

Tygodnik ekonomiczny

Mocne wejście w drugi kwartał

Kluczowe wydarzenia tygodnia

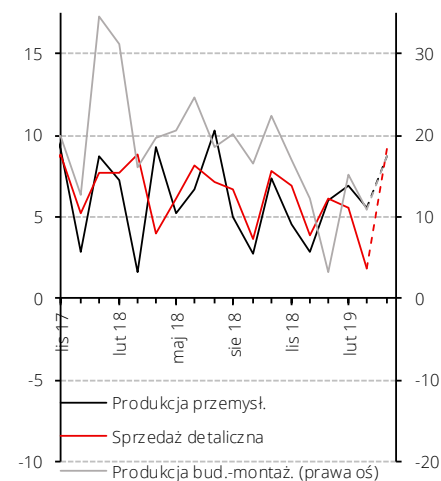
- W tym tygodniu poznamy dane, które pomogą ocenić jak polska gospodarka radzi sobie na początku II kw., po spowolnieniu w I kw. Nasze prognozy kwietniowej produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej są powyżej konsensusu i powinny potwierdzić, że wyhamowanie rocznej dynamiki PKB postępuje stopniowo i Polska jest dość odporna na spadek aktywności gospodarczej w Europie.
- Prognozujemy, że w kwietniu średnie tempo wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyło po marcowym spowolnieniu, potwierdzając istnienie napięć na rynku pracy i problemy z zapełnieniem wakatów.
- Dane o kwartalnych wynikach firm niefinansowych pomogą rozeznaczyć się na ile/czy rozpoczął się proces odbudowy marż w firmach i na ile wciąż silna jest presja kosztowa, w tym ze strony funduszu płac. Poprzedni odczyt tych danych (za IV kw. 2018) sygnalizował poważny uszczerbek w marżach i 40-procentowe pogorszenie się wyniku netto r/r. To jeden z czynników istotnych dla naszych prognoz rozpędzania się inflacji w tym roku. Zobaczymy też wyniki badania koniunktury wśród firm i konsumentów za maj.
- Odnośnie perspektyw dla europejskiej gospodarki, opublikowane zostaną wstępne PMI dla przemysłu i usług za maj. W kwietniu przemysłowe indeksy dla strefy euro i Niemiec wzrosły po ośmiu kolejnych miesiącach spadku, dając nadzieję, że aktywność ekonomiczna w strefie euro osiągnęła już swój dołek. Majowe odczyty mogą przesądzić o tym, czy te nadzieje pozostaną żywe.
- Protokół z posiedzenia FOMC nie przyniesie zapewne wielu nowych ważnych informacji i powinien być neutralny dla rynku.
- 23-26 maja w UE odbędą się wybory do Parlamentu Europejskiego.

Wnioski rynkowe

- Wahania nastroju na globalnym rynku pozostaną zapewne głównym czynnikiem dla krajowego rynku walutowego. Jeśli wstępne majowe PMI wzrosną to euro może zyskać do dolara, otwierając drzwi do spadku EURPLN. Patrząc na rynek w szerszym kontekście, nie oczekujemy, by kurs opuścił w najbliższych tygodniach przedział 4,24-4,36, w którym porusza się do sierpnia.
- Nie oczekujemy kontynuacji spadków rentowności polskich obligacji w tak szybkim tempie jak dotychczas. Powodem może być spowolnienie ruchu w dół rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich przy wsparciu na ok. 2,37% i zakładane przez nas pozytywne niespodzianki w danych z Polski.

Miło nam poinformować, że zajęliśmy pierwsze miejsce w rankingu ogólnym oraz drugie w rankingu prognoz walutowych dla Polski za 2018 r. prowadzonym przez [Focus Economics](#)

Produkcja i sprzedaż detal. (realnie), % r/r



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 Luzziński 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 pokazał nam gdzie była gospodarka na przełomie kwartałów. Wzrost PKB w I kw. br. okazał się nieco wyższy niż oczekiwano i niewiele niższy niż w IV kw. 2018 r. Pierwszy miesiąc II kw był oznaczony wyraźnym wzrostem inflacji, w tym też inflacji bazowej. RPP zachowała spokój w obliczu tych informacji, trzymając się retoryki o dynamice CPI pozostającej dostatecznie blisko celu w kolejnych latach i spodziewanym spowolnieniu przeciwdziałającym zagalopowaniu się inflacji w średnim okresie.

