

Tygodnik ekonomiczny

Którędy do wyjścia?

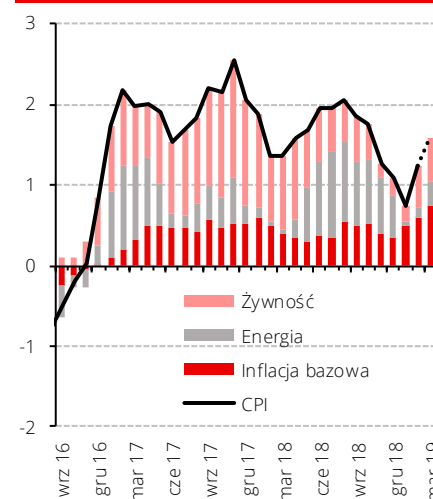
Kluczowe wydarzenia tygodnia

- Nadal nie zblżyliśmy się do odpowiedzi na pytanie czy, kiedy i jak Wielka Brytania opuści UE. Na dzisiejszym szczycie Rady Europejskiej Theresa May wnioskować o 'nieznaczne' wydłużenie terminu Brexitu do końca maja lub czerwca, ale liderzy UE deklarują, że zgodzą się na to tylko jeśli brytyjski parlament najpierw zatwierdzi wynegocjowane porozumienie. Premier May będzie chciała trzeci raz poddać umowę Brexitową pod głosowanie, prawdopodobnie we wtorek. Wciąż jednak nie ma pewności czy zakończy się to sukcesem. Po pierwsze, porażka w poprzednim głosowaniu była znacząca. Poza tym, spiker Izby Gmin zapowiedział, że nie dopuści do ponownego głosowania nad tą samą umową, jeśli nie zaszły w niej ważne zmiany. **Thriller pt. „Brexit” będzie więc trwał do ostatniej chwili** i najbardziej negatywny scenariusz wciąż nie jest wykluczony. Jeżeli brytyjski parlament nie zatwierdzi umowy, to środek tygodnia może minąć pod znakiem mocnego wzrostu awersji do ryzyka. Zakładamy, że byłoby to krótkotrwałe i w ostatniej chwili przed 29 marca doszłoby jednak do oddalenia ryzyka „twardego Brexitu” i np. znacznego przełożenia daty wyjścia z UE. Donald Tusk nie wykluczył zwołania awaryjnego posiedzenia Rady Europejskiej tuż przed końcem przyszłego tygodnia.
- Oprócz Brexitu, w najbliższym tygodniu uwagę będą przyciągać dane z USA (m.in. PKB, nastroje konsumentów i ich wydatki) i Europy (m.in. Ifo, inflacja). Poza tym w kalendarzu posiedzenia banków centralnych w Czechach i na Węgrzech. W kraju kluczowy będzie piątek, kiedy poznamy wstępną marcową inflację, a wieczorem decyzję Fitch nt przeglądu polskiego ratingu.
- Oczekujemy wzrostu CPI w marcu do 1,6% r/r, co dla rynku nie powinno być znaczącym zaskoczeniem ze względu na silne efekty niskiej bazy w usługach. Byłoby to jednak potwierdzeniem naszego scenariusza stopniowego wzrostu inflacji w tym roku.
- Fitch prawdopodobnie nie zmieni oceny ratingowej ani outlooku, ale w komunikacie znajdzie się zapewne szerszy komentarz nt. potencjalnych skutków nowych obietnic wyborczych PiS. [Wstępny komentarz](#) na ten temat pojawił się na początku marca i sygnalizował wyraźną zmianę ścieżki fiskalnej. Od tego czasu analiza została zapewne pogłębiona, czego efektem jest m.in. podniesienie przez Fitch w tym tygodniu prognoz PKB. Przy ostatnim oficjalnym przeglądzie ratingu w październiku ub.r. analitycy agencji stwierdzili, że jakiegokolwiek sygnały tego, że maleje istotność kotwicy fiskalnej w postaci limitu deficytu 3% PKB mogą negatywnie wpływać na rating. Nie można wykluczyć, że piątkowy komunikat zwróci na to jeszcze większą uwagę. Zmiana tonu komunikatu bez zmiany perspektywy ratingu, nie wywoła raczej istotnej reakcji rynku.

