – większy wkład czynnika pracy do PKB od strony rozdysponowania ujawniał się właśnie w konsumpcji prywatnej.
- ❖ **Spodziewamy się wzrostu konsumpcji prywatnej o 3,5% średnio w 2019 roku.**

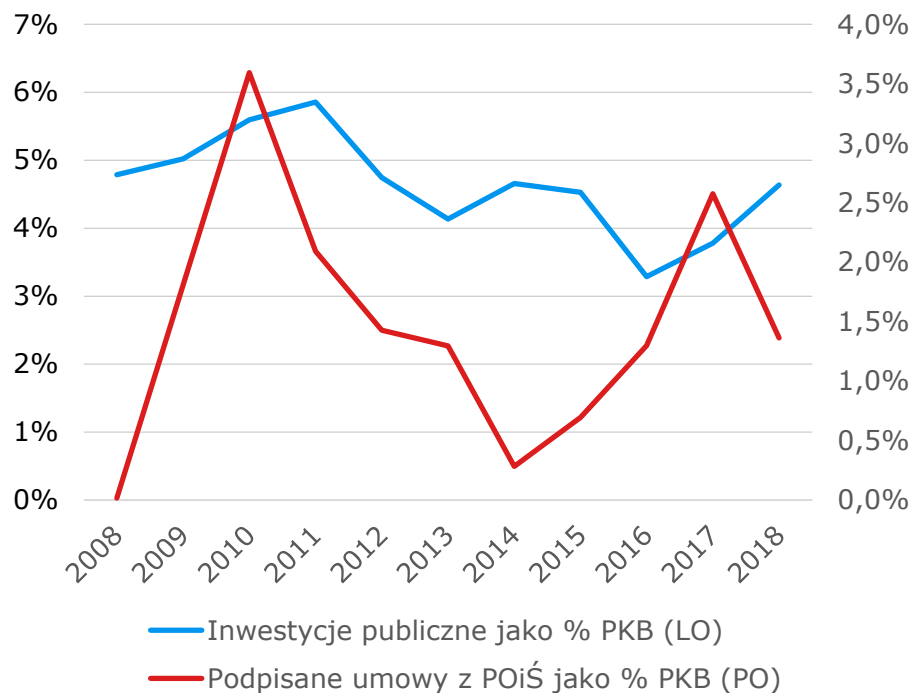
Inwestycje publiczne – harmonogram wydatkowania środków UE wskazuje na ich niższy (ale ciągle dodatni) wkład do wzrostu PKB

Różnica w skumulowanym zakontraktowaniu środków między cyklem 2014-20, a cyklem 07-13.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MR

Największe nasilenie wydatkowania to 2018 rok

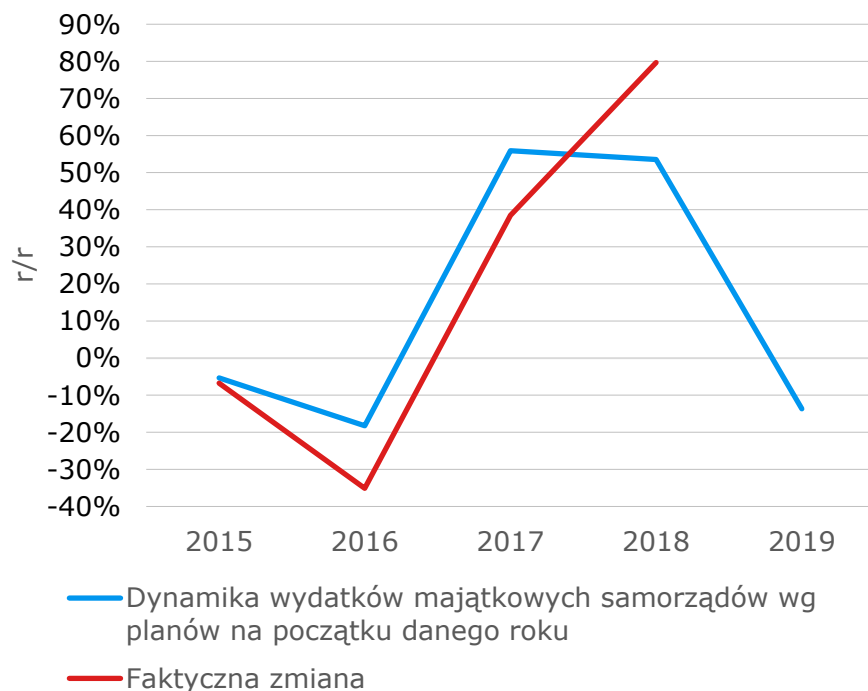


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MR, GUS, Eurostat

- ❖ Wydatkowanie środków UE w obecnej perspektywie budżetowej jest opóźnione względem poprzedniego cyklu. Będzie ono jednak bardziej równomiernie rozłożone w czasie.
- ❖ Historyczne zależności między kontraktacją, a inwestycjami publicznymi w Polsce wskazują na to, że największe nasilenie inwestycji następuje ok. rok po szczycie kontraktacji. Przekładając to na konkrety – odpowiednikiem 2017 roku (kiedy to kontraktacja „ruszyła z kopyta”) jest w poprzednim cyklu rok 2010, a odpowiednikiem dynamicznego pod względem inwestycji publicznych roku 2018 był rok 2011. W 2019 czeka nas zatem prawdopodobnie powtórka z 2012. Opóźnienie cyklu inwestycyjnego i nieco inny charakter inwestycji (większy udział przetargów typu „projektuj i buduj”, w których okres między umową, a realizacją inwestycji jest dłuższy) sprawiają, że **nie należy spodziewać się spadku inwestycji publicznych w 2019 roku tylko znaczącego obniżenia ich tempa wzrostu.**
- ❖ W konsekwencji **wkład inwestycji publicznych do wzrostu PKB będzie istotnie mniejszy niż w 2018 roku ale dodatni.**

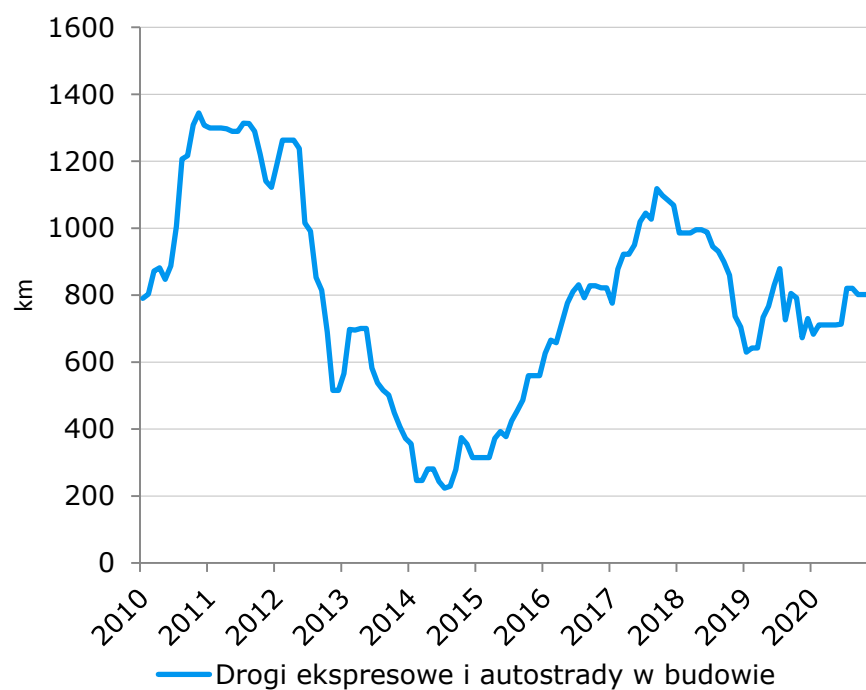
Inwestycje publiczne – stan przetargów drogowych i plany samorządów potwierdzają spowolnienie

Spadek inwestycji samorządów w 2019 r.