Według wstępnych danych, tempo **wzrostu polskiego PKB w I kw. 2019 r.** wyniosło 4,6% r/r, lekko przekraczając oczekiwania (nasza prognoza 4,5%, konsensus 4,4% r/r) wobec 4,9% r/r w IV kw. 2018 r. Po oczyszczeniu z wahań sezonowych wzrost wyniósł 1,4% kw./kw. Strukturę wzrostu poznamy 31 maja. Podejrzewamy, że popyt krajowy pozostał silny. Na to nałożył się zapewne silnie dodatni eksport netto (dodając ok. 1pp do wzrostu PKB), skoro dane o marcowym bilansie płatniczym pokazały dużą poprawę r/r w I kw. (na rachunku obrotów bieżących odnotowano w marcu +0,5 mld € wobec oczekiwań -1,2 mld € a lutowy wynik zrewidowano z -1,4 mld € do -0,3 mld €). Jak na razie krajowa gospodarka skutecznie broni się przed spowolnieniem gospodarczym za granicą, ale kolejne kwartały przyniosą według nas dalsze hamowanie.

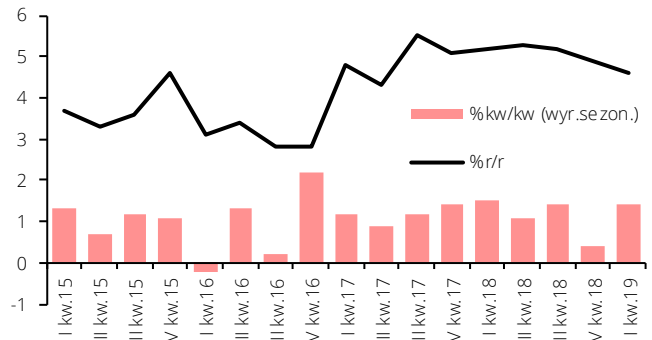
GUS potwierdził wstępny odczyt **kwietniowej inflacji** na 2,2% r/r. Wyraźnie przyspieszyły ceny usług - do 3,6% r/r z 2,7% a ceny towarów z 1,3% r/r do 1,7%. Inflacja bazowa osiągnęła 1,7% r/r, najwyższy poziom od ponad sześciu lat. Wzrost inflacji wywołały przede wszystkim trzy czynniki – rosnące ceny żywności, koszty utrzymania mieszkania i koszty transportu. Więcej w [Komentarzu ekonomicznym](#).

Zgodnie z oczekiwaniami, **RPP** pozostawiła stopy procentowe NBP bez zmian, w tym stopę główną na 1,50%. Ton komunikatu i wypowiedzi członków RPP nie zmienił się istotnie i opinia prezesa w dalszym ciągu dominowała. Kwietniowy wzrost inflacji zaskoczył Radę, ale nie zmienił nastawienia jej członków. Prezes Glapiński nie wykluczył przebiccia przez inflację 3,5% w końcówce roku, ale dodał, że potem i tak zacznie zapewne spadać. Co ciekawe, wzrost inflacji bazowej jest postrzegany jako normalizacja i Glapiński nie oczekuje jej dalszego wzrostu w sytuacji oczekiwanego spowolnienia gospodarczego. Zakładamy kontynuację wzrostu CPI i inflacji bazowej, ale wydaje się, że wciąż jesteśmy daleko od momentu kiedy dyskusja o zacieśnieniu polityki pieniężnej zacznie się na poważnie. Według nas, podwyżka stóp możliwa jest najwcześniej na początku 2020 pod warunkiem, że CPI przekroczy 3%, a tempo wzrostu PKB nie spowolni gwałtownie.

