

# Tygodnik ekonomiczny

## Wyjść albo nie wyjść?

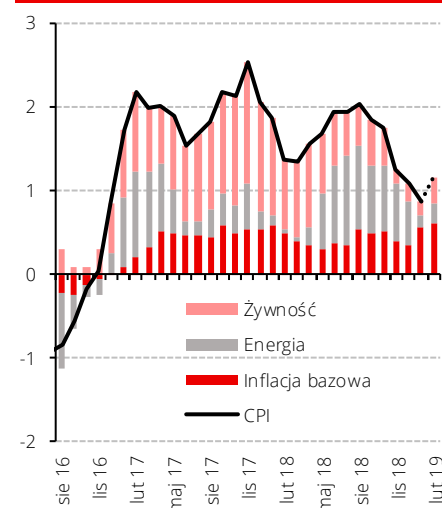
### Kluczowe wydarzenia tygodnia

- Tematem tygodnia może być **Brexit**. W weekend premier Theresa May będzie jeszcze negocjowała z Komisją Europejską, a po weekendzie czeka nas ciąg ważnych wydarzeń. We wtorek parlament brytyjski ma głosować nad przyjęciem proponowanej przez rząd umowy brexitowej. Jeśli to się nie uda (co wydaje się prawdopodobne), w środę będzie głosowany wniosek o wyjściu z UE bez porozumienia (Hard Brexit), który też zapewne nie uzyska poparcia. Następnie w czwartek parlament zgłasza nad przełożeniem w czasie daty Brexitu. Opóźnienie Brexitu wciąż wydaje nam się najbardziej prawdopodobnym scenariuszem, chociaż dodatkowa niepewność dotyczy tego, na jak długie wydłużenie procesu zdecydują się posłowie. W praktyce, nie można również wykluczyć scenariusza, że w tym tygodniu nie uda się przegłosować żadnego z ww. wniosków i wszystkie rozstrzygnięcia zostaną odłożone dosłownie na ostatnią chwilę. Z punktu widzenia rynku oznaczałoby to wzrost ryzyka niekontrolowanego Brexitu.
- W kraju kluczowa publikacja to **dane o inflacji** w piątek. GUS opublikuje pełne dane za styczeń i luty, wyliczone na podstawie nowych wag. Nasza prognoza CPI w lutym to 1,2% r/r, zgodnie z konsensusem rynkowym, więc publikacja nie powinna mocno wpłynąć na rynek. Wg naszych szacunków zmiana wag może minimalnie podnieść wskaźnik CPI na początku roku, ale w sumie wpływ na tegoroczną inflację powinien być znikomy. Nie można też zupełnie wykluczyć korekty przez GUS założonej w styczniu zmiany cen energii. Nowe dane GUS pozwolą nam wyjaśnić co stało za odbiciem inflacji bazowej do ok. 1,0% r/r na początku roku. My zakładamy, że był to głównie efekt zmian cen odzieży, co z kolei mogło być pochodną zmian metodologicznych.
- W poniedziałek NBP opublikuje **Raport o inflacji**, a w nim szczegóły **Projekcji Inflacyjnej**, z której dowiemy się jakie bank centralny poczynił założenia co do pakietu fiskalnego i jaki jest jego szacowany wpływ na gospodarkę.
- We wtorek GUS opublikuje **dane o handlu zagranicznym**. Powinny pokazać wzrost eksportu o ok 5-6% r/r a importu o ok 8% r/r, w obu przypadkach to nieco mniej niż średnie tempo wzrostu w II poł 18 r. W przypadku eksportu byłby to i tak całkiem dobry wynik zważywszy na sygnały nt. popytu zagranicznego płynące z badań ankietowych wśród przedsiębiorstw.
- W środę rozpoczyna się posiedzenie Sejmu, na którym parlament może się zająć ustawą „frankową”. Przegłosowanie projektu może być (przynajmniej krótkotrwałym) negatywnym impulsem na złotego.
- **Za granicą ważne dane** z Niemiec (eksport, produkcja), inflacja w strefie euro, ale kluczowe dla rynku mogą być publikacje z USA: zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż detaliczna, indeks Michigan. Po ostatniej wyraźnej zmianie nastawienia EBC rynek może być nieco bardziej odporny na potencjalnie słabe odczyty z Europy. Z kolei dane z USA dotyczą głównie stycznia, który był pod wpływem efektów zamknięcia agend rządowych. W związku z tym oczekiwania rynkowe są raczej niskie, jest więc miejsce do zaskoczenia w górę.