Źródło: Ministerstwo Finansów

Spadek nasilenia inwestycji drogowych

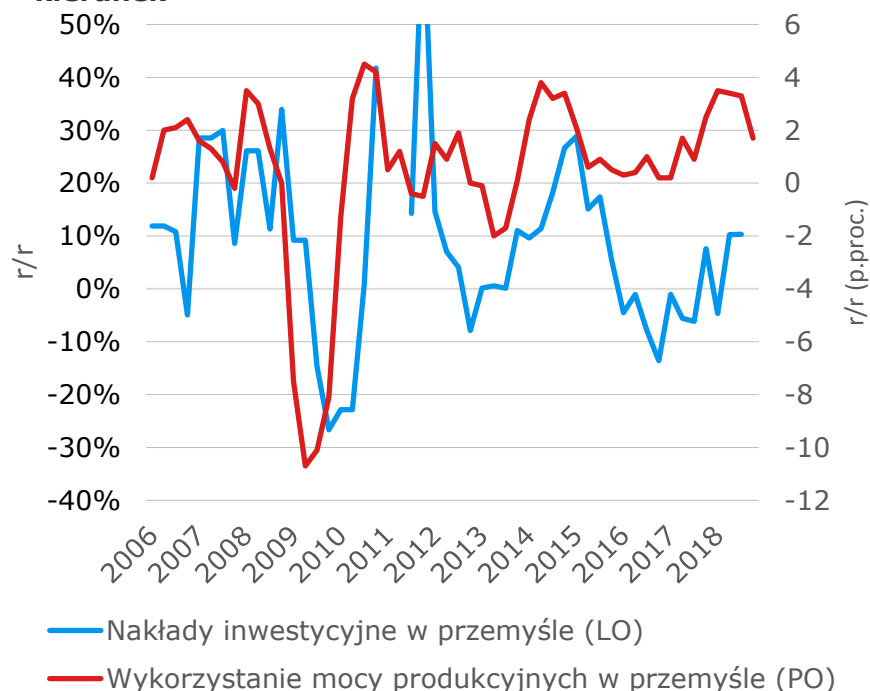


Źródło: opracowanie własne na podstawie monitoringu przetargów

- ❖ Dodatkowym potwierdzeniem dla naszych prognoz są plany inwestycyjne samorządów, zakładające spadek inwestycji o ok. 15% r/r po bardzo dobrym 2017 i 2018. Częściowo wynika to z cyklu wyborczego.
- ❖ W 2019 roku powinien działać również dodatkowy czynnik organizacyjny. **Zmiana władzy w wielu sejmikach po ostatnich wyborach będzie sprzyjać opóźnieniom w realizacji nowych inwestycji (analogon do szczybla centralnego w 2016 roku).**
- ❖ Spada również natężenie inwestycji drogowych na szczyble centralnym (finisz budów rozpoczętych w 2016 i 2017 r.). Uzupełnienie luki inwestycyjnej w drogownictwie będzie wymagało terminowego rozpoczęcia inwestycji będących obecnie w fazie projektowania. Ich wielkość jest jednak mniejsza niż w latach 2017-18.

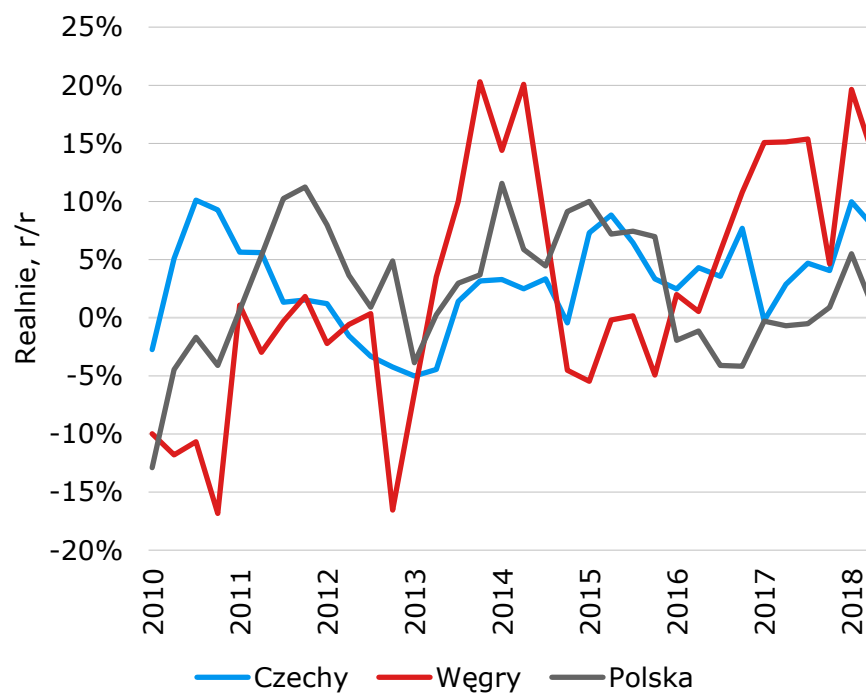
Inwestycje prywatne: ryzyka w dół

Dawne ścisłe relacje załamały się, ale pokazują kierunek



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

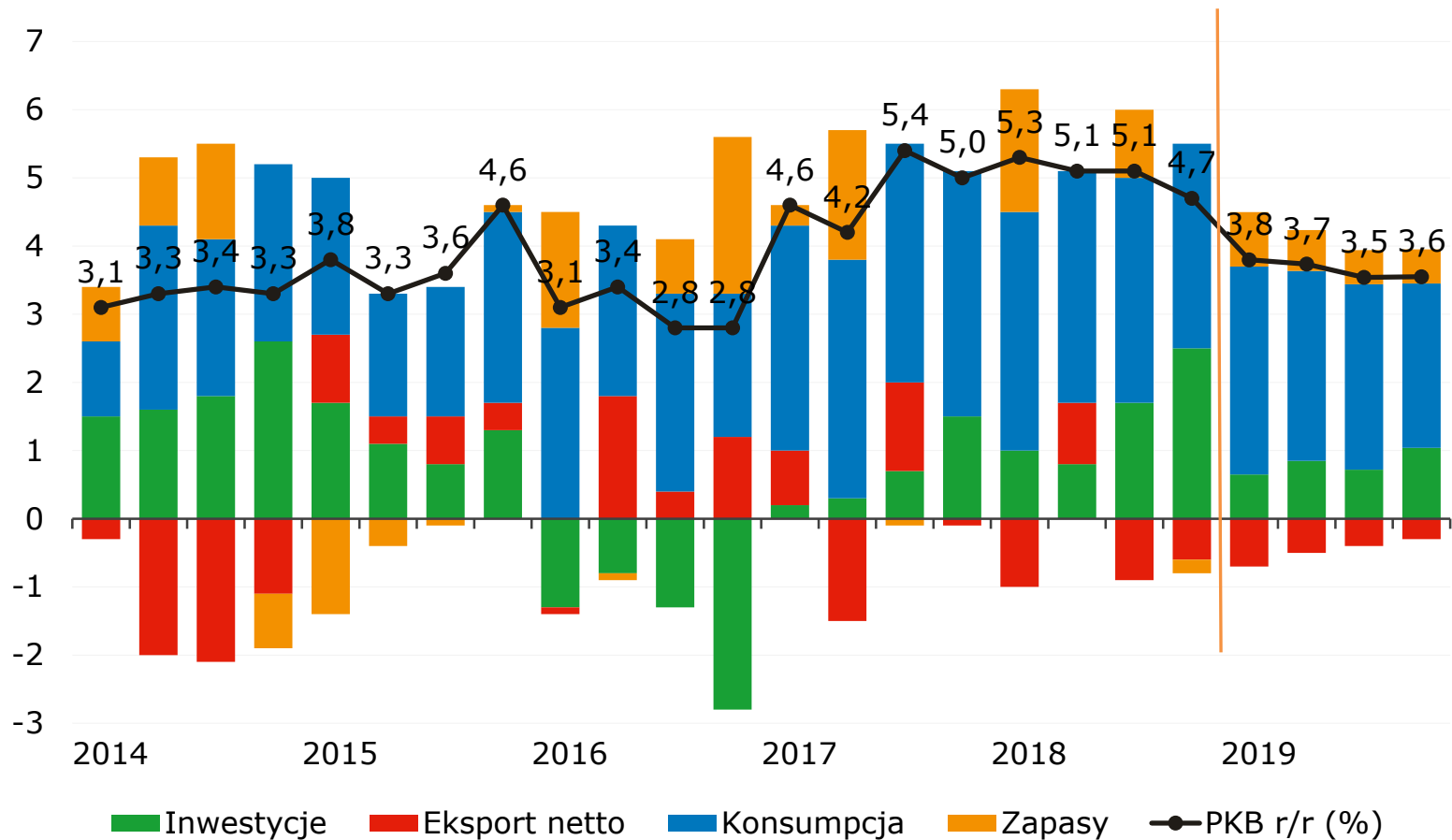
Najsłabszy wzrost inwestycji prywatnych w CEE



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

- ❖ Z regionalnego prymusa w latach 2011-2015, polskie przedsiębiorstwa spadły do oślej ławki. Prywatne nakłady inwestycyjne wzrosły mało mimo świetnej sytuacji gospodarczej w kraju, w gospodarce globalnej, rekordowego optymizmu konsumentów i zacieśniającego się rynku pracy z naturalną presją na automatyzację. O przyczynach słabości inwestycji powiedziano już wiele i wciąż brakuje prostego, jednoznacznego wyjaśnienia. Nasz pogląd na tę sprawę wyraziliśmy rok temu w [„Naszym \(jedynie słusznym\) poglądzie na wszystko”](#).
- ❖ W warunkach słabnącego popytu i rozczarowujących synergii z inwestycjami publicznymi w kwestii zachowania przedsiębiorstw prywatnych musimy pozostać sceptyczni. Skoro inwestycje wzrosły mało w cieplarnianych warunkach, dlaczego miałyby teraz przyspieszyć, gdy perspektywy dla gospodarki pogorszyły się?
- ❖ Relacja z wykorzystaniem mocy wytwórczych załamała się w zakresie poziomu. Zauważmy jednak, że wciąż pokazuje dobry kierunek. Z tej perspektywy górka na dynamikach zostanie osiągnięta na przełomie roku (lub w IV kwartale) a potem zobaczymy już spowolnienie.