Wracając do **marcowych danych o bilansie obrotów bieżących**, główną przyczyną relatywnie wysokiego salda handlowego był import, 1,7 mld € niższy niż oczekiwano (wzrost o 1,4% r/r, najniższy od lipca 2016) a jego wartość w lutym zrewidowano w dół o 1 mld €. Taka skala zmian w danych jest dość zaskakująca, zwłaszcza że inne dane świadczą o sile popytu krajowego, wspierającego import. 12-miesięczny skumulowany wynik na rachunku obrotów bieżących w marcu niespodziewanie poprawił się z -0,7% PKB do -0,4%.

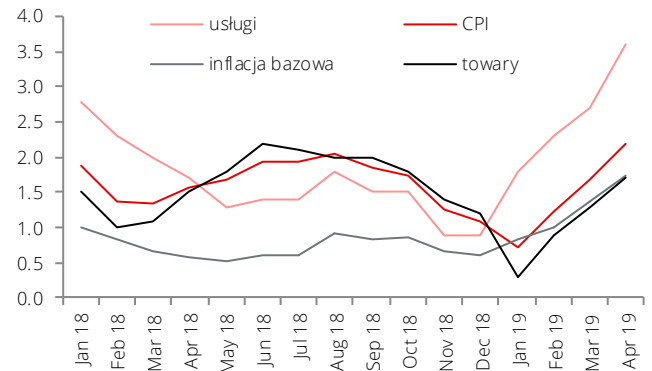
Według GUS, **średnie tempo wzrostu płac w krajowej gospodarce w I kw. 2019** wyniosło 7,1% r/r. Jest to wynik nieco poniżej tego z IV kw. 2018 (7,7%), ale wciąż powyżej dynamiki płac w samym sektorze przedsiębiorstw (6,7%). Dane te wspierają oczekiwania, że wydatki konsumenckie będą w kolejnych kwartałach rosły w solidnym tempie, zyskując dodatkowe wsparcie w postaci transferów socjalnych. Zakładamy, że sytuacja na rynku pracy pozostanie napięta, utrzymując tempo wzrostu płac na podwyższonym poziomie i przyczyniając się do narastania presji inflacyjnej.

Wzrost gospodarczy w Polsce



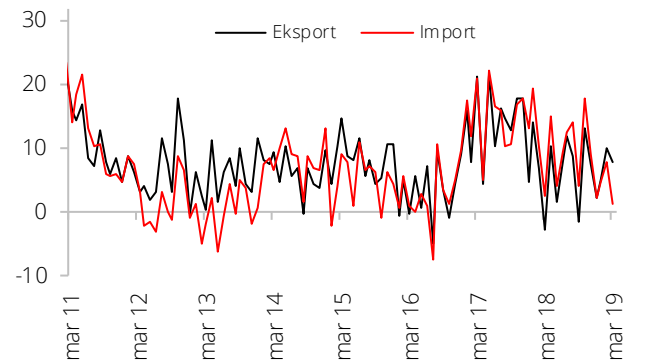
Źródło: GUS, Santander

Miary inflacji, % r/r



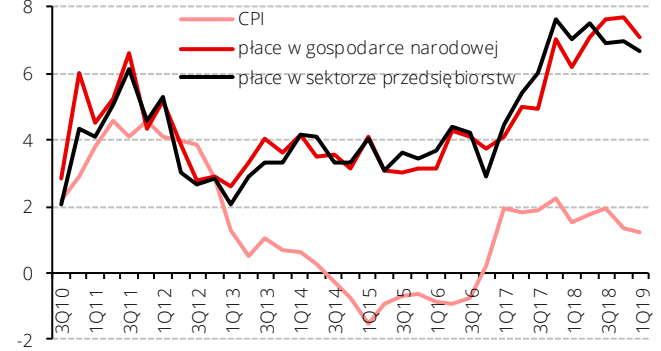
Źródło: GUS, CPI, Santander

Nastroje w polskim przemyśle



Źródło: NBP, Santander

Dynamika płac, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX EURPLN rósł w pierwszej części tygodnia wskutek kontynuacji spadków na giełdach i zdołał osiągnąć ok. 4,315, najwyższy poziom od początku marca. Na koniec tygodnia nastroj na świecie się poprawił i w efekcie kurs skorygował do ok. 4,30. USDPLN pozostał na podwyższonym poziomie osiągniętym w poprzednich tygodniach i wahał się wokół 3,83. CHFPLN wzrósł przejściowo powyżej 3,82 z 3,78, a GBPLN spadł do 4,90 z prawie 5,0.

