

Tygodnik ekonomiczny

Do trzech razy sztuka?

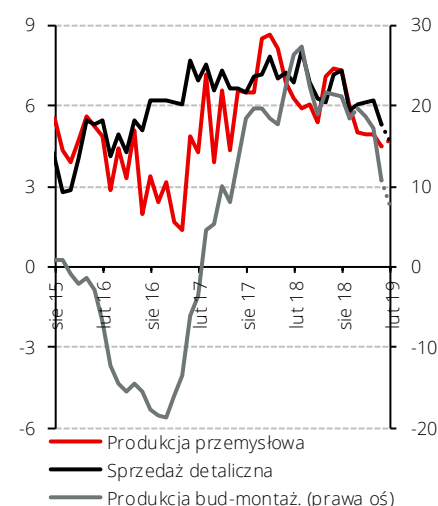
Kluczowe wydarzenia tygodnia

- **Brexit** pozostanie na czołówkach gazet w najbliższych dniach. W ostatnim tygodniu we wtorek brytyjski parlament drugi raz odrzucił umowę Brexitową, w środę głosował przeciwko wyjściu z UE bez umowy, a w czwartek upoważnił rząd do starania się o opóźnienie daty Brexitu. W tym tygodniu we wtorek po raz trzeci głosowana będzie umowa Brexitowa. Jeśli posłowie zagłosują za, na szczycie Rady Europejskiej 21-22 marca premier May poprosi o przesunięcie daty Brexitu do 30 czerwca i będziemy mieli scenariusz „soft Brexit”. Jeśli zagłosuje przeciw, wówczas rząd będzie prosił UE o „znaczące” wydłużenie terminu wyjścia. Jak znaczne, na razie nie jest pewne, ale prawdopodobnie o rok albo dwa. Będzie też musiał tę prośbę mocno uzasadnić, np. deklarując wcześniejsze wybory albo ponowne referendum. W głosowaniu chodzi wciąż o tę samą umowę, którą dwa razy odrzucono, więc zasadne jest pytanie czy jest sens oczekiwać innego wyniku. Sytuacja jest jednak trochę inna, ponieważ po ostatnich głosowaniach wychodzi na to, że perspektywa twardego Brexitu się oddaliła i teraz najbardziej prawdopodobną alternatywą dla umowy jest znaczne opóźnienie Brexitu, a może nawet odwrócenie procesu. W efekcie, pro-brexitowi posłowie, którzy głosowali do tej pory przeciwko umowie, uważając ją za niewystarczającą, mogą zmienić zdanie. Szanse na taki obrót spraw wzrosłyby, gdyby do wtorku pojawiła się nowa rządowa analiza prawna, stwierdzająca, że jednostronne wycofanie Wlk. Brytanii z mechanizmu backstopu będzie jednak wykonalne. W sumie, na dziś **dwa najbardziej prawdopodobne scenariusze to (1) soft Brexit w połowie br., (2) znaczne opóźnienie daty Brexitu** i po drodze być może jego wyraźne złagodzenie, albo wręcz zatrzymanie. Większe szanse widzimy dla tej drugiej opcji. Hard Brexit wciąż jest teoretycznie możliwy, ale coraz mniej prawdopodobny.
- Drugim ważnym dla rynków wydarzeniem za granicą będzie **posiedzenie Fed** (decyzja w środę wieczorem), na którym pojawią się m.in. nowe prognozy gospodarcze. Nie zakładamy istotnych zmian w retoryce banku, która i tak jest już dość gołębia. Rynek wycenia obecnie obniżki stóp w USA, co wydaje się nam niezbyt uzasadnione.
- **W kalendarzu bardzo dużo publikacji danych w kraju i za granicą.** W przypadku krajowych publikacji (m.in. produkcja, sprzedaż, płace, zatrudnienie), spodziewamy się potwierdzenia nieco wolniejszego, ale wciąż solidnego wzrostu w I kwartale, co byłoby mniej więcej zgodne z powszechnie oczekiwanym scenariuszem. Kluczowe dla rynku mogą być europejskie indeksy koniunktury, które pokażą, czy potwierdzają się sygnały stopniowego wychodzenia z dołka po mocnym wyhamowaniu gospodarki pod koniec ub.r..

Wnioski rynkowe

- W ostatnich dniach zmienność na rynku walutowym była ograniczona przez niepewność związaną z Brexitem, co powodowało niechęć do zajmowania kierunkowych pozycji. Ten czynnik może niebawem zniknąć i zarówno „soft Brexit”, jak i znaczne opóźnienie jego daty powinny mieć pozytywny wpływ na EUR, PLN oraz GBP. W przypadku rynku długu zakładamy, że zarówno europejskie indeksy koniunktury, jak i posiedzenie FOMC Fed mogą dać impuls do wzrostu rentowności, nie potwierdzając czarnych wizji nt. perspektyw gospodarki europejskiej i amerykańskiej.

Produkcja i sprzedaż detaliczna, % r/r (3-mies. średnia ruchoma, w cenach stałych)



Źródło: GUS, 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

Mijający tydzień zaczął się publikacją Raportu o inflacji NBP, ze szczegółami nowych projekcji, a zakończył publikacją danych o inflacji za styczeń i luty. O ile dane GUS zaszygowały odbicie inflacji bazowej dzięki przyspieszającym wzrostom cen usług i silniejszemu wkładowi żywności, raport NBP pokazał stłumione perspektywy dla inflacji na lata 2019-2021, z mniej stromą niż w poprzedniej edycji ścieżką inflacji bazowej.

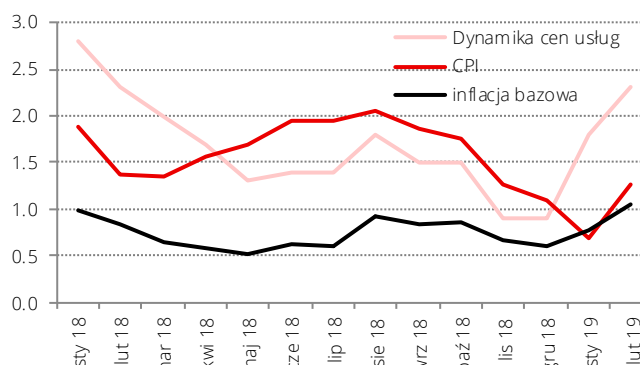
Inflacja **CPI** wzrosła do 1,2% r/r w lutym, zgodnie z oczekiwaniami i pomimo rewizji styczniowego odczytu w dół do 0,7% r/r z 0,9% r/r. Szacujemy, że Inflacja bazowa odbiła z 0,6% r/r w grudniu do ok. 0,7-0,8% r/r w styczniu i 1,0-1,1% r/r w lutym, przy czym uwagę zwraca wyraźne przyspieszenie cen usług (odpowiednio 0,9%, 1,8% i 2,3% w tych miesiącach). Dane nie zmieniają naszych oczekiwań co do inflacji. Spodziewamy się wzrostu inflacji bazowej w okolice 2,5% r/r pod koniec roku a inflacji CPI nieco powyżej 2% r/r.

Nowa projekcja NBP zakłada dużo niższą ścieżkę inflacji niż poprzednia. Dynamika CPI pozostaje nisko w 2019 r., dochodzi nieco powyżej 2,5% na początku 2020 r. i powraca nieco poniżej celu w 2021 r. Daje to RPP argument za utrzymaniem stóp bez zmian jeszcze przez długi czas (prezes NBP Adam Glapiński powtórzył ostatnio, że stopy mogą pozostać niezmienione do końca jego kadencji w 2022 r.). Co ciekawe, w projekcji wyraźnie obniżono ścieżkę inflacji bazowej. Niższy CPI został uzasadniony brakiem podwyżki cen energii, a niższa inflacja bazowa jest wynikiem rewizji w dół luki popytowej (za sprawą podwyższenia szacunków produktu potencjalnego). W raporcie nie założono, że zamrożenie cen prądu będzie działało również po 2019 r., a mimo to ścieżka inflacji nie uciekła niepokojąco wysoko. Raport poszedł jeszcze dalej jeśli chodzi o łagodny przekaz nt. inflacji, wskazując na przewagę ryzyk, że ceny będą rosły wolniej niż pokazuje ścieżka centralna. Nadchodząca stymulacja fiskalna jest opisana jako działanie podbijające wzrost gospodarczy (wyraźnie podniesiona szkiełka konsumpcji prywatnej), ale w niewielkim stopniu modyfikujące przebieg CPI. Z tym ostatnim nie zgodził się członek RPP Łukasz Hardt – jego zdaniem trudno wykluczyć potrzebę rozważenia podwyżki stóp w 2020 r przy tak silnym impulsie fiskalnym, który według niego może wypchnąć CPI powyżej projekcji w przyszłym roku. Oszacowany pozytywny wpływ pakietu fiskalnego na PKB, razem z wyższym punktem startowym projekcji, pokryły z nawiązką efekt znacznego obniżenia przyjętej ścieżki wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych. Nowa projekcja PKB przebiega wyżej niż listopadowa i wyżej niż nasze obecne prognozy.

