

Tygodnik ekonomiczny

Inflacja bez napięcia

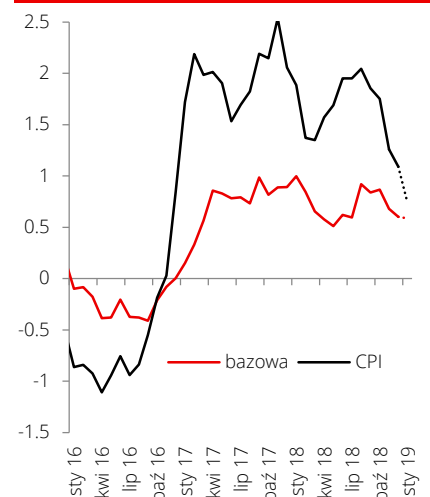
Kluczowe wydarzenia tygodnia

- W tym tygodniu poznamy wstępny PKB za IV kw., CPI za styczeń i wynik na rachunku obrotów bieżących za grudzień. Po publikacji wstępnych danych za 2018 rok, dane za IV kw. nie powinny mocno zaskoczyć, ze wzrostem na poziomie lekko poniżej 5% r/r po raz pierwszy od II kw. 2017. Według naszych szacunków źródłem spowolnienia były inwestycje i konsumpcja prywatna, zaś eksport netto miał pozytywny wpływ na wzrost.
- W piątek GUS opublikuje wstępny CPI za styczeń i dane te będą naszym zdaniem znacznie bardziej interesujące niż odczyt PKB za IV kw. Obok typowych źródeł niepewności związanych z prognozowaniem, elementem ryzyka jest to w jaki sposób GUS potraktuje zmiany cen energii. Zakładamy, że ceny energii dla gospodarstw domowych spadły w styczniu o około 5% m/m, co może obniżyć wskaźnik CPI do 0,7% r/r. Warto jednak pamiętać, że styczniowy odczyt zostanie zrewidowany w marcu z nowymi wagami na 2019 rok. Wyższy niż zwykle poziom niepewności znajduje odzwierciedlenie w większej rozpiętości prognoz CPI - rzędu 0,6 pkt proc. w rankingu prognoz "Parkiet-u". Ostatnio tak duży rozstęp między prognozami widzieliśmy w maju 2017 r. (0,7 pkt proc.).
- Sądzymy, że znaczne spowolnienie grudniowej produkcji przemysłowej odbiło się na eksporcie i imporcie, prowadząc do zauważalnego zwiększenia deficytu w handlu zagranicznym i na rachunku obrotów bieżących.
- W tym tygodniu planowane są też wystąpienia członków FOMC oraz publikacja serii danych z USA, w tym inflacji i sprzedaży detalicznej.
- Spodziewamy się również uzyskania więcej informacji z frontu Brexitowego. Oczekujemy, że w środę premier May przedstawi sprawozdanie z postępów, jakie poczyniła w renegocjacji umowy o wyjście z UE. Na razie brak jednak jakichkolwiek informacji na ten temat. W ostatnich tygodniach (po tym, jak parlament Wielkiej Brytanii odrzucił pierwotne porozumienie), rynek wyceniał niższe ryzyko dla twardego Brexitu. Gdyby jednak nie było postępu w uzgadnianiu warunków między stronami, napięcie mogłoby znów zacząć rosnąć.

Wnioski rynkowe

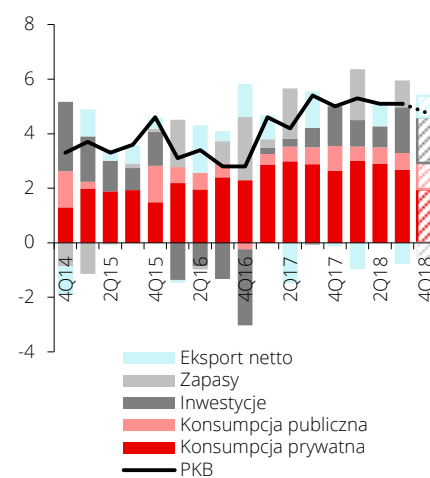
- EURPLN jest z powrotem w trendzie bocznym czekając na silny impuls, który wyznaczyłby trwalszy kierunkowy ruch. Biorąc pod uwagę fakt, że zmiana retoryki FOMC nie zdołała spowodować wzrostu zmienności na dłuższej, wygląda na to, że jedynie przełomowe sygnały nt. rozmów handlowych USA-Chiny czy negocjacji ws. Brexitu mogłyby mieć trwały wpływ na rynek.
- Sądzymy, że polska krzywa nie wystromi się w najbliższych dniach. Krótki koniec wycenia scenariusz stabilnych stóp w najbliższych dwóch latach (zgodnie z retoryką RPP), podczas gdy na środku krzywej mogą zrobić wrażenie dane inflacyjne za styczeń (nasza prognoza jest poniżej konsensusu).

