

Tygodnik ekonomiczny

Inflacja bez prądu

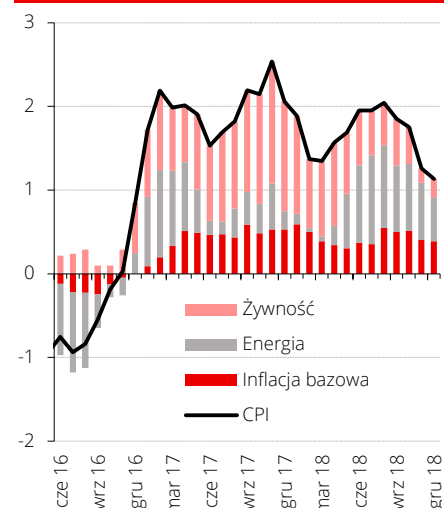
Kluczowe wydarzenia tygodnia

- W najbliższym tygodniu rynki finansowe będą przede wszystkim obserwowały wydarzenia za granicą – w kalendarzu jest sporo publikacji danych z USA i strefy euro, które dostarczą nowych wskazówek nt skali spowolnienia gospodarczego. Raczej nie spodziewamy się odwrócenia negatywnych trendów z ostatnich miesięcy. W tle będą też minutes z grudniowego posiedzenia Fed i starania amerykańskiej administracji aby odblokować tzw. government shutdown.
- W krajowym kalendarzu w zasadzie tylko dwa wydarzenia: posiedzenie RPP (decyzja w środę) i aukcja obligacji (czwartek).
- W przypadku RPP nie będzie żadnej niespodzianki, utrzymana zostanie deklaracja stabilizacji stóp przynajmniej do końca br. Rządowa ustawa zamrażająca ceny prądu potwierdziła to, co było w miarę oczywiste od początku – faktyczna ścieżka inflacji w 2019 r. będzie wyraźnie poniżej tej pokazanej w listopadowej projekcji NBP (nasza aktualna prognoza wskazuje na stopniowy wzrost CPI i inflacji bazowej w 2019, ale dotarcie do celu 2,5% nastąpi prawdopodobnie dopiero na sam koniec roku). W związku z tym argumentów za zaostrzeniem polityki na pewno nie przybyło od ostatniego posiedzenia.
- Aukcja długu też nie powinna zachwiać rynkiem. MF zaofერuje obligacje za 3-6 mld zł.

Wnioski rynkowe

- Rynki finansowe zdyskontowały już na tyle dużo pesymizmu nt perspektyw gospodarczych na najbliższy rok, że mimo oczekiwanych publikacji kolejnych słabych danych spodziewamy się realizacji zysków na rynkach długu i odreagowania rentowności w górę. Pomóc w tym mogą nadzieje na zbliżający się kompromis w sprawie 'odblokowania' rządu federalnego USA. Jeśli chodzi o rynek walutowy, słabe dane z Europy powinny sprzyjać dalszemu spadkowi EURUSD i osłabieniu złotego – EURPLN może zmierzać w stronę 4,34, ale nie powinien przekroczyć tego poziomu w najbliższym tygodniu.

Struktura inflacji w Polsce, %r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

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

Wydarzenia najbliższego tygodnia

Posiedzenie RPP przebiegnie zapewne w gołębim tonie. Ustawa mająca na celu zamrożenie cen prądu to dobry powód dla Rady, żeby zdystansować się jeszcze bardziej od listopadowej projekcji inflacji (która zakładała wysokie ceny energii a mimo to nie wpłynęła na postawę RPP) i wyrazić satysfakcję ze stabilności polityki pieniężnej. Do tego wstępny odczyt CPI za grudzień pokazał, że presja inflacyjna (wynikająca z PKB rosnącego szybciej od potencjału i z sytuacji na rynku pracy) wciąż nie przejawia się w postaci wyższej inflacji bazowej.

Ostatnie dwa tygodnie w gospodarce

Wstępny odczyt CPI za grudzień wyniósł 1,1% r/r, powyżej naszej prognozy 1%, ale niżej od odczytu za listopad (1,3%). Ceny żywności przyspieszyły do 0,9% r/r z 0,7% zapewne głównie przez rosnące ceny produktów zbożowych. Według naszych szacunków inflacja bazowa wyniosła 0,6-0,7% r/r. Odczyt za grudzień wyznaczył wg nas dołek i przez 2019 rok zobaczymy wzrost w kierunku celu 2,5%.

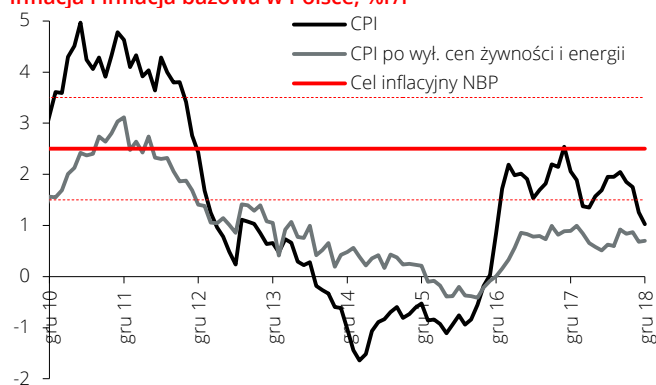
PMI dla polskiego przemysłu spadł w grudniu do 47,6 pkt z 49,5 pkt, najniżej od 2013 r. Mocno spadły składniki produkcji i nowych zamówień. Respondenci zwracali uwagę na słabszy popyt z zagranicy, zwłaszcza z Niemiec. O ile spodziewamy się pewnego spowolnienia wzrostu w 2019 r., co jest zgodne z niższymi odczytami PMI, to nie można jednak wykluczyć, że tak gwałtowne pogorszenie nastrojów w grudniu wynikało z innych czynników, np. niepewności związanej z cenami energii. Nie można wykluczyć pewnego odbicia indeksu w styczniu. Tymczasem wskaźnik koniunktury w przemyśle GUS (oparty na szerszej próbie niż PMI) odbija po kilku niższych odczytach.

Dane o **strukturze inwestycji w Polsce III kw. 2018** pokazały odbicie nakładów na maszyny i środki transportu, które wzrosły aż o 14,3% r/r, najszybciej od początku 2015. Nakłady w tej kategorii są mocno skorelowane z inwestycjami firm, zatem dane te sugerują ożywienie aktywności inwestycyjnej w sektorze prywatnym w III kw. ub.r. Podobne wnioski można było wyciągnąć z danych od dużych firm, które pokazały wzrost nakładów o ok. 15% w III kw. 2018 r. Z kolei nakłady na budynki wzrosły o 7,5% r/r, w tym na mieszkaniowe spadły o 4,1% r/r a na niemieszkaniowe wzrosły o 11,8% r/r (to w znacznej mierze pochodna inwestycji publicznych). Uważamy, że w tym roku inwestycje będą dość mocne, głównie ze względu na wysokie wydatki z programów UE, ale perspektywy dla inwestycji prywatnych będą raczej się pogarszać, więc instytucje publiczne pozostaną w 2019 r. podporą ich wzrostu.

Dynamika **podaży pieniądza M3** wzrosła w listopadzie z 8,3% r/r do 8,8%. Depozyty gospodarstw domowych rosły w najszybszym tempie od dwóch lat, 9,5% r/r. Gotówka w obiegu wzrosła o 11,3% r/r (najwyższe tempo od półtora roku). Po skorygowaniu o efekt kursowy, kredyty ogółem wzrosły o 6,4% r/r najszybciej od prawie czterech lat. Kredyty konsumpcyjne od lutego ub.r. rosły w tempie co najmniej 9% r/r i tak też było w listopadzie. Z kolei kredyty hipoteczne rosły w tempie 4,4% r/r, najwyższym od ponad czterech lat. Skorygowana o efekt kursowy dynamika kredytów firm utrzymała się wokół 6,5% r/r - średniego tempa obserwowanego w 2018. Wzrost kredytu powinien wspierać solidne tempo wzrostu PKB w 2019 r., ale naszym zdaniem nie zapobiegnie zupełnie stopniowemu spowolnieniu konsumpcji prywatnej, szczególnie w II poł. roku.

