

Gospodarka i rynki w 2018 roku

Ernest Pytlarczyk
Marcin Mazurek
Piotr Bartkiewicz
Karol Klimas

16 stycznia 2018



Rozliczenie poprzedniego dokumentu (ze stycznia 2017 r.)

Gospodarka globalna

	Co przewidzieliśmy poprawnie	Błędne prognozy	Zaskoczenia
Chiny	Kontrola Partii nad gospodarką, gaszenie pożarów		
Stany Zjednoczone	Ograniczona realizacja programu prezydenta D.Trumpa Przyspieszenie wzrostu gospodarczego Powrót inwestycji Opóźnienia w pakiecie fiskalnym		
Europa	Problemy Merkel Mocny wzrost Wzrost inflacji bazowej	Niedoszacowanie kandydatów niemainstreamowych w wyborach w Europie	Wzrost powyżej 2%
Polityka pieniężna głównych banków centralnych	Marcowa podwyżka stóp Fed		
Globalne rynki długu, walut i surowców	Wyższe ceny żywności Stabilizacja cen ropy naftowej		

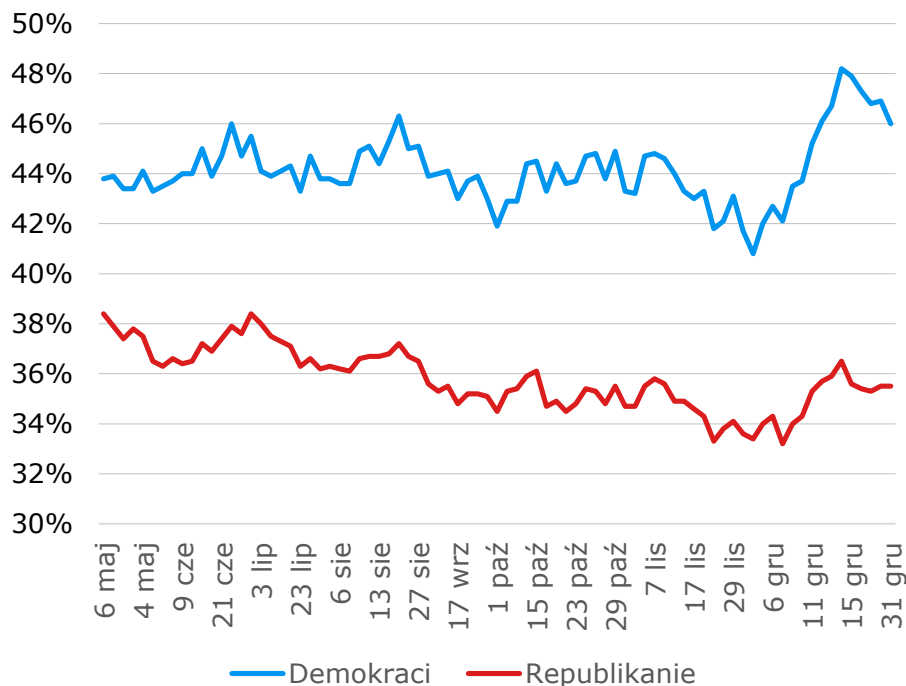
Gospodarka polska

	Co przewidzieliśmy poprawnie	Błędne prognozy	Zaskoczenia
Polityka	Deeskalacja ryzyk politycznych Udany sprawdzian M. Morawieckiego		Uruchomienie Art. 7
Koniunktura	Dalsze przyspieszenie płac Odbicie inwestycji publicznych	Spowolnienie konsumpcji w II połowie roku	Siła konsumpcji Słabość inwestycji w I połowie roku (w tym prywatnych) Wzrost powyżej 4% w całym roku
Inflacja	Przebiecie 2% przez inflację na początku roku Spadek inflacji w połowie roku		
Polityka fiskalna	Dobre wykonanie budżetu państwa	Wzrost deficytu sektora SFP	
Polityka pieniężna	Brak podwyżek stóp procentowych Łagodna retoryka RPP		
Rynek waluty i długu	Brak zmian ratingów Polski Aprecjacja złotego		

Gospodarka globalna

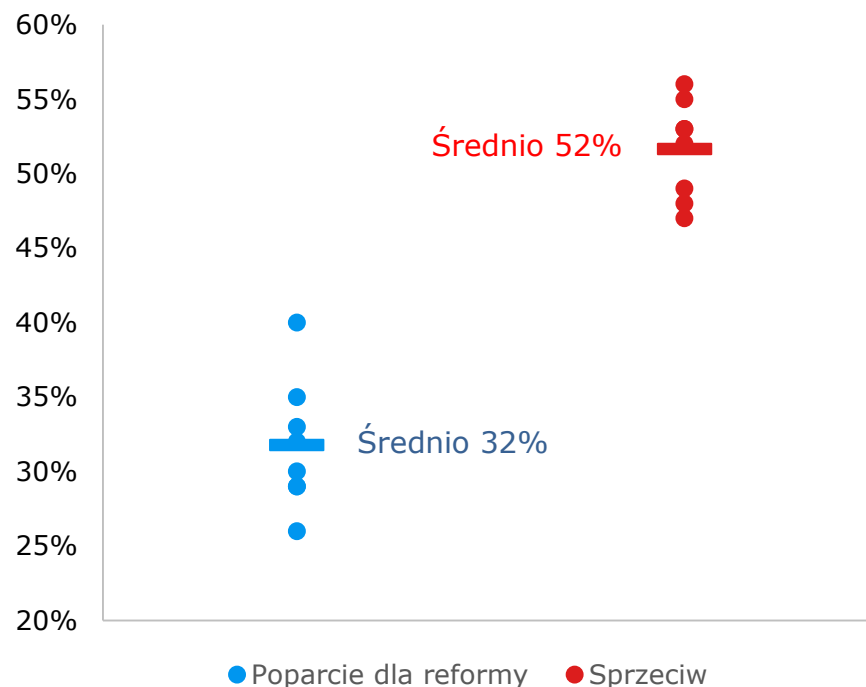
Stany Zjednoczone: Republikanie prawdopodobnie stracą niższą izbę, ale nie Senat.

Poparcie dla głównych partii



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych RealClearPolitics.com

Reforma podatkowa nie jest lubiana

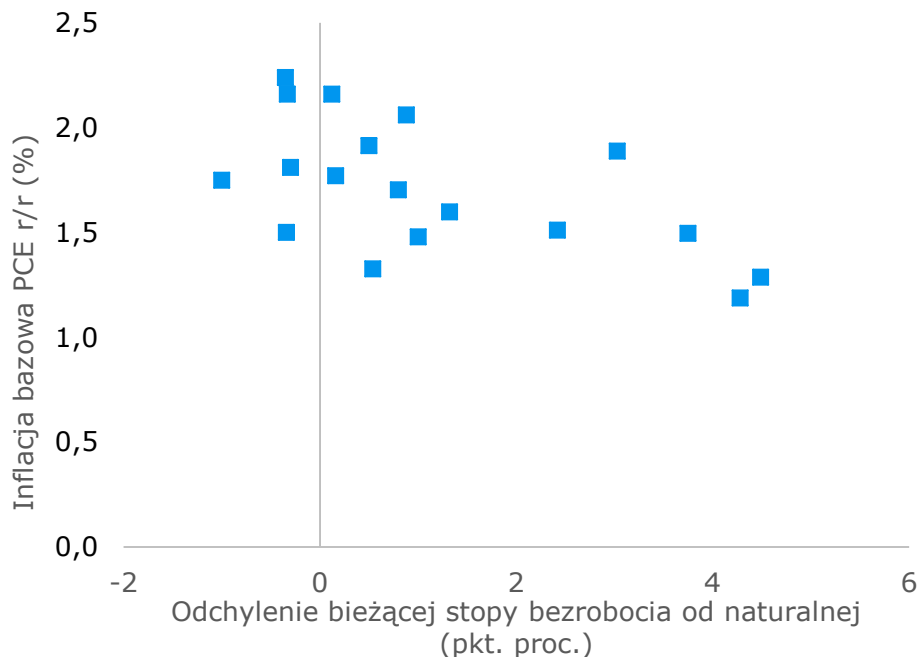


Źródło: opracowanie własne na podstawie sondaży z grudnia 2017 r.

- ❖ Po roku urzędowania rząd pod wyłączną kontrolą Republikanów ma kłopoty – na problemy z uchwaleniem kluczowych ustaw (za wyjątkiem podatkowej) nakłada się historycznie niska popularność prezydenta Trumpa i Partii Republikańskiej.
- ❖ 2018 jest rokiem wyborczym w USA – 6 listopada odbędą się wybory do Kongresu (do całej Izby Reprezentantów i 1/3 Senatu). Sondaże implikują wysokie prawdopodobieństwo utraty przez Republikanów niższej izby Kongresu (mapa wyborcza w Senacie wybitnie nie sprzyja Demokratom), bo oznaczałoby powrót politycznego klinca znanego z lat 2010-2016. Oznacza to utrzymanie polityki fiskalnej na predefiniowanym przez obowiązuje prawo kursie (tj. na stopniowy wzrost deficytu) oraz ograniczenie realizacji prezydenckiego programu do rzeczy możliwych do realizacji samodzielnie przez władzę wykonawczą.
- ❖ Należą do nich działania w sprawie handlu zagranicznego – w 2018 r. można spodziewać się handlowych potyczek między Stanami Zjednoczonymi, a Chinami. Najprawdopodobniej będą one miały postać sektorowych obostrzeń (stal, aluminium, panele słoneczne) i spotkają się z odpowiedzią Chin. To będzie generować negatywne *headlines*.
- ❖ Śledztwo Muellera trwa. Impeachment wymaga 66 głosów w Senacie, a więc przeprowadzenie go będzie trudne.

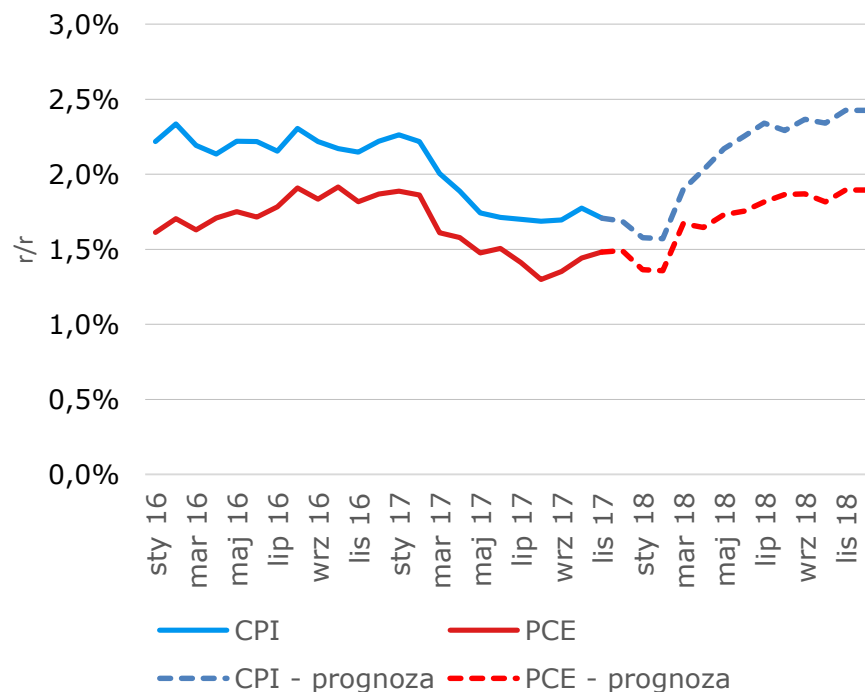
Stany Zjednoczone: Czekamy na inflację i efekty pakietu fiskalnego.

Krzywa Philipsa oczywiście płaska - nie znaczy to, że nie działa



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BLS

Efekty bazowe z 2017 roku podbijają inflację

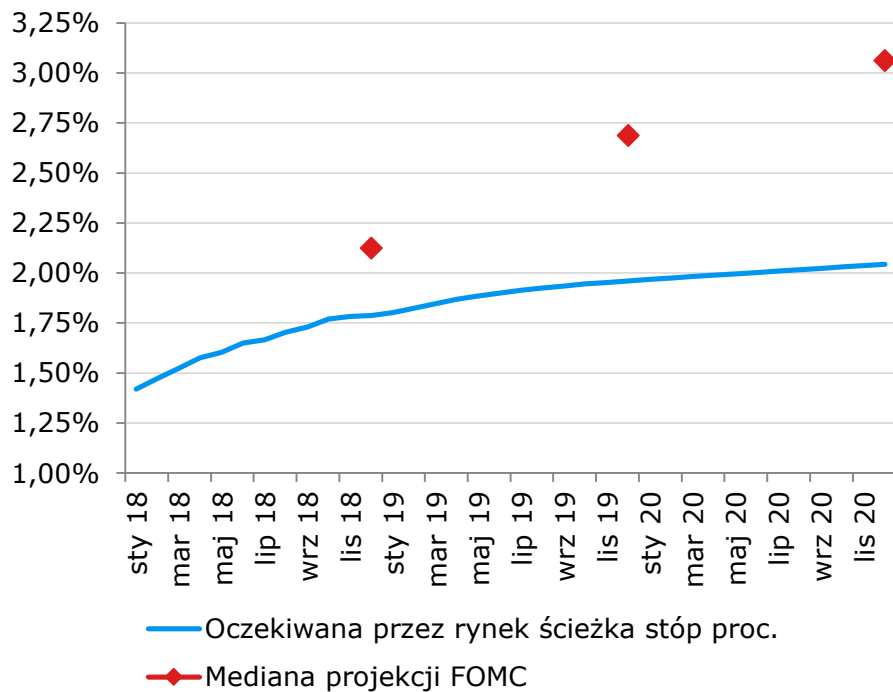


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BLS, prognoza własna

- ❖ Gospodarka amerykańska jest już na tyle zaawansowana w cyklu koniunkturalnym, że niektórzy inwestorzy zaczynają obstawiać rychłe spowolnienie. Póki co to tylko wnioskowanie oparte na długości cyklu. Gospodarka ma jeszcze rezerwy w postaci mocy produkcyjnych, zarówno po stronie kapitału (vide wykorzystanie mocy w przemyśle – wysoko, ale znacznie poniżej poprzednich górów) i siły roboczej (U-6 wciąż relatywnie wysoko; dużo osób może powrócić do podaży pracy) a popyt jest silny. Nie ma nierównowag wewnętrznych. Pakiet fiskalny ma szansę jeszcze popchnąć fazę wzrostową cyklu w 2018 roku. Spodziewamy się podobnej dynamiki PKB co w 2017. Efekty podażowe pakietu (wpływ na podaż pracy i kapitału) to jego główna niewiadoma i generator ryzyka w górę dla (bezinflacyjnego?) wzrostu PKB.
- ❖ W tym stanie gospodarka generuje jedynie umiarkowane napięcia inflacyjne, co pokazuje płaska krzywa Phillipsa. Normalizacja inflacji po dziwnych efektach jednorazowych z 2017 roku może jednak sprawiać wrażenie, że krzywa Phillipsa skręca gwałtownie w górę poniżej poziomu NAIRU. To powinno stymulować inflację powyżej poziomu z 2017 roku. Punkt odniesienia dla oczekiwań ustawiony jest nisko, a więc nawet mały wzrost może zostać odczytany jako powrót inflacji.