### Wnioski rynkowe

- Złagodzenie tonu EBC i słabe dane z Europy powinny sprzyjać utrzymaniu rentowności na niskim poziomie. Krajowe obligacje, które wyraźnie straciły po publikacji nowych obietnic PiS, mogą powoli odzyskiwać formę m.in. dzięki popytowi z banków komercyjnych i zagranicy po rozszerzeniu spreadów do obligacji z rynków bazowych i spreadów asset swap. W końcu tygodnia widzimy ryzyko odbicia rentowności w górę w reakcji na dane spływające z USA.
- Dla krajowej waluty kluczowe będą wydarzenia związane z Brexitem oraz działania polskiego Sejmu ws. „ustawy frankowej”. Przyjęcie przez UK umowy brexitowej lub decyzja o znacznym opóźnieniu Brexitu (np. o rok) mogłyby mieć korzystny wpływ na złotego. W przeciwnym razie krajowa waluta może być pod presją. Przyjęcie przez Sejm ustawy dot. kredytów walutowych może być pretekstem do przecenienia PLN, chyba że zostaną w niej wprowadzone poprawki istotnie ograniczające ryzyka dla sektora bankowego.

Struktura inflacji CPI, % r/r



Źródło: GUS, 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

W zeszłym tygodniu nie było ważnych publikacji danych makro z kraju, ale i tak udało nam się poznać sporo ciekawych informacji na temat perspektyw wzrostu. OECD, EBC i NBP przedstawiły swoje zrewidowane prognozy. Ponadto, rząd zdradził więcej szczegółów na temat finansowania i harmonogramu wdrażania nowych obietnic wyborczych PiS.

**OECD** po raz kolejny obniżyła prognozy światowego wzrostu. Prezentacja omawiająca nowe prognozy skupia się na problemach ze słabnącymi obrotami handlowymi. Niepewność (globalna a w przypadku strefy euro też polityczna) odbija się na nastrojach biznesu i konsumentów w Europie, a także na podejściu firm do inwestowania oraz zatrudniania, słabnie też wzrost kredytu. Dodatkowym poważnym ryzykiem dla światowego wzrostu podkreślonym przez OECD jest kondycja Chin. Organizacja zaleca skoordynowaną stymulację fiskalną przez rządy strefy euro, gdyż wiele krajów członkowskich może pozwolić sobie na takie działanie – ma dostatecznie dobrą kondycję budżetową oraz dostatecznie niski poziom długu.

Również **EBC** obniżył swoje oczekiwania co do wzrostu PKB i inflacji. Ponadto, Rada Zarządzająca EBC złagodziła swoje stanowisko poprzez wydłużenie deklarowanego okresu stabilności stóp do końca 2019 r. (wcześniej było mowa o końcu lata 2019 r.), zapowiedź kontynuowania reinwestycji środków z zapadających papierów wartościowych kupionych w ramach QE jeszcze długo po rozpoczęciu podwyżek stóp procentowych oraz wprowadzenie trzeciej rundy programu TLTRO (długoterminowych pożyczek dla banków komercyjnych udzielanych pod warunkiem zwiększenia przez nie akcji kredytowej).