Inflacja w Polsce, % r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Dekompozycja wzrostu PKB, % 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

Ostatni tydzień w gospodarce

W minionym tygodniu, najciekawszym wydarzeniem było posiedzenie RPP. Powszechnie oczekiwano braku jakichkolwiek zmian, ale bardzo późna godzina ogłoszenia decyzji wywołała wzrost niepewności czy aby posiedzenie nie przyniesie jakiejś niespodzianki. Tak się jednak nie stało, a pytanie o późną porę ogłoszenia decyzji nawet nie padło na konferencji prasowej. Najnowsze dane z Niemiec były raczej słabe, a z wyników ankiety kredytowej NBP dowiedzieliśmy się jak polskie banki komercyjne mogą odpowiedzieć na pierwsze oznaki spowolnienia gospodarczego.

Zgodnie z oczekiwaniami, RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, w tym stopę referencyjną na 1,50%. Lutowe posiedzenie RPP potwierdziło, że nie należy oczekiwać zmiany stóp NBP w 2019 r.

Decyzja została ogłoszona o 14:45 czyli najpóźniej od 2010. Ton lutowego komunikatu nie zmienił się, przebieg konferencji prasowej też nie dostarczył nowych informacji. Prezes Glapiński podtrzymał pogląd, że przy realizacji prognoz z ostatniej projekcji NBP, stopy mogą pozostać bez zmian nawet do 2022 podkreślając wyraźnie jej warunkowość i niepewność odnośnie do otoczenia globalnego. Jego opinię podzielili Eryk Łon i Grażyna Ancyparowicz. Ancyparowicz podkreśliła istotność marcowej edycji prognoz, które według Glapińskiego pokażą, że w tym roku PKB wzrośnie o ok. 4% a, inflacja pozostanie nieco poniżej 2%. Szacunki te są bardzo bliskie naszym oczekiwaniom – zakładamy, że w 2019 PKB wzrośnie o 3,8%, a inflacja przekroczy nieznacznie 2% tylko w grudniu.

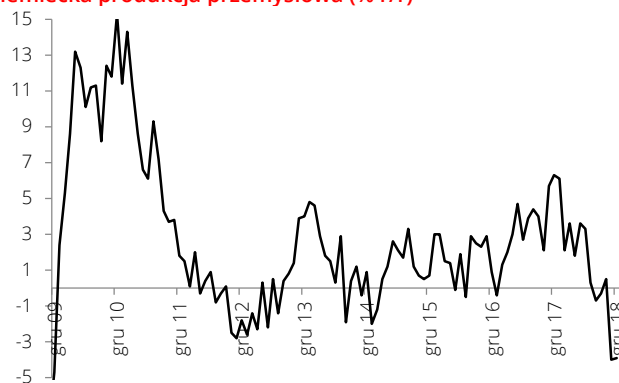
W 2018 r. budżet centralny zamknął się deficytem 10,4 mld zł wobec 25,4 mld zł w 2017 r. Poprawa wyniku to przede wszystkim efekt lepszych dochodów budżetowych, zwłaszcza VATu oraz niższej dotacji do FUS. Dane za sam grudzień pokazują, że w tym miesiącu dochody z VAT były o 60-70% wyższe niż w grudniu 2017 r. Naszym zdaniem oznacza to, że resort znowu zastosował manewr z przesuwaniem zwrotów z tytułu tego podatku i tym razem opóźnił zwroty o wartości około 5-6 mld zł, które obciążą wynik budżetu w pierwszych miesiącach 2019 r. Naszym zdaniem tak dobre wyniki nie powtórzą się już w 2019 r. Budżetowi nie będzie sprzyjać pogorszenie koniunktury, ale uważamy, że założenia do ustawy budżetowej na 2019 r. są dość konserwatywne.

