

# Dwutygodnik ekonomiczny

## Spotkania z globalną niepewnością

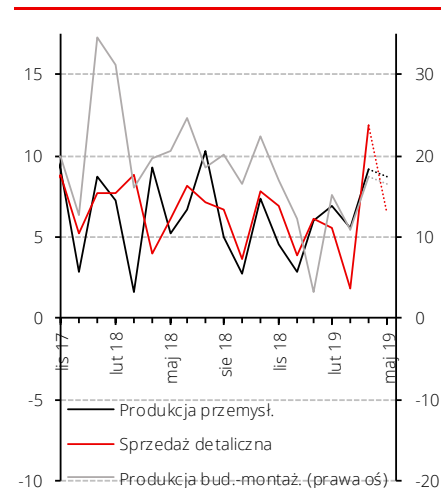
### Kluczowe wydarzenia najbliższych dwóch tygodni

- Wątek wojen handlowych w wypowiedziach światowych przywódców nie zniknie zapewne z pierwszego planu w najbliższym czasie i wciąż utrzymywać się będą obawy odnośnie do perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego. Przedstawiciele głównych banków centralnych będą mieli w tym tygodniu wiele okazji do wyjaśnienia swojego poglądu i planów. Wzrost niepewności dla koniunktury zostanie zapewne podkreślony w komunikacie z posiedzenia FOMC i w nowych prognozach PKB i CPI. Po szybkim przejściu do wyceny obniżek w USA, rynki będą zainteresowane na ile w tę samą stronę przesunęły się preferencje członków Fed (wyrażone na tzw. „wykresie kropkowym”), po niedawnych zarzutach prezydenta USA prowadzenia zbyt restrykcyjnej polityki pieniężnej. Członkowie EBC również dostaną szansę sprecyzowania czy potrzeba (a jeśli tak to w jakiej formie) dalszej stymulacji europejskiej gospodarki – w dniach 17-19 czerwca w Sincrze będzie miało miejsce forum EBC nt. bankowości centralnej. Bank Anglii i Bank Japonii mają posiedzenia w tym tygodniu.
- Prezydenci USA i Chin mają spotkać się podczas szczytu G20 w Osace 28-29 czerwca. Spotkanie może być kamieniem milowym w toczących się rozmowach handlowych.
- Wśród danych najbardziej interesująco zapowiadają się wstępne PMI za czerwiec dla Niemiec i strefy euro, a w kolejnym tygodniu Ifo. W USA opublikowane zostaną wydatki, dochody oraz indeks nastroju konsumentów z USA i deflator PCE. Naszym zdaniem dane musiałyby zaskoczyć mocno na plus, aby przesłonić negatywny obraz, który naszym zdaniem wyłoni się z wypowiedzi polityków.
- W kraju w ciągu najbliższych dwóch tygodni zobaczymy dane o sprzedaży detalicznej, z rynku pracy, produkcji przemysłowej i budowlanej i ich cenach. Naszym zdaniem przemysł pokaże dobre wyniki, podczas gdy sprzedaż detaliczna może nieco rozczarować. NBP opublikuje majową inflację bazową i minutes z ostatniego posiedzenia RPP. W ostatnim roboczym dniu miesiąca opublikowany zostanie wstępny CPI za czerwiec i naszym zdaniem prawdopodobne jest, że zrównamy się z celem 2,5% r/r lub nawet go przebijemy, co miałyby miejsce po raz pierwszy od listopada 2012 r. Naszym zdaniem krajowe wydarzenia nie wzbudzą większego zainteresowania rynków. Wyjątkiem mogą być dane o wykonaniu budżetu (o ile zostaną opublikowane), które mogą mieć pozytywny wpływ na dług. GUS opublikuje jeszcze wskaźniki koniunktury i prawdopodobnie zobaczymy spadek optymizmu w firmach i ustabilizowanie wskaźników koniunktury konsumenckiej na wysokim poziomie.

