

Tygodnik ekonomiczny

Jaka Rada na rosnącą inflację?

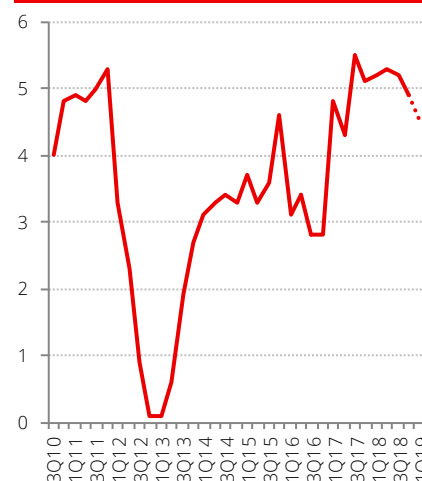
Kluczowe wydarzenia tygodnia

- W tym tygodniu poznamy **wstępny PKB**, czyli najważniejszą statystykę makro kwartału. Spodziewamy się spowolnienia wzrostu do 4,5% r/r z 4,9% w IV kw. 2018 r. Dane miesięczne potwierdzają, że spowolnienie gospodarki nie było znaczne, a produkcja przemysłowa rosła nawet szybciej niż pod koniec zeszłego roku. Szczegółową strukturę poznamy pod koniec miesiąca i wówczas naszym zdaniem dane pokażą kontynuację mocnego wzrostu konsumpcji prywatnej i lekkie spowolnienie inwestycji. W kolejnych kwartałach wzrost PKB będzie stopniowo zwalniał. W tym tygodniu opublikowane zostaną także dane o wzroście PKB w innych europejskich gospodarkach. Naszym zdaniem kluczowe będą **dane z Niemiec**, które mogą pokazać, że największa gospodarka strefy euro ma się już lepiej, po spadku PKB k/k w III kw. 2018 i stagnacji w IV kw.
- GUS opublikuje szczegóły kwietniowego odczytu inflacji, który zaskoczył w górę (2,2% r/r). Nie byłobyśmy bardzo zdziwieni, gdyby finalny odczyt był nawet wyższy, gdyż GUS może podnieść swój szacunek wzrostu cen paliw. Z kolei NBP opublikuje dane o **inflacji bazowej**, która naszym zdaniem wzrosła do 1,7-1,8% r/r i była najwyższa od 6,5 roku. Poza tym poznamy dane o bilansie płatniczym. Spodziewamy się solidnego wzrostu eksportu w marcu (możliwe że wynik za cały I kw. 2019 będzie wyższy niż w 2018 r) i dwucyfrowego wzrostu importu.
- Nie spodziewamy się zmian **w oficjalnej komunikacji RPP**. Wprowadzie od lutego (kiedy przedstawiono obietnice wyborcze PiS) aż sześciu członków Rady stwierdziło, że nie można już zagwarantować stabilności stóp do końca kadencji, ponadto inflacja w kwietniu zaskoczyła w górę, ale naszym zdaniem opinia prezesa Głapińskiego będzie nadal dominująca. Konsensus w RPP raczej nie zmieni się istotnie, dopóki inflacja pozostaje poniżej celu 2,5%, i dopóki nie wzrosnie przekonanie o tym, że tendencja wzrostowa ma charakter trwały.
- Za granicą, poza danymi o wzroście gospodarczym, zobaczymy informacje o inflacji i produkcji w strefie euro oraz o sprzedaży detalicznej i produkcji w USA.

Wnioski rynkowe

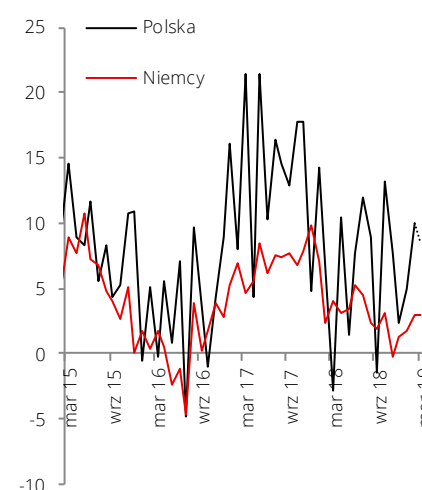
- Spodziewamy się dalszych wzrostów EURPLN w ramach konsumpcji napięć geopolitycznych, pomimo oczekiwanych lepszych danych PKB w kraju, które powinny ograniczać ruch w górę.
- Na rynku długu spodziewamy się niewielkiej korekty dochodowości w górę, której powinny sprzyjać krajowe i europejskie dane o PKB. Pomagać wzrostom dochodowości może również publikacja sprzedaży detalicznej w USA. Ta ostanina ma duże szanse przekroczyć oczekiwania, za sprawą wciąż dobrej sytuacji na rynku tamtejszego rynku pracy. Dług powinien ustabilizować się w drugiej połowie tygodnia, gdy na rynek nie będą służyć już istotne dane makro.