Reasumując, ścieżka PKB...



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Inflacja i stopy procentowe w Polsce

Inflacja w 2019 roku dla leniwych

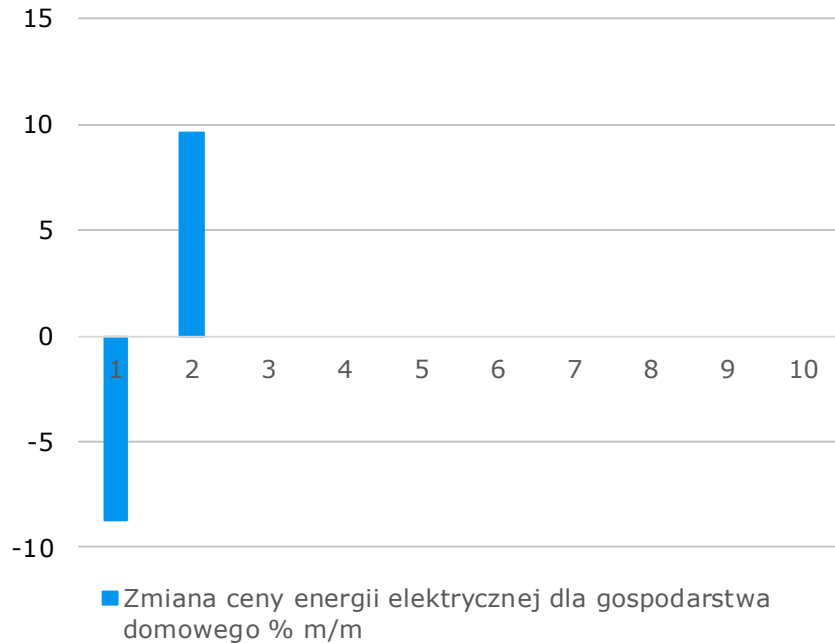
Kategoria	Początek roku	Kierunek w trakcie roku	Bilans ryzyk
Żywność	Nisko	Płasko	Zrównoważony
Energia elektryczna	Nisko	Płasko	Zrównoważony
Inne ceny administrowane	Wysoko	Płasko	W górę
Paliwa płynne	Nisko	Lekko w górę	W górę
Inflacja bazowa	Nisko	W górę	W dół
Ceny konsumpcyjne	Nisko	W górę	Zrównoważony

Źródło: opracowanie własne

- ❖ Szykuje się rok dużej zmienności inflacji. Ze względu na mnogość czynników, zdecydowaliśmy się na rozłożenie problemu na kawałki.
- ❖ W 2019 roku wpływ czynników pozaekonomicznych (administracyjnych / regulacyjnych) będzie największy od lat. Prognozy inflacji w ciągu roku będą się zmieniać.
- ❖ Wg naszej najlepszej wiedzy, **inflacja średniorocznie wyniesie 1,9%, a na koniec roku osiągnie cel.**

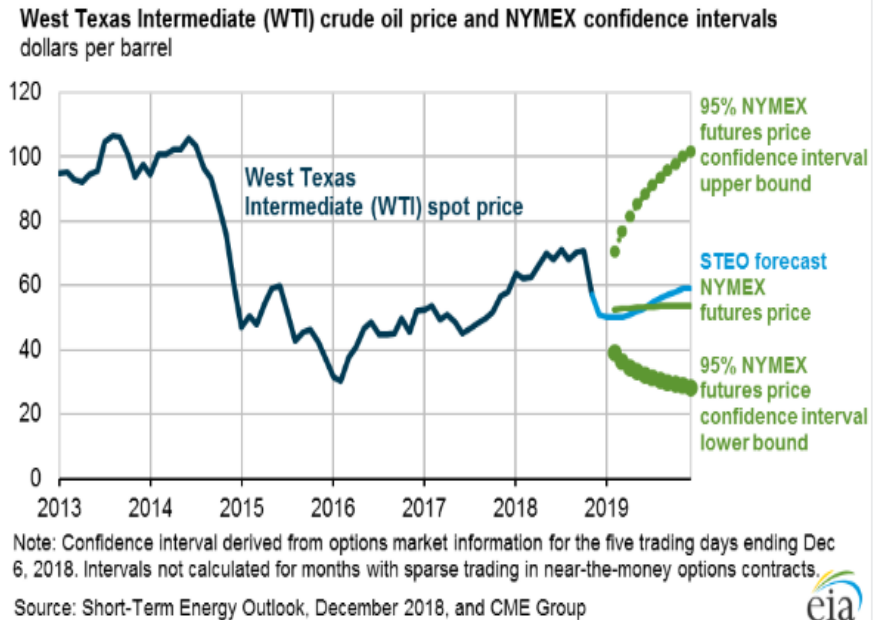
Inflacja: sporo zamieszania, ale ceny energii elektrycznej nie wzrosną w tym roku. Tego samego nie powiemy o ciepłe, gazie i wywozie śmieci.

Ceny elektryczności w dół w styczniu, a potem w górę w lutym.



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych URE, Ustawy oraz GUS

Prognozy łagodnego wzrostu cen ropy naftowej.

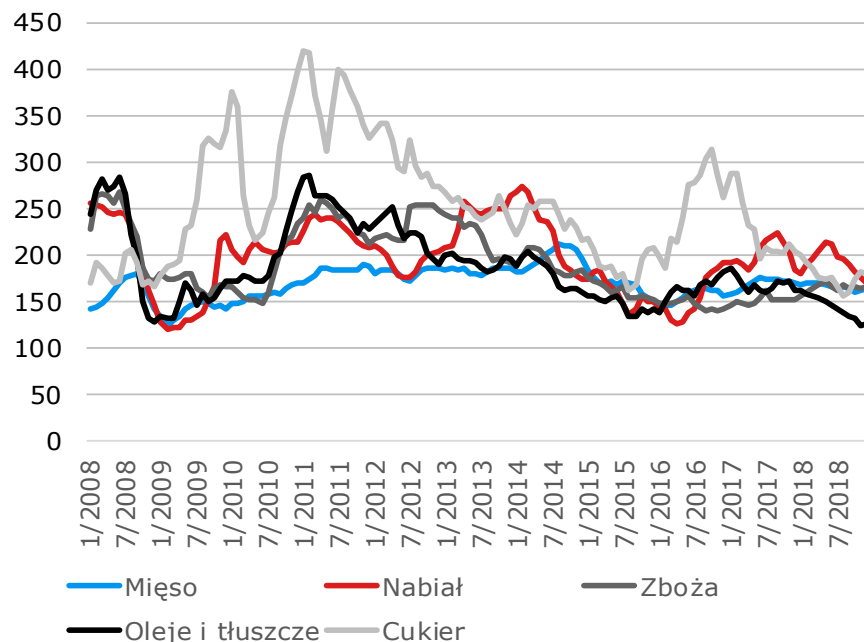


Źródło: EIA

- ❖ Dominują prognozy niewielkich wzrostów cen ropy naftowej: wysoka podaż, niepewny popyt. Niższe ceny ropy ujawniły się już w cenach paliw (grudzień, styczeń). Kolejne miesiące powinny przynieść stabilizację lub lekki dryf w górę. Paliwa r/r na minusie.
- ❖ Ustawa zamrażająca ceny energii była przygotowana jako przeciwwaga do podwyżek cen zatwierdzonych przez URE. Z tego powodu – dopóki regulator ich nie zatwierdzi (do 22 stycznia nie zatwierdził), obniżka akcyzy i opłaty przejściowej będzie powodować spadek cen energii dla gospodarstw domowych. W lutym zobaczymy zapewne wzrost (zatwierdzenie wyższych stawek przez URE) i dopiero marzec przyniesie stabilizację do końca roku.
- ❖ W tym roku możemy zobaczyć dodatkowo wyższe ceny gazu ziemnego (wniosek w URE). Jest szansa na podwyżkę kosztów ciepła systemowego. Wiadomo, że wzrosły ceny wywozu śmieci, co powinno ujawnić się w I kwartale (niektóre gminy i miasta zatwierdziły nowe stawki, inne nie – proces pewnie przeciągnie się w czasie). Zmiana formy użytkowania wieczystego we własność (o ile wyniknie z tego zmiana ceny) może ujawnić się pośrednio, poprzez ceny czynszów.

Inflacja: niski wkład cen żywności.

FAO – w 2018 brak przesłanek do zmian trendów



Źródło: FAO

- ❖ Na rynku żywności nie szykuje się gwałtowna zmiana trendów (patrz indeks FAO).
- ❖ Tanieć powinny tłuszcze, mleko i jaja. Można także spodziewać się delikatnego spadku cen mięs, szczególnie w I połowie roku.
- ❖ Grudzień złamał serię taniejących owoców, choć zapasy jabłek wciąż są znaczące i mogą być kierowane na rynek krajowy.
- ❖ Ceny warzyw powinny utrzymać się na umiarkowanym poziomie, choć początek roku będzie standardowo droższy.
- ❖ Spadek zmienności cen owoców i warzyw (zwłaszcza w sezonie) sugeruje coraz mniejsze znaczenie tego czynnika dla zachowania inflacji.