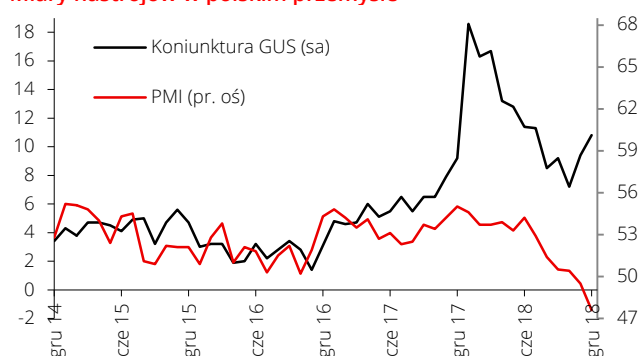
Dane NBP o **bilansie płatniczym za III kw.** pokazały deficyt na rachunku obrotów bieżących 2,53 mld €, większy o 0,65 mld € od wcześniejszych szacunków. Różnice pojawiły się w saldzie dochodów pierwotnych (rozchody zostały zrewidowane w górę o ponad 0,5 mld €). O blisko 0,5 mld € zrewidowano też w górę wpływy z tytułu eksportu usług a importu o 0,2 mld €. Zmiany w zakresie bilansu handlowego towarami były większe w przypadku II kw. (eksport podwyższony o 0,3 mld €, import o prawie 0,6 mld €) niż III kw. (lekkie rewizje w dół eksportu i importu).

Inflacja i inflacja bazowa w Polsce, %/r



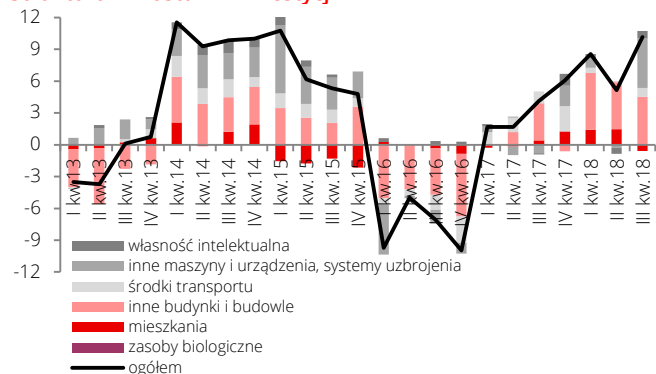
Źródło: GUS, NBP, Santander Bank Polska

Miary nastrojów w polskim przemyśle



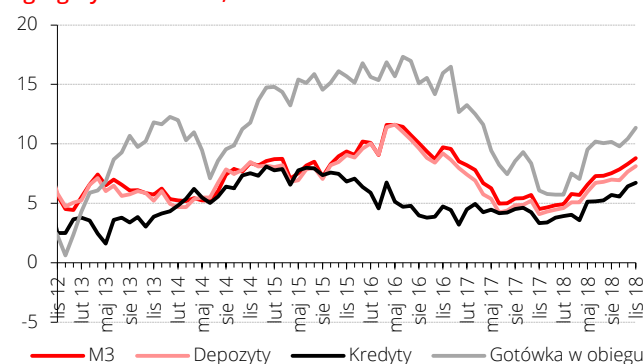
Źródło: GUS, Markit, Santander Bank Polska

Struktura wzrostu r/r inwestycji



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Agregaty monetarne, %/r



Źródło: NBP, Santander Bank Polska

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX EURPLN rósł na przestrzeni ostatnich dwóch tygodni przebijając w szczytowym momencie 4,31, by szybko powrócić nieco powyżej punktu startu sprzed dwóch tygodni. Była to reakcja na obniżoną płynność oraz zwiększoną zmienność na giełdach i pogarszające się perspektywy globalnego wzrostu. Podobnie jak w przypadku złoty najsilniej reagował na podwyższoną zmienność na giełdach w okolicy Świąt.