### Wnioski rynkowe

- Sądzymy, że utrzymujące się napięcia w światowej polityce będą w dalszym ciągu przekładać się na agresywne wyceny obniżek stóp w USA, co powinno w krótkim terminie pomagać w lekkich zniżkach kursu EURPLN. Odwróceniu tego procesu może sprzyjać planowana na dalszą część czerwca publikacja danych Ifo i wstępnych PMI dla Europy.
- W perspektywie najbliższych dwóch tygodni spodziewamy się dalszego spadku rentowności i IRS. Impulsem do kontynuacji ruchu w dół nie będą dane makro, lecz kolejne ogniska wojny celnej, które z dużym prawdopodobieństwem będą rozpalane przez administrację USA. Lekki pozytywny wpływ na dług mogą mieć: publikacja krajowych wyników budżetu oraz, prawdopodobnie gołębia w tonie, konferencja Fed i europejskie wskaźniki koniunktury.

Produkcja i sprzedaż detaliczna (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 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

Finalny **odczyt CPI za maj wyniósł 2,4% r/r** wobec wstępnego szacunku GUS 2,3% i kwietniowego wyniku 2,2%. Szczegóły CPI potwierdziły naszą diagnozę, że przebieg inflacji w kwietniu i maju był zaburzony czynnikiem jednorazowym w postaci wyraźnych wahań cen usług transportowych (co prawdopodobnie miało związek z wyjazdami świątecznymi i kupowaniem biletów przed majówką). W tej kategorii ceny spadły w maju o 22,1% m/m. Tłumaczy to czemu nasz szacunek inflacji bazowej na 1,7% r/r wskazuje na przerwę w trendzie wzrostowym widocznym od początku roku a ogólna dynamika cen usług cofnęła się z 3,6% r/r na 3,3%. Inflacja cen dóbr nadal rosła w maju, z 1,7% r/r do 2%. Prognozujemy, że dynamika CPI wkrótce osiągnie cel inflacyjny a na koniec roku będzie w okolicach 3%. Przyszłoroczna ścieżka inflacji będzie zależała od przełożenia wyższych cen energii dla firm (zaczynając od poł. br.) na ceny konsumenckie.

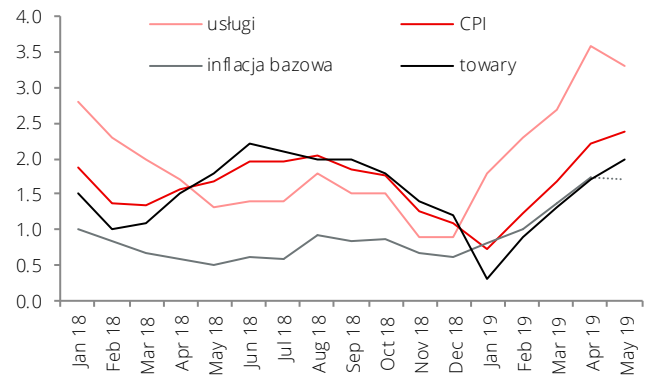
Komisja sejmowa ds. energii przyjęła w pierwszym czytaniu **projekt nowelizacji ustawy o cenach energii**. Według projektu ceny energii dla gospodarstw domowych samorządów, szpitali, mikro- oraz małych firm mają zostać zamrożone na poziomie z czerwca 2018. Większe firmy (czyli zatrudniające 50 lub więcej osób oraz wykazujące przychody ponad 10 mln euro w ciągu dwóch lat) od 1 lipca 2019 będą płacić ceny rynkowe i ubiegać się o pomoc de minimis. Według zasad de minimis, firma może ubiegać się o pomoc w wysokości maksymalnie 200 tys. euro w ciągu trzech lat. Naszym zdaniem część silnie proinflacyjnego wpływu cen energii na koszty dużych firm może zostać zneutralizowana przez spadające ceny węgla (o połowę od grudnia 2018). Problemem jednak pozostanie nadal wysoka wycena praw do emisji CO<sub>2</sub>.

Rząd przyjął **założenia makroekonomiczne do budżetu na 2020 r.** zgodnie z zapisami z Wieloletniego Planu Finansowego Państwa 2019-2022. W przyszłym roku wzrost PKB ma wynieść 3,7% a inflacja średnio 2,5%, wobec naszych prognoz odpowiednio 3,8% i 3,2%. Założenia makroekonomiczne wyglądają na konserwatywne, zostawiając nawet miejsce na pozytywne zaskoczenie wielkością nominalnego PKB w przyszłym roku.