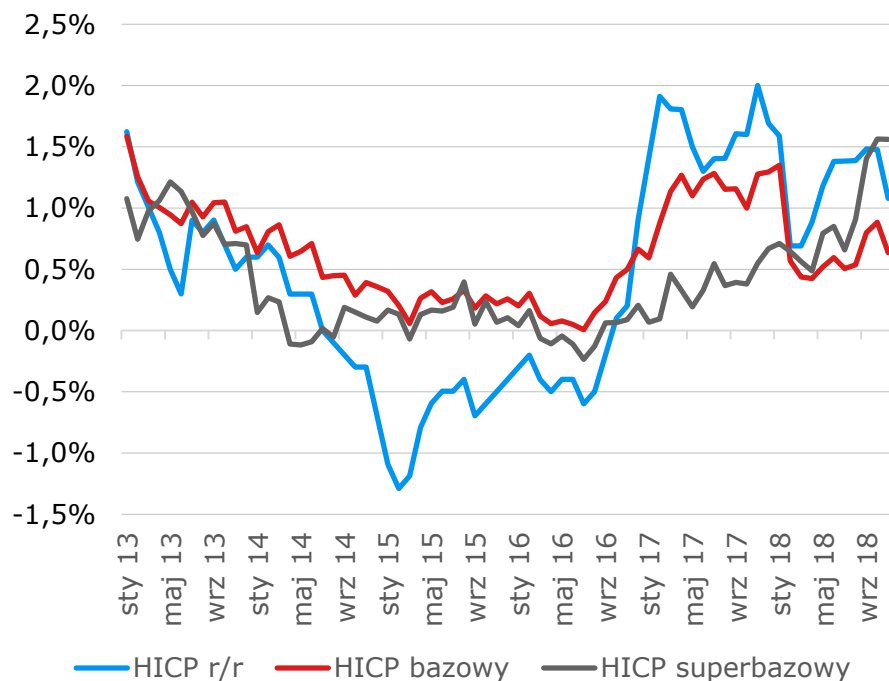
Spadek zmienności cen owoców i warzyw (w tabeli dynamiki m/m cen warzyw).

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1997	100.0	100.4	101.7	108.0	101.1	114.0	77.9	77.2	112.4	107.3	111.7	109.7
1998	107.5	104.0	103.9	105.9	99.5	99.5	74.1	68.1	119.6	111.5	109.2	109.6
1999	102.4	100.0	103.4	105.7	105.0	104.3	73.8	81.3	119.5	115.4	109.1	107.1
2000	103.8	103.0	102.8	104.0	97.2	90.6	83.5	78.0	109.5	104.4	111.2	109.9
2001	101.1	100.6	103.8	108.2	101.6	102.7	72.7	84.5	117.5	115.0	104.2	103.8
2002	112.2	103.1	103.7	104.3	93.5	93.3	71.9	89.2	109.8	111.1	106.1	108.0
2003	103.4	102.1	104.5	107.8	93.5	98.2	78.3	80.8	119.4	108.2	107.5	105.5
2004	103.4	101.3	102.3	102.6	93.4	104.8	78.5	84.3	104.7	109.0	110.2	107.9
2005	100.9	100.8	104.7	104.0	105.1	98.7	77.7	90.6	100.1	114.5	107.6	105.8
2006	104.9	104.9	102.6	104.9	106.1	94.4	79.8	102.4	100.6	103.4	106.3	104.7
2007	105.2	103.7	103.0	107.2	103.8	92.5	75.2	86.1	107.9	103.4	110.0	106.0
2008	101.2	100.0	101.6	103.7	104.7	97.3	86.3	84.7	106.5	108.2	108.4	104.6
2009	104.7	103.5	103.2	106.8	99.3	92.5	81.9	90.3	102.5	105.5	107.5	106.3
2010	107.1	104.9	103.9	106.3	100.4	97.9	89.8	84.2	111.8	107.5	104.2	107.2
2011	105.1	100.9	101.6	102.7	105.4	85.6	82.4	86.1	98.3	103.5	109.1	104.7
2012	106.8	103.0	104.0	97.0	106.3	100.1	80.6	91.2	98.0	105.5	106.7	111.8
2013	109.1	100.0	102.2	102.1	104.3	95.1	96.2	89.5	98.7	104.1	104.4	109.0
2014	106.9	99.3	98.2	98.3	93.3	99.4	90.6	86.6	103.7	102.8	105.1	103.9
2015	105.4	102.3	99.2	102.2	97.2	101.7	90.7	90.7	106.7	105.9	100.7	102.2
2016	104.3	101.7	101.6	102.6	98.7	99.2	88.4	92.2	97.9	103.9	102.8	109.3
2017	106.9	106.4	94.6	100.1	97.4	98.2	92.5	91.9	102.4	106.7	103.1	106.6
2018	104.5	98.4	99.4	102.7	99.1	96.9	94.9	95.4	103.8	106.2	102.3	106.9

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

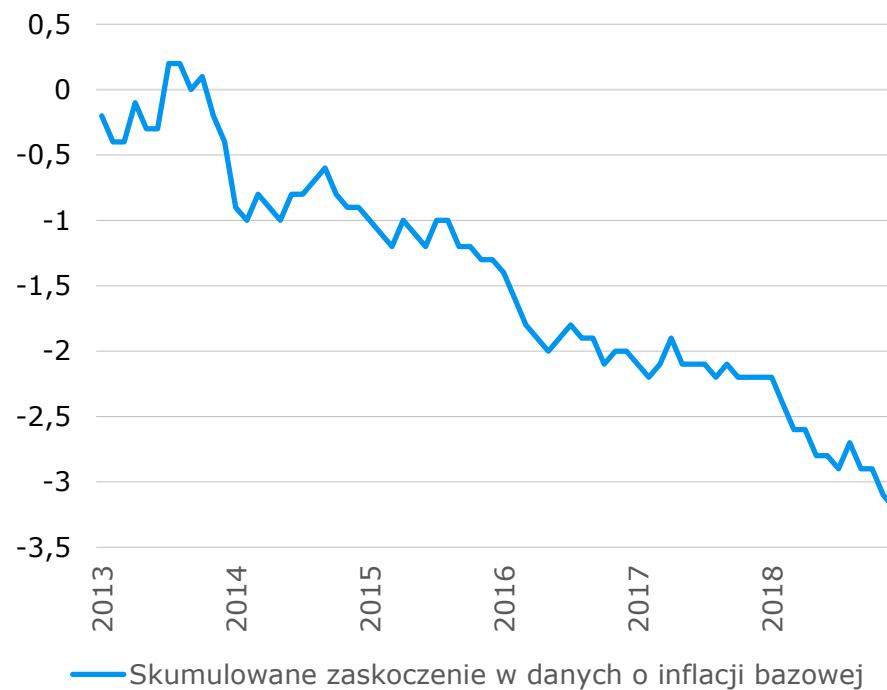
Inflacja: kategorie zmienne zaskakują, trend wzrostowy na inflacji bazowej

Inflacja po wyłączeniu zmiennych kategorii przyspiesza



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

Bezprecedensowa seria zaskoczeń inflacją bazową

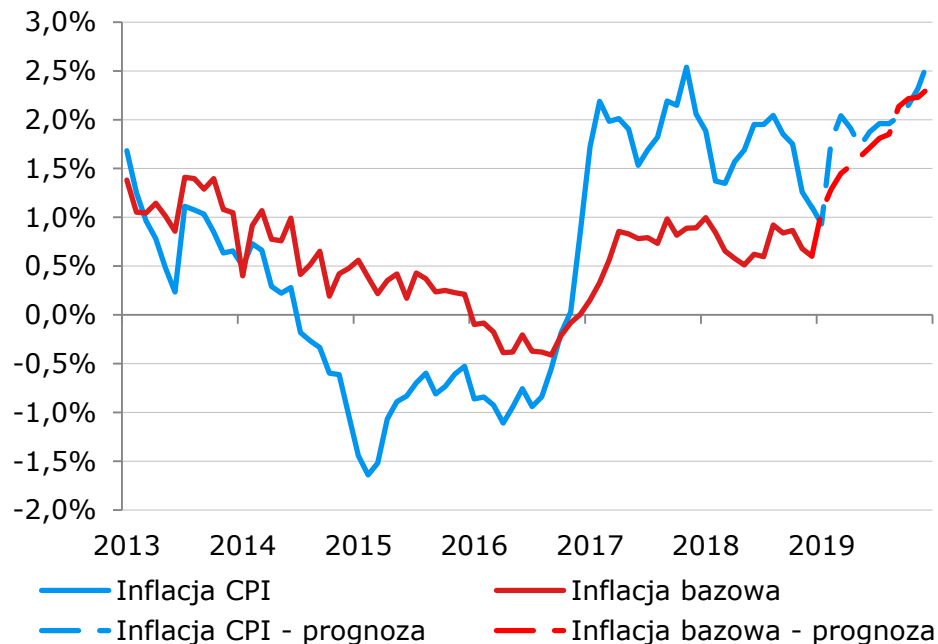


Źródło: ankieta „Parkietu”, NBP

- ❖ Inflacja bazowa nie poddaje się łatwo prognozowaniu – od początku 2013 roku zaskakiwała negatywnie aż 37 razy (tylko 16 razy pozytywnie). W samym tylko 2018 odnotowano zaskoczenia na łączną wartość 1 pkt. proc. (innymi słowy, zrealizowałby się konsensus sprzed roku).
- ❖ Problemem polskiej inflacji bazowej jest wpływ zmiennych i nieprzewidywalnych kategorii (więcej o nich na kolejnym slajdzie). Nasza intuicja jest taka, że „typowa” kategoria bazowa systematycznie drożeje.
- ❖ Inflacja „superbazowa” ma tę intuicję odzwierciedlać. To jest proinflacyjny sygnał w inflacyjnym szumie. Jest to również główny czynnik utrzymujący inflację w celu w przyszłym roku.
- ❖ Niższy wzrost PKB bez wpływu na lukę popytową i inflację superbazową.

