

Tygodnik ekonomiczny

Stymulujące dyskusje

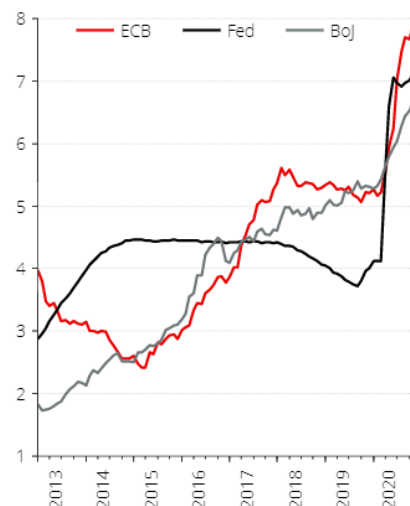
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- W kolejnym tygodniu znowu zapominamy na trochę o danych makro (w kalendarzu żadnych krajowych publikacji, za granicą niewiele wskaźników, najciekawsze z nich to niemiecka produkcja i eksport, inflacja w USA, Czechach i na Węgrzech), a uwaga inwestorów skupi się zapewne na **posiedzeniu EBC** (czwartek) i **szczycie Rady Europejskiej** (czwartek-piątek), gdzie głównymi tematami będą budżet UE i Brexit.
- EBC dość jasno sygnalizował, że na grudniowym posiedzeniu może rozszerzyć skalę działań wspierających gospodarkę (programy PEPP, TLTRO) i taka decyzja jest powszechnie oczekiwana i wyceniona przez rynki, więc nie powinna być zaskoczeniem. Niewykluczone jednak, że kurs EURUSD, który przed spotkaniem wyraźnie rośnie, zareaguje na to korektą (na zasadzie: kupuj plotki, sprzedawaj fakty).
- Kluczową dla Polski sprawą na Radzie Europejskiej będzie kwestia budżetu UE. Przypomnijmy: Polska i Węgry sprzeciwiają się rozporządzeniu dot. powiązania funduszy UE z praworządnością. W ostatnich dniach zamiast informacji o zbliżeniu w stronę kompromisu mieliśmy raczej sygnały o utwardzeniu stanowisk po obu stronach sporu: Polska i Węgry podkreślały, że są gotowe zawetować wieloletni budżet UE i Program Odbudowy jeśli powiązanie z praworządnością nie zostanie wycofane, natomiast KE wykluczała powrót do rozmów o rozporządzeniu PE i deklarowała gotowość do uruchomienia środków z Programu Odbudowy z pominięciem PL i HU jeśli będzie trzeba. To oczywiście stanowiska negocjacyjne przed spotkaniem i nie muszą oznaczać przekreślenia szans na porozumienie. Dla Polski zablokowanie budżetu UE i utrata dostępu do Programu Odbudowy byłyby niezwykle kosztowne i bolesne ekonomicznie, więc niezmiennie utrzymujemy, że zdrowy rozsądek nakazuje zakładać, że ostatecznie tak się nie stanie (tym bardziej, że warunki zawieszenia funduszy UE w obecnym kształcie rozporządzenia zostały mocno zawężone, co oznacza, że ryzyko skutecznego użycia ich przeciw Polsce wydaje się niewielkie). Rynek najwyraźniej myśli podobnie, o czym świadczy stabilność złotego pomimo konfrontacyjnej postawy obu stron. Gdyby jednak na szczycie RE okazało się, że atmosfera sporu jeszcze się zaostrza, rynki zapewne zaczną wyceniać większą premię za ryzyko niekorzystnego dla Polski rozwoju wydarzeń. Możliwym scenariuszem jest też przeciągnięcie negocjacji na weekend i brak nowych konkretnych informacji przed końcem tygodnia.

Wnioski rynkowe:

- Spodziewamy się wahań EURPLN w trendzie bocznym przez większą część tygodnia. Końcówka będzie zależała po pierwsze od reakcji na EBC (mocniejszy dolar zwykle nie pomaga złotemu), a po drugie od szczytu RE. Jeśli pojawią się negatywne dla Polski informacje, naturalną reakcją będzie wyprzedaż waluty; w razie przeciągania rozstrzygnięć – raczej dalsza stabilizacja w oczekiwaniu na wynik.
- Końcówka tego tygodnia przyniosła wystromienie krzywej, być może częściowo za sprawą redukcji pozycji przed szczytem RE i przed końcem roku. W przypadku braku negatywnych informacji z Brukseli część tego ruchu może się cofnąć, o ile w górę nie ruszą rentowności na rynkach bazowych.