Według wyników ankiety kredytowej NBP, w IV kw. 2018 banki zastryżły kryteria udzielania kredytów mieszkaniowych oraz kredytów dla firm, zwłaszcza z sektora MŚP. Miało to związek z rosnącym ryzykiem poszczególnych branż (budownictwo, handel) oraz przewidywaną sytuacją kapitałową banków. W przypadku kredytów mieszkaniowych zastosowano natomiast bardziej rygorystyczne podejście do kalkulacji dochodów klientów prowadzących działalność gospodarczą. Banki nie zaobserwowały istotnych zmian popytu na kredyt, przy czym spodziewają się jego obniżenia w przypadku kredytów mieszkaniowych oraz dalszego zaostrzenia polityki kredytowej w tym segmencie.

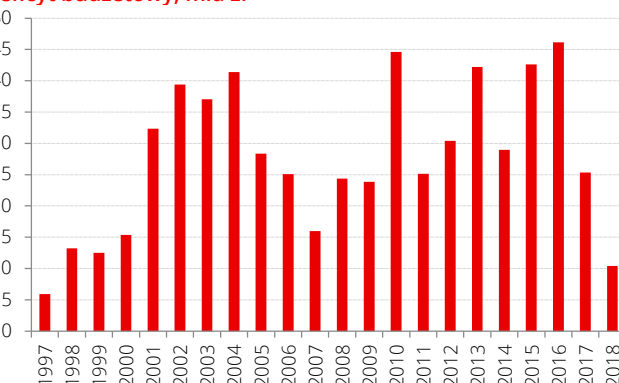
Międzynarodowy Fundusz Walutowy spodziewa się spowolnienia wzrostu PKB Polski do 3,6% w 2019 r., 3,0% w 2020 r. i 2,8% w 2021. Fundusz nieco obniżył ścieżkę prognoz inflacji oraz deficytu finansów publicznych, ale ogólnie skala rewizji wobec poprzedniej rundy prognozy w październiku nie była duża. Według analityków MFW, polityka pieniężna powinna pozostać w trybie wait-and-see i reagować na napływające dane. W polityce fiskalnej Fundusz rekomenduje dalsze zmniejszanie luki VAT, poprawienie ukierunkowania zasiłków społecznych i podwyżkę wieku emerytalnego. Komisja Europejska też obniżyła prognozy wzrostu polskiego PKB – w 2019 do 3,5% z 3,7% oczekiwanych w listopadzie i w 2020 do 3,2% z 3,3%.

Według danych Ministerstwa Pracy, **w styczniu stopa bezrobocia** wzrosła do 6,2% z 5,8%. W ujęciu miesięcznym liczba bezrobotnych wzrosła o 55 tys., nieco mocniej niż przed rokiem (52 tys.). Sądymy, że ostateczny odczyt GUS pokaże jednak minimalnie niższe bezrobocie (6,1%), przy czym dane odsezonowane niezmiennie wskazują na wyhamowanie spadków tej zmiennej ekonomicznej.

Niemiecka produkcja przemysłowa (% r/r)

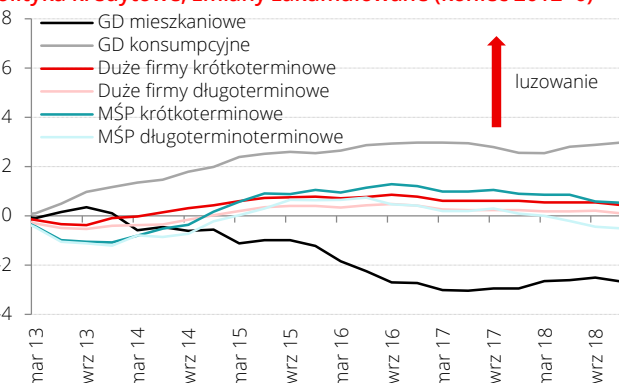


Deficyt budżetowy, mld zł



Źródło: NBP, Reuters, Santander

Polityka kredytowa, zmiany zakumulowane (koniec 2012=0)



Źródło: NBP, Santander

Prognozy MFW dla Polski – obecne i zmiana wobec października

	2019	2020	2021
PKB	3,6 (+0,1)	3,0 (0,0)	2,8 (0,0)
CPI	2,3 (-0,5)	2,6 (+0,1)	2,5 (0,0)
Deficyt finansów publ.	-0,8 (+0,7)	-1,3 (+0,1)	-1,7 (-0,4)
Dług publiczny	46,1 (-2,4)	44,7 (-2,5)	44,1 (-2,1)

Źródło: MFW, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Umocnienie złotego w reakcji na zaskakujące złagodzenie retoryki FOMC okazało się być bardzo krótkotrwałe. W zeszłym tygodniu EURPLN odbił do 4,30 z 4,26 (najniższego poziomu od początku sierpnia) pod wpływem umocnienia dolara (EURUSD spadł po serii słabych danych z Niemiec) i negatywnych sygnałów z regionu (niższa od prognoz produkcja przemysłowa w Czechach). USDPLN wzrósł do 3,80 z 3,74, CHFPLN do 3,79 z 3,75, a GBPPLN pozostał blisko 4,88.

Rynek stopy procentowej Rentowności i IRS spadły korzystając z umocnienia na rynkach bazowych. Polski dług zyskał jednak znacznie mniej niż Treasuries, podobnie jak Bund. Polskie spready asset swap pozostały w stabilnym trendzie wzrostowym, obie krzywe lekko się wypłaszczyły. Ogólny obraz polskiego rynku długu nie uległ zmianie i rentowności 5- i 10-letnich obligacji nadal oscylują blisko najniższych poziomów od połowy 2016.

Na aukcji obligacji, Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 5,6 mld zł, z czego 5 mld zł na aukcji podstawowej, na której popyt wyniósł 10,2 mld zł. Według Ministerstwa, po akcji stopień pokrycia potrzeb pożyczkowych brutto na 2019 r. wyniósł 47%.

Kluczowe wydarzenia

Wygląda na to, że najistotniejsze będą czynniki globalne. Wydaje się, że łagodniejsza retoryka FOMC miała już swoją szansę na wpłynięcie na rynek i teraz nie powinno być dużej reakcji na liczne wypowiedzi członków FOMC zaplanowanych na najbliższe dni.

W efekcie, uwaga inwestorów skupi się zapewne na kolejnej odsłonie procesu Brexitu – 29 marca zbliża się i na ten moment nie ma żadnego postępu w rozmowach.

Spodziewamy się wyższego niż rynek deficytu na rachunków obrotów bieżących, a nasza prognoza inflacji jest najniższa na rynku. Naszym zdaniem, dane te nie powinny mieć istotnego wpływu na złotego, ale też raczej nie wesprą go jeśli nastroj na rynku się pogorszy.

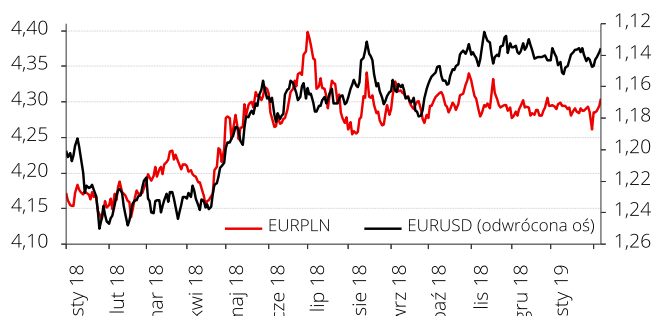
Wpływ na rynek

Rynek FX EURPLN jest z powrotem w trendzie bocznym czekając na silny impuls, który wyznaczyłby trwalszy kierunkowy ruch. Biorąc pod uwagę fakt, że zmiana retoryki FOMC nie zdołała spowodować wzrostu zmienności na dłużej, wygląda na to, że jedynie przełomowe sygnały nt. rozmów handlowych USA-Chiny czy negocjacji ws. Brexitu mogłyby mieć trwały wpływ na rynek. Odnośnie tego ostatniego, widzimy ryzyko, że rynek może przestać być tak przekonany o pozytywnym finale, co z kolei wywarłoby presję na wzrost EURPLN. EURUSD zneutralizował niemal całość ruchu wzrostowego zanotowanego po posiedzeniu FOMC i widzimy potencjał do spadku kurs w okolicy tegorocznego dołka na nieco poniżej 1,13. Dalsza aprecjacja dolara mogłaby ciążać złotemu.