Stany Zjednoczone: Fed na autopilocie (co najmniej 3 podwyżki w tym roku).

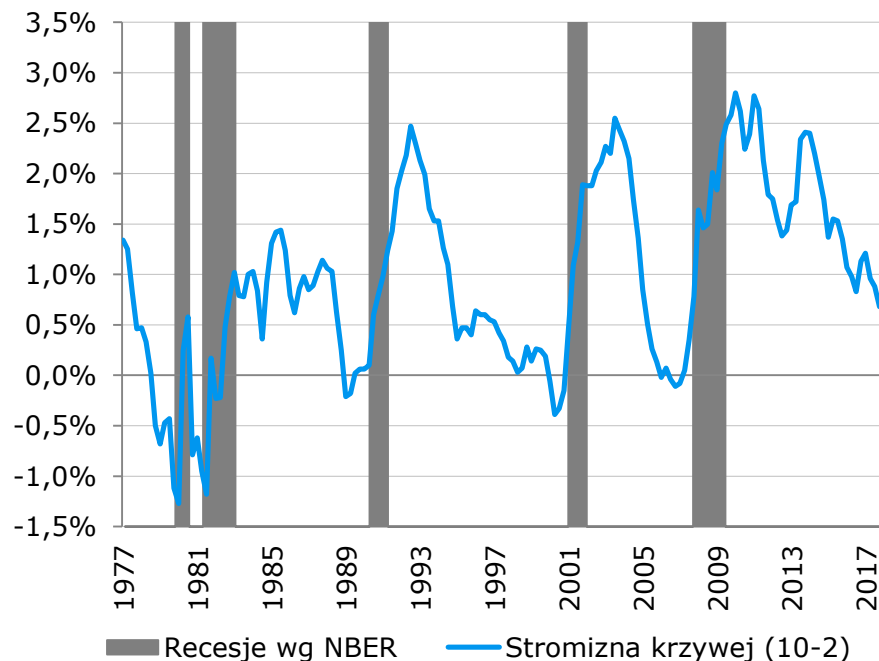
Rynek (jak zwykle) nie wierzy Fed...



Źródło: Bloomberg, materiały FOMC

- ❖ Zakład o Fed jest zakładem o inflację.
- ❖ Obstawiamy co najmniej 3 podwyżki w tym roku, czyli więcej niż wynika z „kropek”. Wcale nie jest to oczywisty zakład, ani konsensus, bo rynek wycenia 2 podwyżki i przez lata pozostawał poniżej projekcji FOMC (mając rację).
- ❖ Kompozycja Fed zmienia się na bardziej jastrzębią, co przy dalszym zacieśnieniu rynku pracy, normalizacji inflacji oraz silnym momentum w gospodarce powinno się zamienić w przynajmniej w podobną ilość podwyżek jak w 2017 roku. Najbardziej jastrzębi członkowie zakładają 3-4 podwyżki. Scenariusz 4 podwyżek to scenariusz silnie przyspieszającej inflacji.
- ❖ Dyskusja o zmianie celu inflacyjnego na poziom cen jest interesującym smaczkim dyskusji na łamach FOMC, natomiast we wzrostowej fazie cyklu oraz przy bardziej jastrzębim składzie FOMC ma małe szanse, aby stać się narracją wiodącą i w konsekwencji prowadzić do realnej zmiany celu Fed już teraz. Jest to natomiast ciekawy element uzupełniający bieżące instrumentarium (stopy + QE) w kolejnej recesji, kiedy wystąpi potrzeba komunikacji trwale bardziej gołębiej polityki pieniężnej. Wtedy samo przejście z celu inflacyjnego na poziom cen będzie miało znaczenie.

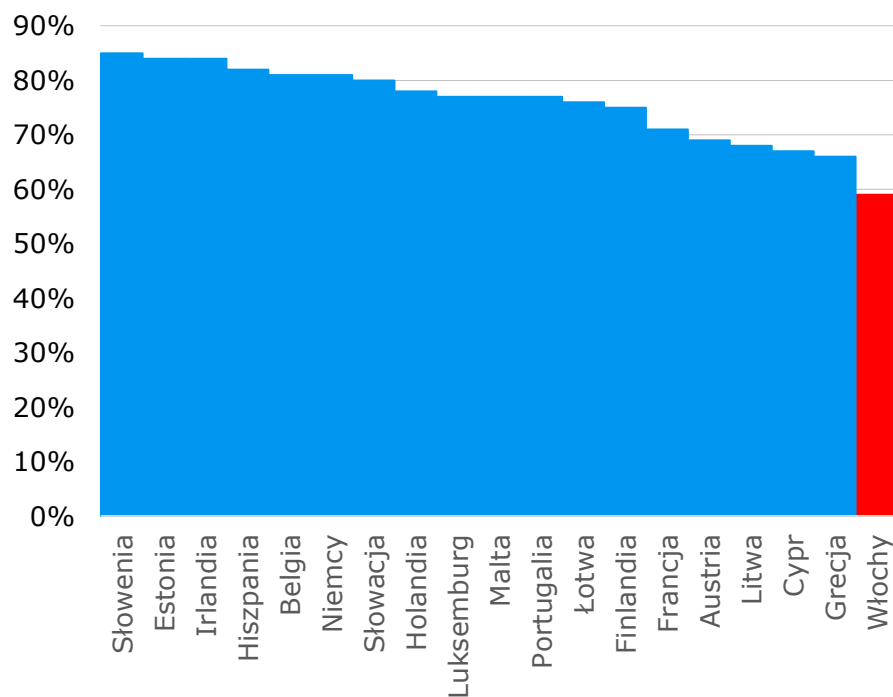
i jednocześnie spodziewa się rychłej recesji



Źródło: FRED

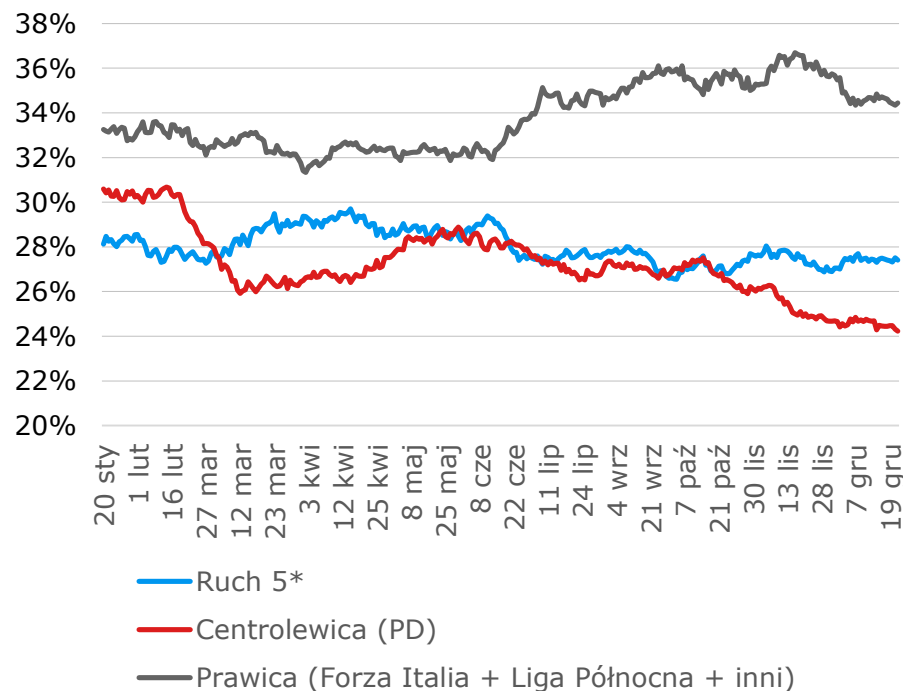
Europa: Polityka to największy „słoń w pokoju”.

Poparcie dla euro w krajach Eurolandu



Źródło: opracowanie własne na podstawie Eurobarometru (listopad 2017)

Sondaże wyborcze we Włoszech od początku 2017 r.

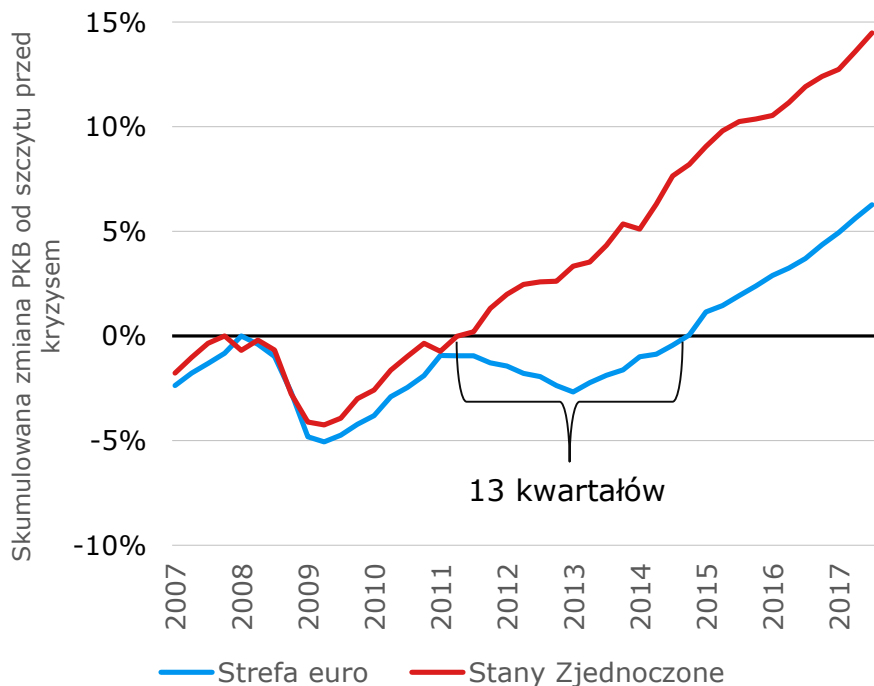


Źródło: Wikipedia

- ❖ W 2017 r. ryzyka polityczne zrealizowały się tylko w niewielkim stopniu: pozycja kanclerz Merkel osłabła, a negocjacje w sprawie nowego rządu trwają rekordowo (jak na Niemcy) długo. Partie i kandydaci populistyczni w Holandii i Francji osiągnęli wręcz wyniki słabsze od oczekiwań.
- ❖ Euromaraton wyborczy jednak się nie skończył. 4 marca odbędą się wybory parlamentarne we Włoszech. Wszystko wskazuje na to, że zwycięży w nich koalicja partii prawicowych lub ugrupowanie protestu, Ruch Pięciu Gwiazd.
- ❖ W kampanii kwestia opuszczania strefy euro przez Włochy jest łagodzona. Na pierwszym miejscu jest problem uchodźców. Możliwe scenariusze powyborcze wciąż jednak mogą zawierać referendum w sprawie euro (we Włoszech pogląd kontestujący wspólną walutę to mainstream). Będzie to przyczynek do kolejnej rynkowej gry na rozkład UE. Klasyczne ryzyko z ogona rozkładu.

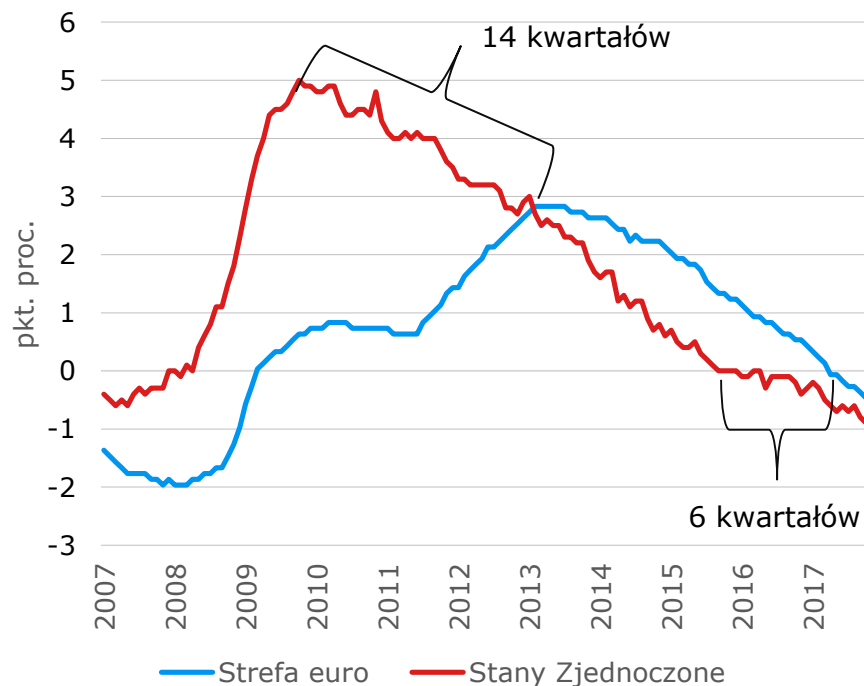
Europa: Świetna koniunktura się utrzyma.