Rynek stopy procentowej Okres Świąt upłynął pod znakiem znaczących zniżek rentowności na krajowym oraz bazowych rynkach długu. Pozytywny wpływ na wyceny miała podwyższona zmienność na giełdach. Obligacje umacniały również spadające ceny ropy naftowej oraz obawy o globalny wzrost, po tym jak większość publikowanych indeksów koniunktury pokazała spadki. Jeden z większych jednorazowych ruchów widoczny był po publikacji odczytu krajowego PMI, który pokazał spadek do 47,6 pkt. W efekcie rentowności krajowego długu spadły o 12-15 pb w segmencie 5-10L, w segmencie 2L, po spadku o 10 pb w trakcie Świąt rentowności wróciły do poprzednich poziomów. Pozytywne tło dla krajowych obligacji tworzyły zapowiedzi niskiej podaży długu w styczniu (8-14 mld) i I kw. (20-30 mld PLN).

Kluczowe wydarzenia

Na przestrzeni najbliższego tygodnia poznamy zamówienia i produkcję przemysłową z Niemiec oraz sprzedaż detaliczną z krajów Eurostrefy. W przypadku większości wyżej wymienionych danych spodziewamy się, potwierdzenia słabego obrazu gospodarki europejskiej.

Za Oceanem zostaną zaprezentowane dane o zamówieniach w przemyśle oraz minutes z ostatniego spotkania FOMC. W przypadku zamówień oczekujemy słabszych odczytów, zaś minutes powinny potwierdzić zmianę nastawienia FOMC na mniej jastrzębie.

W kraju konferencja RPP będzie repliką poprzednich.

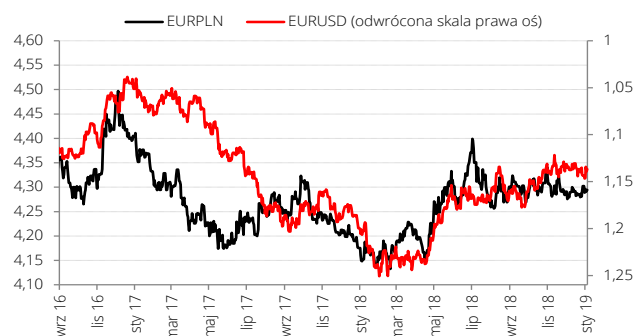
Na czwartkowej aukcji podaż ma wynieść 3-6 mld zł, zostaną zaoferowane obligacje OK0521, PS0424, WZ0524, WS0428 i WZ0528.

Wpływ na rynek

Rynek FX W przypadku rynku walutowego sądzimy, że słabsze dane z Eurostrefy a także powrót do wyceniania przez rynki dalszych podwyżek stóp w USA powinno wspierać dalsze spadki EURUSD. Co za tym idzie uważamy, że oczekiwane umocnienie dolara, podobnie jak słabsze dane z Europy będą negatywnie wpływać na naszą walutę. W efekcie spodziewamy się marszu EURPLN w kierunku 4,34, jednak nie sądzimy by poziom ten został już w najbliższym tygodniu przebity.