Agencja ratingowa Fitch wypuściła swoje nowe prognozy dla Polski wkrótce po NBP i widzi inaczej niektóre aspekty. Zdaniem agencji w kolejnych pięciu latach potencjalne tempo wzrostu PKB wyniesie średnio 2,6% r/r (podczas gdy NBP właśnie podniósł szacunki do 3,4-3,6% dla lat 2019-2021). Zdaniem Fitch, negatywnie na wzrost gospodarczy działać będzie pogarszająca się sytuacja demograficzna. Agencja nie zakłada wzrostu współczynnika aktywności zawodowej w kolejnych latach, z uwagi na niższy wiek emerytalny i wyższe transfery socjalne, inaczej niż projekcja NBP, gdzie założono jego systematyczny wzrost. 29 marca Fitch może dokonać przeglądu polskiego ratingu, który obecnie jest na poziomie „A-” z perspektywą stabilną.

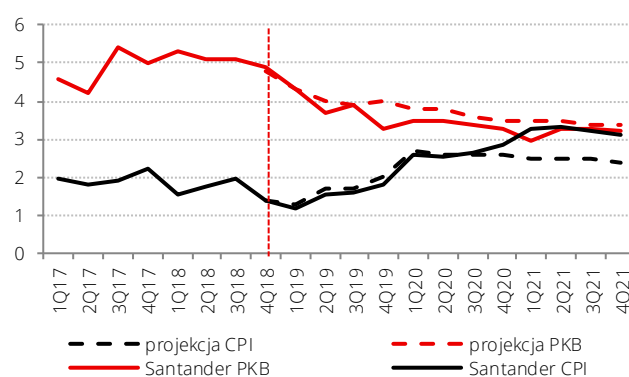
Według **danych GUS o handlu zagranicznym**, w styczniu eksport wzrósł o 2,4% r/r a import o 0,1% r/r, podczas gdy oczekiwaliśmy odpowiednio 5-6% r/r i 8%. Obroty w handlu zagranicznym towarami okazały się więc dużo niższe niż zakładaliśmy, za to ich saldo – wyższe. Zakładaliśmy, że po słabym grudniu, w którym aktywność gospodarcza była obniżona przez urlopy okołoswiąteczne, w styczniu dojdzie do wyraźniejszego przyspieszenia w eksporcie i imporcie, pomimo negatywnych sygnałów co do popytu z zagranicy w badaniach ankietowych wśród firm. Szersze dane nt. handlu zagranicznego, uwzględniające wymianę usług, NBP poda w poniedziałek.

Inflacja CPI, wybrane miary, %/r



Źródło: GUS, Santander

Projekcja NBP a prognozy Santander



Źródło: NBP, Santander

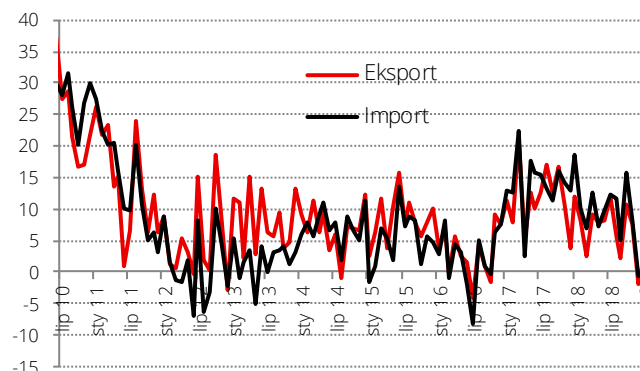
Porównanie projekcji NBP: marzec 19 vs listopad 18 (w nawiasie)

	2019	2020	2021
CPI	1,7 (3,2)	2,7 (2,9)	2,5
Inflacja bazowa	1,6 (2,1)	2,2 (2,7)	2,1
PKB	4,0 (3,6)	3,7 (3,4)	3,5
Produkt potencjalny	3,4 (3,1)	3,6 (3,4)	3,6
PKB za granicą	1,3 (1,9)	1,5 (1,6)	1,4
Konsumpcja prywatna	4,4 (3,8)	4,3 (3,4)	3,6
Współczynnik aktywności zawodowej	56,7 (56,6)	56,9 (56,7)	56,9

Rok 2021 pojawił się po raz pierwszy w projekcji z marca 2019 r.

Źródło: NBP, Santander

Miesięczne szacunki handlu zagranicznego wg danych GUS, %/r



Źródło: GUS, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX W mijającym tygodniu EURPLN i CHFPLN pozostały całkiem stabilne, USDPLN spadł pod wpływem wzrostu EURUSD, a GBPPLN wahał się w szerokim przedziale wokół 5,0. W momencie publikacji tego raportu, tygodniowy zakres wahań EURPLN jest najmniejszy od czerwca 1997, a głosowania w brytyjskim parlamencie nie wywołały trwałych zmian na rynku.

Rynek stopy procentowe Notowania na polskim rynku długu także przebiegały w spokojnej atmosferze i rentowności oraz IRS zanotowały niewielkie wzrosty. Bundy i Treasuries ustabilizowały się po umocnieniu w poprzednim tygodniu, więc z rynków bazowych nie przyszedł impuls do wyraźnych zmian w kraju.

Kluczowe wydarzenia

Szczyt UE poświęcony prawdopodobnie Brexitowi, decyzja FOMC i wstępne PMI za marzec to główne wydarzenia najbliższego tygodnia.

Premier May spróbuje uzyskać odłożenie daty wyjścia z UE po tym jak we wtorek po raz trzeci głosowana będzie umowa Brexkitowa.

Członkowie FOMC będą mieli do dyspozycji nowe szacunki CPI i PKB po tym jak w styczniu usunęli ze swoich prognoz dwie podwyżki stóp planowane wcześniej na 2019.

W lutym, indeksy PMI dla strefy euro i Niemiec wzrosły dając nadzieje na to, że obserwowane od początku 2017 spowolnienie gospodarcze zbliża się ku końcowi. W tym miesiącu przekonamy się czy nadzieje te były uzasadnione.

W Polsce poznamy sporo danych, które naszym zdaniem nie powinny wpłynąć na rynek.

Rynek FX Zakładamy, że najbliższy tydzień może przynieść przynajmniej tymczasowe rozwiązanie kwestii Brexitu i będzie to kluczowy czynnik dla rynku. Jeśli ryzyko twardego Brexitu zostanie zlikwidowane (albo istotnie ograniczone), inwestorzy mogą nie zwrócić już uwagi na ewentualne pesymistyczne komentarze członków FOMC odnośnie do perspektyw gospodarki USA czy ewentualny dalszy spadek indeksów PMI. Scenariusz taki byłby możliwy w przypadku przyjęcia przez brytyjski parlament umowy Brexkitowej lub znacznego odłożenia wyjścia z UE.

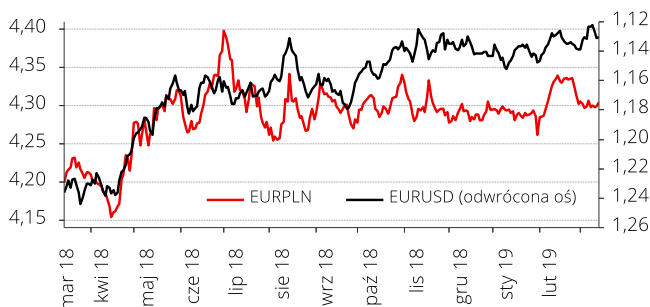
W takim przypadku złoty mógłby się umocnić do euro, dolara i franka z powodu wzrostu na giełdach i odbicia EURUSD. Mógłby jednak być pod presją do funta. Sądzymy, że brak istotnych wahań w mijającym tygodniu to efekt wysokiej niepewności odnośnie do dalszego rozwoju kwestii Brexitu.

Istotne poziomy dla EURPLN to 4,32 (kolejny opór 4,34) i 4,295 (kolejne wsparcie 4,26).

Rynek stopy procentowe Polska obligacja 5-letnia odrobiła połowę, a 10-letnia jedną trzecią strat poniesionych po publikacji przez PiS wyborczych obietnic. Rozstrzygnięcia ws. Brexitu powinny być kluczowe też dla rynku obligacji. Materializacja naszego bazowego scenariusza dla walut mogłaby być korzystna dla obligacji, bowiem istotnie spadłoby ryzyko kredytowe. W dalszej części tygodnia rentowności mogłyby odbić, jeśli FOMC korzystnie oceniłby perspektywy gospodarki USA, a indeksy PMI wzrosłyby. Nie sądzymy jednak, by ewentualna korekta zniwelowała zyski zanotowane po doniesieniach ws. Brexitu.

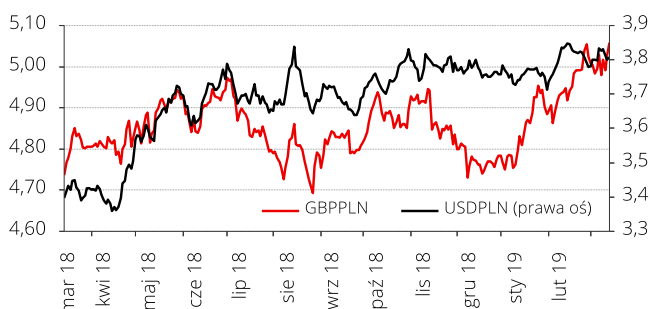
Dodatkowym nieznacznym wsparciem dla krajowych obligacji mogą być dane z Polski, które potwierdzą naszym zdaniem, że początek roku przyniósł lekkie spowolnienie gospodarcze.

EURPLN i EURUSD



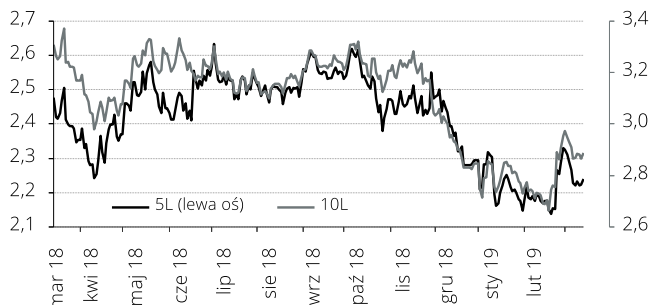
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i GBPPLN



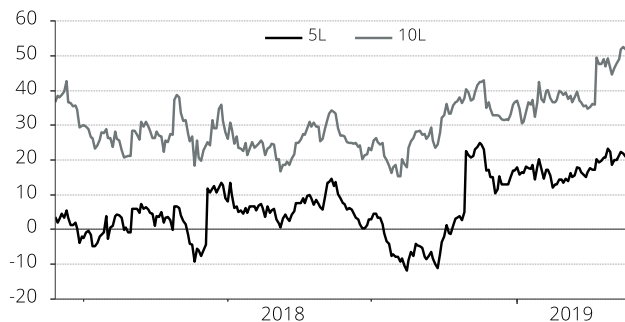
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności obligacji 5- i 10-letnich



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Spready asset swap



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
W-WA							
PONIEDZIAŁEK (18 marca)							
14:00	PL	Inflacja bazowa	I	% r/r	-	0,8*	0,6
14:00	PL	Inflacja bazowa	II	% r/r	1,0	1,0*	-
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	I	mln €	1 741	1 559	-1 400
14:00	PL	Bilans handlowy	I	mln €	-242	-493	-1 340
14:00	PL	Eksport	I	mln €	18 694	18 694	16 005
14:00	PL	Import	I	mln €	18 666	19 187	17 345
WTOREK (19 marca)							
10:00	PL	Zatrudnienie	II	% r/r	2,9	2,9	2,9
10:00	PL	Płace	II	% r/r	7,2	7,5	7,5
11:00	DE	ZEW	III	pkt	13,0	-	15,0
15:00	US	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	0,0	-	0,1
ŚRODA (20 marca)							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	4,9	5,1	6,1
10:00	PL	PPI	II	% r/r	2,8	2,9	2,2
19:00	US	Decyzja FOMC		%	2,5	-	2,5
CZWARTEK (21 marca)							
10:00	PL	Produkcja budowlana	II	% r/r	4,5	8,0	3,2
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	II	% r/r	5,6	5,0	5,2
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	225	-	229
13:30	US	Indeks Philly Fed	III	pkt	4,0	-	-4,1
PIĄTEK (22 marca)							
09:30	DE	Wstępny – PMI przemysł	III	pkt	48,1	-	47,6
09:30	DE	Wstępny – PMI usługi	III	pkt	54,8	-	55,3
10:00	EZ	Wstępny – PMI przemysł	III	pkt	49,5	-	49,3
10:00	EZ	Wstępny – PMI usługi	III	pkt	52,5	-	52,8
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	II	% r/r	9,1	9,1	8,8
15:00	US	Sprzedaż domów	II	% m/m	3,2	-	-1,2

Źródło: Reuters, Parkiet, Bloomberg, Santander Bank Polska

*szacunki po danych inflacyjnych GUS

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 obowiązująca 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