Realny PKB – zmiana od przedkryzysowego szczytu



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu i BEA

Stopa bezrobocia – odchylenie od przedkryzysowej średniej

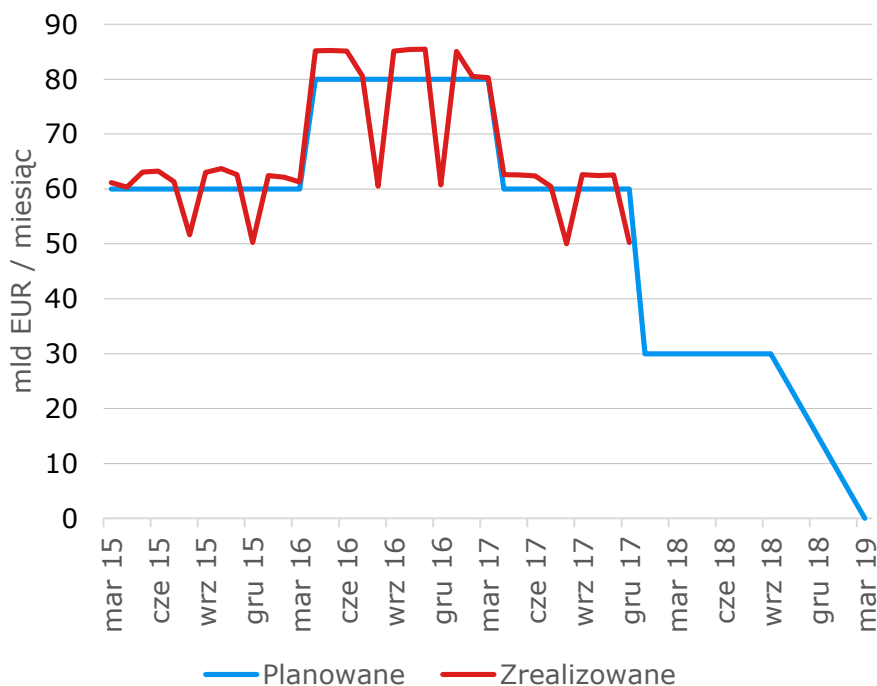


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu i BLS

- ❖ Biorąc pod uwagę pozycję cykliczną, strefa euro jest w miejscu, w którym Stany Zjednoczone znajdowały się 2-3 lata temu. Czynniki hamujące wzrost wygasły, PKB istotnie przyspieszył i rośnie powyżej potencjału, stopa bezrobocia dopiero niedawno wróciła do przedkryzysowej średniej. Wzrost nie zostanie zdławiony przez czynniki podażowe – tych jest pod dostatkiem.
- ❖ Obecnie gospodarka strefy euro jest napędzana przez trzy silniki: konsumpcję (stały element w tej fazie ekspansji dopalany sytuacją na rynku pracy), inwestycje (coraz większa rola) i eksport. Rola tego ostatniego wynika z większej (niż w przypadku USA) ekspozycji na ożywienie w gospodarce światowej (w tym rosnącą gospodarkę chińską).
- ❖ Ekspansja będzie w 2018 roku kontynuowana. Wydaje się, że fala rewizji prognoz wzrostu na ten rok nie zakończyła się.
- ❖ Bez zewnętrznego, negatywnego szoku strefa euro ma przed sobą lata wzrostu gospodarczego.

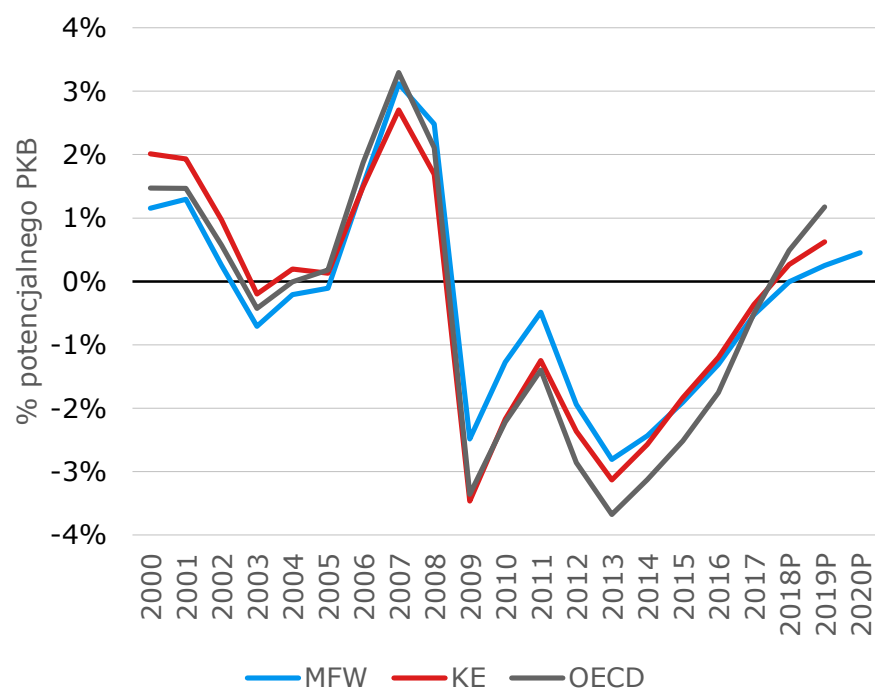
Europa: Europejski Bank Centralny może zaskoczyć jastrzębią retoryką.

Miesięczne zakupy netto aktywów przez EBC



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

Szacunki luki popytowej w strefie euro

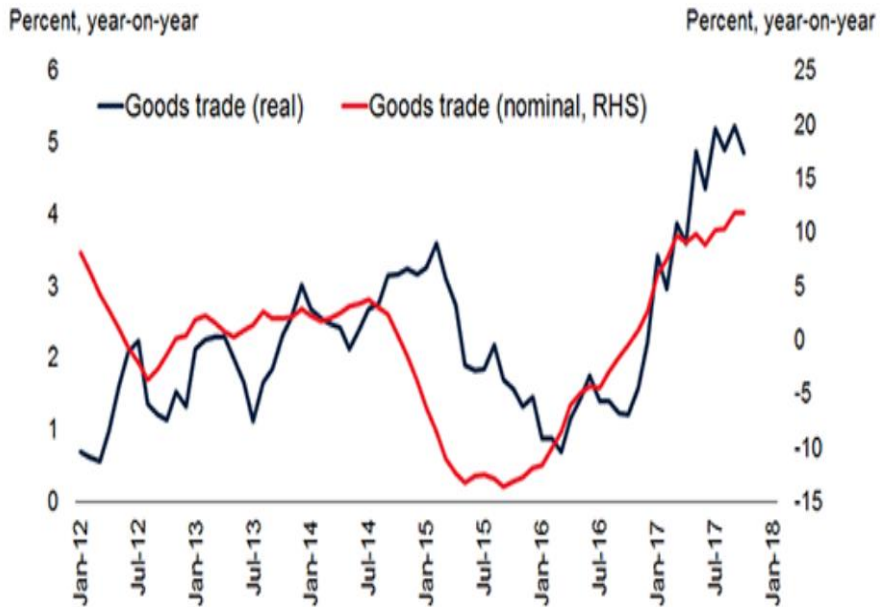


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFV, AMECO i OECD

- ❖ Według wszelkich dostępnych szacunków, strefa euro funkcjonuje jeszcze z otwartą luką popytową. To póki co nie pozwala na obstawienie wysokiej inflacji bez szokowych efektów zewnętrznych. Wpływa to na konsensus zakładający gradualne wzrosty inflacji oraz kroczącą, aczkolwiek bardzo ostrożną normalizację polityki pieniężnej.
- ❖ Uważamy, że w kolejnych miesiącach EBC rozpocznie przygotowaniu rynków do dalszego ograniczenia zakupów papierów w ramach QE do zera (taper). Bilans EBC przestanie rosnąć w 2019 roku. To nieco bardziej agresywny scenariusz niż rynkowy.
- ❖ Czynniki ryzyka rozkładają się na korzyść bardziej jastrzębiego EBC. Przy bieżącym wzroście gospodarka może szybko domknąć lukę PKB, a przełożenie na inflację bazową nie musi być wtedy liniowe (nagłe dostosowanie oczekiwań inflacyjnych i duże przyspieszenie inflacji). Bieżące zakłady rynkowe oparte są na bardzo łagodnej ścieżce wzrostu cen. W takim scenariuszu EBC podniesie stopy w 2019 roku.
- ❖ Jeśli tempo wzrostów EURUSD utrzyma się, ścieżka inflacji (także bazowej) ulegnie solidnemu wypłaszczeniu i zakłady na podwyżki stóp nie zrealizują się. Nie jest to nasz scenariusz bazowy.

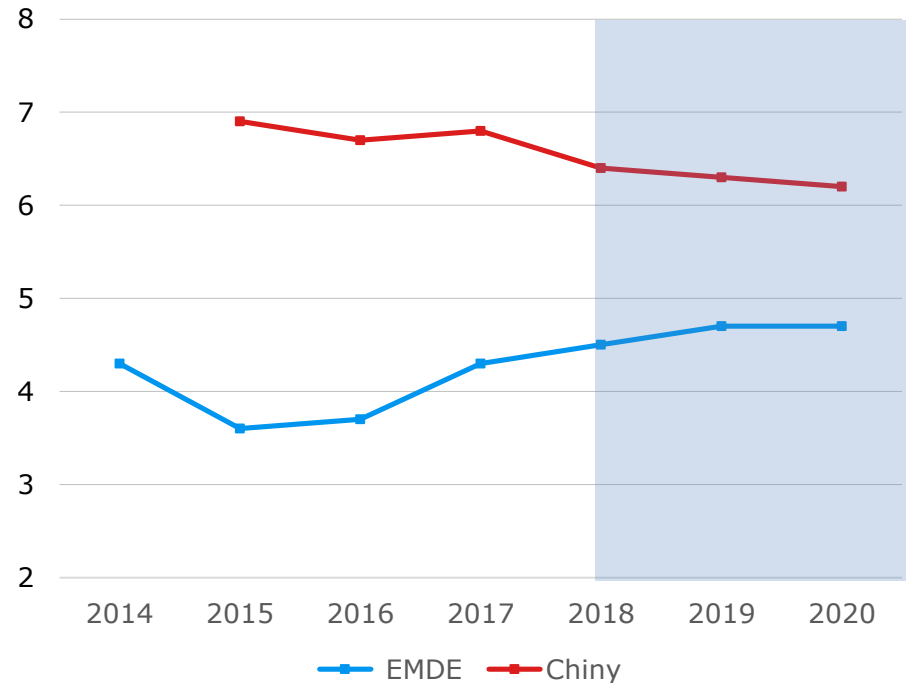
Handel światowy i wzrost w EM przyspieszają.

Światowy handel wyraźnie przyspiesza



Źródło: Bank Światowy

Całe uniwersum EM powinno rosnać szybciej



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego

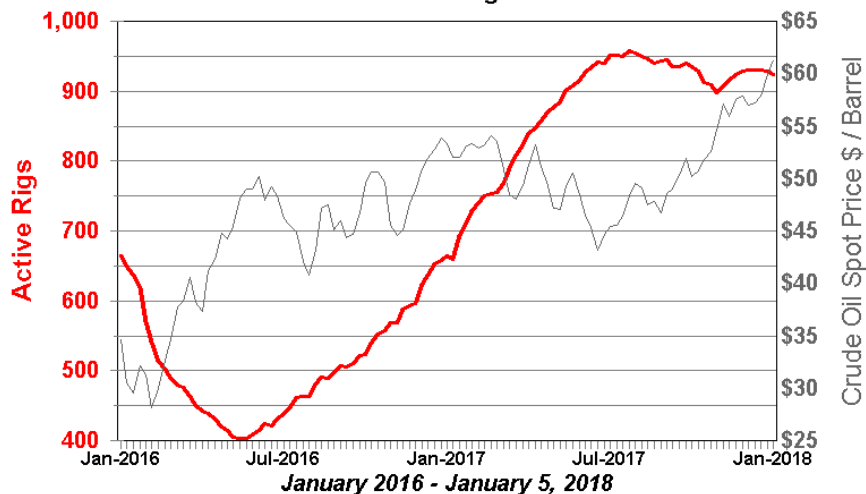
- ❖ W końcu wyższe ceny surowców, triumfalny powrót globalnego handlu oraz jeszcze niskie stopy procentowe sugerują, że globalny cykl inwestycyjny osiągnął (wreszcie) twarde dno. To powinno podtrzymywać globalne ożywienie (a później poprawiać bilans popytowo-podażowy i zmniejszać napięcia inflacyjne). Obecny silny popyt powinien skutkować przyspieszeniem inflacji.
- ❖ Gospodarka chińska, po okresie stymulacji inwestycjami z 2017 roku znów powoli zwalnia i będzie zwalniać, dalej się równoważąc. Oczekujemy, jak co roku, rządowo kontrolowanego równoważenia i stopniowego spuszczenia powietrza z baniek finansowych. Oczywiście ich pęknięcia będą one czynnikami ryzyka z ogona rozkładu – jak co roku.
- ❖ Po okresie przyspieszenia, ceny producentów w gospodarce chińskiej zwalniają, czemu sprzyja także mocniejszy juan. Zniesienie ceł importowych powinno wspierać ten proces i jednocześnie prowadzić do ożywienia globalnego popytu. Tym krokiem Chiny przybliżają się do roli globalnego konsumenta, a nie eksportera. Powinno być to jeszcze bardziej widoczne na rachunku bieżącym.

Globalne rynki finansowe

Rynki: Surowce i trendy inflacyjne – wzrosty cen ropy, spadki cen żywności.

6-9 miesięczne opóźnienie pomiędzy ceną ropy a liczbą wiertni.

U. S. Rotary Rig Count
Total Active Rigs

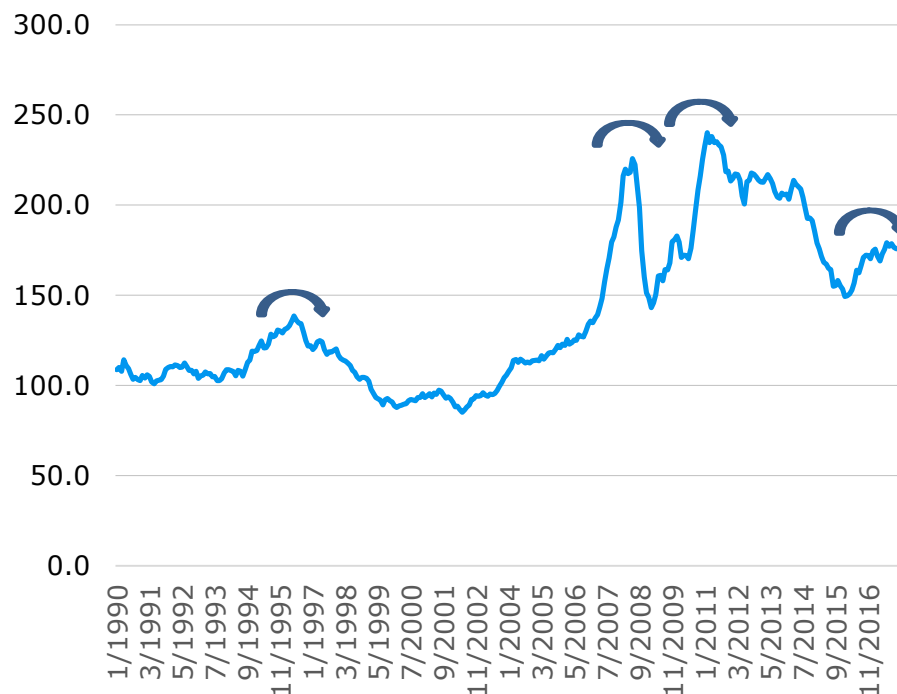


January 2016 - January 5, 2018

WTRG Economics ©2018
Sources: Baker-Hughes, Energy Information Administration (DOE), WTRG Economics
www.wtrg.com
(479) 293-4081

Źródło: WTRG Economics

Lokalna górką na cenach żywności (indeks FAO)

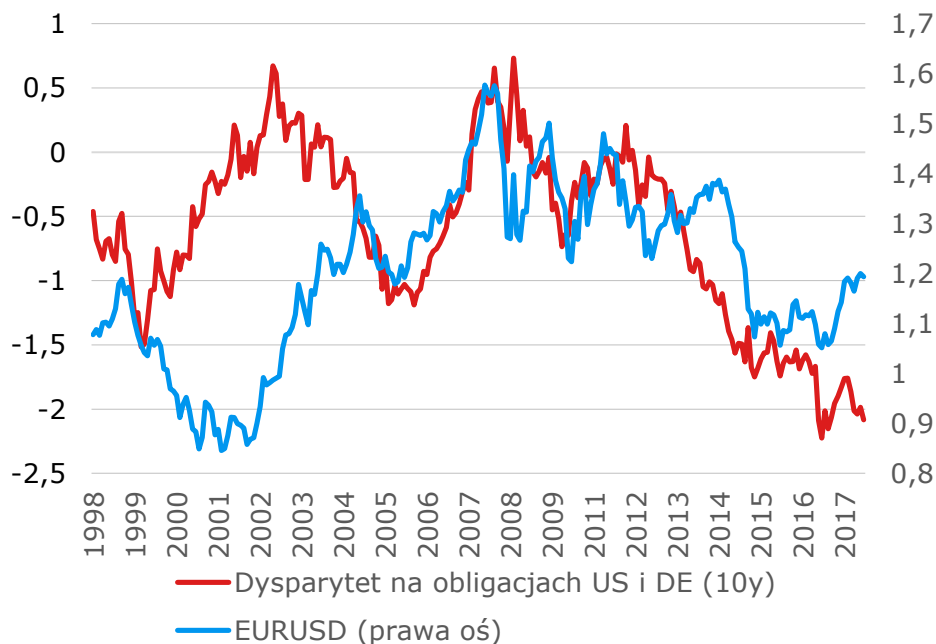


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych FAO

- ❖ Popyt na ropę w 2018 roku wyższy. W krótkim terminie zmniejszenie zapasów. Zobowiązanie OPEC do cięcia produkcji obowiązuje do września 2018. Liczba wiertni może obecnie reagować na ceny ropy z nieco większym opóźnieniem z uwagi na zagospodarowanie najlepszych i najprostszymi technologicznie złóż (także zagospodarowanie „starego kapitału”). Dalsze, umiarkowane (10-15%) wzrosty cen ropy naftowej w tym roku.
- ❖ Indeks cen żywności na lokalnej górkę. Historycznie zatrzymanie wzrostów implikowało fazę stabilizacji, bądź spadków. Możemy spodziewać się korekty cen mięs i nabiału. Z kolei ceny olejów oraz zbóż już się skorygowały. W kontekście dynamicznym kolejne miesiące będą pod wpływem wysokiej bazy odniesienia. Ceny żywności będą temperować wzrosty inflacji w 2018 roku.

Rynki: EURUSD – trend jest wzrostowy.

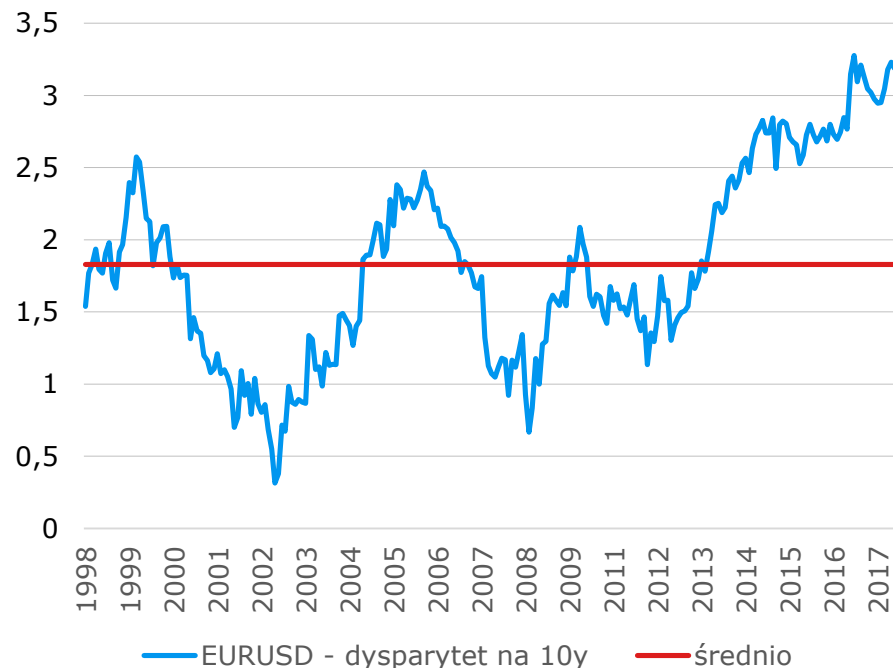
EURUSD i dysparytet stóp na rentownościach obligacji (2 i 10lat wyglądają podobnie).



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

- ❖ Porównanie na jednym wykresie dysparytetu z kursem EURUSD nie wygląda dramatycznie (kwestia nakładania wykresów), ale EURUSD jest historycznie przewartościowany względem dysparytetu stóp (patrz prawy wykres). Łącznie z pozycjonowaniem traktowane to jest jako przesłanka do korekty kursu.
- ❖ EURUSD może na początku roku utracić część premii politycznej, którą zyskał po korzystnych wynikach wyborów w 2017 roku. Wybory we Włoszech stanowią dużą niewiadomą i mogą stanowić pretekst dla rynku pretekst do korekty.
- ❖ Nie spodziewamy się jednak, że będzie to korekta głęboka (w zasięgu 1,15-1,16), gdyż strefa euro będzie w najbliższym czasie rosła szybciej niż USA, a inwestorzy pozostają bardziej sceptyczni odnośnie możliwości szybszych wzrostów stóp procentowych w EUR niż w USA. Naszym zdaniem ryzyka dla stóp układają się dokładnie odwrotnie. Z tego powodu uważamy, że w 2018 roku EURUSD będzie notowany średnio wyżej niż w 2017 roku.
- ❖ Czynnikiem negatywnym dla USD będą kontrowersyjne szacunki wzrostu generowanego przez reformę podatkową, zawiązujące dochody i jednocześnie zwiększające deficyt budżetowy i ten na rachunku bieżącym oraz możliwe niekorzystne wyniki śledztwa Muellera w USA generujące *headlines* i coraz bardziej istotne po wyborach uzupełniających do Kongresu.

Odchylenie od dysparytetu: inna prezentacja.

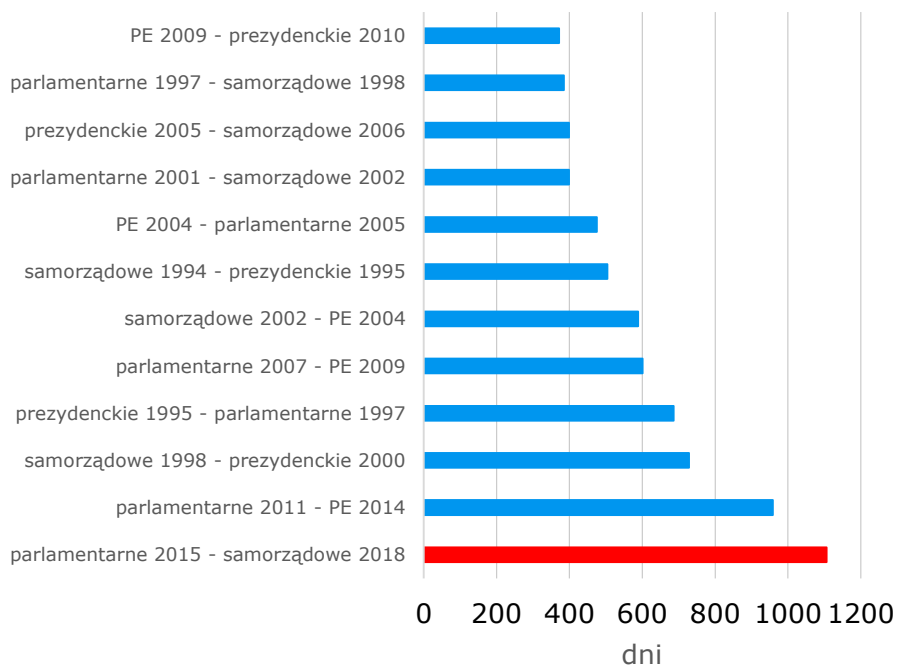


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

Polska gospodarka

2018 rokiem wyborczym. Nie widzimy rewolucji na scenie politycznej.

Długie wakacje od polityki (odstęp między wyborami)



Źródło: opracowanie własne

Wysokie poparcie dla partii rządzącej

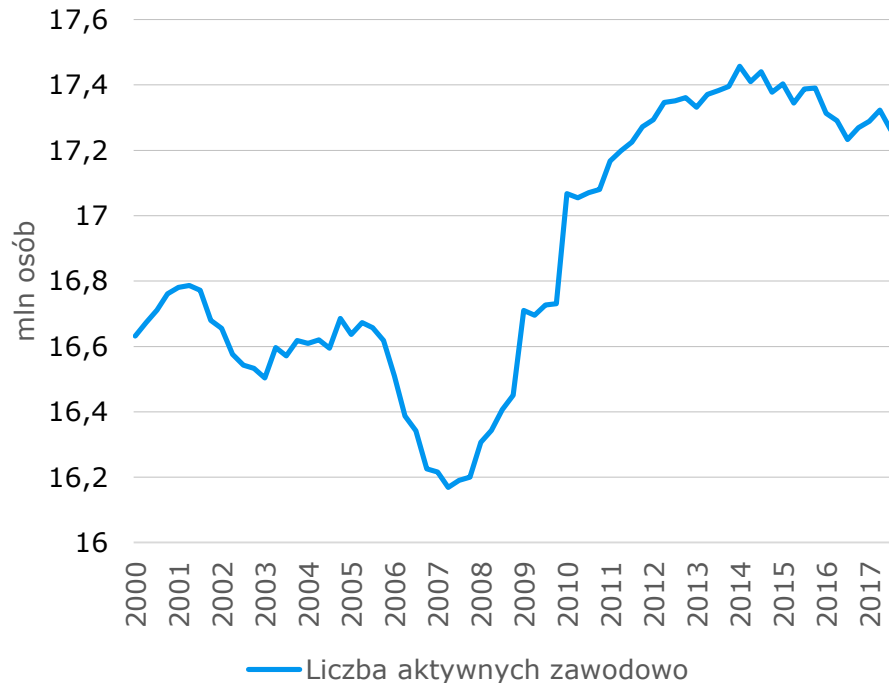


Źródło: opracowanie własne na podstawie sondaży ogólnopolskich CATI i CAPI

- ❖ W 2018 r., wyborami samorządowymi, zakończy się najdłuższy w ostatnich 25 latach okres bez wyborów ogólnopolskich (wyborów uzupełniających nie liczymy). Będzie to pierwszy realny test wyborczy dla wszystkich partii politycznych.
- ❖ Wybory samorządowe mają swoją specyfikę (bardzo duża rola lokalnych komitetów i kandydatów niezależnych, gorszy wynik dużych partii w wyborach do sejmików) i składają się de facto z kilkuset niezależnych od siebie wyścigów wyborczych.
- ❖ Kto mógłby zostać uznany za zwycięzcę wyborów samorządowych? Kluczowe pozostają wyniki wyborów do sejmików jako najbardziej porównywalne z wyborami parlamentarnymi. Jako barometr nastrojów i zdolności PiS do przesuwania się w stronę politycznego centrum można dodatkowo postrzegać niektóre z dużych miast, w których wynik wyborów jest niepewny (Radom, Lublin, Poznań, Wrocław).
- ❖ Nasz scenariusz to dalsza stabilizacja sytuacji, dobry wyniki PiS w wyborach samorządowych i brak eskalacji ryzyk politycznych (dla inwestorów oznacza to brak oczekiwania licytacji na obietnice socjalne i ograniczenie ryzyka kredytowego kraju).

Rynek pracy wreszcie rynkiem pracownika.

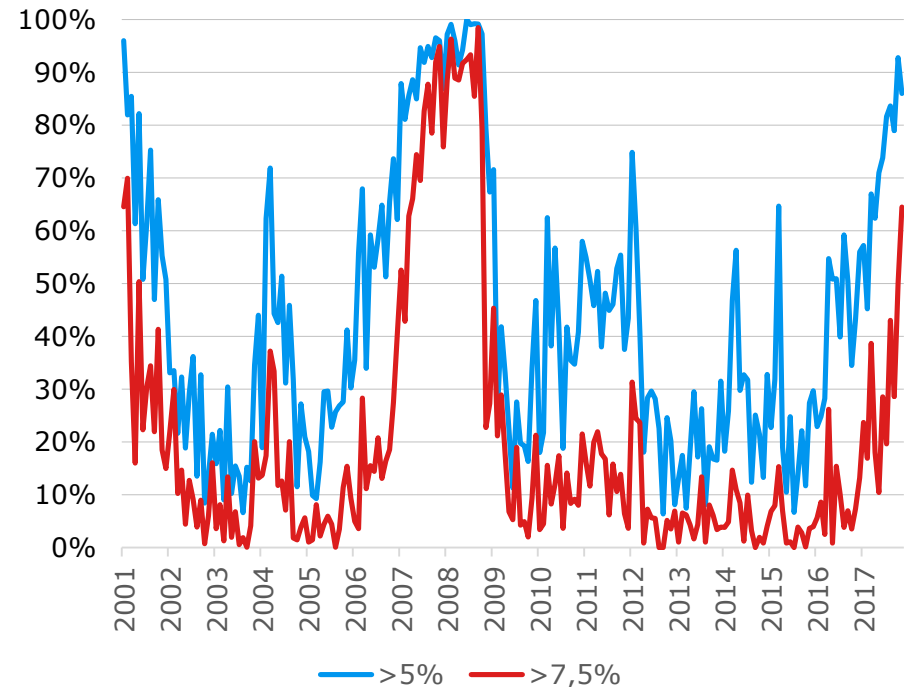
Koniec wzrostów aktywności zawodowej



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

- ❖ Na rynku pracy kontynuacja zarysowanych w 2017 roku tendencji. Stale rosnący popyt na pracę zderza się z malejącą podażą pracy – napływ pracowników z Ukrainy i silny wzrost aktywności ekonomicznej w starszych grupach wieku były w stanie jedynie złagodzić te napięcia. Odsetek przedsiębiorstw zgłaszających problemy ze znalezieniem pracowników jest coraz bardziej rekordowy. Na horyzoncie nie widać czynnika, który mógłby to zmienić.
- ❖ Konsekwencją tego jest wzrost płac – coraz szybszy i coraz szerszy (dotykający wielu sektorów). W 2018 roku dynamika wynagrodzeń powinna sięgnąć nawet 10%.