Wynik na **rachunku bieżącym osiągnął w kwietniu nadwyżkę 718 mln euro**, nieco niższą niż przewidywaliśmy oraz nieznacznie powyżej konsensusu rynkowego. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, wzrost eksportu znów przyspieszył do 10,3% r/r, potwierdzając odporność polskich eksporterów na pogorszenie klimatu biznesowego w strefie euro. Wzrost importu również przyspieszył, do 8,7% r/r. Pozostałe elementy bilansu płatniczego były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Szacujemy, że 12-miesięczne saldo na rachunku obrotów bieżących wyniosło zaledwie -0,2% PKB. Uważamy, że utrzymanie tak niskiego deficytu w najbliższych kwartałach nie będzie możliwe. Silna konsumpcja i inwestycje powinny w końcu pobudzić import, a wzrost eksportu może ostatecznie wyhamować wobec niepewnej sytuacji na świecie. Pogorszenie to jednak nie powinno być jednak znaczące. Dotychczas opublikowane dane dotyczące bilansu płatniczego potwierdzają, że wzrost PKB w II kwartale 2019 roku może, podobnie jak w I kw. 2019 przekroczyć oczekiwania.

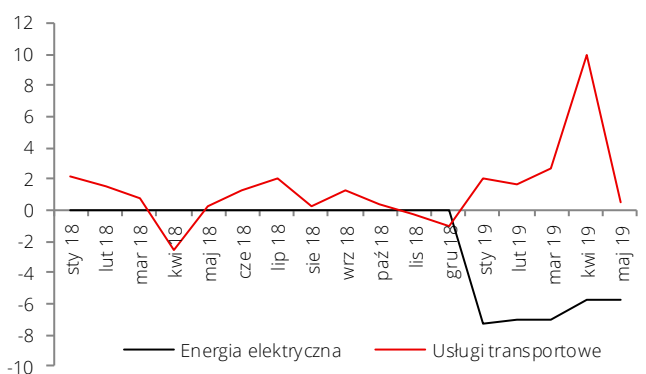
W artykule opublikowanym w „Global Public Investor 2019” przez **prezesa NBP Adama Glapińskiego** zwrócił on uwagę, że konserwatywna polityka monetarna (stopy banku centralnego powyżej zera) i fiskalna (spadająca ścieżka długu) daje przestrzeń do akomodacji dużego szoku zewnętrznego. W publikacji jednocześnie podkreślił, że globalne otoczenie może się pogorszyć w kolejnych latach. Szef NBP napisał też, że silny wzrost gospodarczy w Polsce nie wygenerował do tej pory nierównowag ekonomicznych, ani inflacji. W naszej opinii wypowiedź ta otwiera drogę do wyraźniejszego sugerowania przez NBP większego prawdopodobieństwa obniżek niż podwyżek stóp procentowych. **Jerzy Osiatyński**, członek Rady o umiarkowanych poglądach, powiedział po danych inflacyjnych, że w przyszłym roku powinna być rozważona podwyżka stóp (co jest zgodne z jego poprzednimi wypowiedziami).

## Miary inflacji, %/r



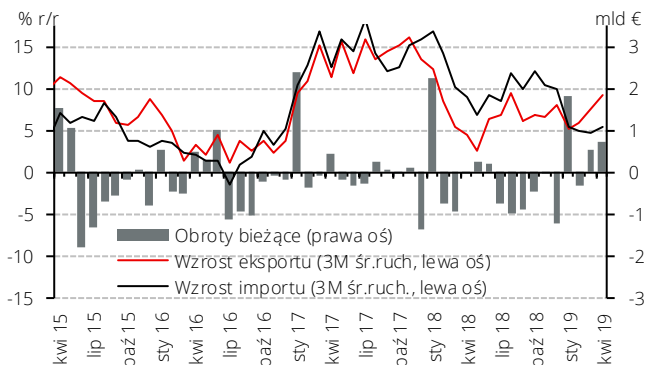
Źródło: GUS, NBP, Santander

## Wybrane kategorie CPI, %/r przetwórstwie



Źródło: GUS, Santander

## Bilans płatniczy



Źródło: NBP, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Wzrost EURUSD na zamknięcie poprzedniego tygodnia, a następnie agresywne wycenianie przez rynek obniżek stóp w USA oraz dość dobra sytuacja na światowych giełdach przełożyły się na umocnienie walut regionu, w tym złotego. W rezultacie, kurs EURPLN przebił dolne ograniczenie przedziału 4,26-4,34, w którym poruszał się od sierpnia i osiągnął 4,252. USDPLN, przy niewielkich wahaniami pozostał w okolicach 3,765. Kurs GBPPLN spadł szósty tydzień z rzędu, ale już w mniejszej skali niż w kwietniu/maju.