Wnioski rynkowe

- Niepewność brexitowa może w środku tygodnia szkodzić złotemu, szczególnie jeśli brytyjski parlament nie przegłosuje do wtorku umowy. W przypadku pozytywnych rozstrzygnięć w sprawie Brexitu powinna przyjść fala optymizmu. Krajowe papiery są dość stabilne, choć odstają na niekorzyść od wyraźnie mocniejszych obligacji na rynkach bazowych, co może wynikać m.in. z obaw o perspektywy fiskalne (plotki o dymisji minister finansów, zbliżające się decyzje agencji ratingowych). Krajowe dane raczej nie wniosą wiele nowego, ale niewykluczone, że impulsem do odbicia rentowności w górę będą lepsze dane o koniunkturze z Europy (PMI, Ifo).

Struktura inflacji, %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

Ostatnie dni przyniosły wiele pozytywnych zaskoczeń siłą aktywności gospodarczej w Polsce. Wygląda na to, że dynamika PKB zwolni w I kw. br. delikatniej niż zakładaliśmy, do ok. 4,5% r/r. Przybywa sygnałów, że spodziewane w tym roku spowolnienie będzie mniej istotne niż się dotychczas wydawało.

Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 6,9% r/r (rynek oczekiwał 4,8%) przy silnym wzroście w przemyśle przetwórczym o 7% r/r, zwłaszcza ze strony sektorów zorientowanych na eksport (produkcja aut, elektroniki i chemikaliów). Polski przemysł pozostaje w dobrej kondycji wobec spowolnienia w strefie euro. Tempo produkcji budowlanej okazało się dużym pozytywnym zaskoczeniem: 15,1% r/r przy oczekiwaniach rynku 4,9% i naszej prognozie 8%. Sektor wciąż zmagają się z wyczerpywaniem się wolnych mocy produkcyjnych widząc jednocześnie silny popyt ze strony projektów opartych o fundusze unijne oraz na rynku mieszkaniowym.

Stycyniowy **bilans na rachunku obrotów bieżących**, +2,3 mld €, zaskoczył pozytywnie dzięki nadwyżce 0,28 mld € w bilansie handlowym zamiast oczekiwanego deficytu 0,34 mld €. Eksport (4,1% r/r) prześcignął we wzroście import (2,2% r/r) po raz pierwszy od października 2017 r. To dość zaskakujące, gdyż popyt zagraniczny raczej słabnie, a krajowy wciąż jest silny. W 2019 r. deficyt obrotów bieżących pozostanie zapewne blisko wyniku z 2018 r. (0,7% PKB).

Realna **sprzedaż detaliczna** wzrosła w lutym o 5,6% r/r przy oczekiwaniach 5,4%. Do tego stycyniowy odczyt został mocno zrewidowany w górę, z 5,2% r/r do 6,1%, wskutek przeklasyfikowania części wzrostu cen na wzrost wolumenu (sygnalizowaliśmy miesiąc temu, że deflatory sprzedaży detalicznej pokazały duże nietypowe wzrosty cen aut oraz odzieży i obuwi – nie ma już po nich śladu). Średni wzrost realnej sprzedaży za styczeń i luty jest porównywalny ze średnimi z poprzednich kwartałów, co sugeruje niewielkie spowolnienie w konsumpcji prywatnej. Do tego dochody gospodarstw domowych zostaną wsparte w kolejnych kwartałach przez pakiet fiskalny, realny fundusz płac nie wytraca tempa wzrostu (w lutym płace w górę o 7,6% r/r, zatrudnienie o 2,9% r/r) a wskaźniki nastrojów konsumentów są rekordowo wysokie.

Pierwszy odczyt wskaźników **nastrojów konsumentów** po zapowiedzi stymulacji fiskalnej zawiera wiele nowych rekordów optymizmu. W marcu wskaźnik bieżącej sytuacji ustanowił nowy rekord a wskaźnik wyprzedzający wyżej był tylko w kwietniu ub.r. Konsumenty nigdy jeszcze nie czuli się też bardziej komfortowo jeśli chodzi o bieżącą i przyszłą sytuację finansową. Średni poziom głównych wskaźników w I kw. br. przewyższył wyniki z II poł. 2018.

Inflacja bazowa po wyłączeniu cen energii i żywności odbiła z 0,6% w grudniu do 0,8% w styczniu i 1,0% r/r w lutym, najwyżej od prawie pięciu lat. Naszym zdaniem pod koniec roku może ona zbliżyć się do 2,5% r/r. Trzy pozostałe miary trendów w inflacji też wzrosły, ale w porównaniu do 2018 r nie wyglądają imponująco.