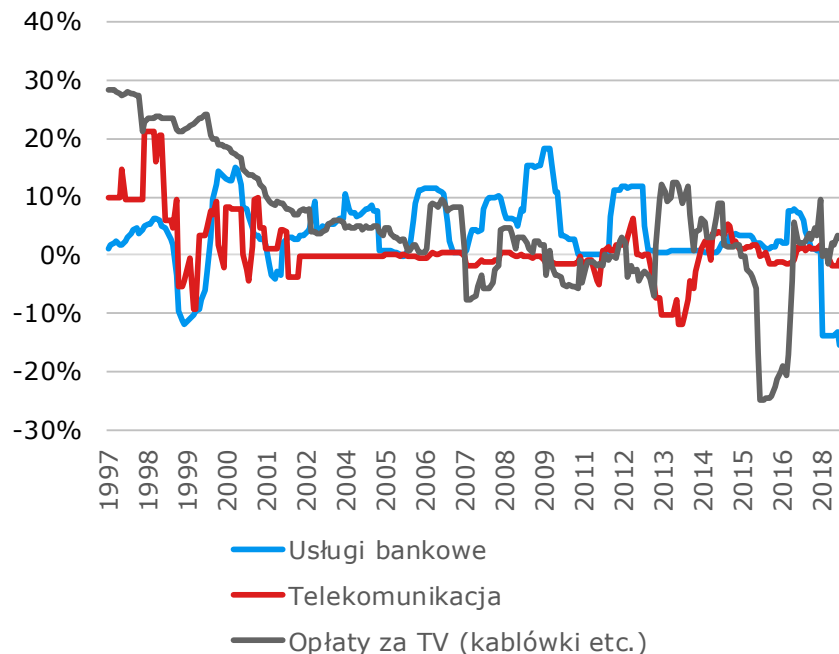
Inflacja: podsumowując, średnio tuż poniżej 2% r/r. Ryzyka w dół.

Prognoza inflacji CPI i inflacji bazowej



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Mielonka, siekanka, rąbanka, czyli ceny w telekomunikacji i usługach finansowych (% r/r)

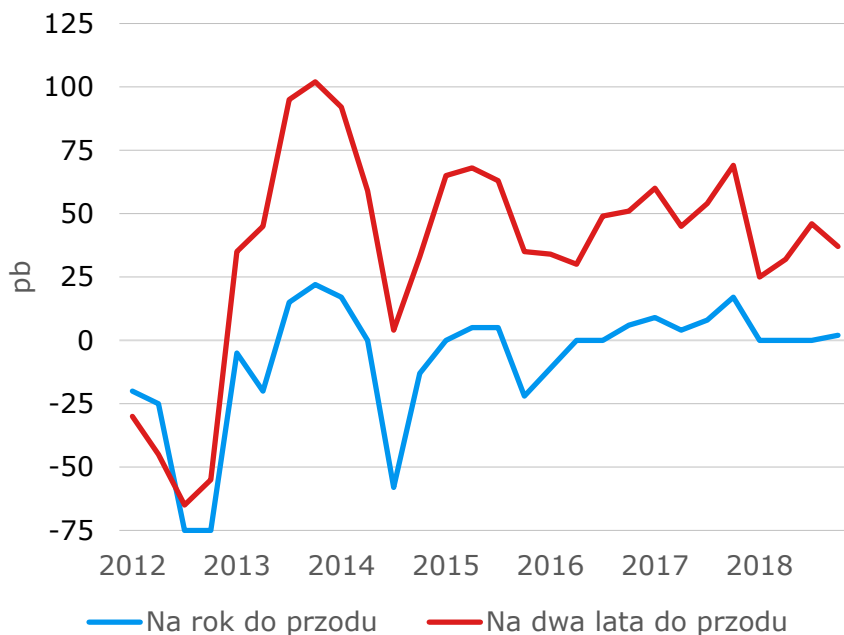


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

- ❖ **Skokowy wzrost inflacji na początku roku (ceny energii oraz baza na paliwach) oraz pod koniec roku (baza na paliwach).**
- ❖ Stopniowy wzrost inflacji bazowej w części superbazowej (patrz wcześniejsze slajdy). Trudno go zakwestionować bez założenia spadków cen w przypadku usług, które mają charakter wyłączalnego dobra publicznego o niekonkurencyjnym użyciu (telefonia, telewizja, internet), które charakteryzuje dodatkowo szybka zmiana rynku (postęp technologiczny i struktura rynku i charakter dostarczanego dobra: telewizja vs „netflixopodobne”). Ceny tych kategorii powinny się obniżać. Nie wiadomo jednak kiedy i w jakim stopniu. Generują ryzyko w dół dla prognozy.
- ❖ Czy ceny usług bankowych wreszcie wzrosną? Powinny. Na szczęście mają 10x mniejszą wagę w polskim koszyku niż w HICP i nie będą tak bardzo szarpać indeksem.
- ❖ Niepewność prognozowania inflacji jest dużo wyższa niż zwykle z uwagi na obecność szeregu niewiadomych, zwłaszcza po stronie cen kontrolowanych (gaz, śmieci, energia), ale także innych, zmiennych i „skaczących” komponentów inflacji bazowej.

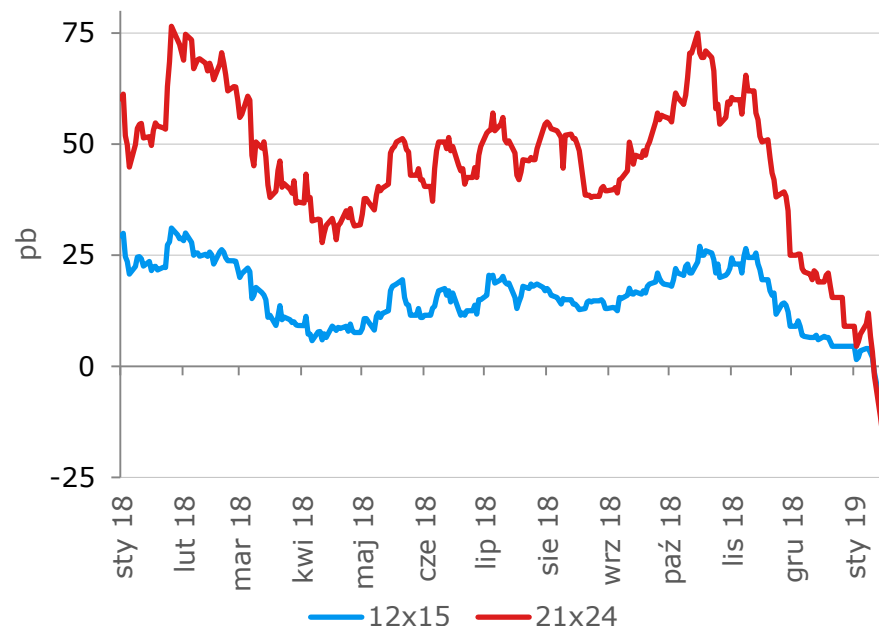
Stopy procentowe bez zmian do końca kadencji

Analitycy wciąż wierzą w podwyżki



Źródło: ankiety makroekonomiczne NBP

... ale rynek wycenił już raz pół obniżki – różnica między FRA i WIBOR3M.