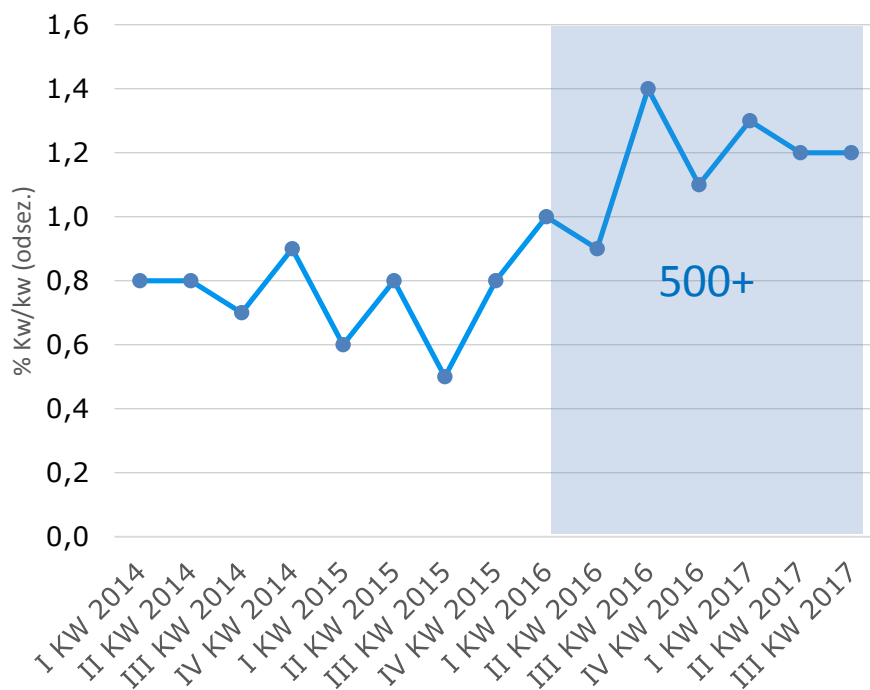
% sektora przedsiębiorstw odnotowujący wzrost płac o danej skali



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

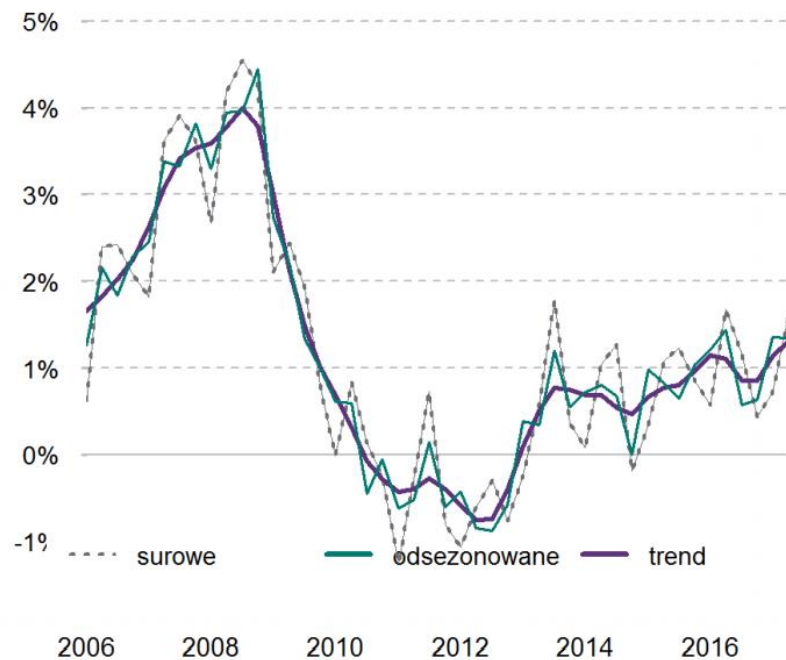
Stabilna dynamika konsumpcji.

Konsumpcja prywatna przyspieszyła w 2016 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

Bardzo niski udział kredytu w finansowaniu konsumpcji

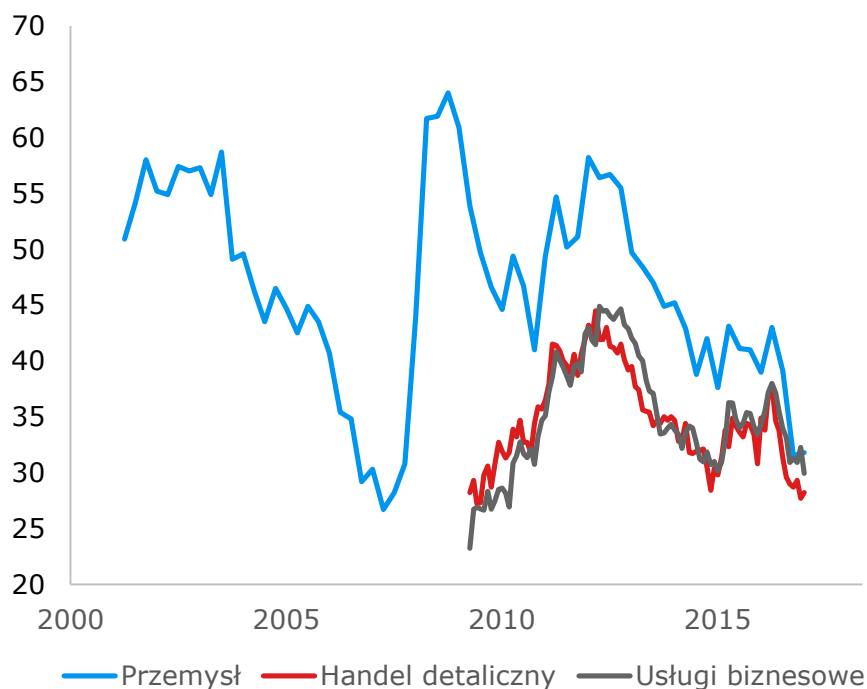


Źródło: NBP

- ❖ Jesteśmy już ponad 1,5 roku po wprowadzeniu programu 500 PLUS. Baza statystyczna na wskaźnikach rocznych już działa, a mimo tego konsumpcja nie zwalnia. Najbliższe kwartały konsumpcji rosnącej po 1,0-1,2% SA na kwartał bazowy scenariusz. Program stanowi element dochodu trwałego, zwiększa pewność gospodarstw i istotnie zmniejsza ubóstwo. To sprzyja wysokiej skłonności do konsumpcji. Rynek pracownika dostarcza środków do realizacji dodatkowego popytu.
- ❖ Ponadto, udział kredytu w finansowaniu konsumpcji jest wciąż kilkakrotnie niższy od lat 2007-2008. Oznacza to naszym zdaniem, że: 1) nie należy oczekiwać automatycznego powrotu dynamik konsumpcji do wielkości średnich (popularna teza u zwolenników niższej konsumpcji), 2) należy się spodziewać wyjątkowo skutecznego mechanizmu wygładzania konsumpcji w razie wystąpienia nieoczekiwanych szoków, gdyż nie ma ograniczenia po stronie podażowej, a banki dostosowały ofertę do wysokomarżowych produktów finansujących konsumpcję.
- ❖ Główne ryzyko: wyższa inflacja, podsycana percepcją drożyzny. Naszym zdaniem wyższe ceny prędzej znajdą jednak ujście w wyższych płacach nominalnych niż w silnym spowolnieniu konsumpcji w kierunku 3%.

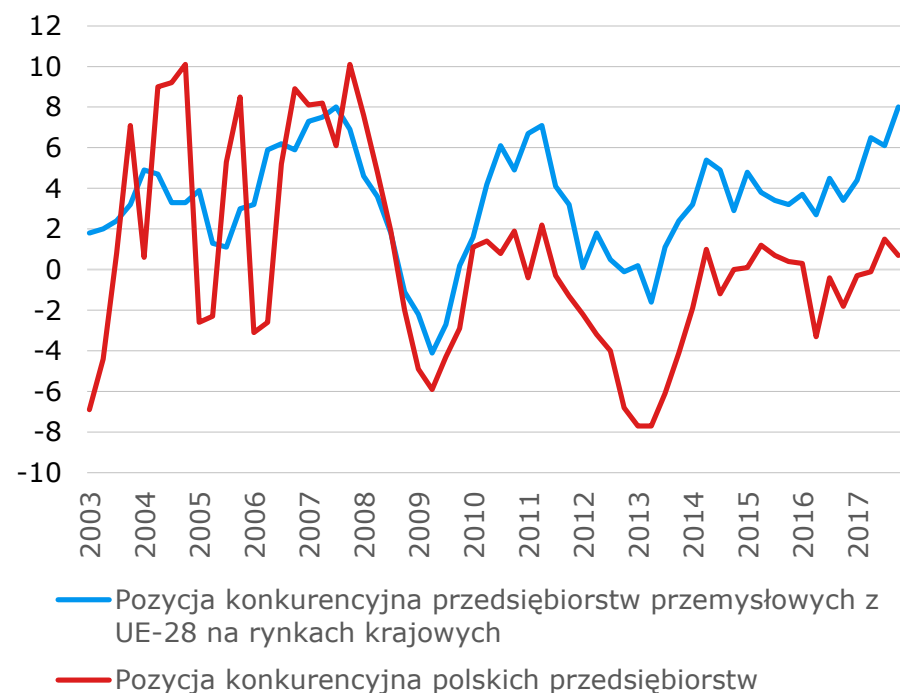
Inwestycje prywatne z problemami...

Być może rola niepewności jest przeceniana (dane GUS)...



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

... podczas gdy polskie przedsiębiorstwa operują w warunkach podwyższonej konkurencji

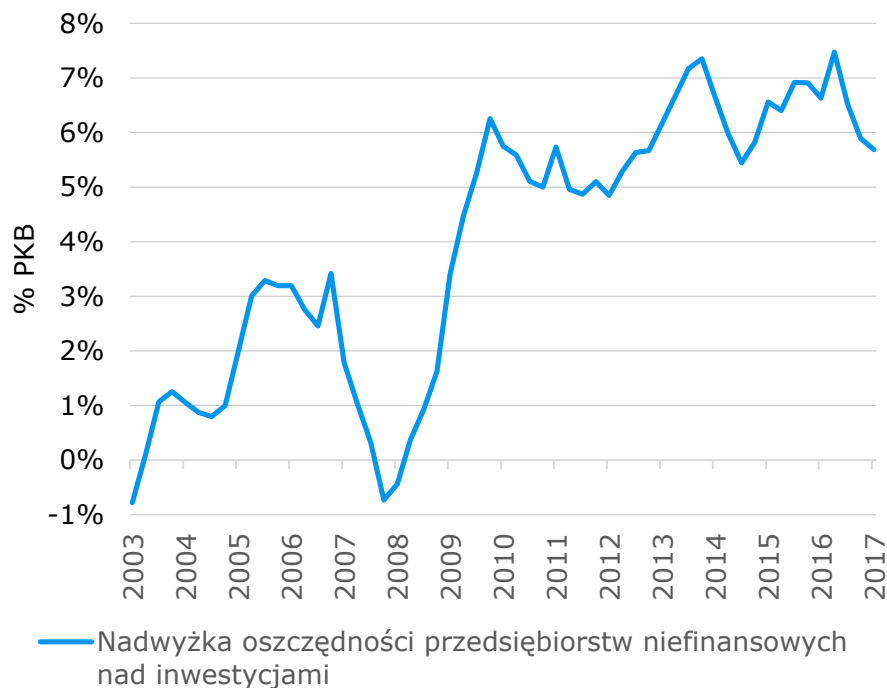


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

- ❖ Inwestycje prywatne rozczarowują zarówno pod względem poziomu, jak i dynamiki (w praktyce bez zmian przez przynajmniej 6 kwartałów).
- ❖ W debacie na temat przyczyn ich słabości pojawiło się mnóstwo hipotez. Wymieńmy dla porządku te popularniejsze: niepewność, wzrost restrykcyjności prawa i regulacji, wzrost obciążeń podatkowych, niedobór rąk do pracy.
- ❖ Naszym zdaniem niska skłonność do inwestowania wynika z nasilenia problemów ze znalezieniem pracowników w przedsiębiorstwach oraz z zaskakująco silną konkurencją na rynkach dóbr przemysłowych. Polski sektor przemysłowy składa się z przedsiębiorstw pracujących przy bardzo wysokim wykorzystaniu mocy i wysokiej presji konkurencyjnej. Ograniczone zdolności do kształtowania cen, presja na marże i trudności z inwestycjami ekstensywnymi (zwiększenie skali, brak zmian modelu organizacyjnych) wpływają negatywnie na inwestycje. M.in. dlatego ożywienie w inwestycjach prywatnych pozostanie słabsze niż np. w Czechach.

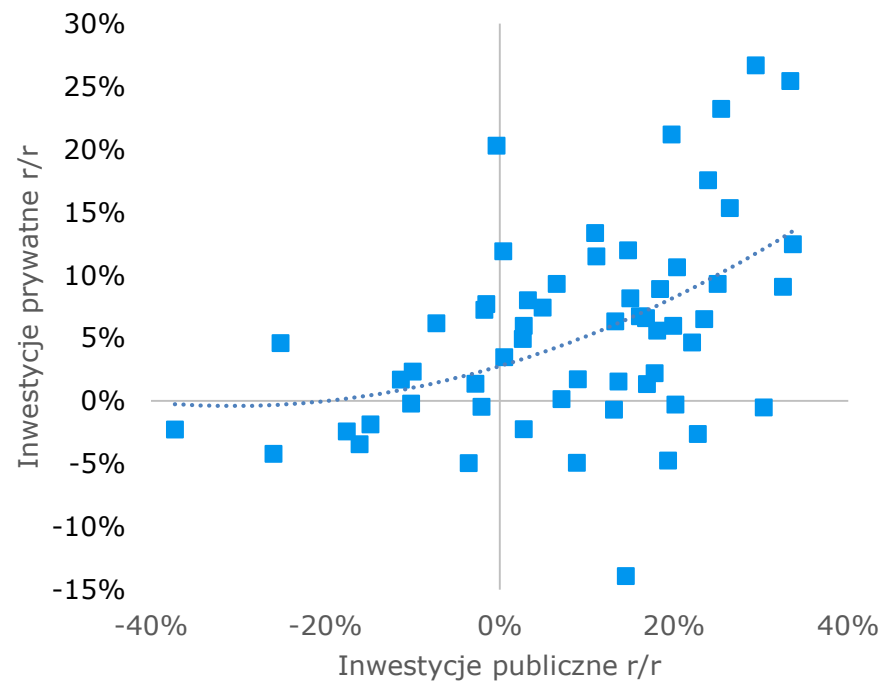
... ale powinny wrócić.