W **NBP** z kolei zupełnie na odwrót, gdyż ta **instytucja podniosła swoje prognozy wzrostu gospodarczego**, częściowo wskutek wzięcia pod uwagę skutków nowego pakietu fiskalnego rządu. Prognozy inflacji poszły w dół, ale to żadna niespodzianka, gdyż projekcja listopadowa zakładała nierealistycznie wysoki wzrost cen elektryczności. Teraz centralna ścieżka CPI tylko nieznacznie przekracza cel 3,5% w trzyletnim horyzoncie. Podczas posiedzenia RPP **pozostawiła stopy procentowe bez zmian**, w tym główną na poziomie 1,50%. Ton komunikatu RPP nie zmienił się. Prezes NBP powiedział, że zapowiedziany impuls fiskalny nie zwiększa prawdopodobieństwa zacieśnienia polityki pieniężnej. Powtórzył, że stopy mogą pozostać bez zmian nawet do końca kadencji RPP (2022 r.). Ogólnie, przesłanie banku centralnego pozostało bez zmian, tak jak się spodziewaliśmy. Tak długo, jak inflacja pozostaje niska, zmiany retoryki są mało prawdopodobne. W Radzie może jednak zrobić się ciekawiej pod koniec roku, gdy – zgodnie z naszymi prognozami – inflacja CPI i inflacja bazowa odbiją w górę, dochodząc do celu 2,5%. Na razie jednak hasłem przewodnim opisującym politykę pieniężną nadal pozostaje stabilizacja.

Rząd przedstawił **nowe informacje nt. propozycji wyborczych PiS**. Wśród źródeł finansowania większość pozycji dotyczy uszczelniania systemu podatkowego, FUS i NFZ. Oszczędności ma też dać cyfryzacja administracji publicznej oraz opodatkowanie zagranicznych firm dostarczających usługi internetowe. Uściślony jest też harmonogram wdrażania pomysłów wyborczych, przy czym obniżka PIT ma nastąpić w październiku, a nie latem, jak podawano wcześniej. Projekt ustawy o dodatkowym świadczeniu emerytalnym zakłada, że będzie ono jednorazowe, czyli nie zostanie automatycznie powtórzone w przyszłym roku. Premier Mateusz Morawiecki zapewnił, że **mimo dużych dodatkowych pozycji wydatkowych nie dojdzie do przebiccia przez deficyt sektora finansów publicznych prognozy 3% PKB**. Wg Morawieckiego wyniesie on ok. 1,5-2,0% PKB, lub nieco przekroczy 2%.

## Prognozy wzrostu OECD – obecne w porównaniu do listopada (w nawiasach)

	2019	2020
Świat	3.3 (3.5)	3.4 (3.5)
Strefa euro	1.0 (1.8)	1.2 (1.6)
Niemcy	0.7 (1.6)	1.1 (1.4)
Francja	1.3 (1.6)	1.3 (1.5)
Włochy	-0.2 (0.9)	0.5 (0.9)
Wielka Brytania	0.8 (1.4)	0.9 (1.1)
USA	2.6 (2.7)	2.2 (2.1)

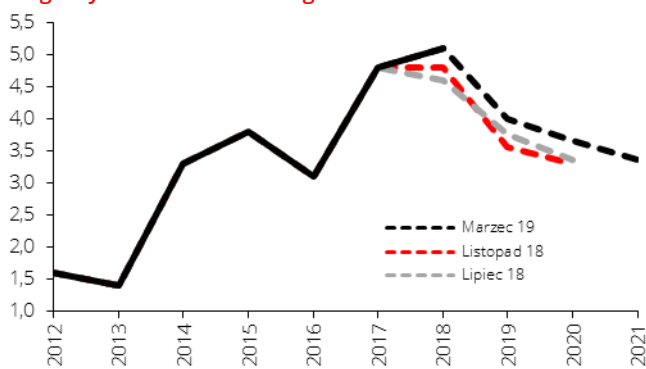
Źródło: OECD, Santander

## Prognozy EBC – obecne i grudniowe (w nawiasach)

	2019	2020	2021
PKB	1.1 (1.7)	1.6 (1.7)	1.5 (1.5)
CPI	1.2 (1.6)	1.5 (1.7)	1.6 (1.8)

Źródło: EBC, Santander

## Prognozy wzrostu PKB według NBP



Źródło: NBP, Santander

## Założenia rządu co do fiskalnych skutków uszczelniania systemu

	PLNbn
Uszczelnienie FUS	2.0-3.0
Uszczelnienie NFZ	1.0-2.0
Uszczelnienie VAT	4.0-6.0
Uszczelnienie CIT	4.0-6.0
Uszczelnienie akcyzy	1.0
Cyfryzacja administracji	2.0-3.0
Podatek internetowy	1.0
<b>Razem</b>	<b>15.0-22.0</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Przez większą część minionego tygodnia EURPLN pozostawał względnie stabilny. Dopiero w końcu tygodnia EURPLN wspiął się z 4,2990 do 4,3160, po czym zszedł na 4,3090. Była to reakcja na zaskakująco łagodną w tonie konferencję EBC, która umocniła dolara (EURUSD zjechał z 1,1390 do 1,1180, po czym wrócił na 1,1220).

**Rynek stopy procentowej** Miniony tydzień upłynął pod znakiem spadków rentowności krajowych papierów skarbowych. W pierwszej części tygodnia rentowności podążały śladem spadających giełd, nerwowo reagując na doniesienia z Chin (prognozy słabszego wzrostu gospodarczego i słaby odczyt PMI usługi). W drugiej części tygodnia paliwo dla wzrostów cen długu dała konferencja EBC. Przedstawiono na niej nową projekcję (z niższym wzrostem i inflacją) oraz zapowiedziano uruchomienie trzeciej edycji TLTRO. W efekcie krajowa krzywa rentowności obniżyła się o 5-12 pb (silniej w długim końcu), podążając w ślad za papierami europejskimi (rentowność DE10L spadła o 7 pb do 0,05% - najniższego poziomu od października 2016).

### Kluczowe wydarzenia

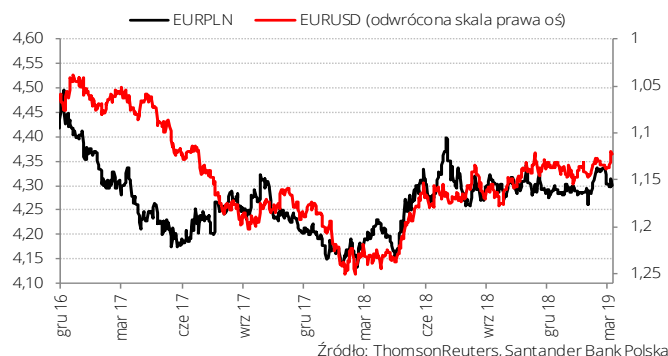
W tym tygodniu rynek długu będzie koncertował się na danych z USA. Inwestorzy będą szukali sygnałów wskazujących na perspektywę poprawy koniunktury za Oceanem przed zawierającym nową projekcję spotkaniem FOMC (zapowiedzianym na kolejny tydzień).

W przypadku rynku walutowego oczy inwestorów będą skierowane na wydarzenia związane z Brexitem oraz próby uchwalenia „ustawy frankowej” w polskim Sejmie. Wraz z końcem tygodnia gracze rynkowi z większym zaciekawieniem powinni spoglądać na informację z USA.

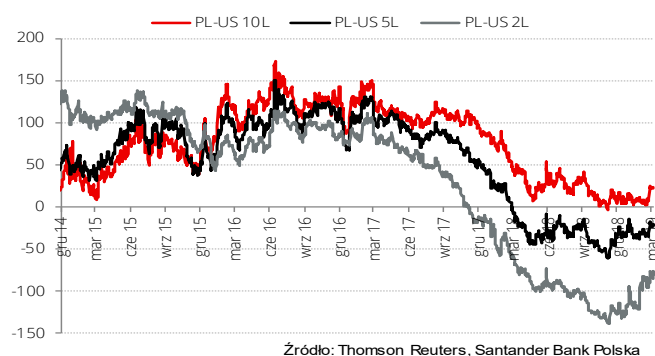
**Rynek FX** Sądymy, że niepewność związana z Brexitem oraz losy „ustawy frankowej” w polskim Sejmie mogą umiarkowanie negatywnie wpływać na złoto. Dodatkowo EURPLN może być wypychany w górę przez oczekiwania na lepsze dane z USA przed zaplanowaną na kolejny tydzień konferencją FOMC (co może wzmacniać dolara). W konsekwencji spodziewamy się pozostania złota w zakresie 4,2950-4,3400 z ryzykiem wybitcia w górę.

