

Tygodnik ekonomiczny

Inflacja znowu wzrosła

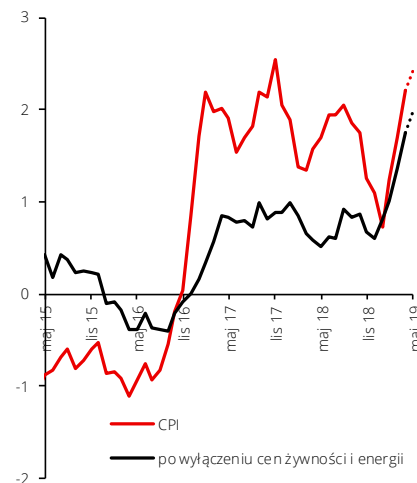
Kluczowe wydarzenia tygodnia

- Po lekkiej pozytywnej niespodziance ze strony PKB za I kw., w tym tygodniu przekonamy się czy w II kw. pojawią się jakieś oznaki głębszego spowolnienia gospodarczego. Polska wydaje się być bardzo odporna na spadek aktywności za granicą i sądzimy, że majowy PMI potwierdzi to.
- Jeżeli chodzi o wpływ na rynek, to w przypadku krajowych danych istotniejszy może być wstępny szacunek majowej inflacji. Zakładamy, że tempo wzrostu cen przyspieszyło do 2,4% r/r, ale nie zrobi to raczej wrażenia na RPP, która obraduje w tym tygodniu.
- Globalnie, kluczowy dla rynku może się okazać wynik posiedzenia EBC, na którym pojawią się nowe prognozy PKB i CPI. Od kiedy bankierzy centralni strefy euro spotkali się ostatni raz w kwietniu pojawiły się nowe dość ważne czynniki – Donald Trump zapowiedział nałożenie ceł na europejski sektor motoryzacyjny oraz na meksykańskie towary, PMI dla przemysłu były raczej słabe. Biorąc to pod uwagę, gołębia retoryka EBC nie powinna zdziwić.
- Oprócz sygnałów ze strony polityki pieniężnej, poznamy ważne dane z USA – majowe ISM dla przemysłu i zmianę zatrudnienia poza sektorem rolniczym. Indeks przemysłowy jest najniższy od końca 2016, gdzie spadł po tym jak przez większość 2018 był odporny na spadające indeksy w Europie. Zatrudnienie poza rolnictwem mocno wzrosło w ostatnich dwóch miesiącach.

Wnioski rynkowe

- Naszym zdaniem, wynik posiedzenia EBC oraz wciąż niestabilny nastrój na rynku mogą wywierać presję na spadek EURUSD. W efekcie, mocniejszy dolar mógłby mieć negatywny wpływ na złotego i inne waluty z rynków wschodzących.
- Sądzimy, że Polskie IRS i rentowności pozostaną w najbliższych dniach nisko, a ewentualny wzrost wywołany danymi o CPI powinien być jedynie przejściowy. Retoryka EBC będzie raczej gołębia, co może wspierać impuls spadkowy rentowności.

CPI i inflacja bazowa, %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

ciąg pozytywnych zaskoczeń realnymi wynikami gospodarki wciąż trwa. Wzrost PKB za I kw. po raz drugi zaskoczył pozytywnie (wyższy od oczekiwań wstępny odczyt został zrewidowany w górę). Inną pozytywną niespodzianką był minimalny deficyt budżetowy po kwietniu. Dużo działa się też w sferze polityki: wybory do Parlamentu Europejskiego, nowe informacje nt. reformy OFE, obniżki PIT i odmrężania cen energii.

PKB w I kw. wzrósł o 4,7% r/r (vs 4,6% we wstępnym odczycie). Znacząco wzrosły inwestycje - o 12,6% r/r (uważamy, że ważną rolę odegrał tu sektor prywatny), dodatnio kontrybuował eksport netto (+0,7 pp.). Wzrost konsumpcji prywatnej, 3,9% r/r, lekko rozczarował i był najniższym wynikiem od II kw. 2016 r., ale w kolejnych kwartałach uzyska istotne wsparcie w postaci stymulacji fiskalnej, więc jego perspektywa nas nie martwi. Ostatnio podnieśliśmy naszą prognozę wzrostu PKB na 2019 rok do 4,3% r/r (więcej w [MAKROskopie Lite](#)).