Przedsiębiorstwom nie brakuje środków finansowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

Inwestycje publiczne i prywatne na ogół szły w parze

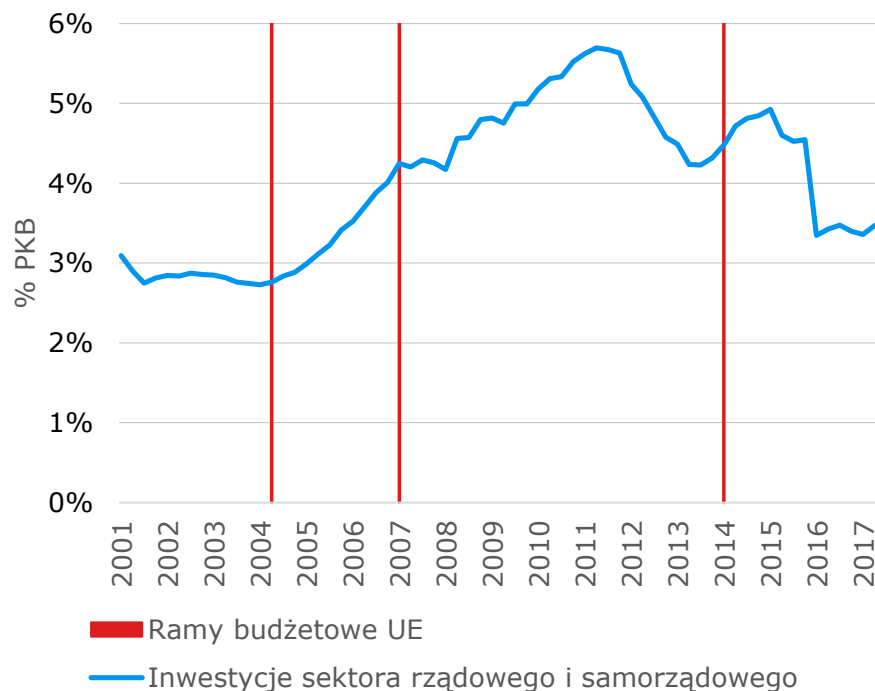


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

- ❖ Czynniki zidentyfikowane przez nas jako kluczowe dla zbyt niskich inwestycji mają charakter przejściowy (w szczególności, odpowiednio wysokie płace uruchomią nawet najgłębsze rezerwy siły roboczej), wymagają jednak dostosowań po stronie przedsiębiorstw.
- ❖ Dostosowanie realne to chociażby upadłości najmniej zyskownych lub efektywnych przedsiębiorstw, czy też konsolidacja sektorów przez fuzje i przejęcia (celem osiągnięcia korzyści skali i poprawy efektywności) – nie powinno to jednak wpłynąć znacząco na zagregowany popyt. Dostosowaniu cenowemu sprzyjają zewnętrzne szoki, takie jak wzrost cen surowców czy zmiany kursu walutowego (tutaj nie pomogą). Z kolei wdrożenie inwestycji proefektywnościowych wymaga czasu.
- ❖ Katalizatorem dla inwestycji prywatnych (podobnie, jak program 500+ był katalizatorem dla wzrostu konsumpcji) powinny w 2018 r. okazać się środki unijne i inwestycje publiczne.

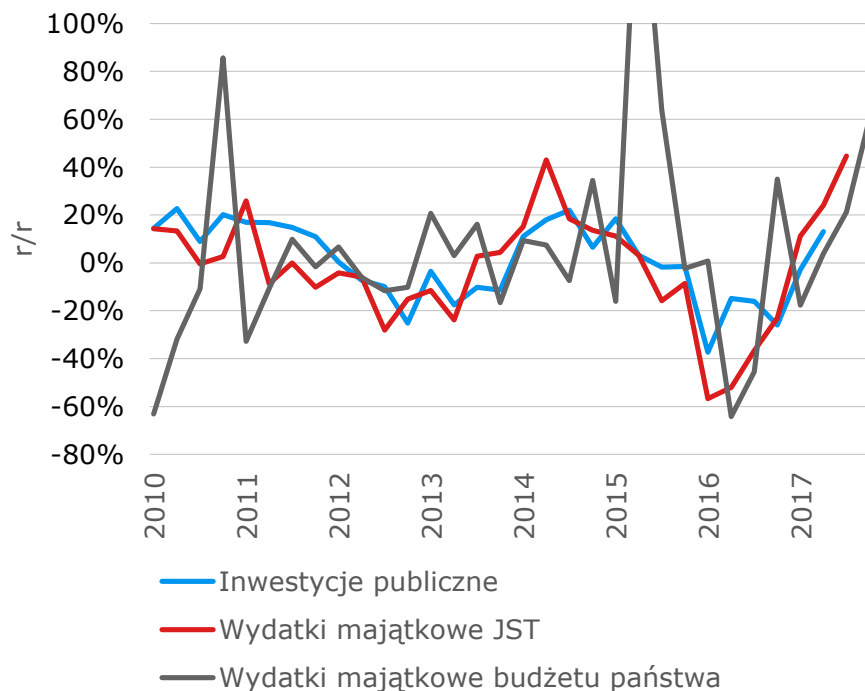
Inwestycje publiczne skazane na wzrost.

Inwestycje publiczne mają dużo do nadrobienia



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

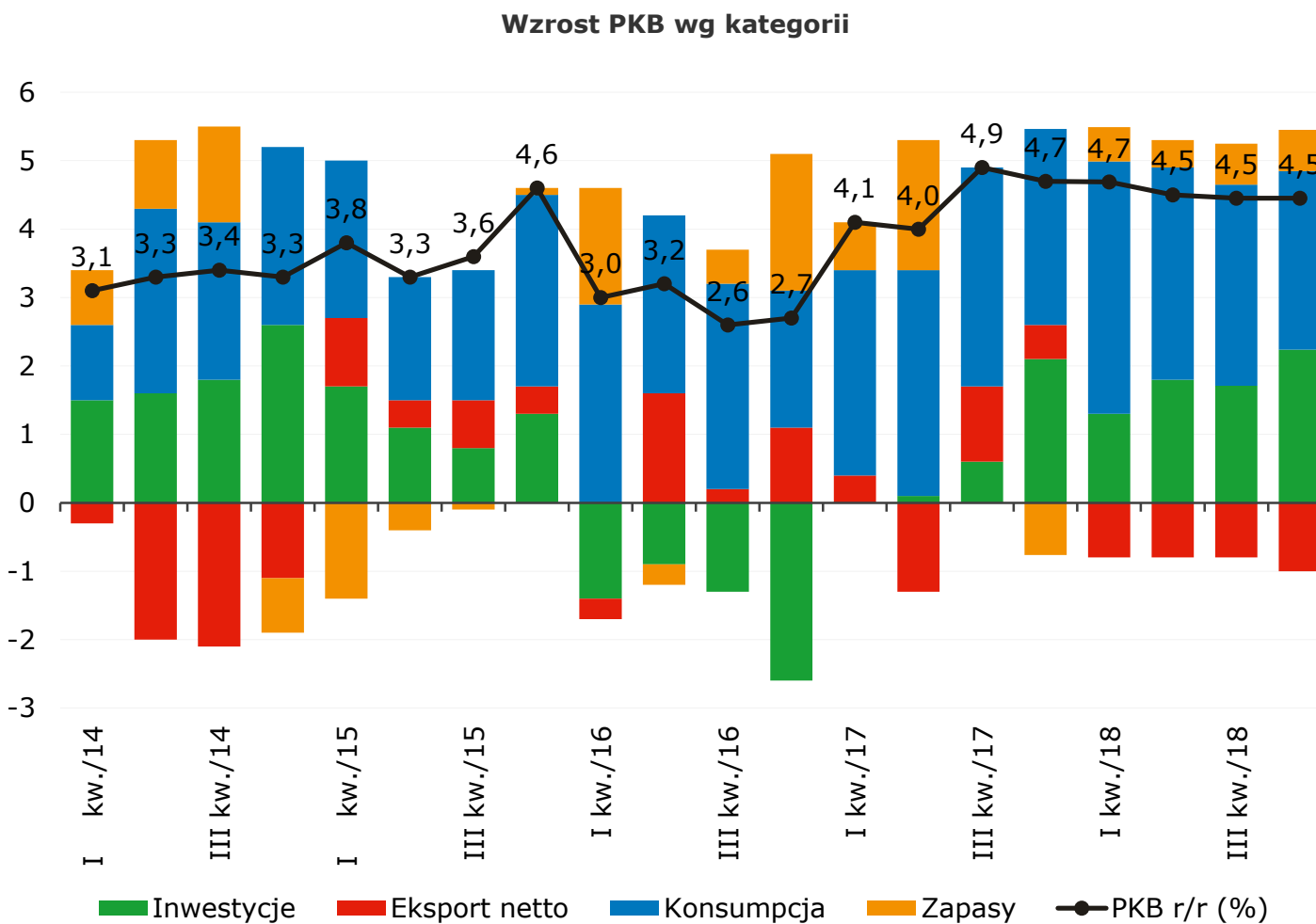
Dane budżetowe sugerują silny wzrost inwestycji publ.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu i MF

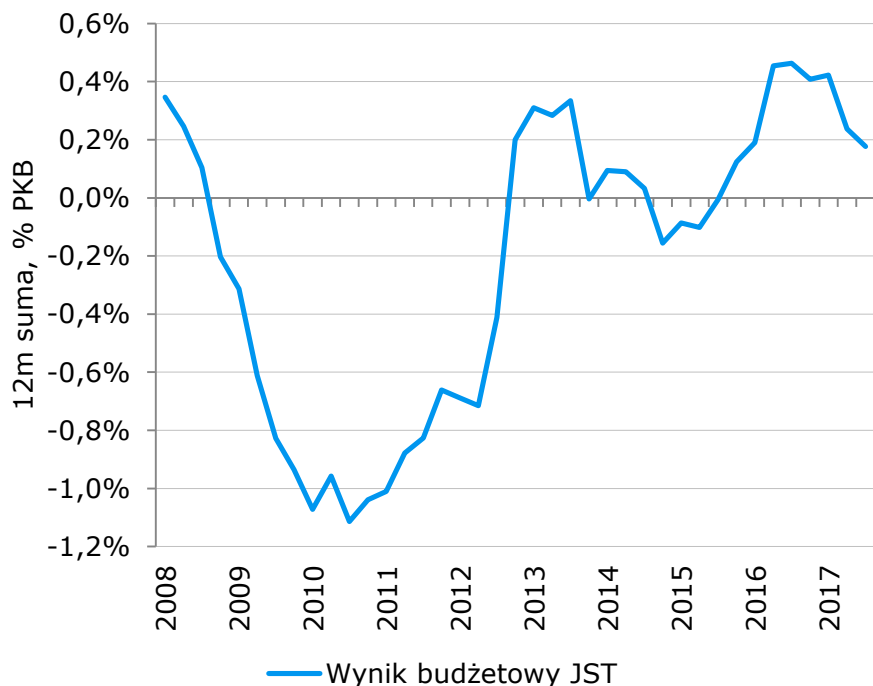
- ❖ Dziura w inwestycjach publicznych okazała się wyjątkowo głęboka. O odbiciu (napędzanym praktycznie w całości przez samorządy) można mówić dopiero w III kwartale 2017 r. Dostępne dane, od wykonania budżetów JST i budżetu państwa, poprzez produkcję budowlano-montażową i jej strukturę, sugerują, że było ono kontynuowane również w ostatnich miesiącach roku.
- ❖ To dopiero początek. Lukę w inwestycjach publicznych można szacować na ok. 1,5 pkt. proc. PKB, a środki UE – choć płyną wolniej niż na starcie poprzedniej perspektywy – płyną.
- ❖ Spodziewamy się, że w 2018 r. inwestycje publiczne (samorządowe i kolejowe, ale nie drogowe z budżetu centralnego – tu opóźnienia w przetargach zbierają złe żniwo) będą kontrybuować pozytywnie do wzrostu.

Podsumowując, oto prognoza wzrostu PKB na 2018 rok:



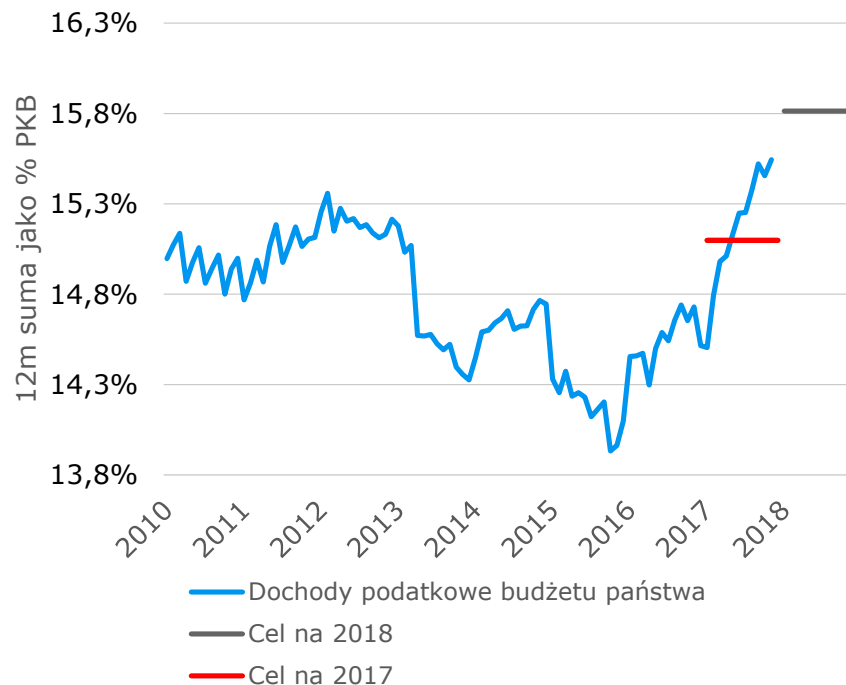
Rok stymulacji fiskalnej.