**Rynek stopy procentowej** Przez większą część tygodnia spodziewamy się utrzymania dochodowości krajowego długu blisko obecnych poziomów (zaś w Europie na historycznie niskich poziomach) za sprawą kolejnych danych napływających ze Starego Kontynentu (spodziewamy się, że pozostaną one słabe). Im bliżej końca tygodnia tym bardziej rynki będą koncentrować się na danych napływających z USA. Będą tam szukać oznak odbicia, przed zapowiedzianą na kolejny tydzień konferencją FOMC. Zważywszy, że prezentowane dane będą obejmowały styczeń (okres „zamknięcia rządu”), nawet nieznacznie lepsze od konsensusu odczyty mogą mieć negatywny wpływ na rynek długu. W związku z powyższym spodziewamy się niewielkiej przeceny krajowych papierów (wzrost krzywej o 2-3 pb) przy jednoczesnym zwężeniu spreadów do rynków bazowych oraz spreadów ASW (5-7 pb), po tym jak na przestrzeni ostatnich tygodni wzrosły one istotnie. Krajowe dane inflacyjne, o ile silnie nie zaskoczą (co najmniej o 0,2 pp), prawdopodobnie nie wpłyną na zachowanie inwestorów.

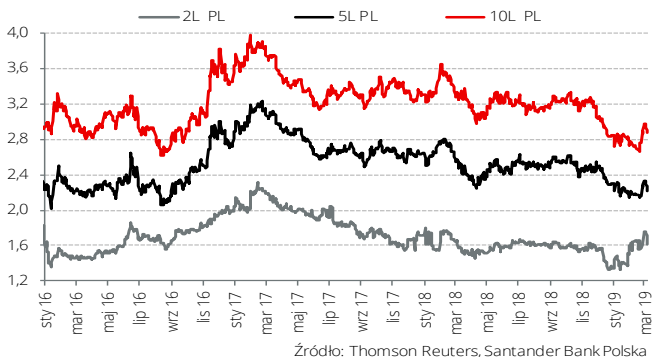
### EURPLN i EURUSD



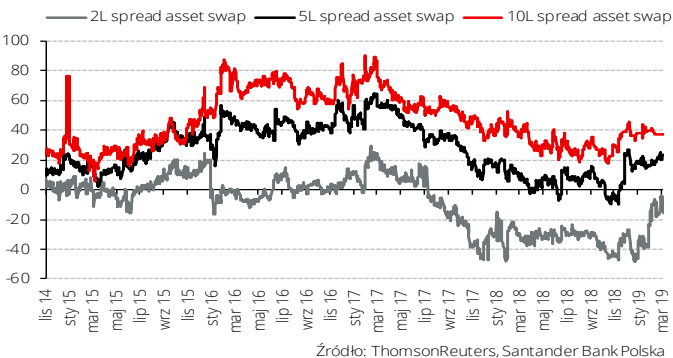
### Spread polskich obligacji do UST



### Rentowności polskich obligacji



### Spready asset swap



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	SANTANDER	
<b>PONIEDZIAŁEK (11 marca)</b>						
08:00	DE	Eksport	I	% m/m	-0.5	1.5
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	I	% m/m	0.4	-0.4
09:00	CZ	Inflacja	II	% r/r	2.6	2.5
13:30	US	Sprzedaż detaliczna	I	% m/m	0.0	-1.2
<b>WTOREK (12 marca)</b>						
13:30	US	Inflacja	II	% m/m	0.2	0.0
<b>ŚRODA (13 marca)</b>						
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	0.5	-0.9
13:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	I	% m/m	-0.8	1.2
<b>CZWARTEK (14 marca)</b>						
08:00	DE	Inflacja HICP	II	% m/m	0.5	0.5
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	9 mar	tys.	225.0	223.0
15:00	US	Sprzedaż nowych domów	I	% m/m	1.0	3.7
<b>PIĄTEK (15 marca)</b>						
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	1.6	-1.4
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja</b>	<b>II</b>	<b>% r/r</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>
11:00	EZ	HICP	II	% r/r	1.5	1.5
14:15	US	Produkcja przemysłowa SA	II	% m/m	0.6	-0.6
15:00	US	Indeks Michigan	III	pkt	95.8	93.8

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