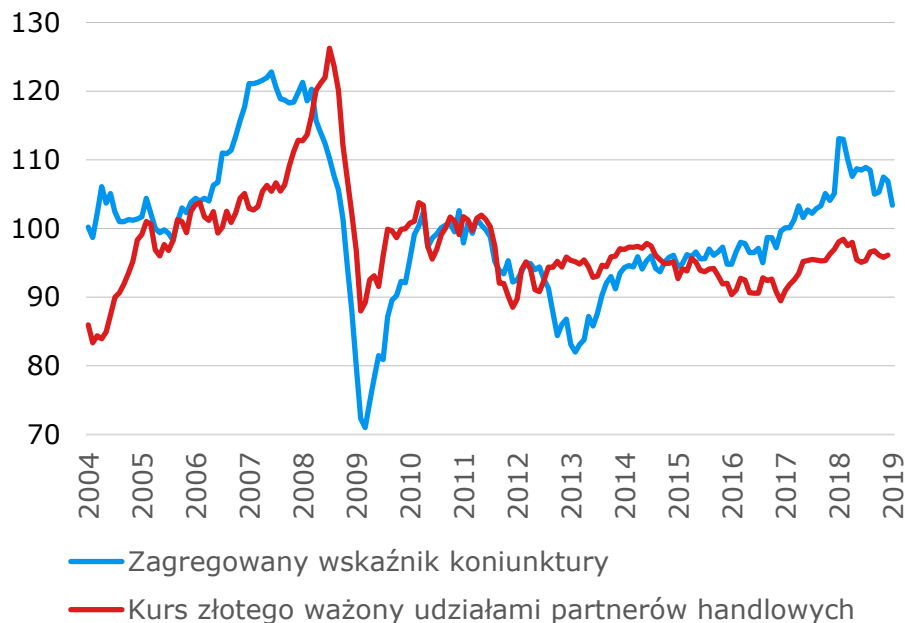
Źródło: Bloomberg

- ❖ RPP zasignalizowała możliwość braku zmian stóp procentowych do końca kadencji. Jest to naszym zdaniem realistyczny scenariusz.
- ❖ Powody: niska bieżąca inflacja i niska inflacja bazowa, przestrzelenie inflacji bazowej generowane przez większość standardowych modeli makroekonomicznych, spadkowa trajektoria PKB. Coraz większa niepewność dotycząca przyszłych ścieżek PKB w miarę zbliżania się do lat 2022, gdy wyczerpią się środki z obecnie realizowanej perspektywy finansowej UE.
- ❖ Ostatnie projekcje inflacji zostaną poddane korekcie w dół z uwagi na brak zmian energii elektrycznej.
- ❖ Uważamy, że cięcie stóp procentowych jest mało prawdopodobne (konceptcja *reversal rate* została mocno zinternalizowana w RPP). Rynek może je jednak wyceniać na fali obaw o wzrost globalny.
- ❖ **Obecnie rozważany przez nas scenariusz jest oczywisty dla rynków finansowych, jednak w miarę wzrostu inflacji taki już nie będzie. Wyceniane obecnie obniżki stóp są zapewne do cofnięcia. Brak zmian stóp w 2020 również.**

Polski rynek walutowy

Złoty słabszy, ale z tendencją do powrotu do przedziału 4,25-30.

Skokowe obniżenie wzrostu może skutkować słabszym złotym (stabilizator)



Źródło: GUS, BIS

- ❖ Złoty przez ostatnie lata stracił cykliczność. Zmienność złotego zamarła dodatkowo w ostatnich miesiącach (patrz wykres techniczny i range). Zdaniem aktywnych uczestników rynku, wynika to ze zmiany jego struktury z coraz większą liczbą systemów automatycznych, które bazują na modelu ograniczonej zmienności i maksymalizacji liczby transakcji na małych nominałach w celu minimalizacji wpływu realizacji zleceń na kurs.
- ❖ **W ujęciu ekonomicznym złoty jest stabilny, bo nie ma czego stabilizować.** Brakuje realnych szoków, a gospodarka jest zbilansowana zewnętrźnie (rachunek bieżący bliski zero) i wewnętrźnie (brak deficytu budżetowego, niska inflacja). Uważamy, że w momencie zmiany trajektorii PKB na początku 2019 roku złoty może się osłabić. Skala osłabienia nie będzie jednak duża (4,40), gdyż struktura rynku promuje strategie nastawione na replikację status quo, które naszym zdaniem można przełożyć na przedział zmienności kursu 4,25-30.

Czy zmienność wreszcie wzrośnie?

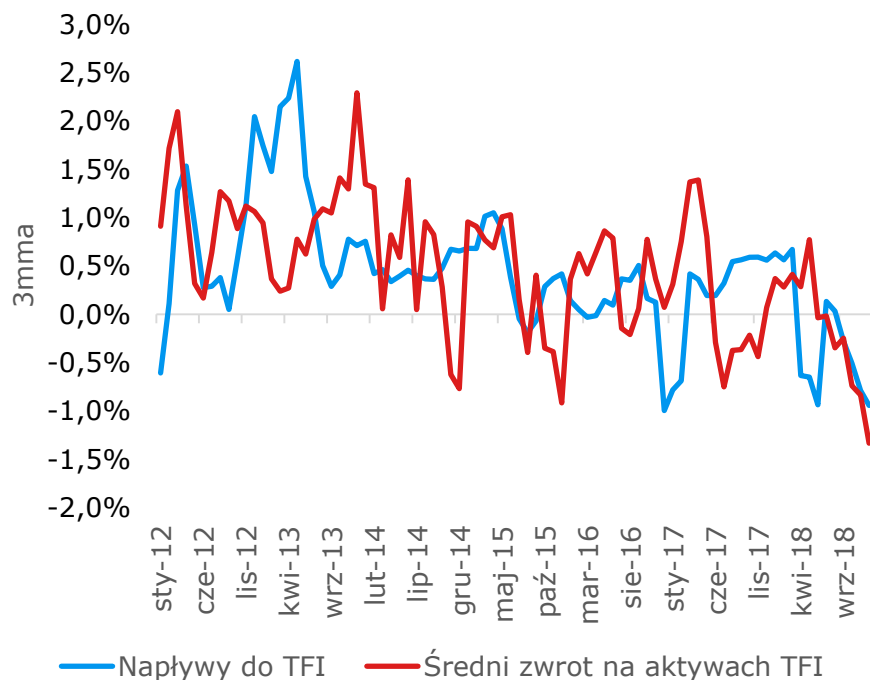


Źródło: Bloomberg

Agregaty monetarne

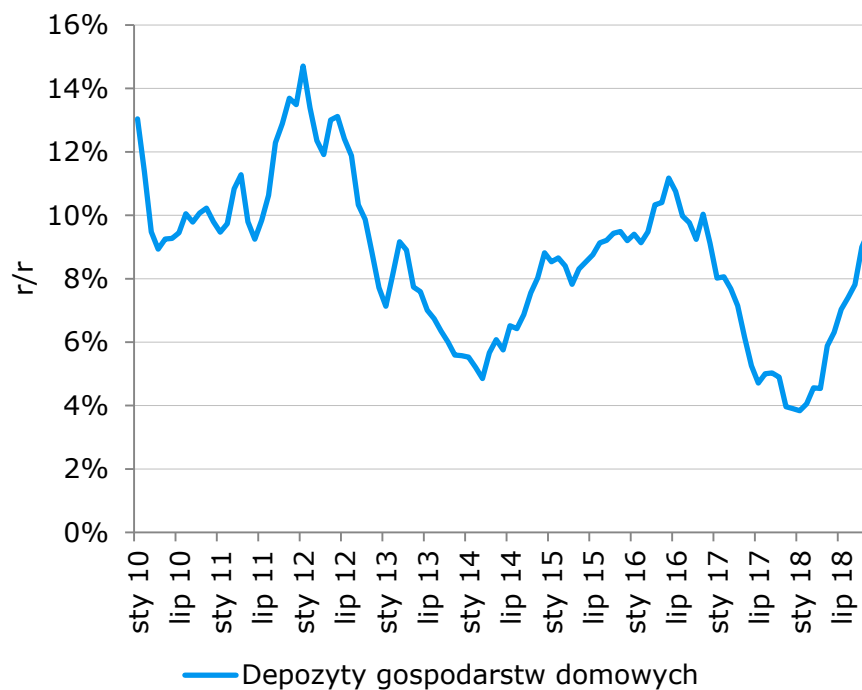
Depozyty gospodarstw domowych: wszędzie dobrze, ale na lokacie najlepiej

Nieatrakcyjne alternatywy dla lokat



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IZFiA

Szybki wzrost depozytów gospodarstw domowych

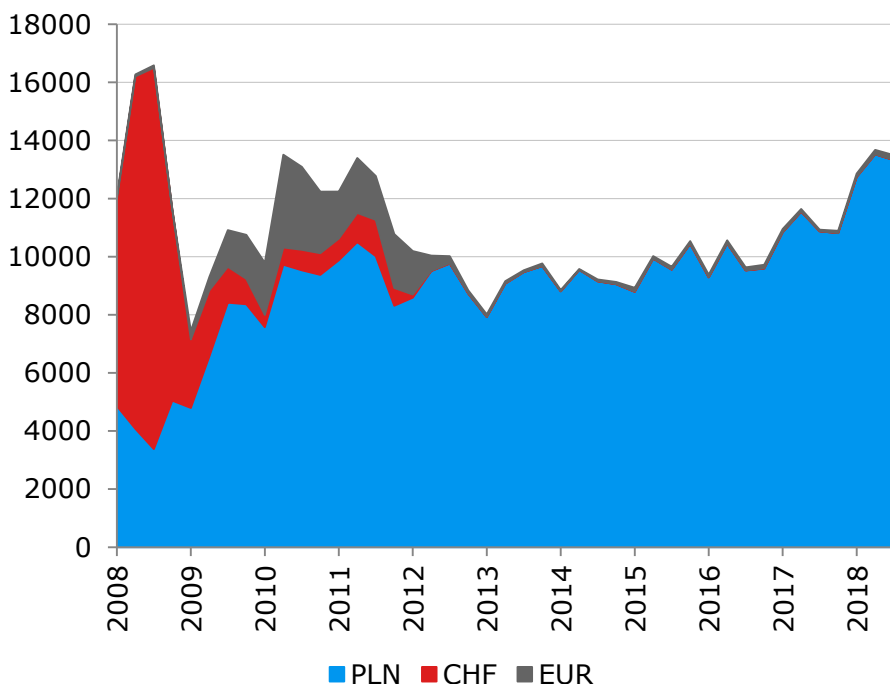


Źródło: NBP

- ❖ Dwa procesy będą wspierać dynamikę depozytów gospodarstw domowych:.. Konsekwencja to dynamiczny wzrost wartości depozytów. **odbudowa stopy oszczędności (wysokie płace i wolniej rosnąca konsumpcja) oraz rotacja aktywów z funduszy inwestycyjnych do depozytów bankowych i mieszkań**
- ❖ **Brak negatywnych skutków niskich stóp procentowych.** W istocie rzeczy, sektor bankowy pozostaje nadpłynny, a wskaźnik L/D (kredyty-depozyty) systematycznie spada. W 2019 roku bez zmian.
- ❖ Spodziewamy się utrzymania wysokiego wzrostu depozytów gospodarstw domowych w 2019 r. – powinien on sięgnąć 10% w połowie roku.

Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych osiągnęła prawdopodobnie szczyt. 2019 będzie nieznacznie gorszy od 2018.

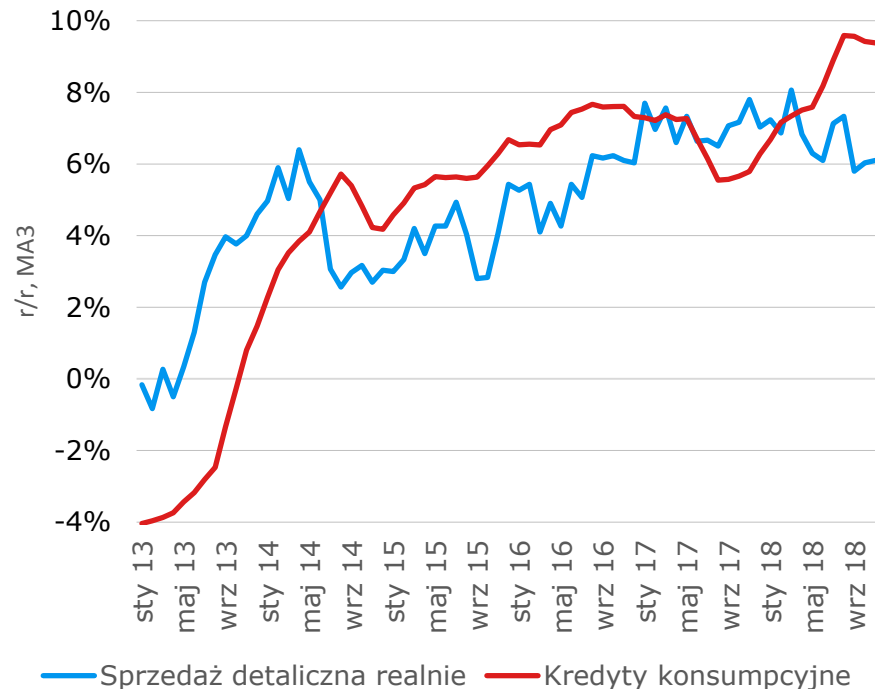
Rekordowa kreacja kredytu mieszkaniowego



Źródło: AMRON

- ❖ W kategoriach nominalnych, rok 2018 zamknie się jako rok największej produkcji kredytów mieszkaniowych w historii (w 2008 były lepsze kwartały, ale cały rok już nie). W najbliższych kwartałach dynamika rynku powinna spaść z uwagi na uruchomienie ograniczeń podaży na rynku nieruchomości, ale także efekty bazowe z poprzedniego roku, związane z dopłatami MdM, które w tym roku nie wystąpią. Strukturalnie wciąż jednak warunki są korzystne dla udzielania kredytów na nieruchomości. Wskaźnik kredytowej dostępności pozostaje bardzo wysoki a jego części składowe (min dynamika płac, stopy procentowe) zrównoważą wyższe ceny nieruchomości, nawet jeśli wzrosną o 5-7% rocznie.
- ❖ W 2018 roku solidną dynamikę notował również kredyt konsumencki. Jest on, co ciekawe, opóźnionym wskaźnikiem dla konsumpcji i osiąga największe dynamiki w momencie, gdy konsumpcja jest już na spadkowej ścieżce. **Najwyższe przyrosty kredytu konsumpcyjnego dopiero przed nami.**
- ❖ Rozpoczęty właśnie rok upłynie zatem pod znakiem spadającej dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych (ok. 7% r/r na koniec 2018 r., na koniec 2019 – 5% r/r).

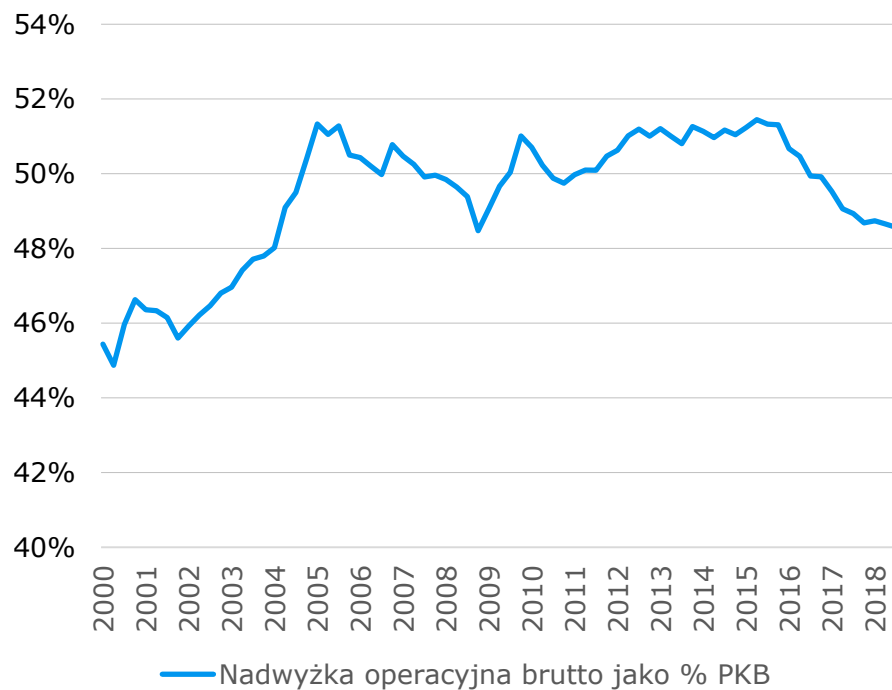
Kredyt konsumpcyjny to ostatnie tchnienie konsumpcji



Źródło: GUS, NBP

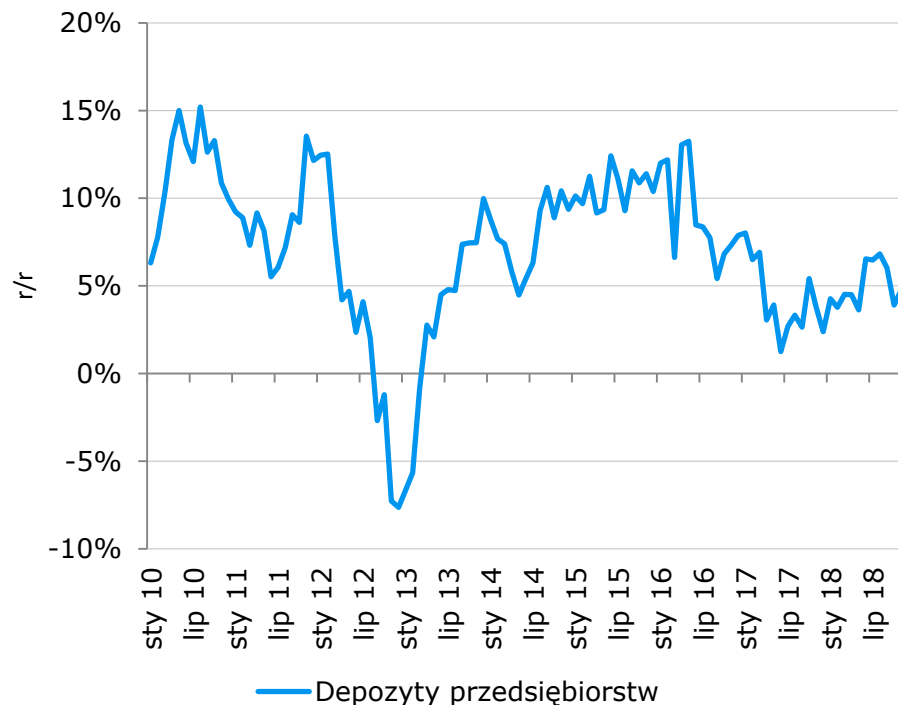
Depozyty przedsiębiorstw rosną powoli pomimo wysokiej dynamiki PKB