Powrót inwestycji publicznych pogorszy wynik sektora



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, MF

Strona podatkowa pozostaje niezagrażona



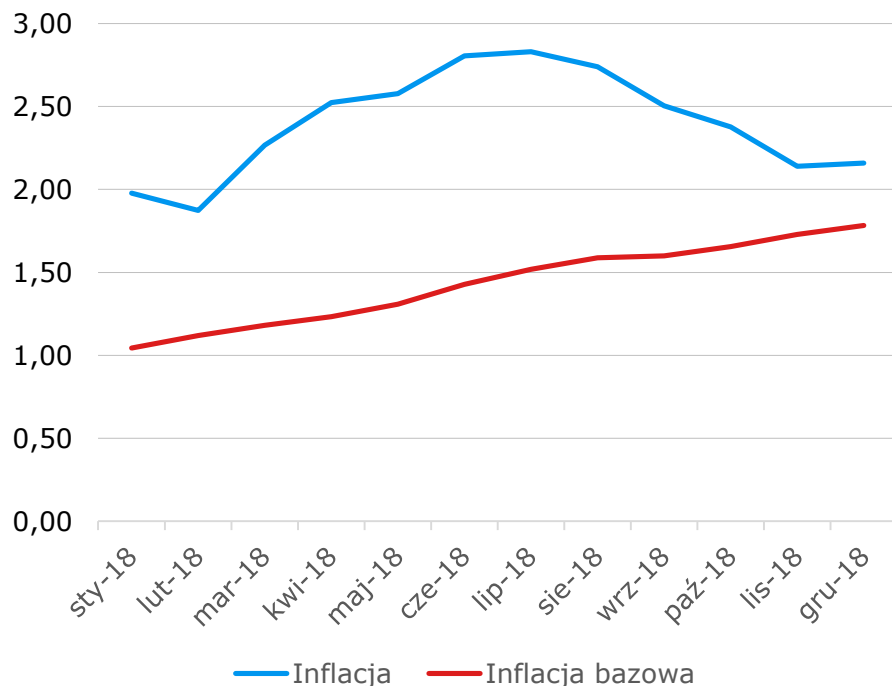
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MF

- ❖ Przy naszych założeniach dotyczących wzrostu i inflacji (ergo: wyższa dynamika PKB nominalnego) realizacja budżetu w 2018 r. wydaje się niezagrażona. Tym niemniej, dynamiki dochodów podatkowych będą już niższe, a brak zysku NBP i wyższe wydatki sprawiają, że deficyt budżetu centralnego będzie wyższy niż w 2017 r.
- ❖ Deficyt sektora będą również zwiększały inwestujące na potęgę przed wyborami samorządy oraz sektor funduszy ubezpieczeń społecznych (efekt niższego wieku emerytalnego).
- ❖ Dlatego też deficyt sektora rządowego i samorządowego (metodologia unijna) wzrośnie w 2018 r. z ok. 1,5-1,6% PKB do 2,4-2,5% PKB.
- ❖ Przekroczenie unijnych progów deficytu nie grozi Polsce w 2018 r.

Inflacja i stopy procentowe w Polsce

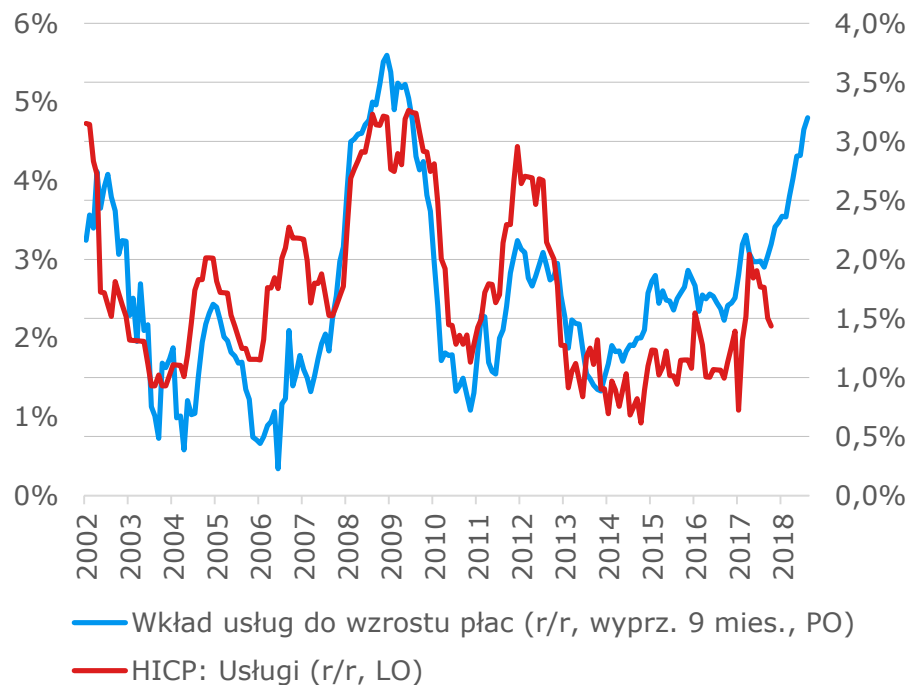
Inflacja lekko powyżej celu. Wyraźnie wzrostowy trend inflacji bazowej. Ryzyka w górę.

Nakładka żywnościowo-paliwowa maleje do końca 2018 i tym samym generuje ryzyko w górę dla prognozy



Źródło: opracowanie własne

Inflacja bazowa może dzięki usługom rosnać szybciej

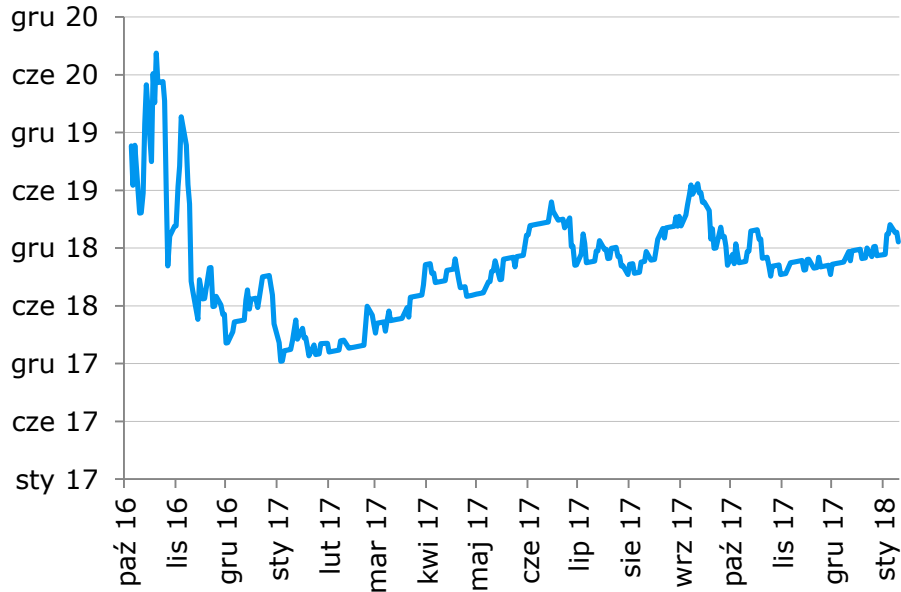


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu i GUS

- ❖ Nakładka żywnościowo-paliwowa zaczyna rok nisko z uwagi na efekty bazowe przełomu 2016/2017 oraz bieżące korekty spadkowe na cenach nabiału, tłuszczów i mięs. Później powoli rośnie (mniej więcej normalne ceny żywności i lekkie wzrosty cen paliw). Rok kończymy znów bazą. Horyzont roczny dla cen żywności jest już prognostycznie ambitny. Koniec roku wcale nie musi być spadkowy z uwagi na bazę z końca 2017. Ryzyko w górę.
- ❖ Inflacja bazowa powoli się rozpędza: domknięta luka PKB, silny rynek pracy, powolny powrót siły rynkowej przedsiębiorstw na wzrostowej fali cyklu koniunkturalnego. Ryzyko w górę z uwagi rynek pracy.
- ❖ Kilka czynników egzogenicznych, które łatwiej będą przenosiły się na ceny w warunkach wyższej inflacji i wysokiego wzrostu: standardowe podwyżki opłat administracyjnych, podwyżki związane z prawem wodnym od połowy roku, kolejne opłaty w energii elektrycznej.

Pomimo dobrego otoczenia globalnego i ożywienia w Polsce RPP wysiedzi 2018 bez podwyżki stóp.

Rynek obstawia jedną podwyżkę w 2018



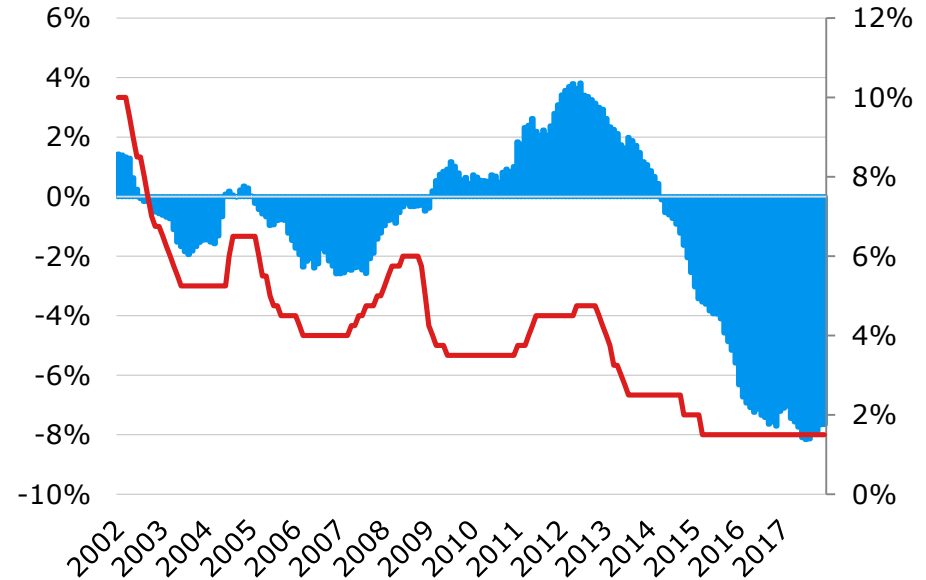
— Data pierwszej podwyżki implikowana przez kontrakty FRA

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

- ❖ Mimo wyższej i rosnącej inflacji nie oczekujemy podwyżki stóp. Rada pozostaje gołębia i będzie traktować cel inflacyjny bardzo symetrycznie (co wygląda jak celowanie w poziom cen) dopuszczając większe odchylenia od celu inflacyjnego w górę.
- ❖ Co może zmusić RPP do wcześniejszej podwyżki?
 - Dużo szybsze wzrosty inflacji (kierunek 3,5%) połączone z utrzymywaniem się silnego wzrostu PKB (nie samo utrzymanie dynamiki PKB w okolicy 5%, co dalsze przyspieszenie) – to może być warunek bardzo trudny do spełnienia biorąc pod uwagę preferencje przeczekania cyklu przez RPP. To pomoże uwiarygodnić wysokie wskazanie inflacji w jakiegokolwiek projekcji inflacyjnej.
 - Silne osłabienie złotego (nie pojedynczy strzał, lecz trend).
 - Znacznie szybsze podwyżki stóp przez EBC.

- ❖ Powyższe scenariusze uważamy za mało prawdopodobne w 2018 roku.

Ukryty cel RPP to celowanie poziomu cen? To odwlecze podwyżki w czasie.



■ Skumulowane odchylenie od celu inflacyjnego (L)

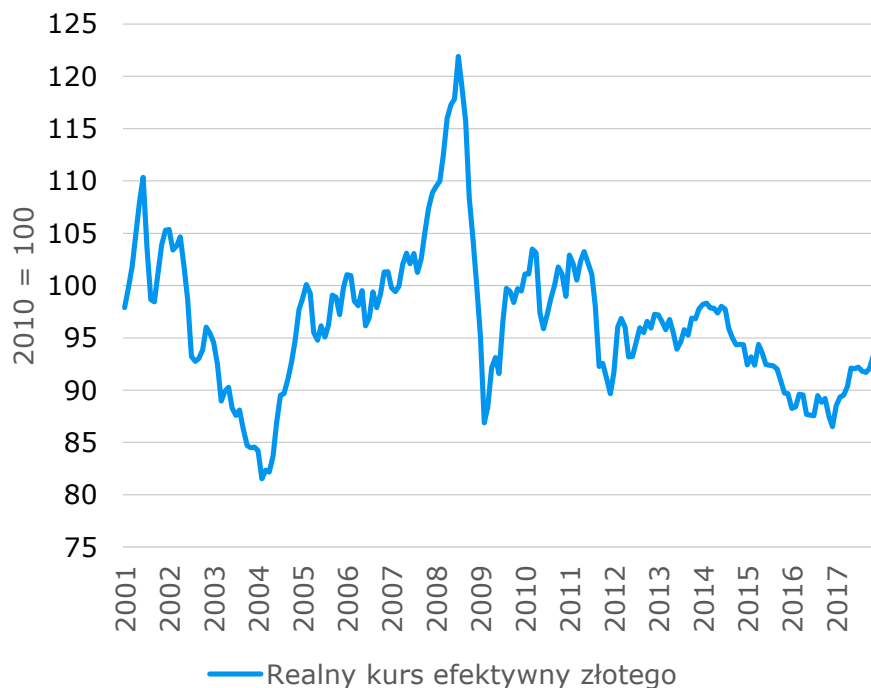
— Stopa referencyjna NBP (P)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Polski rynek walutowy

Złoty: U-kształalny scenariusz.

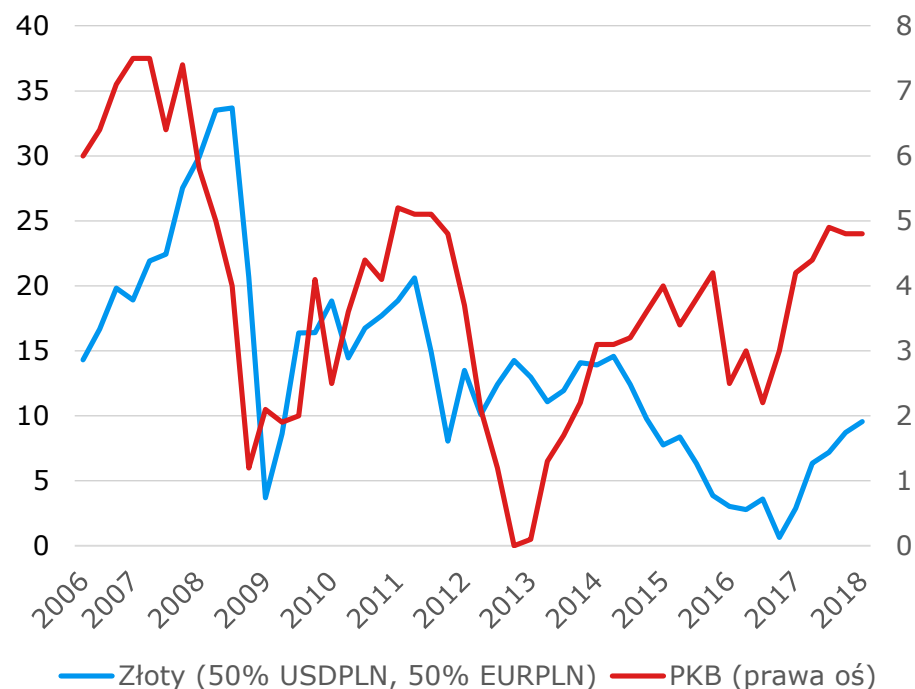
Nadal bardzo słaby realnie



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BIS

- ❖ Złoty pozostaje bardzo słaby realnie. Nominalnie również kurs (EURPLN i USDPLN) znajdują się daleko od poziomów powodujących nieopłacalność eksportu. Jednocześnie korelacje cykliczne z PKB pozostają w mocy względem kierunku (ale nie poziomu).
- ❖ Utrzymanie wysokiego wzrostu PKB będzie ewidentnie sprzyjać złotemu w najbliższym czasie. Jednocześnie relatywnie stabilny poziom stóp procentowych na świecie nie będzie powodował dużo większych rozbieżności w realnym dysparytecie. Uważamy, że może dojść nawet do zawężenia różnicy pomiędzy tempem wzrostu PKB a wartością złotego (prawy wykres).
- ❖ Sytuacja może skomplikować się na przełomie II i III kwartału, kiedy EBC przedstawi kolejne kroki do strategii wyjścia, a RPP nadal będzie używać łagodnej retoryki przy rosnącej inflacji. Z biegiem czasu jednak RPP powinna jastrzębić (ale nie spodziewamy się podwyżki stóp w tym roku), a złoty umacniać. W średnim terminie wzrosty EURUSD nie pociągną za sobą słabszego złotego z uwagi na fakt cyklicznego sprzężenia gospodarki polski i strefy euro oraz średnioterminowe sprzężenie polityk pieniężnych i poziomów stóp procentowych.
- ❖ Ryzyko polityczne pozostaje na niskim poziomie.