Rynek stopy procentowej Sądzymy, że polska krzywa nie wystromi się w najbliższych dniach. Krótki koniec wycenia scenariusz stabilnych stóp w najbliższych dwóch latach (zgodnie z retoryką RPP), podczas gdy na środku krzywej wrażenie zrobić mogą dane inflacyjne za styczeń (nasza prognoza jest poniżej konsensusu). W efekcie, sądzymy, że pojawić się może presja na spadek rentowności w segmencie 5L. Czynnikiem ryzyka dla segmentu 5-10L jest ewentualny postęp w rozmowach wewnętrznych USA nt. odłożenia w czasie kolejnego zamknięcia tamtejszej administracji 15 lutego.

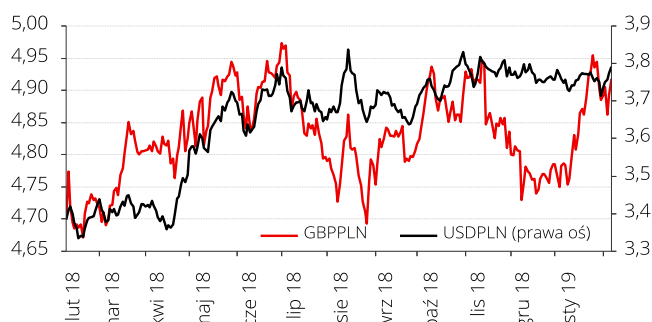
5- i 10-letnie spready asset swap są w drodze do swoich tegorocznych szczytów z początku stycznia na odpowiednio ok. 20 pb i 42 pb.

EURPLN i EURUSD



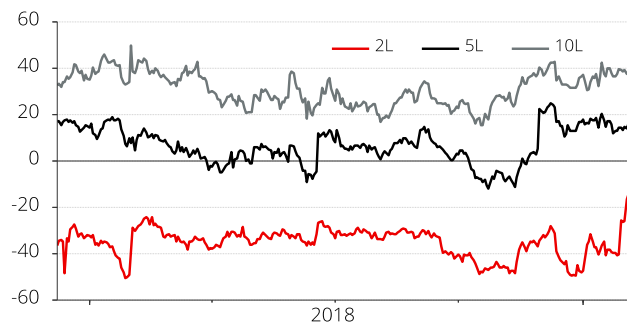
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

GBPPLN i USDPLN



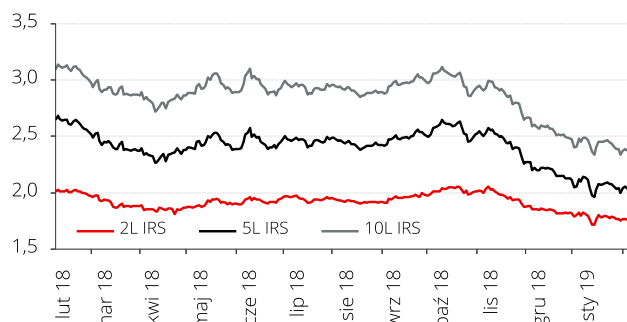
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Spready asset swap (pb)



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Stawki IRS (%)



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	SANTANDER	
PONIEDZIAŁEK (11 lutego)						
Brak ważnych wydarzeń						
WTOREK (12 lutego)						
09:00	HU	Inflacja	I	% r/r	2,8	- 2,7
ŚRODA (13 lutego)						
09:00	CZ	Inflacja	I	% r/r	2,1	- 2,0
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	-0,4	- -1,7
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	XII	mln €	-944	-1 770 -221
14:00	PL	Bilans handlowy	XII	mln €	-1 108	-1 640 -229
14:00	PL	Eksport	XII	mln €	16 656	16 303 20 025
14:00	PL	Import	XII	mln €	18 078	17 943 20 254
14:30	US	Inflacja	I	% m/m	0,1	- -0,1
CZWARTEK (14 lutego)						
08:00	DE	PKB	IV kw.	% r/r	0,8	- 1,1
09:00	HU	PKB	IV kw.	% r/r	4,7	- 4,9
10:00	PL	PKB	IV kw.	% r/r	4,9	4,8 5,1
11:00	EZ	PKB	IV kw.	% r/r	1,2	- 1,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	221	- 234,0
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	XII	% m/m	0,1	- 0,2
PIĄTEK (15 lutego)						
09:00	CZ	PKB	IV kw.	% r/r	2,4	- 2,4
10:00	PL	Inflacja	I	% r/r	1,0	0,7 1,1
15:15	US	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	0,1	- 0,4
16:00	US	Wstępny Indeks Michigan	II	pkt	94,0	- 91,2

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