Polska, Produkt Krajowy Brutto, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Eksport towarów, % r/r



Źródło: NBP, Bloomberg, 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 Luzziński 22 534 18 85
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
 Konrad Soszyński 22 534 18 86
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

Ostatnie dwa tygodnie w gospodarce

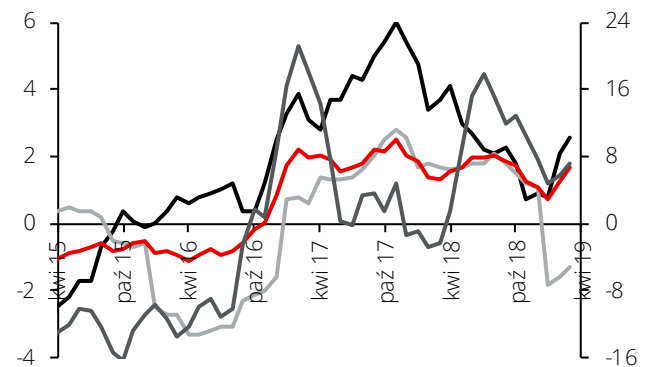
Wstępny szacunek **CPI za kwiecień** wyniósł 2,2% r/r i był wyraźnie wyższy od oczekiwań rynku (1,8%) i naszej prognozy (2,0%). W kwietniu wszystkie główne kategorie zapracowały na tak wysoki odczyt: 1% wzrost m/m cen żywności to najwyższy odczyt dla kwietnia od dekady (to wynik zarówno niskiej podaży warzyw, niskich opadów w kwietniu, jak też gwałtownego wzrostu cen wieprzowiny przez ASF). Ceny paliw też wyraźnie odbiły. Na podstawie tych informacji szacujemy, że inflacja bazowa wzrosła do 1,7-1,8% z 1,4% r/r, co byłoby najwyższym odczytem od 6,5 lat. Naszym zdaniem przed nami kontynuacja wzrostu inflacji, która może już w połowie roku dojść do celu a pod koniec roku zbliżyć się do 3% r/r. W tym czasie inflacja bazowa powinna wspiąć się powyżej 2,5% r/r pod koniec br. z uwagi m.in. na wciąż silny popyt krajowy, presję płynącą z rynku pracy.

Prognozy dla wzrostu PKB w Polsce wciąż idą w górę. EBOiR podwyższył prognozę wzrostu dla polskiej gospodarki do 4,1% w 2019 roku (z 3,6% poprzednio) oraz do 3,5% w 2020. Komisja Europejska podniosła prognozy wzrostu PKB w Polsce z 3,5% do 4,2% w 2019 r. i z 3,2% do 3,6% w 2020 r. Jednocześnie obie instytucje stwierdziły, że Polska może mieć **problemy z wypełnieniem warunku utrzymania deficytu finansów publicznych poniżej 3% PKB.** W szczególności, Komisja Europejska wyraźnie zrewidowała prognozy strukturalnego salda finansów publicznych: niemal płaska ścieżka na poziomie -2% PKB z jesiennej rundy została zastąpiona prognozą szybkiego pogorszenia z -1,4% PKB w 2018 r. do -2,8% w 2019 r. i 3% w 2020 r. Takie prognozy teoretycznie rodzą ryzyko, że KE mogłaby rekomendować Radzie UE stwierdzenie istotnego odchylenia od ścieżki dochodzenia do średniookresowego celu budżetowego. Nie mamy jednak przekonania, czy taka decyzja pojawi się już pod koniec maja. Rumunia i Węgry zostały objęte tą procedurą dopiero po publikacji danych potwierdzających niepokojący wzrost deficytu strukturalnego, a nie na bazie samych prognoz. Tymczasem Polska w 2018 r. obniżyła deficyt strukturalny o 0,5pp (lepiej wypadły tylko Portugalia, Bułgaria, Cypr, Luksemburg i Niemcy).