Nie-doskonale, ale nadal cykliczny

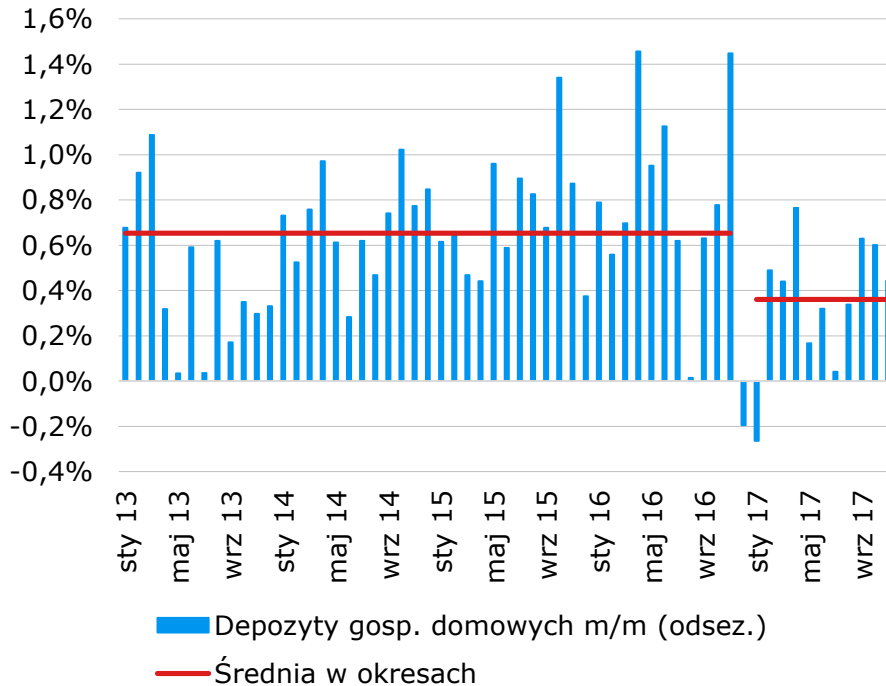


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i Bloomberg

Agregaty monetarne

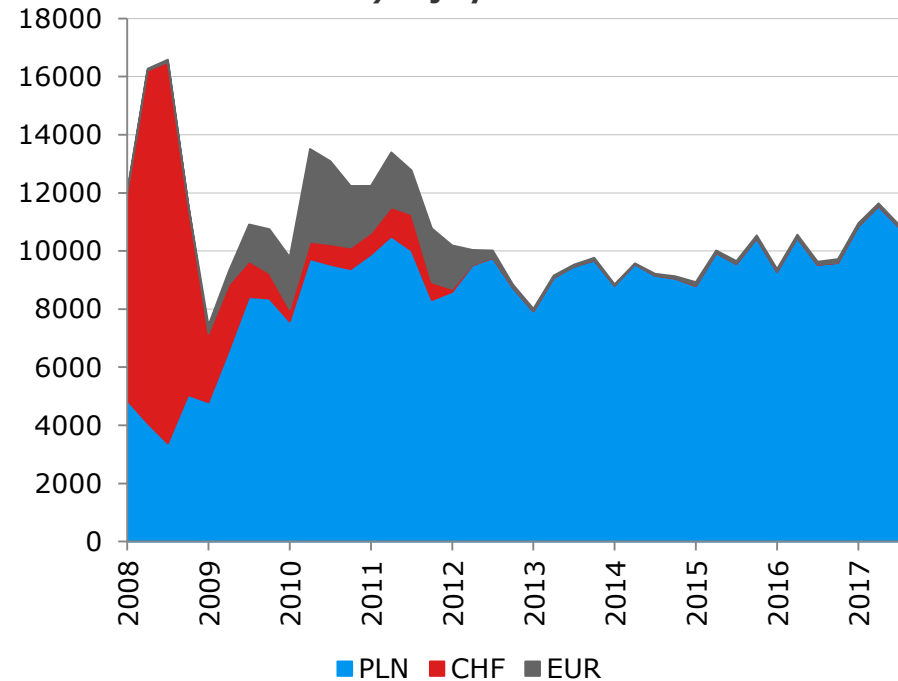
Agregaty monetarne: Gospodarstwa domowe

Silna konsumpcja to wolniejszy wzrost depozytów



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

Produkcja kredytów mieszkaniowych w PLN (mld zł, kurs z końca kwartału) najwyższa w historii

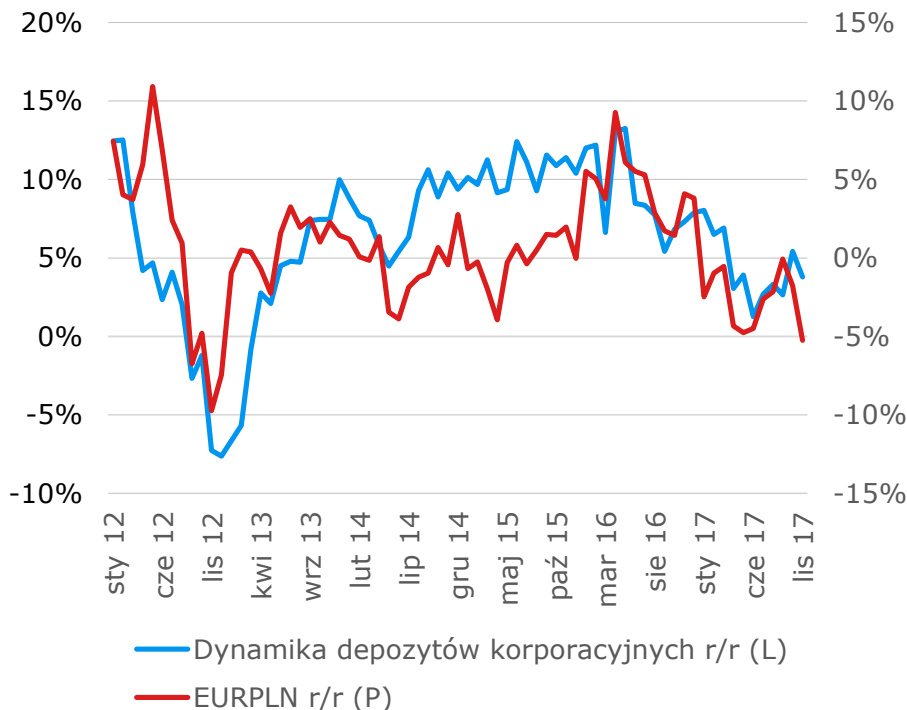


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ZBP i NBP

- ❖ Wyłączając wpływ efektów kursowych, dynamika kredytów dla gospodarstw domowych nieznacznie wzrosła w 2017 roku – wolniejszy wzrost kredytów konsumpcyjnych został z nawiązką zrównoważony przez odbicie w kredytach mieszkaniowych. Skala tego odbicia nie jest jednak duża – mówimy o dodatkowych 4-6 mld zł kredytów mieszkaniowych rocznie.
- ❖ Produkcja kredytów mieszkaniowych powinna systematycznie rosnąć, ale jej tempo i duża baza odniesienia (zasób istniejących kredytów) sprawiają, że dynamik charakterystycznych dla okresu kredytowego boomu już nie zobaczymy. Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych ogółem przekroczy 5% w 2018 r.
- ❖ Wysoki wzrost konsumpcji prywatnej w 2018 roku naszym zdaniem gwarantuje utrzymanie w najlepszym razie umiarkowanej dynamiki depozytów detalicznych. Atrakcyjność depozytów bankowych jako środków lokowania kapitału pozostanie relatywnie niska (oczekiwania dotyczące RPP i stóp procentowych są w trakcie przesuwania w kierunku 2019 roku). W konsekwencji, dynamika depozytów detalicznych wzrośnie z ok. 4% do 6-7% r/r.

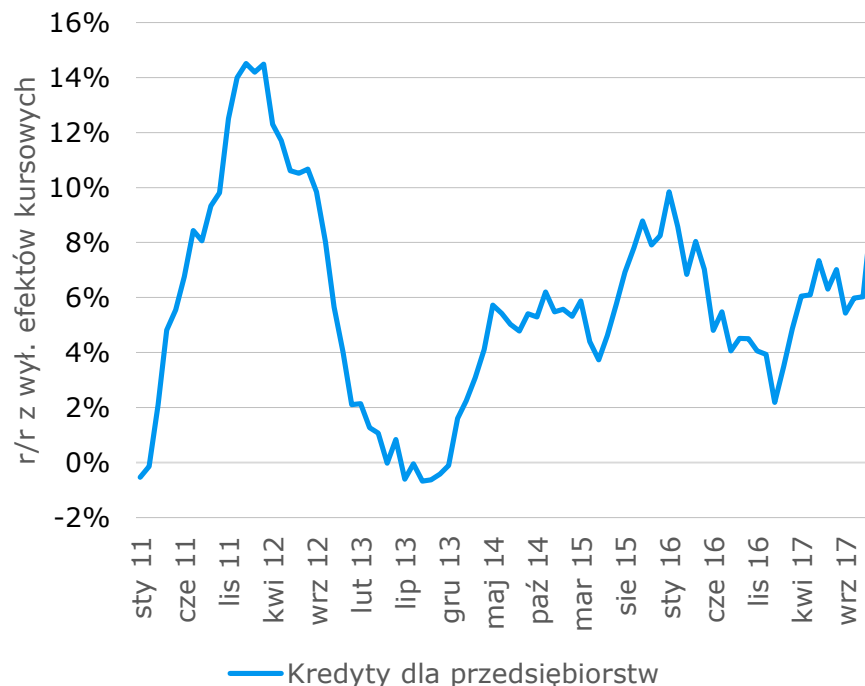
Agregaty monetarne: Przedsiębiorstwa.

Za część spowolnienia w depozytach odpowiadają zapewne efekty kursowe



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i Bloomberg

Dynamika kredytów zbliża się do maksimum sprzed 2 lat



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

- ❖ Dynamika depozytów korporacyjnych spadła w 2017 r. z uwagi na uszczelnienie systemu podatkowego, umocnienie złotego, poszukiwanie alternatywnych form lokowania kapitału i pogorszenie marż części przedsiębiorstw ze względu na wzrost kosztów pracy.
- ❖ Wygasanie przynajmniej części tych czynników i solidny wzrost gospodarczy sprawiają, że na 2018 rok można spodziewać się przyspieszenia w depozytach korporacyjnych, do ok. 7-8% r/r.
- ❖ Kredyty korporacyjne mają przed sobą świetlaną przyszłość. Ich dynamika (po wyłączeniu efektów kursowych) już teraz – przed odbiciem inwestycji prywatnych – zbliżyła się do 10%. W 2018 r. ten poziom zostanie przekroczony.
- ❖ Warto podkreślić w tym miejscu, że dane dotyczące kredytu bankowego zaniżają skalę kredytowania przedsiębiorstw (inne formy to obligacje korporacyjne i leasing).

Aktualne prognozy mBanku

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PKB (r/r)	%	1,4	3,3	3,8	2,9	4,3	4,5	3,6	3,3	2,9
Popyt krajowy (r/r)	%	-0,6	4,7	3,3	2,2	4,2	5,2	3,3	2,8	2,9
Inwestycje (r/r)	%	-1,1	10,0	6,1	-7,9	3,9	9,8	4,0	3,0	3,0
Konsumpcja prywatna (r/r)	%	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,2	3,5	3,0	2,5
Inflacja CPI (r/r, średnia)	%	0,9	-0,1	-0,9	-0,6	1,9	2,4	2,7	2,6	2,5
Inflacja CPI (r/r, koniec roku)	%	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	2,2	2,8	2,6	2,5
USD/PLN (koniec roku)		3,02	3,54	3,92	4,19	3,48	3,33	3,20	3,10	3,01
USD/PLN (średnia)		3,18	3,23	3,82	3,92	3,70	3,44	3,25	3,14	3,04
EUR/PLN (koniec roku)		4,15	4,29	4,26	4,40	4,18	4,10	4,00	4,00	4,00
EUR/PLN (średnia)		4,22	4,20	4,19	4,33	4,24	4,15	4,02	4,00	4,00
CHF/PLN (koniec roku)		3,39	3,57	3,92	4,11	3,57	3,45	3,31	3,25	3,20
CHF/PLN (średnia)		3,45	3,47	3,94	3,99	3,79	3,51	3,35	3,27	3,22
LIBOR CHF 3M (średnia)	%	0,02	-0,01	-0,77	-0,75	-0,73	-0,72	-0,34	0,46	1,09
LIBOR CHF 6M (średnia)	%	0,08	0,04	-0,71	-0,67	-0,65	-0,59	-0,16	0,55	1,18
WIBOR 3M (średnia)	%	2,88	2,43	1,71	1,71	1,73	1,73	2,11	2,73	2,73
WIBOR 6M (średnia)	%	2,88	2,43	1,76	1,78	1,81	1,82	2,20	2,82	2,82
EURIBOR 3M (średnia)	%	0,24	0,17	-0,04	-0,29	-0,33	-0,28	0,14	1,13	1,88
EURIBOR 6M (średnia)	%	0,27	0,24	0,03	-0,19	-0,30	-0,18	0,24	1,23	1,98
USD LIBOR 3M (średnia)	%	0,26	0,24	0,37	0,78	1,37	2,01	2,50	2,70	2,70
USD LIBOR 6M (średnia)	%	0,39	0,34	0,56	1,10	1,55	2,09	2,64	2,80	2,80
Stopa repo NBP (koniec roku)	%	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	2,25	2,50	2,50
Stopa bezrobocia (koniec roku)	%	13,4	11,4	9,8	8,2	6,6	6,0	5,8	5,7	5,6

Dokument sporządzony został w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z § 9 ust. 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz. U. z 2015 r. poz. 878 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. Kwotowania 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.