Strukturalna zmiana w gospodarce – niższe zyski



Źródło: Eurostat

Od 2016 niższa dynamika depozytów przedsiębiorstw

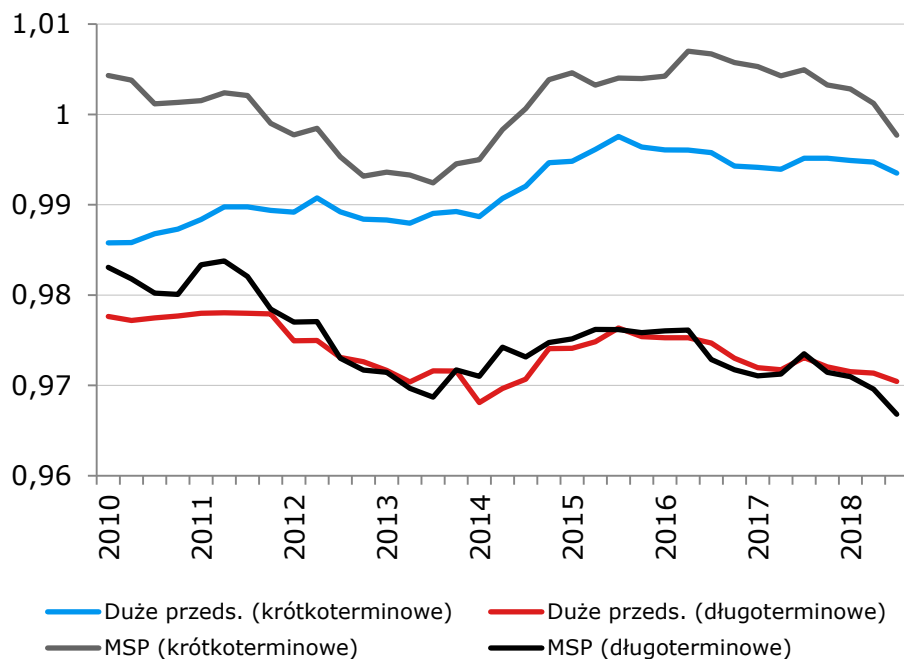


Źródło: GUS, NBP

- ❖ Uszczelnienie systemu podatkowego, pogorszenie wyników finansowych w części sektorów i strukturalne przesunięcie dochodu narodowego od przedsiębiorstw do pracowników przyczyniły się do istotnego obniżenia dynamiki depozytów przedsiębiorstw.
- ❖ W 2019 roku na tołoży się wolniejszy wzrost popytu zagregowanego. W konsekwencji, dynamika depozytów przedsiębiorstw pozostanie naszym zdaniem niska, ale stabilna. Realizacja scenariusza osłabienia złotego na początku roku może przejściowo ją podbić.
- ❖ Obecnie prognozujemy, że wartość depozytów przedsiębiorstw wzrośnie w 2019 r. o ok. 6% r/r.

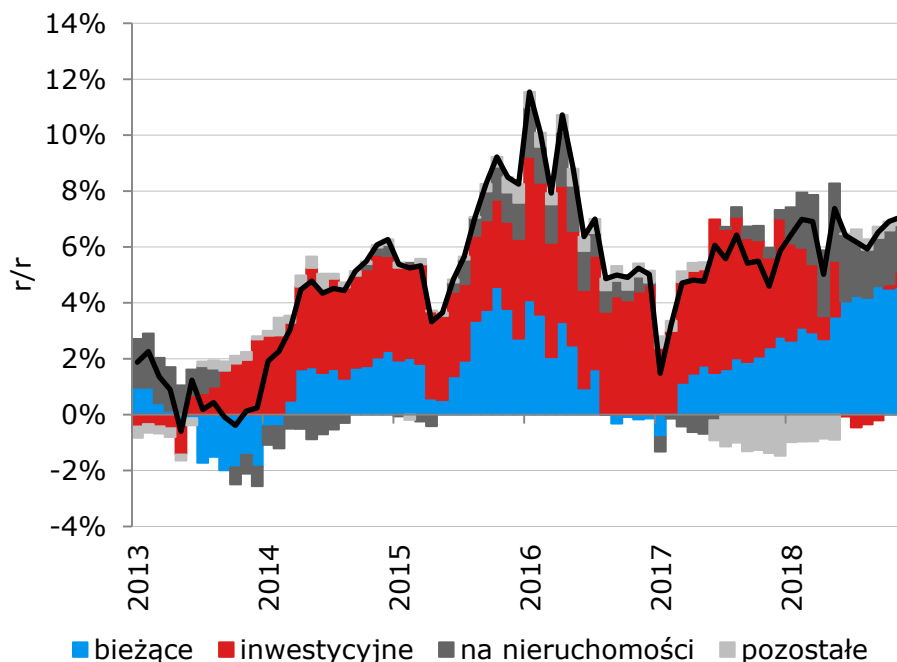
Kredyty dla przedsiębiorstw nie będą już przyspieszać

Silne zaostrenie warunków kredytów dla MŚP



Źródło: Eurostat

Rynek zdominowany przez kredyty obrotowe i bieżące



Źródło: GUS, NBP

- ❖ Dynamika kredytów inwestycyjnych niewiele mówi o inwestycjach, ale dynamika kredytów bieżących wiele mówi o zmianach płynności przedsiębiorstw niefinansowych (stąd większe zapotrzebowanie na kredyty obrotowe i bieżące w okresie wprowadzania zmian w systemie podatkowym).
- ❖ **Dynamika kredytów jest generalnie wysoko skorelowana z PKB i trajektoria tej zmiennej prognozowana na 2019 zapowiada umiarkowane spowolnienie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw. Z ok. 7% r/r na koniec 2018 r. do 5,5% r/r na koniec 2019 r..**

Aktualne prognozy mBanku

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PKB	%	1,4	3,3	3,8	3,0	4,8	5,1	3,7	3,3	2,9	2,7
Popyt krajowy	%	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,6	4,1	2,8	2,9	2,6
Inwestycje	%	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,9	8,0	4,5	3,0	3,0	2,8
Konsumpcja prywatna	%	0,3	2,6	3,0	3,9	4,9	4,6	3,5	3,0	2,5	2,3
Inflacja CPI (średnia)	%	0,9	-0,1	-0,9	-0,6	2,0	1,6	1,9	2,5	2,5	2,5
Inflacja CPI (na koniec roku)	%	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,5	2,5	2,5	2,5
USD/PLN (koniec roku)	%	3,02	3,54	3,92	4,19	3,48	3,74	3,66	3,54	3,43	3,32
USD/PLN (średnia)	%	3,18	3,23	3,82	3,92	3,70	3,65	3,75	3,59	3,47	3,36
EUR/PLN (koniec roku)	%	4,15	4,29	4,26	4,40	4,18	4,29	4,25	4,25	4,25	4,25
EUR/PLN (średnia)	%	4,22	4,20	4,19	4,33	4,24	4,29	4,29	4,25	4,25	4,25
CHF/PLN (koniec roku)	%	3,39	3,57	3,92	4,11	3,57	3,81	3,76	3,70	3,63	3,57
CHF/PLN (średnia)	%	3,45	3,47	3,94	3,99	3,79	3,73	3,83	3,72	3,66	3,59
LIBOR CHF 3M (średnia)	%	0,02	-0,01	-0,77	-0,75	-0,73	-0,73	-0,73	-0,24	0,79	1,35
LIBOR CHF 6M (średnia)	%	0,08	0,04	-0,71	-0,67	-0,65	-0,65	-0,61	-0,11	0,90	1,44
WIBOR 3M (średnia)	%	2,88	2,43	1,71	1,71	1,73	1,71	1,72	1,73	1,73	1,73
WIBOR 6M (średnia)	%	2,88	2,43	1,76	1,78	1,81	1,79	1,81	1,82	1,82	1,82
EURIBOR 3M (średnia)	%	0,24	0,17	-0,04	-0,29	-0,33	-0,32	-0,29	0,10	1,13	1,94
EURIBOR 6M (średnia)	%	0,27	0,24	0,03	-0,19	-0,30	-0,32	-0,17	0,24	1,23	2,04
USD LIBOR 3M (średnia)	%	0,26	0,24	0,37	0,78	1,37	2,46	3,04	3,25	3,06	2,13
USD LIBOR 6M (średnia)	%	0,39	0,34	0,56	1,10	1,55	2,61	3,19	3,35	3,07	2,13
Stopa repo NBP (koniec roku)	%	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Stopa bezrobocia (koniec roku)	%	13,4	11,4	9,8	8,2	6,6	5,9	5,4	4,9	4,8	4,7

Dokument sporządzony został w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z art. 83c Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o Obrocie Instrumentami Finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768 z późn. zm.). Dokument nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Dokument nie stanowi również doradztwa inwestycyjnego ani oferty w rozumieniu art. 66 § 1 Kodeksu cywilnego. Opracowanie sporządzone zostało w oparciu o najlepszą wiedzę autorów, popartą informacjami z wiarygodnych rynkowych źródeł. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie w dniu wydania materiału i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Kwantyfikacje wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego, pochodzą z serwisów informacyjnych (Reuters, Bloomberg) i mają charakter wyłącznie informacyjny.

Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.

Skrzynka pocztowa research@mbank.pl służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.