Rynek stopy procentowej Rentowności oraz IRS kontynuowały szybki spadek rozpoczęty na początku miesiąca pod wpływem zyskujących na fali pogarszających się perspektyw dla globalnej gospodarki Treasuries i Bunda. W efekcie, polskie 5- i 10-latki odrobiły całość strat poniesionych pod koniec kwietnia w reakcji na krajowe i europejskie dane inflacyjne.

Kluczowe wydarzenia

W nadchodzącym tygodniu poznamy ważne dane z Polski i z Europy, opublikowane zostaną też minutes z ostatniego posiedzenia FOMC.

Polskie kwietniowe produkcja przemysłowa oraz sprzedaż detaliczna pomogą ocenić jak krajowa gospodarka radzi sobie na początku II kw. po spowolnieniu w I kw. Nasze prognozy są powyżej konsensusu.

W Europie, opublikowane zostaną wstępne PMI dla przemysłu za maj. W kwietniu, indeksy dla strefy euro oraz Niemiec wzrosły po ośmiu kolejnych miesiącach spadku dając nadzieję, że aktywność ekonomiczna w strefie euro osiągnęła już swój dółek.

Protokół z posiedzenia FOMC nie przyniesie zapewne wielu nowych ważnych informacji i powinien być neutralny dla rynku.

Wpływ na rynek

Rynek FX Wahania nastroju na globalnym rynku pozostaną zapewne głównym czynnikiem wpływającym na krajowy rynek. Wstępne odczyty majowych PMI będą zapewne najbardziej wyczekiwaną publikacją tego tygodnia. Europejskie indeksy giełdowe odbiły po największej korekcie w obserwowanym od końca 2018 impulsie wzrostowym. Jeśli indeksy PMI wzrosną drugi miesiąc z rzędu, obawy o europejską gospodarkę mogą zelżeć, pozwalając euro na umocnienie do dolara i stwarzając przestrzeń do spadku EURPLN.

Nie spodziewamy się istotnej reakcji na krajowe dane, ale jeśli zaskoczą one na plus, tak jak oczekujemy, to złoty może sobie radzić lepiej niż waluty regionu.

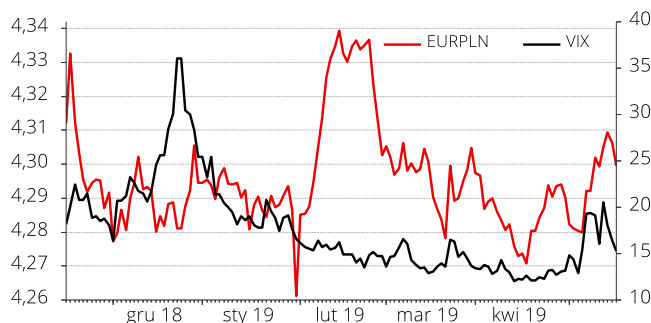
Patrząc na rynek w szerszym kontekście, nie oczekujemy, by EURPLN opuścił w najbliższych tygodniach przedział 4,24-4,36, w którym porusza się do sierpnia.

Rynek stopy procentowej Warunki rynkowe stały się w ostatnich dniach bardzo korzystne dla długu wskutek wzrostu obaw o globalny wzrost gospodarczy. Polskie obligacje znacząco skorzystały na wzroście awersji do ryzyka, ale nie oczekujemy kontynuacji spadków rentowności w tak szybkim tempie jak dotychczas.

Globalne indeksy giełdowe odbiły, a ruch spadkowy rentowności 10-letniego Treasuries spowolnił przy wsparciu na ok. 2,37%. 20-dniowa korelacja rentowności polskich i amerykańskich 10-letnich obligacji odbiła się od swojego cyklicznego minimum na -50% i wynosi obecnie ok. 43%. Jeśli amerykański 10-letni benchmark nie przebije wsparcia i założymy, że korelacja powinna dalej rosnąć w kierunku cyklicznego maksimum na ok. 90%, polska 10-latka może jeszcze oddać część z ostatnich zysków.