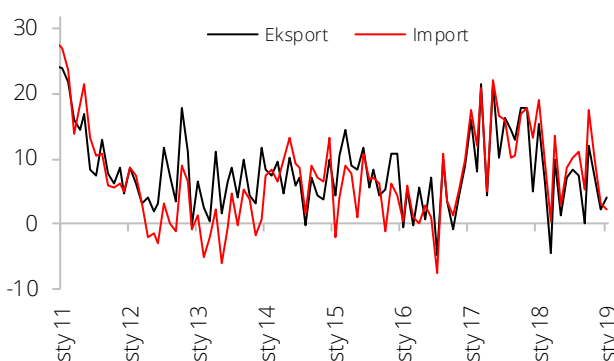
Budżet centralny pokazał po lutym deficyt 0,8 mld zł wobec nadwyżki 6,6 mld zł po styczniu. Pogorszenie się wyniku w lutym jest typowym zjawiskiem, ale tym razem było ponadprzeciętne: średni wynik budżetu za sam luty z lat 2016-2018 to -5,0 mld zł, a teraz wyniósł -7,4 mld zł. Wpływy podatkowe rosły w dobrym tempie w samym lutym (PIT +9% r/r, CIT +14,5% r/r). Wpływy z VAT, -12% r/r, prawdopodobnie zostały zaburzone przesunięciami zwrotów podatku przez przełom roku. Naszym zdaniem wynik budżetu za cały rok może być zbliżony do zaplanowanych 28,5 mld zł. Szanse na niższą realizację deficytu zniknęły wraz z ogłoszeniem pakietu fiskalnego PiS.

Produkcja przemysłowa i budowlana, %/r



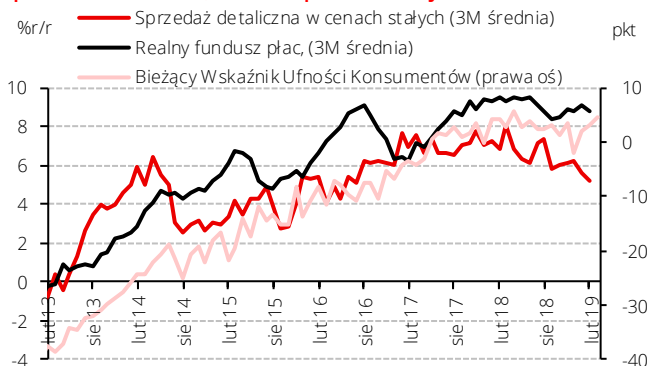
Źródło: GUS, Santander

Handel zagraniczny, %/r



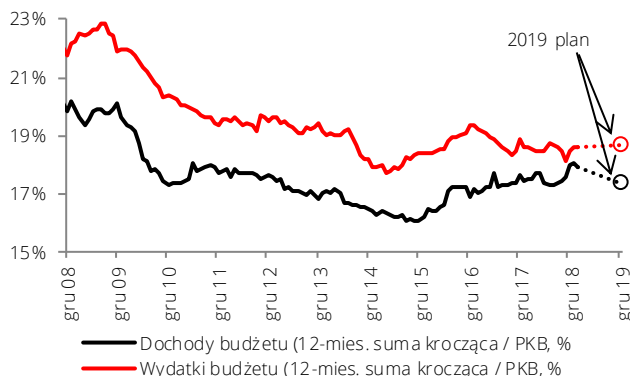
Źródło: NBP, Santander

Sprzedaż detaliczna, fundusz płac i nastroje konsumentów



Źródło: GUS, Santander

Miesięczne szacunki handlu zagranicznego wg danych GUS, %/r



Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX EURPLN spadł w tym tygodniu do 4,276, USDPLN do 3,74, GBPPLN do 4,93, CHFPLN do 3,77 dzięki dobremu nastrojowi na świecie, wzrostowi EURUSD w reakcji na gołąbią retorykę FOMC i lepszym od prognoz danym o polskiej produkcji. Pogorszenie nastroju związanego z Brexitem zatrzymało aprecjację złotego, ale i tak od zeszłego piątku w regionie CEE więcej do euro i dolara zyskał tylko rubel.