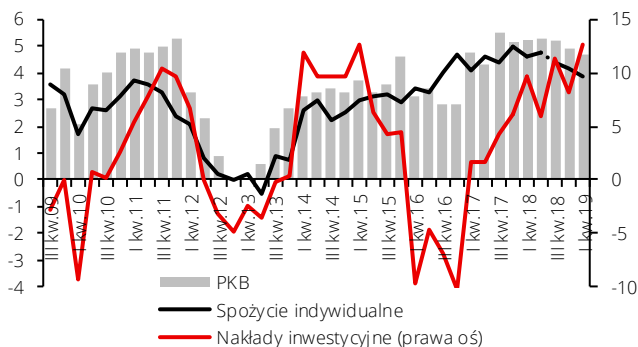
Majowe **minutes RPP** potwierdziły brak zmian w nastawieniu Rady, Miało to miejsce pomimo niedawnych uwag niektórych członków RPP, którzy wyrażali wątpliwość co do możliwości utrzymania stóp na obecnym poziomie do końca kadencji. Opublikowane dziś dane o PKB w I kw. prawdopodobnie również nie zmieniają oceny RPP - wzrost w I kw. był szybszy niż oczekiwano, ale jego struktura jest mniej inflacyjna (wolniejsza konsumpcja, wyższe inwestycje oznaczające wyższy wzrost wydajności w przyszłości).

Deficyt budżetowy po marcu zmniejszył się z 4,5 mld PLN po marcu do zaledwie 0,08 mld PLN po kwietniu. W samym kwietniu przychody ogółem wzrosły o 8,1% r/r, przy kolejnym silnym wzroście CIT (34,5% r/r), jednocześnie miał miejsce nieznaczny nominalny spadek r/r wpływów z VAT. Obecnie zakładamy, że wykonanie budżetu na 2019 rok będzie bliskie planowanej kwocie 28,5 mld PLN, ale gasnąca dynamika VAT budzi wątpliwości. Wydatki ogółem były wyższe o 15,6% r/r ze względu na wyższy o 66% r/r transfer z budżetu centralnego do systemu ubezpieczeń społecznych.

Prawie 7-punktowa przewaga PiS nad Koalicją Europejską w **wyborach do Parlamentu Europejskiego** (45,38% vs 38,47%) teoretycznie oznacza, że rząd nie musi zwiększać pakietu fiskalnego przed jesiennymi wyborami parlamentarnymi. Niemniej jednak, usłyszeliśmy ostatnio od rządu, że wdrożona zostanie bardziej hojna wersja obiecannej obniżki PIT (pełne zastąpienie stawki 18% przez 17%, co kosztować będzie budżet o 2,1 mld zł więcej niż wersja pokazana w Aktualizacji Programu Konwergencji). Ukazał się też projekt ustawy o reformie systemu emerytalnego, dodając do wcześniejszych propozycji pewne szczegóły sugerujące wyższe transfery aktywów z rynku akcji na rynek obligacji.

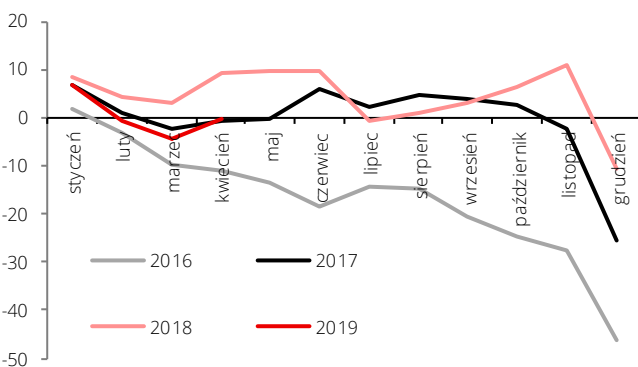
Po rozmowach z Komisją Europejską Ministerstwo Energii oświadczyło w sprawie **zamrożenia cen prądu**, że dostawcy energii za I poł. 2019 r. będą zobowiązani rozliczyć wszystkich użytkowników według cenników z połowy 2018 r., zwracając im różnicę między cenami płaconymi obecnie, a cennikami 2018. Różnica zostanie zrekomensowana z państwowego funduszu. W II poł. 2019 r. gospodarstwa domowe nadal będą rozliczane wg cenników 2018, tak samo jak sektor publiczny i mikro i małe firmy (po złożeniu odpowiedniego dokumentu). Za to średnie i duże firmy mają rozliczać się po cenach rynkowych i dopiero później będą mogły ubiegać się o rekompensatę na zasadach pomocy *de minimis*. Zasada ta mówi, że suma pomocy państwa udzielonej przedsiębiorstwu przez trzy lata nie może przekroczyć 200 tys. €. Dotychczas zakładaliśmy, że firmy odczują wyższe ceny energii dopiero w 2020 r. Tym samym zmiany powyższe stwarzają ryzyko przebiegu inflacji powyżej naszej prognozy, która zakłada dotarcie w pobliżu 3% r/r na koniec 2019 r. i średni poziom w 2020 roku rządu 3%.