W kwietniu **indeks PMI** dla polskiego przemysłu wzrósł z 48,7 do 49,0 pkt. Odbicie to oznacza jednak jedynie spowolnienie tempa słabnięcia aktywności przemysłu. W danych w dalszym ciągu widać silny spadek zamówień eksportowych, który neutralizowany jest przez poprawę w ocenie zamówień krajowych. Ocena bieżącej produkcji okazała się być na najwyższym poziomie od listopada, mimo to towarzyły jej dalsze zapowiedzi redukcji zatrudnienia. Z drugiej strony, **wskaźniki ESI** dla Polski pokazały pogorszenie nastrojów w biznesie oraz wśród konsumentów. Główny wskaźnik oraz większość jego składników sektorowych znalazły się najniżej od ok. dwóch lat. Obniżyły się wskaźniki bieżącej aktywności gospodarczej w przemyśle, budownictwie oraz usługach, a szczególnie w sektorze handlu detalicznego (najniższy poziom od blisko czterech lat). Słabiej wypadły również wskaźniki zamówień w przemyśle i usługach, za to poprawiły się te dla budownictwa oraz handlu detalicznego. W tej edycji przedstawiono też wyniki półrocznej ankiety inwestycyjnej w przemyśle – pokazała ona skromne plany wydatków na ten rok (realny wzrost o 2%, wobec wskazania w listopadzie na 4%).

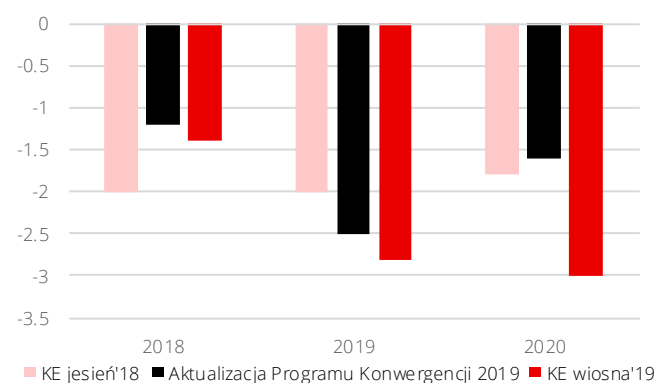
Kwartalna ankieta NBP wśród komitetów kredytowych banków wskazała na ciąg dalszy stopniowego zacieśniania polityki kredytowej wobec przedsiębiorstw w I kw. 2019 r. Zacieśnienie ma być kontynuowane w II kw. Po dwóch kwartałach wyraźnego zaostrzenia kryteriów kredytów hipotecyjnych, w I kw. nie doszło w tym zakresie do dużych zmian (choć planowane jest dalsze zaostrzenie), za to zacieśniono politykę udzielania kredytów konsumpcyjnych. Za zmianami polityki kredytowej stały: w przypadku kredytów dla gospodarstw domowych – przewidywane pogorszenie jakości portfeli kredytowych wskutek słabszego wzrostu gospodarczego w przyszłości, w przypadku firm chodziło o ryzyka branżowe (a przewidywania co do koniunktury miały neutralny wpływ).

Inflacja i wybrane składniki, % r/r



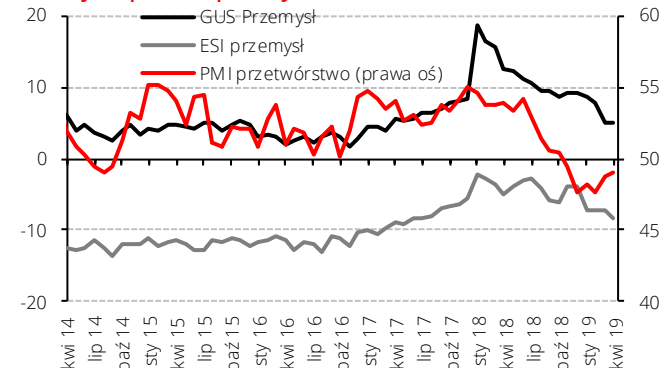
Źródło: GUS, Santander

Prognozy wyniku strukturalnego sektora finansów publ., % PKB



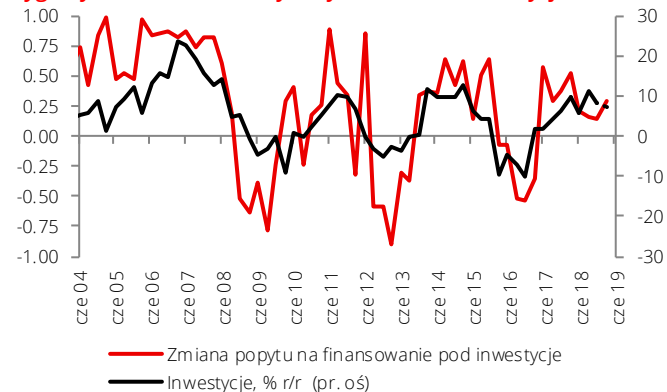
Źródło: Komisja Europejska, Ministerstwo Finansów, Santander

Nastroje w polskim przemyśle



Źródło: GUS, Markit, Komisja Europejska, Santander

Sygnaly z komitetów kredytowych a wzrost inwestycji



Źródło: NBP, GUS, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX EURPLN spadał w tygodniu z długim weekendem, napędzany przez nieznaczną poprawę wskaźnika PMI dla polskiego przemysłu oraz istotnie wyższy od oczekiwań odczyt inflacji za marzec. W efekcie EURPLN przesunął się do 4,2750 z 4,2970. W mijającym tygodniu doszło do korekty tego ruchu i wzrostu EURPLN do 4,2970 (po drodze dotknięte zostało 4,3030). Napędem dla tych zmian były słabsze dane o zamówieniach w niemieckim przemyśle w marcu oraz rozwój negocjacji handlowych USA-Chiny. Negocjacje zakończyły się podwyższeniem ceł na kolejną porcję (200 mld USD) chińskiego eksportu do USA z 10% do 25% i zapowiedzią działań odwetowych ze strony Chin oraz wzrostem awersji do ryzyka na świecie.

Rynek stopy procentowej Na przełomie kwietnia i maja rentowności krajowych obligacji rosły w oczekiwaniu na dane PMI i dane inflacyjne z kraju. Po publikacji wstępnych krajowych i europejskich danych o inflacji rentowności papierów 10L wspięły się na 3,02%. Pomagały im w tym wzrosty dochodowości papierów niemieckich (reagujących na zeskoczenie w górę inflacją z Niemiec). W następnym tygodniu dochodowości zniżkowały na odpowiedzi na wzrost napięcia w relacjach USA-Chiny, słabsze niż oczekiwano dane o zamówieniach w niemieckim przemyśle oraz obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego przez Komisję Europejską.

Kluczowe wydarzenia

W tym tygodniu czeka nas publikacja krajowych i niemieckich wstępnych danych o PKB w I kw. 2019 r. (środa). W obu przypadkach spodziewamy się delikatnego zaskoczenia w górę. Tego samego dnia zostaną także ogłoszone dane o sprzedaży detalicznej w USA, które także mogą być powyżej oczekiwań. W przypadku konferencji RPP, zapowiedzianej na środę, nie spodziewamy się zmiany retoryki.

W kolejnym tygodniu zostaną zaprezentowane dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej z kraju. Na ten okres planowana jest także publikacja danych Ifo dla Niemiec i wstępnych PMI dla krajów Eurostrefy.

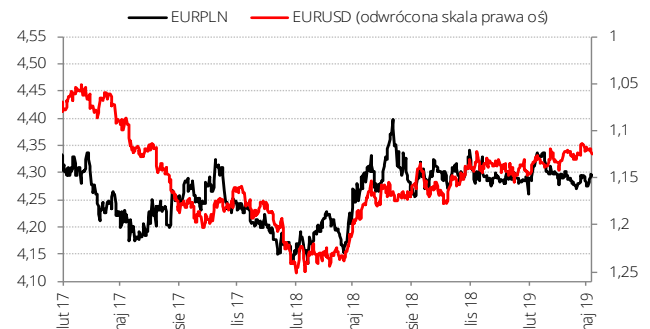
Wpływ na rynek

Rynek FX W tym tygodniu prognozujemy dalsze wzrosty EURPLN w ramach konsumpcji napięć geopolitycznych. Kurs przebił opór na 4,30 z drugiej połowy kwietnia, co przemawia za kontynuacją deprecjacji złotego. Ruch w górę EURPLN będzie jednak ograniczony, ze względu na prezentację wstępnych danych PKB z kraju, które powinny zaskoczyć w górę.

Rynek stopy procentowej Po silnych spadkach rentowności na przestrzeni ostatniego tygodnia, spodziewamy się niewielkiej korekty tego ruchu. Sprzyjać jej powinny wstępne dane o PKB w kraju i w Niemczech. Podobnie wspierać zwwyżki dochodowości powinna informacja o sprzedaży detalicznej w USA. Druga połowa tygodnia będzie naszym zdaniem oznaczać stabilizację, wobec braku istotnych dla rynku długu danych. Konferencja Rady Polityki Pieniężnej nie powinna mieć większego wpływu na rynek długu.

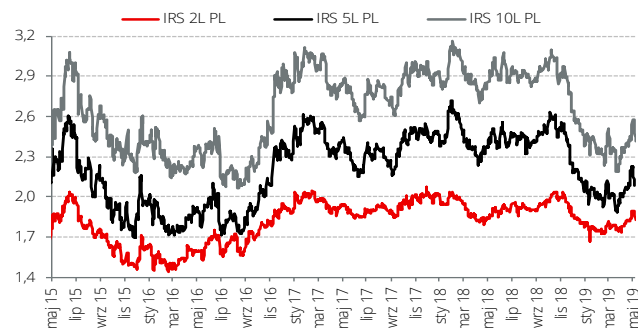
W kolejnym tygodniu oczekujemy powrotu dochodowości do spadków. Naszym zdaniem wyzwaczem dla nich będą wstępne odczyty PMI dla Eurostrefy oraz dane Ifo. Sądymy, że uwzględnia one negatywny wpływ podwyżki ceł przez USA na światowy handel. Pomagać zniżkom dochodowości powinny także spadające stawki FRA na bazowych rynkach.

EURPLN i EURUSD



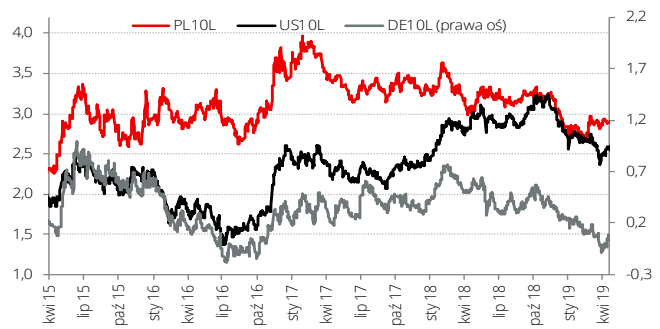
Źródło: ThomsonReuters, Santander Bank Polska

Stawki IRS (%)



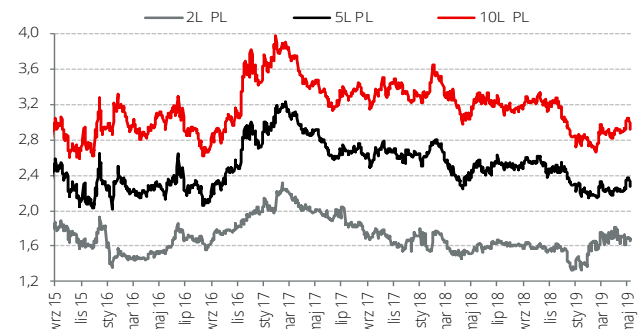
Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

Rentowność polskich, niemieckich i amerykańskich obligacji



Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

Rentowności polskich obligacji (%)



Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	SANTANDER	
PONIEDZIAŁEK (13 maja)						
09:00	CZ	Inflacja	IV	% r/r	3,0	3,0
WTOREK (14 maja)						
08:00	DE	Inflacja HICP	IV	% m/m	1,0	1,0
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	III	% m/m	-0,4	-0,2
11:00	DE	ZEW	V	pkt	5,6	5,5
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	III	mln €	-1310	-1187
14:00	PL	Bilans handlowy	III	mln €	-1267	-961
14:00	PL	Eksport	III	mln €	19682	19772
14:00	PL	Import	III	mln €	20921	20733
ŚRODA (15 maja)						
	PL	Decyzja RPP		%	1,5	1,5
08:00	DE	PKB WDA	I kw.	% r/r	0,7	0,6
09:00	CZ	PKB SA	I kw.	% r/r	2,4	2,6
09:00	HU	PKB	I kw.	% r/r	5,4	5,1
10:00	PL	Inflacja	IV	% r/r	2,2	2,2
10:00	PL	PKB	I kw.	% r/r	4,4	4,5
11:00	EZ	PKB SA	I kw.	% r/r	1,2	1,2
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	IV	% m/m	0,2	1,6
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	IV	% m/m	0,1	-0,1
CZWARTEK (16 maja)						
14:00	PL	Inflacja bazowa	IV	% r/r	1,7	1,8
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	11 maj	tys.	220,0	228,0
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	IV	% m/m	7,1	-0,3
14:30	US	Indeks Philly Fed	V		11,0	8,5
PIĄTEK (17 maja)						
11:00	EZ	HICP	IV	% r/r	1,7	1,7
16:00	US	Indeks Michigan	V	pkt	97,9	97,2

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