

# Tygodnik ekonomiczny

## Nowe projekcje, nowe obietnice

### Kluczowe wydarzenia tygodnia

- Przed nami kolejne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Wprawdzie w krajowej polityce pieniężnej od dawna powiewa nudą, ale to spotkanie może być akurat dość interesujące. Po pierwsze, RPP zapozna się z wynikami nowych projekcji NBP. Po drugie Rada będzie miała okazję odnieść się do nowych obietnic wyborczych PiS i ich potencjalnego wpływu na gospodarkę. Po trzecie, od ostatniego posiedzenia pojawiło się trochę „jastrzębich” sygnałów, m.in. nt. nasilenia presji płacowej i wzrostu inflacji bazowej na początku roku. Dodatkowym „smaczkiem” jest fakt, że Prezes NBP Adam Glapiński na kilka dni przed prezentacją nowych obietnic PiS otwarcie złagodził stanowisko nt. możliwości obniżenia stóp procentowych w sytuacji mocnego spowolnienia gospodarczego (wg niego z ostatnich analiz wynika, że obniżki nie byłyby aż tak szkodliwe dla stabilności banków, więc można byłoby je rozważyć).
- Projekcja NBP pokaże zapewne znacznie niższą niż poprzednio ścieżkę inflacji (przypomnijmy, że w poprzednim ćwiczeniu w listopadzie przyjęto nierealistyczne założenie o mocnym wzroście cen energii) i jednocześnie po raz pierwszy zostanie rozszerzona na 2021 r. W przypadku wzrostu PKB raczej nie powinno być dużych zmian – końcówka 2018 r. była trochę słabsza od oczekiwań, a pierwsze dane z tego roku nieco mocniejsze; na uwzględnienie efektów nowych obietnic wyborczych w projekcji raczej było za mało czasu.
- Zakładamy, że oficjalne stanowisko RPP nie ulegnie zasadniczej zmianie i powtórzona zostanie ogólna deklaracja o braku potrzeby zmiany stóp. Niemniej, niektórzy członkowie RPP (w tym gołębi Żyżyński) zdążyli już wyrazić opinie, że nowy pakiet stymulacji fiskalnej planowany przez PiS może przybliżyć rozważania o podwyżkach stóp i ciekawe, czy takie opinie pojawiają się również na konferencji. Zakładamy, że tym razem Prezes Glapiński nie zacznie się wycofywać ze swojej deklaracji o stabilizacji stóp do 2020 r. tak szybko jak to było w połowie ub.r. i ogólny ton jego wypowiedzi pozostanie mocno gołębi.
- W kolejnych dniach/tygodniach może pojawiać się coraz więcej szczegółów nt. tego jak w praktyce może wyglądać wdrożenie nowych obietnic wyborczych PiS. Nasze wyliczenia dot. kosztów programu opisałyśmy kilka dni temu w komentarzu.
- Poza tym w kalendarzu na najbliższy tydzień posiedzenie EBC i publikację danych za granicą, z których kluczowy będzie raport o zatrudnieniu w USA. W przypadku EBC istotne będzie, czy zmieni się ton komunikatu i brzmienie „forward guidance” nt. terminu możliwej podwyżki stóp. Prognozy dla strefy euro, które przy okazji pokaże EBC, zostaną zapewne wyraźnie zrewidowane w dół po ostatnich słabych danych z gospodarki. Spodziewamy się, że ton komunikatu zostanie lekko złagodzony, ale bank na razie nie zdecyduje się przesunąć sugerowanego terminu pierwszej podwyżki („throughout summer”).

### Wnioski rynkowe

- Ogłoszenie „Nowej piątki PiS” spowodowało wzrost rentowności obligacji o kilkanaście pkt. bazowych. Ostatnie deklaracje rządu o tym, że w tym roku nie grozi nam nowelizacja budżetu oraz prawdopodobnie wciąż łagodna retoryka RPP mogą być argumentem za częściowym cofnięciem tego ruchu, chociaż pole do umocnienia rynku długu może ograniczać odbicie w górę rentowności na rynkach bazowych. Na rynku walutowym widzimy jeszcze przestrzeń do umocnienia PLN, m.in. pod wpływem nieco bardziej jastrzębiego od oczekiwań rynkowych tonu komunikatu EBC, który może pchnąć w górę kurs EURUSD.