Wzrost PKB i jego wybranych komponentów, %/r/r



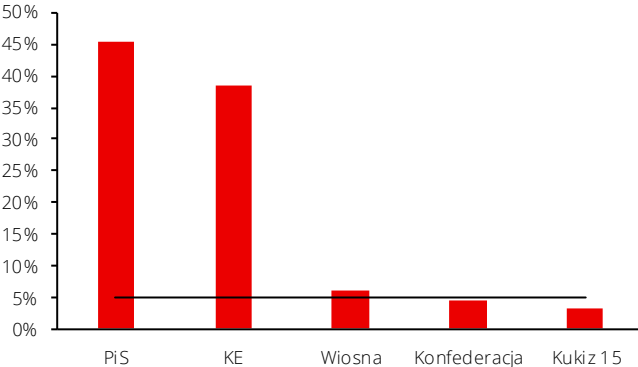
Źródło: GUS, Santander

Realizacja salda budżetu państwa (narastająco), mld zł



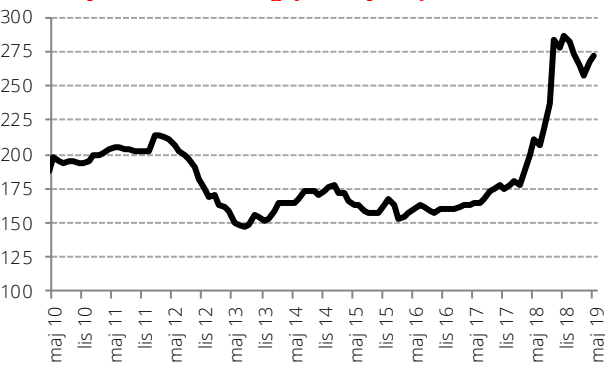
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Wyniki wyborów do Parlamentu Europejskiego w Polsce



Źródło: PKW, Santander

Kontrakty forward na energię elektryczną, zł/MWh



Źródło: TGE, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Zmiany globalnego nastroju miały największy wpływ na złotego w mijającym tygodniu. Ponieważ okresy optymizmu były przerywane pojawiającymi się obawami o globalny wzrost, EURPLN poruszał się w trendzie bocznym wokół 4,29. USDPLN odbił na chwilę powyżej 3,86 w wyniku umocnienia dolara do głównych walut. GBPPLN pozostał nisko w pobliżu 4,85 bowiem funt był pod presją wycenianego przez rynek wyższego ryzyka twardego Brexitu po tym jak premier May zapowiedziała swoją dymisję.

Rynek stopy procentowej IRS i rentowności w dalszym ciągu spadały wobec słabego nastroju na świecie, który z kolei wywołał silny spadek rentowności 10-letniego Bunda do nowego historycznego minimum na ok. -0,21% i dzięki dobremu wynikowi polskiego budżetu centralnego. W efekcie, 10-letni IRS zbliżył się do tegorocznego dołka na nieco poniżej 2,2% z marca, a 5-letni jest tylko nieznacznie powyżej dołka na 1,89%.

Kluczowe wydarzenia

Wynik posiedzenia EBC powinien być kluczowy dla rynku w najbliższym tygodniu. Od kiedy bankierzy centralni strefy euro spotkali się ostatni raz w kwietniu pojawiły się nowe dość ważne czynniki – Donald Trump zapowiedział nałożenie ceł na europejski sektor motoryzacyjny oraz na meksykańskie towary, PMI dla przemysłu były raczej słabe. Biorąc to pod uwagę, gołębia retoryka EBC nie powinna zdziwić.

Oprócz sygnałów ze strony polityki pieniężnej, poznamy ważne dane z USA – majowe ISM dla przemysłu i zmianę zatrudnienia poza sektorem rolniczym. Indeks przemysłowy jest najniższy od końca 2016, gdzie spadł po tym jak przez większość 2018 był odporny na spadające indeksy w Europie. Zatrudnienie poza rolnictwem mocno wzrosło w ostatnich dwóch miesiącach.

Polski wstępny majowy CPI powinien być ważniejszy niż PMI. Tempo wzrostu cen wzrosło w ostatnich miesiącach i powinno być w centrum uwagi inwestorów.

Wpływ na rynek

Rynek FX Zakładamy, że wynik posiedzenia EBC może ciążyć euro, więc EURUSD – wahający się tylko nieznacznie poziom, na którym był przed ostatnim posiedzeniem banku centralnego – mógłby skierować się w stronę tegorocznego minimum na ok. 1,11 osiągniętego w poprzednim tygodniu. Mocniejszy dolar mógłby w efekcie mieć negatywny wpływ na złotego i inne waluty z rynków wschodzących.

Niezależnie, globalny nastrój pozostaje niestabilny i tylko mocne dane z Europy i USA mógłby nieco złagodzić obawy o światową gospodarkę. Badania ankietowe nie dają jednak dłuższych szans, że stanie się to w najbliższym tygodniu.

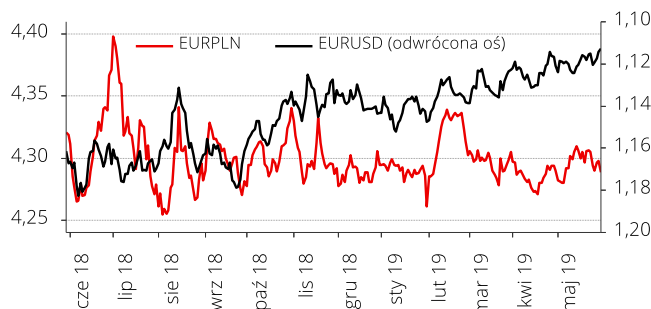
Rynek stopy procentowej W ostatnich tygodniach polskie obligacje dużo zyskały pod wpływem umocnienia na rynkach bazowych, dobrych danych budżetowych oraz mocnym odczytom makro z kraju, w wyniku których spadło ryzyko kredytowe w świetle planowanego przez rząd wzrostu wydatków.

Sądzymy, że IRS i rentowności pozostaną w najbliższych dniach nisko, a ewentualny wzrost wywołany danymi o inflacji powinien być jedynie przejściowy.

Retoryka EBC powinna pozostać gołębia, co może wspierać impuls spadkowy rentowności.

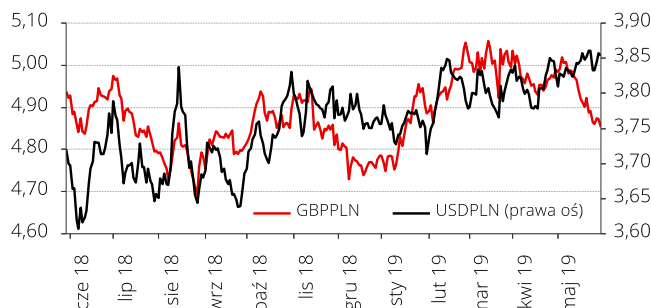
Rentowności 5- i 10-letnich obligacji osiągnęły swoje nowe tegoroczne minima, co otwiera drogę do dalszych zniżek. Lokalne dołki z 2016 na odpowiednio 2% i 2,57% to poziomy, gdzie można się spodziewać spowolnienia ruchu spadkowego rentowności.

EURPLN i EURUSD



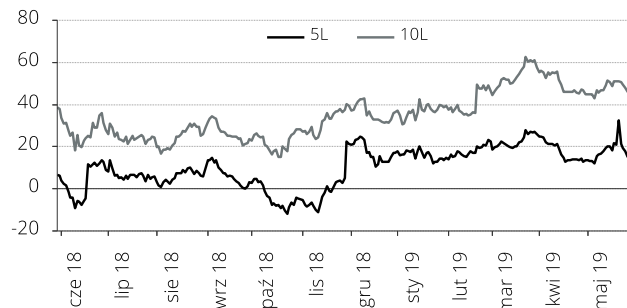
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

GBPPLN i USDPLN



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Spready asset swap (pb)



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Spready 2-10



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
PONIEDZIAŁEK (3 czerwca)							
09:00	PL	PMI przemysł	V	pkt	49,0	49,4	49,0
09:55	DE	PMI przemysł	V	pkt	44,3	-	44,3
10:00	EZ	PMI przemysł	V	pkt	47,7	-	47,7
16:00	US	ISM przemysł	V	pkt	53,0	-	52,8
WTOREK (4 czerwca)							
10:00	PL	Inflacja	V	% r/r	2,4	2,4	2,2
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	V	% r/r	1,3	-	1,7
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	IV	%	7,7	-	7,7
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	IV	% m/m	0,0	-	-2,1
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	IV	% m/m	-1,0	-	1,9
ŚRODA (5 czerwca)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50	1,50
03:45	CN	PMI usługi	V	pkt	54,2	-	54,5
09:55	DE	PMI usługi	V	pkt	55,0	-	55,0
10:00	EZ	PMI usługi	V	pkt	52,5	-	52,5
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	IV	% m/m	-0,5	-	0,0
14:15	US	Raport ADP	V	tys.	180	-	275
16:00	US	ISM usługi	V	pkt	55,7	-	55,5
CZWARTEK (6 czerwca)							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	IV	% m/m	0,0	-	0,6
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	IV	% r/r	2,7	-	0,1
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	IV	% r/r	6,8	-	8,0
11:00	EZ	PKB	I kw.	% r/r	1,2	-	1,2
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,0	-	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	215	-	215
PIĄTEK (7 czerwca)							
08:00	DE	Eksport	IV	% m/m	-0,9	-	1,6
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	IV	% m/m	-0,5	-	0,5
09:00	HU	Inflacja	V	% r/r	3,8	-	3,9
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	V	tys.	185	-	263
14:30	US	Stopa bezrobocia	V	%	3,6	-	3,6

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