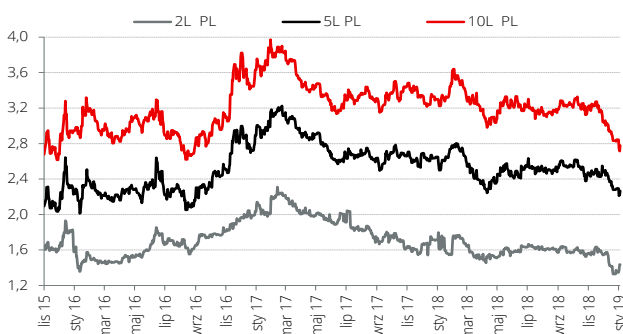
Rynek stopy procentowej Uważamy, że choć zestaw publikowanych w najbliższym tygodniu danych powinien wspierać dalsze spadki rentowności, to rynek zdyskontował już te informacje. W związku z powyższym sądzimy, że publikacja danych będzie okazją do realizacji zysków przez inwestorów na rynku długu. Sprzyjać odbiciu rentowności powinny doniesienia o zbliżaniu się kompromisu w sprawie odblokowania ograniczeń w finansowaniu rządu w USA. Naszym zdaniem będzie to wpływać na przywrócenie na rynku stopy procentowej wiary w podwyżki stóp procentowych w USA (obecnie inwestorzy wyceniają redukcję stóp w horyzoncie dwóch lat). W konsekwencji powinno to przełożyć się na wzrosty rentowności UST oraz - jako pochodna - krajowego długu. W perspektywie miesiąca spodziewamy się przesunięcia krajowej krzywej dochodowości o około 10 pb. w górę w segmencie 5-10L w reakcji na osiągnięcie kompromisu w sprawie powrotu do finansowania rządu w USA. Krótki koniec powinien pozostać na obecnym poziomie.

EURPLN i EURUSD



Źródło: ThomsonReuters, Santander Bank Polska

Rentowności obligacji

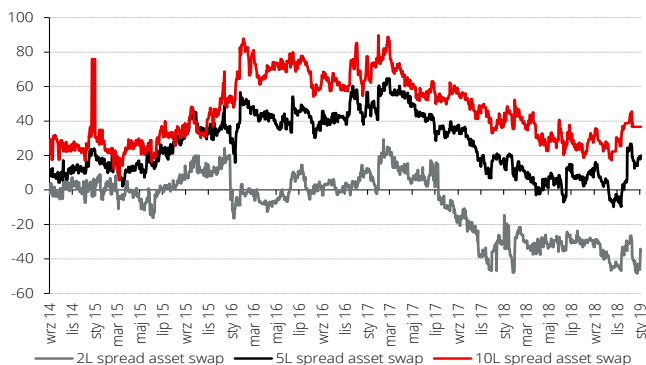


Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

Spread między polskimi i niemieckimi rentownościami



Spread asset swap (pb)



Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	SANTANDER	
PONIEDZIAŁEK (7 stycznia)						
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	XI	% m/m	-	0,3
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	XI	% m/m	0,4	0,1
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	XI	% m/m	0,1	0,3
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	XI	% m/m	0,0	0,8
16:00	US	ISM usługi	XII	pkt	-	60,7
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	XI	% m/m	0,3	-2,1
WTOREK (8 stycznia)						
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	XI	% m/m	0,3	-0,5
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	XI	% r/r	4,9	6,7
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	XI	% r/r	-	3,3
11:00	EZ	ESI	XII	pkt	108,1	109,5
ŚRODA (9 stycznia)						
	PL	Decyzja RPP		%	1,5	1,5
08:00	DE	Eksport	XI	% m/m	-0,5	0,9
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	XI	%	8,0	8,1
20:00	US	Minutes FOMC	19/12/2019		-	0,0
CZWARTEK (10 stycznia)						
09:00	CZ	Inflacja	XII	% r/r	2,1	2,0
11:30	PL	Aukcja obligacji			-	
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	5 sty	tys.	220,0	231,0
PIĄTEK (11 stycznia)						
09:00	CZ	PKB SA	III kw.	% r/r	-	2,4
14:30	US	Inflacja	XII	% m/m	-0,1	0,0

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 obowiązują 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