Rynek stopy procentowej Polskie obligacje poruszały się w trendzie bocznym, a IRS spadły. Rynek zignorował dane z kraju, kluczowe były zmiany na rynkach bazowych. Gołąbia retoryka FOMC umocniła Bunda oraz Treasuries spychając rentowności najniżej w tym roku. Polski dług pozostał w tyle z powodu medialnych doniesień o złożeniu rezygnacji przez minister finansów.

Kluczowe wydarzenia

Trwający szczyt UE zakończy się zapewne bez decyzji w sprawie Brexitu i liderzy unijni będą czekać na zaakceptowanie przez parlament Wielkiej Brytanii umowy brexitowej zanim zaakceptują złożony przez premier May wniosek o odłożenie Brexitu do 30 czerwca. Brytyjski parlament będzie więc zapewne trzeci raz głosował umowę.

Jutro poznamy wstępne PMI. W lutym indeks dla Niemiec i całej strefy euro odbił dając nadzieję, że spowolnienie wzrostu obserwowane od początku 2018 zbliża się ku końcowi. W kolejnym tygodniu poznamy z kolei dużo danych z USA.

W Polsce, uwaga rynku skupi się na wstępnej marcowej inflacji oraz na przeglądzie ratingu przez Fitch. Agencja będzie miała okazję odnieść się do nowych planów wydatkowych ogłoszonych przez rząd. Wg nas, jeszcze teraz nie zostanie dokonana żadna zmiana oceny kredytowej.

Banki centralne Węgier i Czech podejmą decyzję ws. stóp procentowych.

Rynek FX Pozytywna reakcja rynku na gołąbią retorykę FOMC była tylko chwilowa, ponieważ nierozwiązana pozostała kwestia Brexitu. 29 marca zbliża się i napięcie może narastać. Pozytywne rozwiązanie – usuwające lub znacznie ograniczające ryzyko twardego Brexitu – byłoby korzystne dla złotego.

Indeksy giełdowe wzrosły istotnie od początku roku mimo raczej wciąż niezbyt dobrych lub co najwyżej mieszanych danych makro i licznych globalnych ośrodków obniżających prognozy wzrostu. Jest ryzyko, że wysoka niepewność związana z Brexitem mogłaby zainicjować dłuższą korektę na giełdach, co mogłoby ciążyć złotemu.

OCzekuje się, że bank centralny Węgier (MNB) ogłosi początek procesu normalizacji polityki pieniężnej. W ostatnich tygodniach, forint zyskiwał wyceniając taki scenariusz i jeśli się on zmaterializuje, to może nastąpić realizacja zysków. Istotna zmiana w nastawieniu w polityce pieniężnej na Węgrzech mogłaby wywierać presję na złotego w sytuacji wciąż neutralnego nastawienia krajowej RPP.

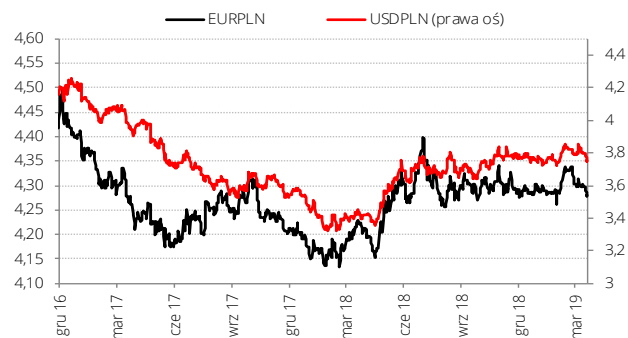
Rynek stopy procentowej Polskie obligacje poruszają się w trendzie bocznym od kiedy odrobiły część strat poniesionych po prezentacji przez rząd nowych planów wydatkowych.

Nie zakładamy, aby krajowe czynniki wywarły trwały wpływ na dług w kolejnym tygodniu. Rentowności na rynkach bazowych są bardzo nisko i mogą odbić jeśli PMI i Ifo zaskoczą na plus.

Niepewność związana z Brexitem może wspierać obligacje z rynków bazowych, ale będzie miała raczej negatywny wpływ na polski dług.