### Listopadowa projekcja NBP i prognozy Santander (w nawiasach)

	2018	2019	2020
Inflacja CPI	1,8 (1,6)	3,2 (1,6)	2,9 (2,7)
Wzrost PKB	4,8 (5,1)	3,6 (3,8)	3,4 (3,4)

Źródło: NBP, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 Strona www: skarb.santander.pl  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Marcin Luziński 22 534 18 85  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Konrad Soszyński 22 534 18 86  
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

## Ostatni tydzień w gospodarce

Dzisiaj KPRM opublikował dodatkowe szczegóły na temat **pakietu przedwyborczego**. Są one z grubsza zgodne z naszymi założeniami i obliczeniami, które opublikowaliśmy w **Komentarzu Ekonomicznym**. „Trzynasta” emerytura ma wynieść 1100 zł brutto i objąć wszystkich emerytów oraz rencistów. Rząd szacuje koszt tego działania na 9-10 mld zł rocznie. Wyższe koszty uzyskania przychodu (co najmniej dwukrotnie) i niższa stawka PIT dla pracujących mają zostać wprowadzone latem, „na pewno” w tym roku podatkowym. Szacowany koszt: 7-10 mld zł. Osoby do 26 roku życia uzyskają zerową stawkę PIT zamiast stawki 18% (czyli stawka 32% pozostaje w mocy). Rząd chciałby wprowadzić to rozwiązanie w tym roku, ale się nie jest to twarde zobowiązanie. Szacowany koszt: 2-3 mld zł. Ogólnie, wydaje nam się, że zmiany stawek podatkowych w ciągu roku są trudne, gdyż komplikują rozliczenie podatnikom, więc jednak spodziewamy się że efektywnie zaczną obowiązywać od stycznia 2020 r. (chyba że wprowadzono by je wstecznie od początku roku 2018, ale tego nie spodziewamy). Przywrócenie lokalnych połączeń PKS ma kosztować 800 mln zł rocznie, a rozszerzenie 500+: 18,5 mld zł. Rząd podtrzymał swoje wcześniejsze słowa, że nie planuje nowelizacji ustawy budżetowej i stwierdził, że „jest duże prawdopodobieństwo, że obecny budżet pomieści zaplanowane wydatki”. Koszt obietnic, co do których rząd poczyna twarde zobowiązanie, że zostaną wprowadzone w tym roku, to ok. 21 mld zł brutto. Netto jest to poniżej 10 mld zł dla budżetu centralnego, (przy założeniu że „trzynastka” obciąża budżet FUS), co faktycznie z dużym prawdopodobieństwem może zmieścić się w limicie deficytu.

Naturalne wydaje się, że w trosce o właściwy policy mix, poluzowaniu polityki fiskalnej powinno towarzyszyć zacieśnienie w polityce pieniężnej. I rzeczywiście, zapowiedź stymulacji fiskalnej skłoniła **kilku członków RPP** do zasygnalizowania większej otwartości na podjęcie dyskusji nt. podwyżek stóp w ciągu najbliższego roku (Łukasz Hardt, Eugeniusz Gatnar, Jerzy Żyżyński – ten ostatni ma opinię gołębia). Za to Rafał Sura nadal preferuje długotrwałą stabilizację stóp.

**Dane o PKB za IV kw. 2018 r.** potwierdziły spowolnienie wzrostu gospodarczego wykazane we wstępnym odczycie, z 5,1% r/r do 4,9% i z 1,6% do 0,5% w ujęciu kw/kw po odsezonowaniu. Wyhamowanie wzrostu konsumpcji prywatnej było mniejsze niż zakładaliśmy – z 4,5% r/r do 4,3% (a nie poniżej 4%). Ta kategoria będzie w kolejnych kwartałach wspierana nie tylko silnym rynkiem pracy – ze wzrostem płac poza górnictwem wracającym do 7,4% r/r, jednym z najwyższych odczytów od 2008 – i bardzo wysokim poziomem optymizmu konsumentów, ale też nowymi obietnicami wyborczymi PiS. Wzrost inwestycji również wyhamował w IV kw., z 9,9% r/r do 6,7%, ale skoro jesteśmy w okresie największego napływu środków unijnych to kolejne odczyty nie powinny pokazywać dalszego spowolnienia. Pomimo pogarszającej się koniunktury w strefie euro, głównym odbiorcą polskiego eksportu, nie doszło do akumulacji zapasów (niesprzedanych towarów) a eksport netto miał dodatni wkład do wzrostu PKB (0,2pp). Ogólnie, dane PKB za IV kw. potwierdzają pewne spowolnienie i są zgodne z założonym przez nas stopniowym wytracaniem tempa przez polską gospodarkę w najbliższych kwartałach, do średnio nieco poniżej 4% w 2019 r.