**Rynek stopy procentowej** Po trzytygodniowym nieustającym ruchu w dół rentowności, na początku tygodnia zanotowano korektę, ale okazała się ona być jedynie chwilowa. W kolejnych dniach dochodowości wróciły do spadków, ustanawiając kolejne lokalne dołki. Powrót do niższych miejsc w reakcji na publikację niższej niż oczekiwano inflacji w USA oraz gróźb Donalda Trumpa dotyczących nałożenia sankcji na firmy biorące udział w projekcie Nord Stream 2 i nałożenia ceł na europejskie samochody. W rezultacie, krajowa krzywa rentowności, podążając w ślad za rynkami bazowymi, przesunęła się w dół o 6-7 pb. w segmencie 2L i 10L, oraz o 1 pb. w segmencie 5L, pozostając w okolicach poziomów z wiosny 2015. Krzywa IRS obniżyła się w tym czasie w dół o 1-7 pb.

### Kluczowe wydarzenia

Wątek wojen handlowych w wypowiedziach światowych przywódców nie zniknie zapewne z pierwszego planu w najbliższym czasie i wciąż utrzymywać się będą obawy odnośnie do perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego. Wzrost niepewności dla koniunktury zostanie zapewne podkreślony w komunikacie z posiedzenia FOMC i w nowych prognozach PKB i CPI.

Wśród danych najbardziej interesująco zapowiadają się wstępne PMI za czerwiec dla Niemiec i strefy euro, a w kolejnym tygodniu Ifo. W USA opublikowane zostaną wydatki, dochody oraz indeks nastroju konsumentów z USA i deflator PCE. Naszym zdaniem dane musiałyby zaskoczyć mocno na plus, aby przesłonić negatywny obraz wyłaniający się z wypowiedzi polityków.

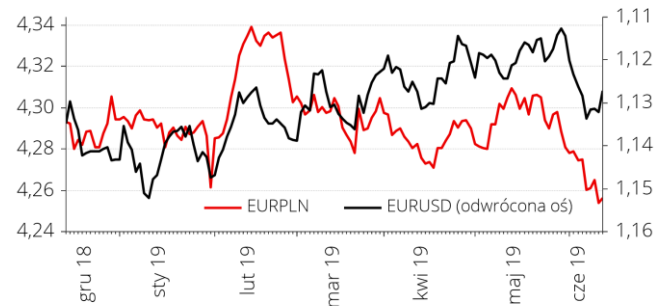
W kraju na przestrzeni najbliższych dwóch tygodni zobaczymy dane o sprzedaży detalicznej, z rynku pracy, produkcji przemysłowej i jej cenach. NBP opublikuje majową inflację bazową i minutes z ostatniego posiedzenia RPP. Naszym zdaniem krajowe wydarzenia nie wzbudzą większego zainteresowania rynków. Wyjątkiem mogą być dane o wykonaniu budżetu (o ile zostaną opublikowane), które mogą mieć pozytywny wpływ na dług.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Sądzymy, że utrzymujące się napięcia w światowej polityce będą w dalszym ciągu przekładać się na agresywne wyceny obniżek stóp w USA, co powinno w krótkim terminie pomagać w lekkich zniżkach kursu EURPLN. Zahamowaniu tego procesu może sprzyjać planowana na przełom tego i następnego tygodnia publikacja danych Ifo i wstępnych PMI dla Europy. W perspektywie dwóch tygodni złoty może nieco stracić w reakcji na dalszą eskalację napięć geopolitycznych, gdyby wypowiedziom polityków towarzyszyły lepsze dane o wydatkach i dochodach amerykańskich konsumentów.