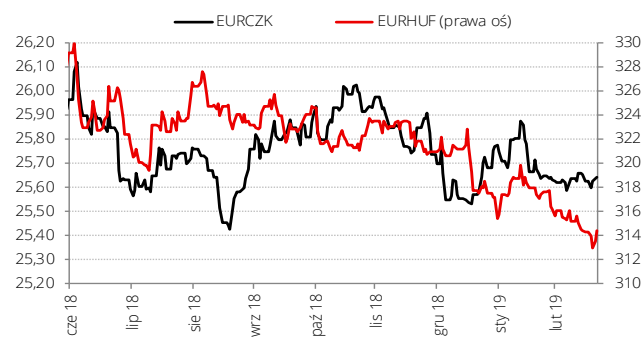
Wcześniej w tym tygodniu agencja Fitch zrewidowała w górę prognozy wzrostu polskiego PKB powołując się na plan wprowadzenia pakietu fiskalnego. W następny piątek agencja może przedstawić przegląd ratingu Polski, ale nie spodziewamy się, by wydarzenie te wywarło presję na wzrost rentowności krajowych obligacji.

EURPLN i EURUSD



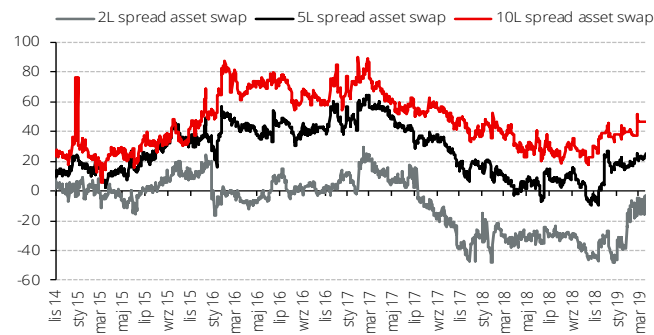
Źródło: ThomsonReuters, Santander Bank Polska

EURCZK i EURHUF



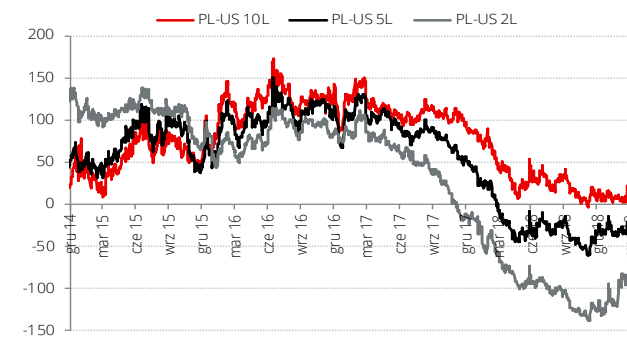
Źródło: ThomsonReuters, Santander Bank Polska

Spready asset swap (pb)



Źródło: ThomsonReuters, Santander Bank Polska

Spread między polskimi a amerykańskimi obligacjami



Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
PIĄTEK (22 marca)							
09:30	DE	Wstępny – PMI przemysł	III	pkt	48,0	-	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	52,7	-	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
PONIEDZIAŁEK (25 marca)							
10:00	DE	Ifo	III	pkt	98,5	-	98,5
10:00	PL	Stopa bezrobocia	II	%	6,1	6,1	6,1
WTOREK (26 marca)							
13:30	US	Rozpoczęte budowy domów	II	% m/m	-0,4	-	-14,0
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,9	-	0,9
15:00	US	Indeks nastroju konsumentów	III	pkt	132,0	-	131,4
ŚRODA (27 marca)							
8:00	DE	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	-0,1	-	2,9
CZWARTEK (28 marca)							
11:00	EZ	ESI	III	pkt	-	-	106,1
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	1,9	-	1,75
13:30	US	PKB	IV kw.	% k/k	2,4	-	2,6
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	225	-	229
14:00	DE	Inflacja HICP	III	% m/m	0,0	-	0,5
15:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	II	% m/m	0,5	-	4,6
PIĄTEK (29 marca)							
	PL	Fitch Przegląd ratingu					
10:00	PL	Inflacja	III	% r/r	-	1,6	1,2
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	III	% r/r	0,0	-	1,5
13:30	US	Wydatki osobiste	II	% m/m	0,3	-	0,6
13:30	US	Dochody osobiste	II	% m/m	0,3	-	-0,1
13:30	US	Indeks cen PCE SA	I	% m/m	0,0	-	0,1
15:00	US	Indeks Michigan	III	pkt	97,8	-	97,8
15:00	US	Sprzedaż nowych domów	II	% m/m	1,7	-	-6,9

Źródła: 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 obowiązują 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