Aktywa ogółem banków centralnych, w bilionach USD



Źródło: Refinitiv Datastream

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Marcin Luzziński 22 534 18 85
 Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

Ostatni tydzień w gospodarce

Dane z mijającego tygodnia pokazały, że odbicie PKB w II kw. było oparte na konsumpcji, w listopadzie inflacja wciąż obniżała się niechętnie a PMI wcale nie spadł mimo zachorowań i restrykcji. RPP nie zmieniła parametrów polityki pieniężnej ani swojej retoryki.

PKB odbił w III kw. o 7,9% kw/kw w ujęciu odsezonowanym do -1,5% r/r i wobec -8,4% r/r w II kw. Tak jak oczekiwaliśmy, odbicie napędzane było głównie przez konsumpcję prywatną (+0,4% r/r po -10,8% r/r w II kw.) i popyt zagraniczny (eksport netto dodał 1,7 pkt. proc. do ogólnej dynamiki PKB), podczas gdy roczna dynamika inwestycji pozostała wyraźnie ujemna (-9,0% r/r po -10,7% r/r w II kw.). W 2021 spodziewamy się wyraźnego przyspieszenia w drugiej połowie roku, podczas gdy w I kw. aktywność gospodarcza może wciąż być niska pod wpływem zimowej fali zachorowań. Więcej w [Komentarzu ekonomicznym](#).

W listopadzie polski wskaźnik **PMI** dla przemysłu utrzymał się na 50,8 pkt. Produkcja oraz nowe zamówienia osłabiły się, jednak ich wpływ na wskaźnik został zamortyzowany przez tworzenie nowych miejsc pracy (najszybsze od 2,5 roku – w reakcji na podwyższoną liczbę pracowników przebywających na kwarantannie co spowodowało ograniczenia mocy produkcyjnych). Bardzo duże opóźnienia w czasach dostaw również podbiły indeks.

Wstępna **inflacja** w listopadzie wyniosła 3,0% r/r wobec 3,1% w październiku, zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami. Ceny żywności spadły o 0,1% m/m i zakładamy, że był to głównie skutek spadku cen mięsa (wpływ choroby ASF w Niemczech). W górę poszły ceny paliw, o 0,2% m/m. Na podstawie tych danych szacujemy, że inflacja bazowa będzie w przedziale 4,1-4,2%, co pokazuje, że ponowne zamknięcie gospodarki nie spowodowało nagłych obniżek cen. Oczekujemy, że w nadchodzących miesiącach inflacja ulegnie dalszemu obniżeniu. Ścieżka inflacji na 2021 zależy jednak w dużym stopniu od URE i decyzji o nowych taryfach za energię elektryczną, które mają być wkrótce ogłoszone.

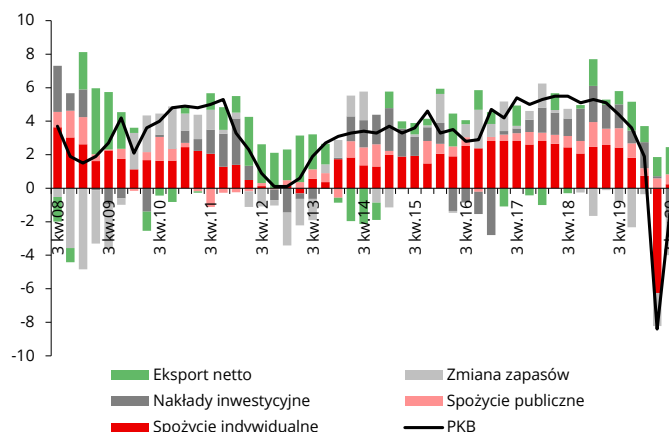
Wg Eurostatu **stopa bezrobocia** dla Polski wyniosła w październiku 3,5%. Ta miara jest oparta na danych BAEL i jest oczyszczona z wahań sezonowych. Jednocześnie dokonano rewizji poprzednich wartości, wskutek czego ujawnił się wzrost bezrobocia podczas pierwszej fali pandemii (wcześniej Eurostat utrzymywał, że stopa bezrobocia stała w miejscu).