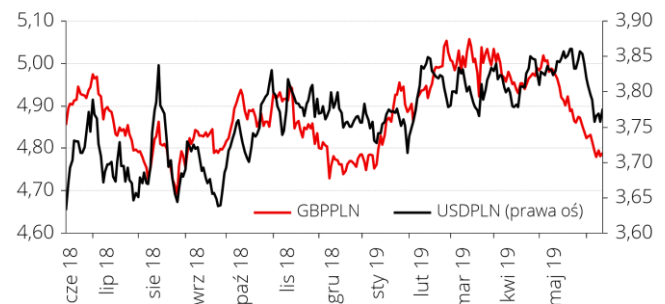
**Rynek stopy procentowej** W perspektywie najbliższych dwóch tygodni spodziewamy się dalszego spadku rentowności i IRS. Impulsem do kontynuacji ruchu w dół nie będą dane makro, lecz kolejne ogniska wojny celnej, które z dużym prawdopodobieństwem będą rozpalane przez administrację USA. Lekki pozytywny wpływ na dług mogą mieć: publikacja krajowych wyników budżetu oraz, prawdopodobnie gołębia w tonie, konferencja Fed. W tej sytuacji oczekiwane publikacje danych makro, takich jak Ifo z Niemiec czy PMI dla Europy będą jedynie tłem dla kolejnych zniżek rentowności.

### EURPLN i EURUSD



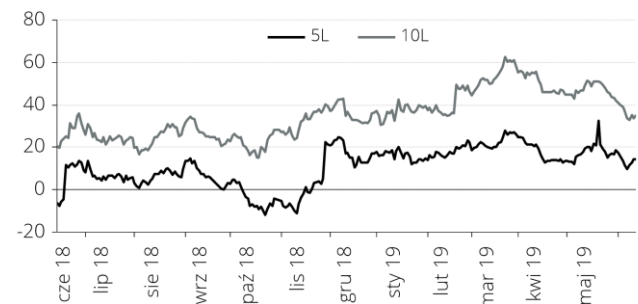
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### 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		
<b>PONIEDZIAŁEK (17 czerwca)</b>							
14:00	PL	Inflacja bazowa	V	% r/r	1.7	1.7	1.7
<b>WTOREK (18 czerwca)</b>							
11:00	EZ	HICP	V	% r/r	1.2		1.2
11:00	DE	ZEW	VI	pkt	7.0		8.2
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	V	% m/m	0.4		5.7
<b>ŚRODA (19 czerwca)</b>							
10:00	PL	Zatrudnienie	V	% r/r	3.0	3.0	2.9
10:00	PL	Płace	V	% r/r	7.2	7.0	7.1
20:00	US	Decyzja FOMC	19/06/2019		2.5		2.5
<b>CZWARTEK (20 czerwca)</b>							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	15/06/2019	tys.	220.0		222.0
14:30	US	Indeks Philly Fed	VI		10.5		16.6
<b>PIĄTEK (21 czerwca)</b>							
09:30	DE	PMI przemysł	VI	pkt	44.6		44.3
09:30	DE	PMI usługi	VI	pkt	55.3		55.4
10:00	EZ	PMI przemysł	VI	pkt	48.0		47.7
10:00	EZ	PMI usługi	VI	pkt	53.0		52.9
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	V	% r/r	7.9	8.7	9.2
10:00	PL	PPI	V	% r/r	1.6	1.5	2.6
16:00	US	Sprzedaż domów	V	% m/m	2.1		-0.4
<b>PONIEDZIAŁEK (24 czerwca)</b>							
10:00	DE	Ifo	VI	pkt	-		97.9
10:00	PL	Produkcja budowlana	V	% r/r	-	16.6	17.4
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	V	% r/r	-	6.5	11.9
<b>WTOREK (25 czerwca)</b>							
14:00	HU	Decyzja banku centralnego	25/06/2019	%	-		0.9
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	V	% r/r	-	9.7	10.4
16:00	US	Conference Board Konsumenci	VI	pkt	133.0		134.1
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	V	% m/m	1.0		-6.9
<b>ŚRODA (26 czerwca)</b>							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	V	%	-	5.4	5.6
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego	26/06/2019		-		2.0
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	V	% m/m	0.8		-2.1
<b>CZWARTEK (27 czerwca)</b>							
	DE	Sprzedaż detaliczna	V	% m/m	-		-2.0
11:00	EZ	ESI	VI	pkt	-		105.1
14:00	DE	Inflacja HICP	VI	% m/m	0.3		0.3
14:30	US	PKB	I kw.	% k/k	3.3		3.1
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	V	% m/m	0.0		-1.5
09:00	CZ	PKB SA	I kw.	% r/r	-		2.6
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	VI	% r/r	-		1.2
14:30	US	Wydatki osobiste	V	% m/m	0.5		0.3
14:30	US	Dochody osobiste	V	% m/m	0.0		0.5
14:30	US	Indeks cen PCE SA	V	% m/m	0.1		0.3

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*