Zachowanie **wskaźników koniunktury ESI** w lutym odpowiada naszym założeniom co do PKB. Wystąpiła zdecydowana poprawa w nastrojach konsumentów, za to indeksy dla przemysłu, usług i handlu detalicznego pozostały na obniżonych poziomach. Jedynie sektor budowlany wykazał poprawę bieżącej działalności, przemysł ocenia trendy w bieżącej i przyszłej produkcji najgorzej od dwóch lat. Jednak wg GUS wartość nowych zamówień eksportowych odbiła z początkiem roku (11% r/r po dwóch słabych miesiącach). Klóci się to z raportem PMI za luty (spadek indeksu z 48,3 do 47,6 pkt, najniżej od 2013 r.), podkreślającym dalsze pogorszenie w zamówieniach eksportowych, zwłaszcza z Niemiec, i znaczny przyrost zapasów pomimo zmniejszania bieżącej produkcji.

## Łączny koszt propozycji PiS dla finansów publicznych, mld zł

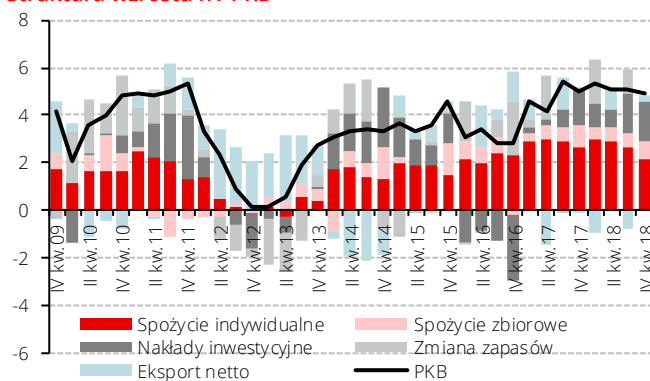
	Wariant bazowy*		Wariant maksymalny**	
	2019	2020	2019	2020
Rozszerzenie 500+	9,2	18,5	9,2	18,5
Trzynasta emerytura	10,2	-	10,2	10,5
Zero PIT dla młodych	-	2,5	1,2	2,5
17% PIT	-	8,0	3,0	8,0
Wyższe koszty uzyskania przychodu	1,7	3,5	1,7	3,5
Odbudowa PKS	-	1,0	0,5	1,0
<b>Razem brutto</b>	<b>21,1</b>	<b>33,5</b>	<b>25,8</b>	<b>44,0</b>
Wraca w podatkach	3,0	4,0	4,0	6,0
<b>Razem netto (mld zł)</b>	<b>18,1</b>	<b>29,5</b>	<b>22,0</b>	<b>38,0</b>
<b>Razem netto (% PKB)</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,6%</b>

\* wariant bazowy uważamy za najbardziej prawdopodobny

\*\* w wariantcie maksymalnym zakładamy, że wszystkie obietnice zostaną zrealizowane do połowy 2019 r. a w 2020 ponownie wypłacona zostanie trzynasta emerytura.