Po III kw. **samorządy** zanotowały nadwyżkę 18,8 mld zł wobec nadwyżki 14,0 mld zł po III kw. 2019. W samym III kw. dochody samorządów rosły o 12,3% r/r a wydatki o 3,5% r/r. Mimo pandemii dochody sektora wyglądają dość dobrze: dochody własne wzrosły w okresie I-III kw. 2020 o 5,4% r/r chociaż wpływy z PIT spadły o 5,4% r/r. Mocno wzrosły dochody z tytułu dotacji celowych na zadania administracji rządowej. Poprawa wyniku to również pochodna cięcia inwestycji: wydatki inwestycyjne spadły o 10,7% r/r w III kw. wobec wzrostu o 2,1% r/r w II kw. 2020 r.

Ministerstwo Finansów podało, że **deficyt budżetu** na koniec roku wzrośnie do ok 100 mld zł. z 12 mld zł na koniec października. Minister Finansów Tadeusz Kościński tłumaczył, że będzie to efekt tworzenia poduszki finansowej na 2021 rok (m.in. pokrycie już teraz kosztu przyszłorocznego 500+ oraz 13. i 14. emerytury).

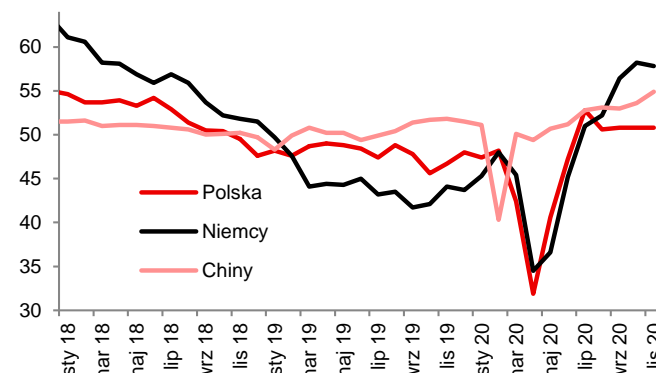
Posiedzenie RPP nie przyniosło znaczących zmian. Stopy procentowe zostały pozostawione na dotychczasowym poziomie 0,1%. Komunikat po posiedzeniu był praktycznie taki sam jak poprzedni. Uważamy że nastawienie polityki pieniężnej nie zmieni się w 2021 r. a być może nawet w 2022 kiedy to kończy się kadencja niniejszej rady.