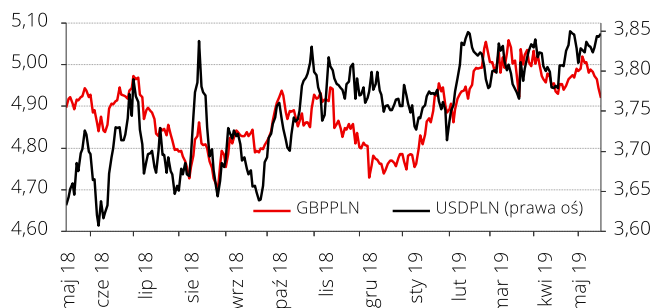
Wstępny szacunek polskiego PKB za I kw. zaskoczył tylko nieznacznie na plus i taki odczyt nie zdołał wywołać wyraźnej reakcji rynku. Nasze prognozy kwietniowej produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej są natomiast wyraźnie powyżej konsensusu i jeśli się sprawdzą, co takie odczyty mogłyby wyrzucić dodatkową presję na wzrost rentowności.

EURPLN i VIX



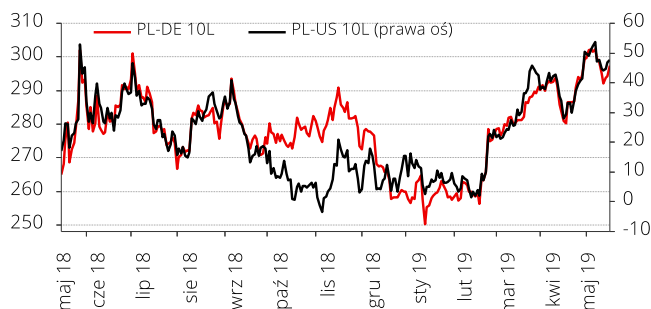
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

GBPLN i USDPLN



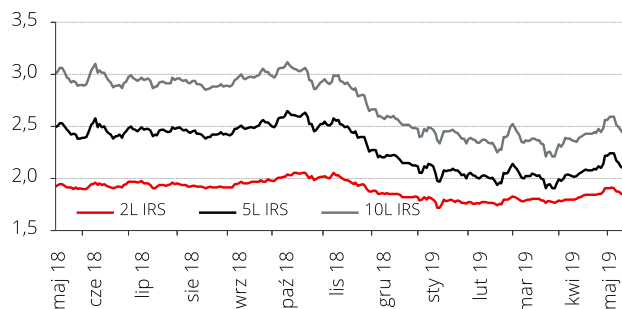
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

10-letnie spready rentowności do obligacji Niemiec i USA



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Polskie 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 (20 maja)							
14:00	PL	Minutes RPP					
WTOREK (21 maja)							
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	IV	% r/r	3,0	3,1	3,0
10:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	IV	% r/r	6,5	6,7	5,7
16:00	US	Sprzedaż domów	IV	%	2,6	-	-4,9
ŚRODA (22 maja)							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	IV	% r/r	8,7	8,7	5,6
10:00	PL	PPI	IV	% r/r	2,6	2,7	2,5
20:00	US	Minutes FOMC					
CZWARTEK (23 maja)							
08:00	DE	PKB	I kw.	% r/r	0,7	-	0,7
09:30	DE	Wstępny PMI przemysł	V	pkt	44,8	-	44,4
09:30	DE	Wstępny PMI usługi	V	pkt	55,4	-	55,7
10:00	DE	Ifo	V	pkt	99,2	-	99,2
10:00	EZ	Wstępny PMI przemysł	V	pkt	48,2	-	47,9
10:00	EZ	Wstępny PMI usługi	V	pkt	53,0	-	52,8
10:00	PL	Produkcja budowlana	IV	% r/r	18,3	17,4	10,8
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	IV	% r/r	8,5	9,2	1,8
11:30	PL	Aukcja zamiany			-		
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	220	-	212
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	IV	%	-2,2	-	4,5
PIĄTEK (24 maja)							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	IV	% r/r	10,1	10,2	9,9
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	IV	%	-2,0		2,8

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