Źródło: KPRM, Santander

## Struktura wzrostu r/r PKB



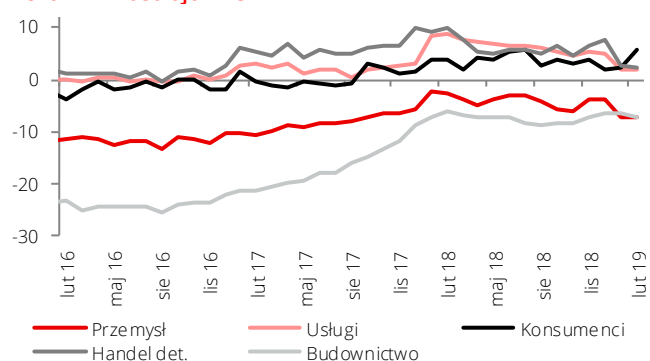
Źródło: GUS, Santander

## PMI a faktyczny wzrost produkcji przemysłowej, %r/r



Źródło: GUS, IHS Markit, Santander

## Wskaźniki nastrojów ESI



Źródło: Komisja Europejska, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Kurs EURPLN spadł po pięciu tygodniach wzrostów z rządu i osiągnął 4,30. USDPLN obniżył się do 3,77 z 3,82, a CHFPLN poniżej 3,79 z 3,82. GBPPLN wzrósł przejściowo powyżej 5,05, najwyżej od kwietnia 2017. Polska waluta zyskała do euro, dolara i franka dzięki ustabilizowaniu się rynku po sobotnich propozycjach PiS, wzrostowi EURUSD i jastrzębiej retoryce banku centralnego Węgier. Wzrost kursu GBPPLN to efekt umocnienia funta po doniesieniach ws. Brexitu.

**Rynek stopy procentowej** Przedstawienie nowych planów wydatków przez PiS spowodowało gwałtowną przecenę obligacji na początku mijającego tygodnia. Rentowności na długim końcu i środku krzywej wzrosły o ok. 22 pb, a na krótkim końcu o 8 pb. Zmiany na krzywej IRS wyniosły odpowiednio ok. 23 pb i 9 pb. Tempo zmian spadło po tym jak rząd powiedział, że nie będzie potrzebna nowelizacja budżetu oraz wypowiedzi Komisji Europejskiej że nie będzie w tej chwili analizować nowych propozycji wydatków.

### Kluczowe wydarzenia

Posiedzenie EBC i miesięczne dane z rynku pracy USA to według nas kluczowe wydarzenia nadchodzącego tygodnia.

W styczniu, Mario Draghi nie zmienił nastawienia EBC sugerując, że bankierzy centralni woleliby się najpierw zapoznać z nowymi prognozami. W marcu będą mieli do dyspozycji nowe szacunki PKB oraz CPI i nie powinno być niespodzianką jeśli oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego zostaną zrewidowane w dół.

Rynek oczekuje, że tempo wzrostu miejsc pracy w USA spowolniło po mocnym styczniu.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** EURPLN oddalił się od istotnego poziomu oporu i ryzyko znacznej i trwałej deprecjacji złotego spadło w ostatnich dniach. Kurs powrócił do przedziału 4,26-4,34 obserwowanego od sierpnia.

Sądzymy, że reakcja EURUSD na wynik posiedzenia EBC będzie w tym tygodniu kluczowa dla EURPLN. Zakładamy, że ton może być bardziej ostrożny niż w poprzednich miesiącach, ale bank centralny nie będzie chciał przestraszyć inwestorów. W szczególności, uważamy, że EBC nie wycofa się z sugestii o możliwej podwyżce stóp w tym roku, choć może wskazać, że nastąpi ona raczej pod koniec 2019, a nie w II czy III kw.

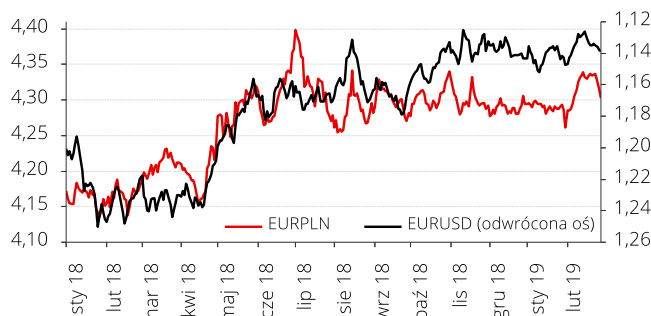
Jeśli tak się stanie, kurs EURUSD mógłby wzrosnąć generując presję na spadek EURPLN.