Struktura wzrostu PKB, % r/r



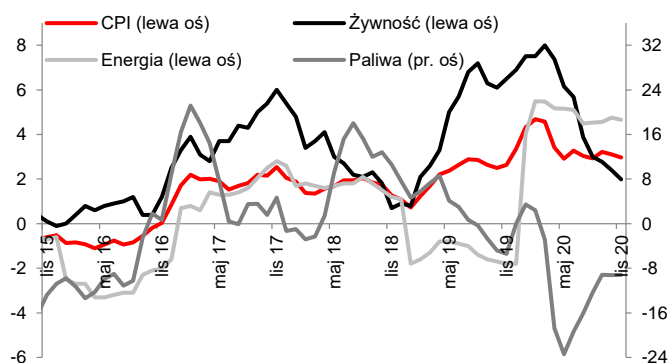
Źródło: GUS, Santander

Wskaźniki PMI dla przemysłu



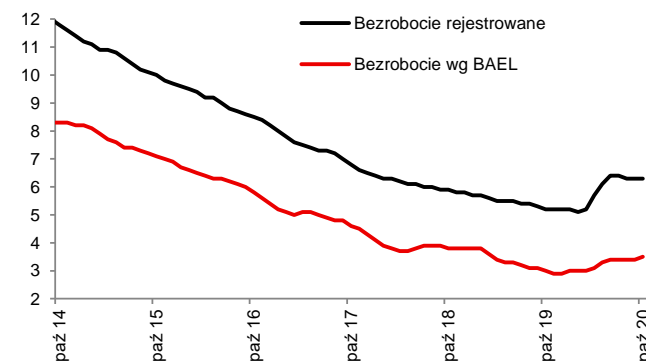
Source: GUS, Santander

Inflacja CPI i główne składniki, %r/r



Źródło: GUS, Santander

Stopa bezrobocia, oczyszczona z wahań sezonowych, %



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX EURPLN prawie nie uległ zmianie w mijającym tygodniu (-0,3% do 4,47). W międzyczasie, dzięki słabemu dolarowi (EURUSD +1,6% t/t) oraz drożęcej ropie (Brent +2,3% t/t), EURPLN chwilowo znalazł się nawet poniżej 4,45. USDPLN obniżył się o 2% do 3,75, CHFPLN 1,8% do 4,13, GBPPLN jedynie 1% do 4,94 – funt umacniał się do innych walut przed szczytem UE, na którym będzie debatowany Brexit. W przypadku innych walut regionu, EURHUF spadł o 0,7% po wysokim odczycie PMI w przetwórstwie za listopad (+1,8pp do 51,9). Czeski PMI również znacznie wzrósł (+2pp do 53,9) a do tego PKB za III kw. pobił oczekiwania. Korona jednak traciła a EURCZK wzrósł o 1% do 26,46. USDRUB spadł o 2,2% t/t dzięki drożęcej ropie i słabnącemu dolarowi.

Stopy procentowe Rentowności obligacji znajdowały się przez większość tygodnia w trendzie bocznym - 10L w okolicy 1,25%, utrzymywały się wąskie ASW a spread do Bunda oscylował wokół 180pb. W środę NBP pozostawił stopy bez zmian i nie miało to wpływu na rentowności. Jednak w piątek inwestorzy znacząco płacili IRS oraz gwałtownie wyprzedawali obligacje - 10L wzrosła do 1,36% w zaledwie pół dnia, podczas gdy spread do Bunda przekroczył 190pb. Krzywa IRS się mocno wystromiła (najbardziej od 2018 roku) jako, że krótki koniec nie uległ zmianie (2L 0,29%) a 10L wzrosła do ponad 1,25%.

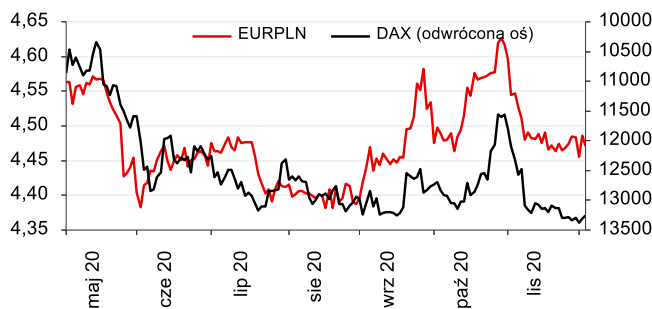
Kluczowymi czynnikami dla rynku w nadchodzących dniach może być czwartkowe spotkanie EBC oraz szczyt UE mający miejsce w czwartek i piątek gdzie przedmiotem dyskusji będą zarówno Brexit jak polskie oraz węgierskie veto. W Polsce nie ma istotnych danych w przyszłym tygodniu. W Niemczech, publikacja październikowej produkcji przemysłowej (poniedziałek), indeks ZEW (wtorek) oraz bilansu handlowego (środa). W USA poznamy inflację za listopad (czwartek) oraz wskaźnik nastrojów Michigan (piątek). Dane o inflacji opublikują również Węgrzy (wtorek), Chiny (środa) oraz Czechy (czwartek).

Wpływ na rynek

Rynek FX Oczekujemy, że EURPLN pozostanie w trendzie bocznym w pierwszej połowie tygodnia i wydaje nam się, że wzrośnie wyżej (np. do 4,52 - 50-dniowej średniej ruchomej) w drugiej jego połowie tylko jeśli ze szczytu UE popłyną złe dla Polski informacje. Uwaga rynków będzie skupiona na szczycie UE a premia za ryzyko w aktywach polskich oraz węgierskich może wzrastać podczas gdy inwestorzy zmniejszają zaangażowanie w aktywa w oczekiwaniu na wynik. W przypadku braku decyzji na szczycie UE, EURPLN może pozostawać w trendzie bocznym przez cały tydzień. Rynki oczekują od EBC na spotkaniu w czwartek powiększenia programów PEPP oraz TLTRO. Kurs EURUSD dynamicznie wzrasta i do drugiej połowy przyszłego tygodnia może nastąpić korekta niżej a mocniejszy dolar historycznie nie sprzyja walutom rynków wschodzących.

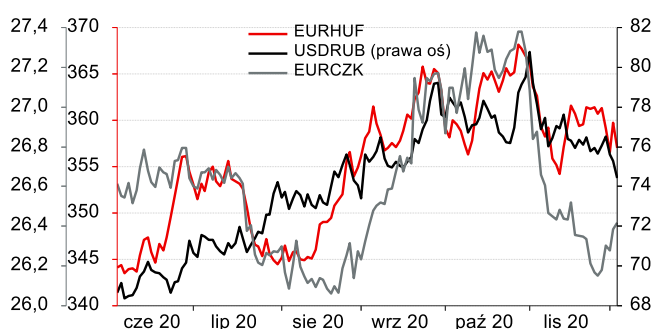
Stopy procentowe Sądzymy, że krzywa dochodowości stanie się jeszcze bardziej stroma: krótki koniec jest stabilny a środek i długi koniec krzywej wzrasta (w rentownościach) na skutek szeregu czynników. Z lokalnych, aktywność przedsiębiorstw zabezpieczających się przed ryzykiem stopy oraz stop losy na obligacjach - oba mogą wywierać wpływ na krzywą jeszcze przez jakiś czas. Za granicą, wzrost rentowności rynków bazowych po informacjach o szczepionce (UST 10L już po 0,93%) również prawdopodobnie będzie kontynuowany. Ponadto rynki mogą zechcieć wycenić wyższą premię za ryzyko w aktywach Polski i Węgier przed szczytem UE. Ten czynnik prawdopodobnie obserwowaliśmy w piątek (spread do Bunda wzrósł o 8pb do 190pb). 10L wg nas osiągną 1,40% w nadchodzącym tygodniu. Ponadto w środę odbędzie się 16-ta już aukcja obligacji BGK, na której zaoferowane zostaną obligacje o tenorach 10L, 13L oraz 20L (do tej pory BGK wyemitował obligacje za 96,1 mld zł).

EURPLN i niemiecki indeks giełdowy DAX



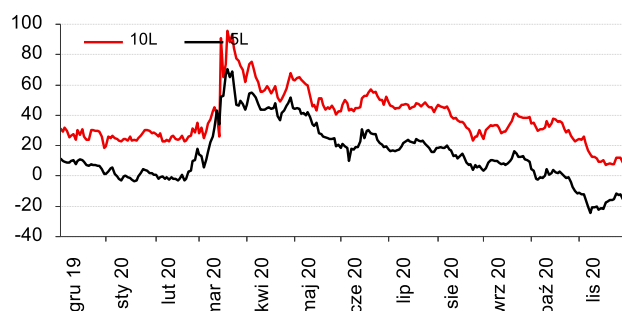
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

EURCZK, USDRUB i EURHUF



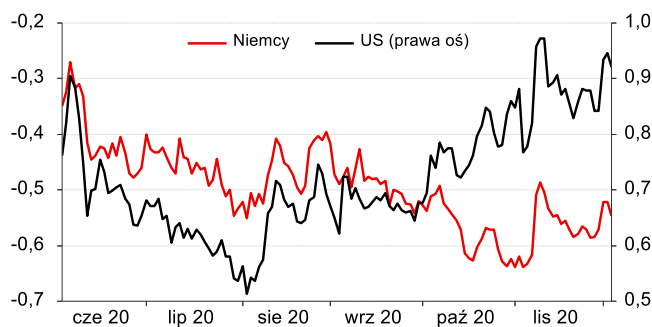
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Polskie spready asset swap (pb)



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności 10-letnich obligacji Niemiec i USA



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	SANTANDER	
PONIEDZIAŁEK (7 grudnia)						
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	X	% m/m	0,7	1,6
WTOREK (8 grudnia)						
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	-2,9	-1,5
09:00	HU	Inflacja	XI	% r/r	3,0	3,0
11:00	EZ	PKB SA	III kw.	% r/r	-4,3	-4,4
11:00	DE	ZEW	XII	pkt	-69,0	-64,3
ŚRODA (9 grudnia)						
08:00	DE	Eksport	X	% m/m	-	2,3
CZWARTEK (10 grudnia)						
09:00	CZ	Inflacja	XI	% r/r	2,8	2,9
13:45	EZ	Decyzja EBC	10.12.2020	%	-	0,0
14:30	US	Inflacja	XI	% m/m	0,1	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	700,0	712,0
PIĄTEK (11 grudnia)						
16:00	US	Indeks Michigan	XII	pkt	76,3	76,9

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 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