**Rynek stopy procentowej** Rentowności polskich obligacji osiągnęły w minionym tygodniu nowe tegoroczne maksima, ale IRS zmieniły się w podobnej skali i w efekcie spread asset swap nie wzrósł istotnie. Najwyraźniej wzrost niepewności odnośnie polityki fiskalnej (mogą się pojawić kolejne propozycje wydatków) nie sprawił, że inwestorzy zaczęli wyceniać wzrost ryzyka kredytowego.

Komisja Europejska powiedziała, że nie zamierza teraz zajmować się wpływem nowych planów PiS, a rząd zapowiedział, że nowelizacja budżetu nie będzie konieczna. Od kiedy 2015 PiS przejął władzę, wprowadził hojną politykę socjalną, której koszty zostały sfinansowane lepszą ściągalskością podatków. Być może rząd ma u inwestorów kredyt zaufania biorąc pod uwagę historyczne wyniki fiskalne.

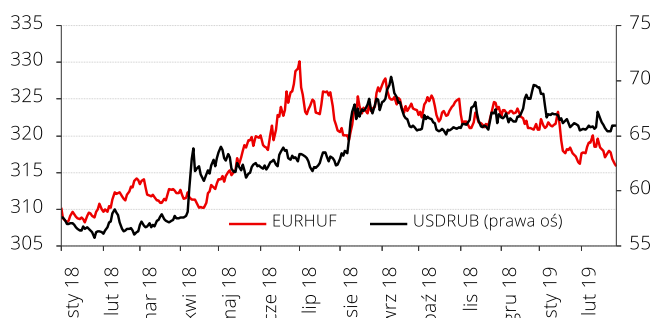
Niezależnie, w tym tygodniu polskim obligacjom może być trudno zanotować istotne umocnienie, bowiem spodziewamy się, że wynik posiedzenia EBC wywoła wzrost rentowności za granicą. Krajowy dług może sobie jednak radzić lepiej niż obligacje z rynków bazowych dzięki wciąż dobrym wynikom budżetu centralnego i pokryciu już w 52% tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto.

### EURPLN i EURUSD



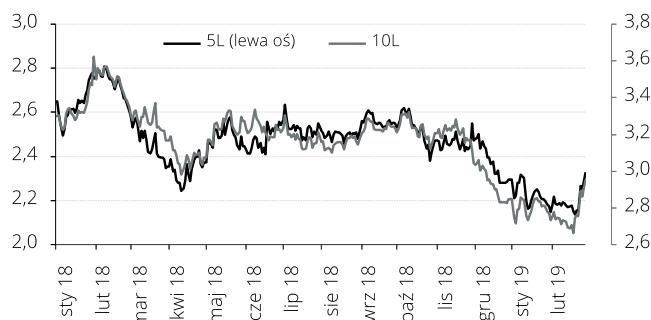
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### EURHUF i USDRUB



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### Rentowności polskich obligacji



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### Spready asset swap



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
<b>PONIEDZIAŁEK (4 marca)</b>							
Brak ważnych wydarzeń							
<b>WTOREK (5 marca)</b>							
02:45	CN	PMI usługi	II	pkt	54,0	-	53,6
09:55	DE	PMI usługi	II	pkt	-	-	55,1
10:00	EZ	PMI usługi	II	pkt	-	-	52,3
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	I	% m/m	-	-	-1,6
16:00	US	ISM usługi	II	pkt	57,2	-	56,7
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	XII	% m/m	0,9	-	16,9
<b>ŚRODA (6 marca)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		<b>%</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
14:15	US	Raport ADP	II	tys.	182	-	212
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	II	% m/m	-	-	1,2
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	II	% m/m	0,6	-	-0,6
<b>CZWARTEK (7 marca)</b>							
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	-	-	5,7
11:00	EZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	-	-	1,2
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	-	-	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	222	-	216
<b>PIĄTEK (8 marca)</b>							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	-	-	-1,6
09:00	HU	Inflacja	II	% r/r	-	-	2,7
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	II	tys.	168	-	304
14:30	US	Stopa bezrobocia	II	%	3,8	-	4,0

Źródło: Reuters, Parkiet, Bloomberg, Santander Bank Polska

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl