

## Tygodnik ekonomiczny

Wesołych Świąt i Szczęśliwego Nowego Roku!

To ostatnie wydanie Tygodnika Ekonomicznego w tym roku. Następny pojawi się 8 stycznia 2021 r.  
Wszystkim naszym Czytelnikom życzymy Wesołych Świąt i Szczęśliwego Nowego Roku!

Jak co roku, zachęcamy do zanucenia przygotowanej przez nas „kolędy ekonomicznej”!  
*(na melodię „Pójdźmy wszyscy do stajenki”)*

O dwudziestym ani zwrotki  
Żadnych newsów ani plotki  
Lepiej o nim zapomnijmy  
Recesji nikt nie jest winny

W Nowy Rok zdecydowanie  
Z optymizmem już na stanie  
W gospodarce jest odbicie  
Bezpieczniejsze będzie życie

W Stanach w końcu się wyjaśni  
Kto senackie wygra waśnie  
Czy będzie niebieska fala?  
Czy też pakiet się oddala?

Brexit w końcu się dokona  
I Królestwo się przekona  
Czy życie poza Wspólnotą  
Nie jest przypadkiem głupotą

Życzymy byśmy zdrowi byli  
Wirusa w końcu zwalczyli  
A szczepionka tak skuteczna  
Okazała się bajeczna

Cieszymy się każdym momentem  
Dniem powszednim oraz świętem  
Od soboty aż po piątek  
I niech znów wygrywa Świątek!

### 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  
Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86  
Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

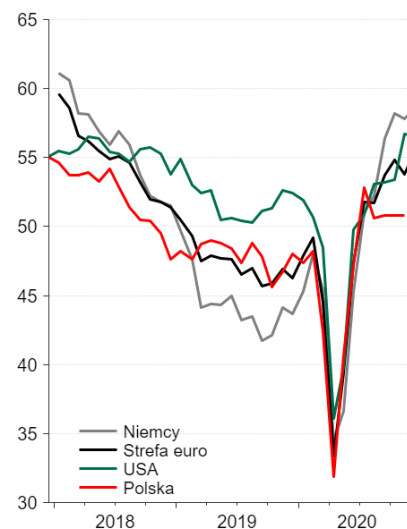
## Kluczowe wydarzenia najbliższych dwóch tygodni

- Minister Zdrowia zapowiedział, że zaraz po Świętach (od 28 grudnia do 17 stycznia) wejdą w życie nowe restrykcje: zamknięcie galerii handlowych hoteli i stoków, zakaz przemieszczania w sylwestrowy wieczór, które mają zapobiec rozprzestrzenieniu zakażeń. Chwilę później premier Morawiecki ostrzegł, że możliwe są dalsze obostrzenia. Nie wpływa to na razie znacząco na nasze prognozy, ponieważ już wcześniej roboczo zakładaliśmy, że problemy z koronawirusem nie przeminą tak szybko, w związku z czym wzrost PKB będzie obniżony nie tylko w 4Q20 ale też w 1Q21. O naszych prognozach gospodarczych na 2021 r. można **poczytać w opublikowanym właśnie MAKROskopie**. Częścią raportu jest też Suplement Sektorowy, w którym koledzy z Dep. Sektorów Strategicznych omawiają sytuację w wybranych branżach. Zachęcamy do lektury!
- W najbliższych dniach aktywność na rynkach finansowych będzie stopniowo zamierać, ale to nie znaczy, że będzie zupełnie nudno. Na gasnącej płynności nietrudno o większą zmienność – już dziś EURPLN przesunął się skokowo o 5 groszy w górę i wg PAP stała za tym **interwencja walutowa NBP**.
- W kalendarzu na najbliższy tydzień m.in. publikacje krajowej produkcji budowlano-montażowej, sprzedaży detalicznej, koniunktury; za granicą głównie dane z USA, m.in. PKB, rynek nieruchomości, wydatki i dochody konsumentów. Ważniejsze od wskaźników makro mogą być jednak inne wydarzenia: finał(?) negocjacji nt Brexitu oraz uzgodnień w sprawie pakietu fiskalnego w amerykańskim Kongresie.. może też kolejne działania NBP? Na początku stycznia pojawią się m.in. finalne indeksy PMI, dane z amerykańskiego rynku pracy. Z polskich publikacji tuż po Nowym Roku w zasadzie tylko **PMI (poniedziałek) i wstępna grudniowa inflacja (data jeszcze niepotwierdzona)**.
- W przypadku PMI spodziewamy się delikatnego wzrostu w grudniu, w ślad za rosnącą aktywnością w przemyśle strefy euro. Inflacja powinna naszym zdaniem wreszcie mocniej się obniżyć (do 2,6% r/r), m.in. za sprawą silnych efektów bazowych.

## Wnioski rynkowe

- Przewidywanie zachowania kursu w końcówce roku na nie płynnym rynku, przy niepewności nt. Brexitu i ryzyku dalszych działań NBP nie jest łatwe.. Wydaje się, że pozytywny finał rozmów EU-UK jest już częściowo wyceniony przez rynek bowiem mimo uciekającego czasu nie widać żadnej wyraźnej presji na krajowe czy brytyjskie aktywa. W rezultacie, sądzymy że EURPLN mógłby krótkoterminowo spaść do ok. 4,41 w przypadku pozytywnego rozstrzygnięcia i wzrosnąć co najmniej do 4,60 przy braku porozumienia. Potencjał ruchu w dół może być ograniczony aktywnością NBP.
- Aktywność na rynku długu na koniec roku zamiera. Możemy jednak zaobserwować działania funduszy starających się poprawić swoje wyniki. Uważamy, że 5- 10-letnie obligacje mogą powoli zyskiwać do końca roku jeśli nie będzie negatywnego rozstrzygnięcia ws. Brexitu.

## Wskaźniki PMI dla przemysłu



Źródło: Refinitiv Datastream

## Wydarzenia najbliższych dwóch tygodni

W mijającym tygodniu **opublikowaliśmy nasz raport roczny „MAKROskop – Perspektywy 2021: Byle do wiosny”** z najświeższymi prognozami dla polskiej gospodarki i rynkowymi. Zachęcamy do lektury.

**Minister Zdrowia** ogłosił wprowadzenie nowych restrykcji od 28 grudnia do 17 stycznia. Oprócz obecnie obowiązujących ograniczeń, zamknięte zostaną hotele, stoki narciarskie i galerie handlowe, a wszystkie osoby przybywające do Polski transportem zorganizowanym będą zobowiązane do 10-dniowej kwarantanny. Będzie obowiązywał zakaz przemieszczania się od 19:00 31 grudnia do 6:00 1 stycznia.

**Polski listopadowy CPI** wyniósł 3,0% r/r wobec 3,1% w październiku. Dynamika cen dóbr osłabła (do 1,3% r/r z 1,5%), ale cen usług wzrosła: 7,8% r/r wobec 7,3% r/r. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja będzie spadać do średnio poniżej 2,5% w 2021. Trend w dół będzie możliwy m.in. dzięki cenom żywności, podczas gdy presję w górę wywierają będą ceny administrowane. **Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii** wróciła w listopadzie do 4,3% r/r z 4,2%. Listopadowy wzrost wynikał z przyspieszenia wzrostu cen niektórych usług (m.in. wywóz śmieci, gastronomia i zakwaterowanie, telekomunikacja). Za jej wysoki przebieg odpowiadają też w dużym stopniu ceny administrowane, co można zobaczyć porównując dynamikę CPI po wyłączeniu cen żywności i energii z dynamiką CPI po wyłączeniu cen administrowanych (ta druga pozostała na 2,1% r/r). Wg nas, do połowy 2021 inflacja bazowa bez żywności i energii spadnie do ok. 2% r/r a II poł. roku spędzi poniżej tego poziomu.

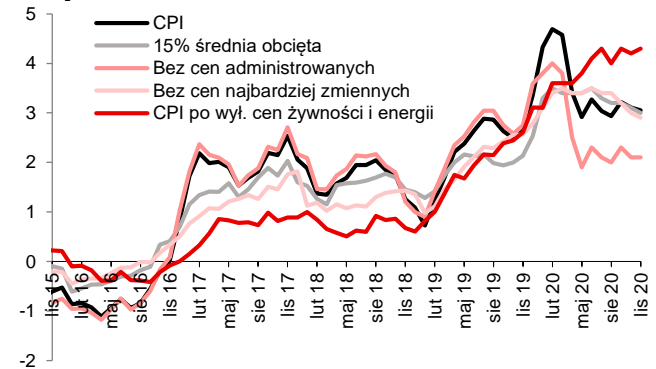
**Zatrudnienie w sektorze firm** spadło w listopadzie o 1,2% r/r, a wynagrodzenia wzrosły o 4,9% r/r. Łączny fundusz płac wzrósł o 3,6% r/r nominalnie i 0,5% r/r realnie. Dane potwierdzają, że mimo dużo silniejszej fali pandemii na jesieni, jej wpływ na gospodarkę jest słabszy niż na wiosnę. W szczególności nie było masowego ograniczania czasu pracy – stabilne przeciętne zatrudnienie m/m sugeruje, że spadek aktywności w sektorze firm nie był znaczący. Niewielka reakcja rynku pracy na pandemię dobrze wróży konsumpcji prywatnej na dalszą część 2021 kiedy proces szczepienia będzie bardziej zaawansowany oraz rozluźnione zostaną restrykcje.

Optymistycznym sygnałem dla konsumpcji jest również **poprawa koniunktury konsumenckiej** w grudniu. Indeksy bieżący i wyprzedzający cofnęły się z listopadowego dołka za sprawą poprawy niemal wszystkich sub-indeksów (z wyjątkiem bieżącej oceny własnej sytuacji finansowej). Wyraźna poprawa dotyczyła m.in. oceny zdolności do dokonywania większych zakupów i oceny przyszłej sytuacji finansowej – co być może należy wiązać z optymistycznymi informacjami dot. przyszłych szczepień.

**Produkcja przemysłowa** wzrosła w listopadzie o 5,4% r/r, co częściowo było efektem dni roboczych (po korekcie sezonowej wzrost wyniósł 3,5% r/r wobec 3,8% miesiąc wcześniej). Ogólnie jednak wyniki przemysłu potwierdzają naszą diagnozę, że druga fala pandemii nie wyrządza dużych szkód temu obszarowi gospodarki i kolejne miesiące powinny przynieść dalszą ekspansję, stymulowaną głównie popytem zagranicznym.

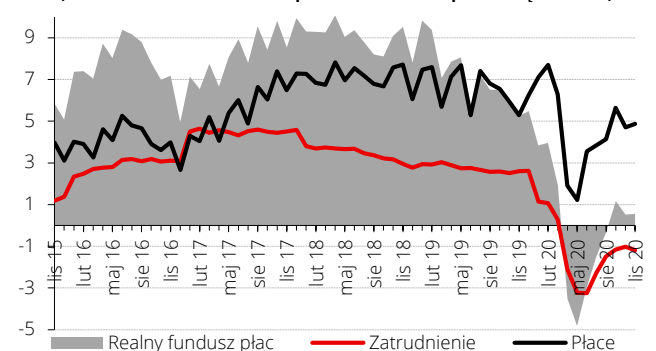
**Saldo obrotów bieżących** zarejestrowało w październiku nadwyżkę 2,2 mld euro. W górę zaskoczył przede wszystkim eksport (+3,7% r/r). Import z kolei spadł o 3,5% r/r, w dół pociągnęły go głównie niższe dostawy ropy naftowej (-50% r/r). Saldo usług zarejestrowało nadwyżkę 2,0 mld euro – najwyższą od stycznia, ale zarówno eksport jak i import usług pozostały wyraźnie pod kreską. W kolejnych miesiącach wzrost eksportu może pozostać solidny, podczas gdy import prawdopodobnie będzie spadał w ujęciu r/r ze względu na słabszy popyt krajowy w obliczu zamknięcia gospodarki. 12-miesięczna nadwyżka salda obrotów bieżących wzrosła do 3,5% PKB.

Inflacja, % r/r



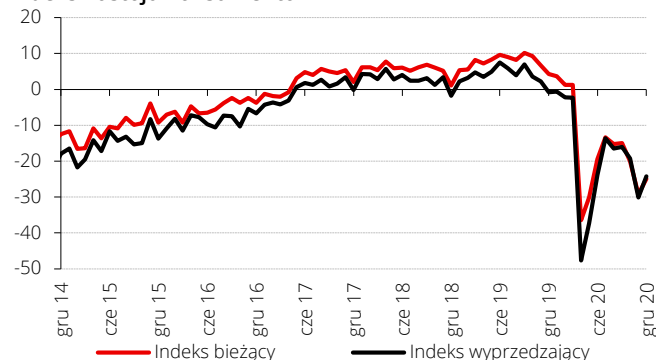
Źródło: GUS, Santander

Płace, zatrudnienie i fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Indeks nastoju konsumentów



Źródło: GUS, Santander

Produkcja przemysłowa, % r/r



Źródło: GUS, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** EURPLN długo był stabilny, a tygodniowy zakres wahań był poniżej średniej z poprzednich kilku tygodni. Dopiero w piątek kurs gwałtownie wzrósł do 4,49 z 4,44 co według anonimowego źródła cytowanego przez PAP było wynikiem interwencji NBP. USDPLN dalej stopniowo obniżał się dzięki rosnącemu EURUSD i ustanowił tygodniowe minimum poniżej 3,62, tj. najniższej od połowy 2018. GBPPLN odbił z piątkowego dołka na 4,80 do 4,94 w wyniku umocnienia funta w nadziei na porozumienie pomiędzy UE i Wielką Brytanią.

W regionie CEE, rubel był stabilny podczas gdy korona zyskała na dobrym nastroju na świecie. USDRUB wahał się nieco powyżej wsparcia na 72,0, a EURCZK spadł ok. 0,7% do 26,2 na koniec roku. EURHUF długo wahał się blisko 355 i dopiero na koniec tygodnia odbił do 357, tak jak EURPLN.

**Rynek stopy procentowej** Mijający tydzień przyniósł – jak oczekiwaliśmy – korektę ostatniego wzrostu spreadów asset swap oraz do Bunda. Polskie obligacje zaczęły nadrobić brak umocnienia po przyjęciu budżetu UE i po decyzji EBC podczas gdy IRS pozostały na podwyższonym poziomie pod wpływem presji z rynków bazowych gdzie rentowności wzrosły po wstępnych PMI. W efekcie, 10-letni spread asset swap zawęził się do 6 pb, najniższej od 2015, a 10-letni spread do Bunda obniżył się do ok. 185 pb z 200 pb. W poprzednim tygodniku wskazywaliśmy na wysokie tempo wzrostu spreadu do Bunda w ostatnich czterech tygodniach, które mogło sprawić, że krajowy dług stał się bardziej atrakcyjny. Faktycznie, w ostatnich dniach rentowność krajowej 10-latki spadła o ok. 10 pb.

**Kluczowymi czynnikami** dla rynku na przełomie roku będą zapewne (wciąż) Brexit, dane z USA i finalne odczyty PMI.

Wielka Brytania i UE nie dogadały się do niedzieli, ale zdecydowały by kontynuować rozmowy. Chęć do wykorzystania krótkiego czasu jaki pozostał do końca roku była odczytana przez rynek jako oznaka, że obie strony chcą doprowadzić do podpisania umowy.

W końcówce 2020 i na początku 2021 poznamy dużo danych z USA, szczególnie PKB za III kw., ISM i miesięczny raport z rynku pracy.

Odnosnie PMI, nie powinno dziwić jeśli finalne odczyty będą różnić się od wstępnych danych mocniej niż zwykle, bowiem w grudniu te drugie zostały opublikowane tydzień wcześniej niż zazwyczaj.

W kraju uwagę może przyciągnąć wstępna grudniowa inflacja, która naszym zdaniem zanotuje nieco wyraźniejszy spadek ze względu na silne efekty bazowe.

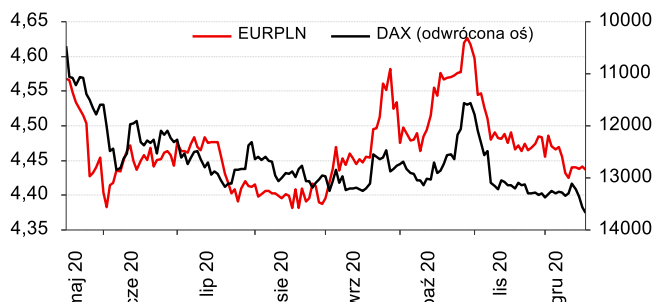
### Wpływ na rynek

Ponieważ kwestia Brexitu pozostaje nierozwiązana, możemy powtórzyć z poprzedniego Tygodnika, że to czy złoty i obligacje zyskają czy tracą zależeć będzie do wyniku negocjacji.

**Rynek FX** Wydaje się, że pozytywny finał rozmów EU-UK jest już częściowo wyceniony przez rynek bowiem mimo uciekającego czasu nie widać żadnej wyraźnej presji na krajowe czy brytyjskie aktywa. W rezultacie, sądzimy że EURPLN mógłby krótkoterminowo spaść do ok. 4,41 w przypadku pozytywnego rozstrzygnięcia i wzrosnąć co najmniej do 4,60 przy braku porozumienia.

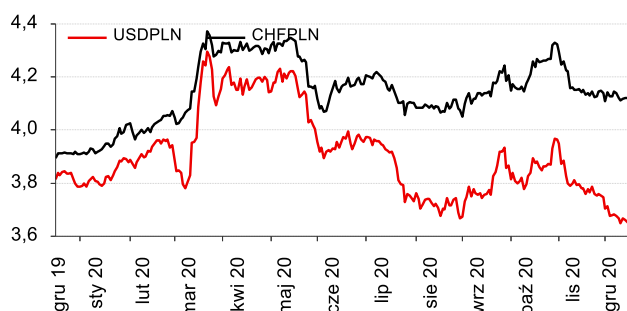
**Rynek stopy procentowej** Na koniec roku aktywność i płynność na rynku zamiera. Możemy jednak zaobserwować działania funduszy starających się poprawić swoje wyniki. Uważamy, że 5- 10-letnie obligacje mogą powoli zyskiwać do końca roku jeśli nie będzie negatywnego rozstrzygnięcia ws. Brexitu.

### EURPLN i niemiecki indeks DAX



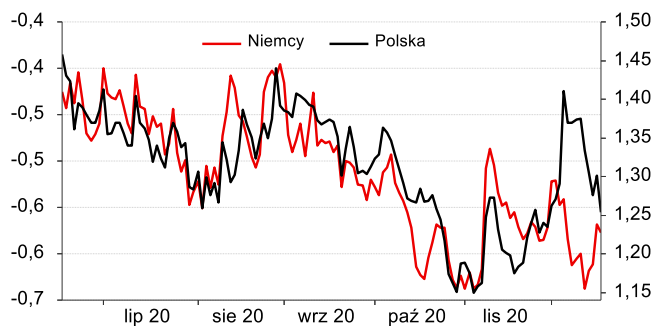
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### USDPLN i CHFPLN



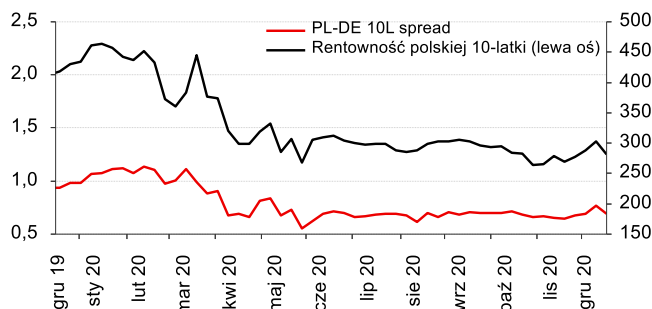
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Rentowności polskich obligacji



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Rentowność polskiej 10-latki i 10-letni spread Polska-Niemcy



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
<b>PONIEDZIAŁEK (21 grudnia)</b>							
10:00	PL	Produkcja budowlana	XI	% r/r	-	-5,5	-5,9
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	XI	% r/r	-	-8,1	-2,3
<b>WTOREK (22 grudnia)</b>							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	XI	% r/r	16,7	15,1	17,0
14:30	US	PKB	III kw.	% k/k	33,1	-	33,1
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	XII	pkt	-	-	96,1
16:00	US	Sprzedaż domów	XI	% m/m	-1,8	-	4,3
<b>ŚRODA (23 grudnia)</b>							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	XI	%	-	6,1	6,1
14:30	US	Wydatki osobiste/ Dochody osobiste	XI	% m/m	0,3/-0,3	-	0,5/-0,7
14:30	US	Indeks cen PCE SA	XI	% m/m	0,0	-	0,0
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	XI	% m/m	0,7	-	1,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	-
16:00	US	Indeks Michigan		pkt	79,0	-	81,4
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	XI	% m/m	-1,4	-	-0,3
<b>ŚRODA (30 grudnia)</b>							
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	XI	% m/m	-	-	-1,1
<b>PONIEDZIAŁEK (4 stycznia)</b>							
09:00	PL	PMI przemysł	XII	pkt	-	51,2	50,8
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	XI	% r/r	-	-	0,6
09:30	DE	PMI przemysł	XII	pkt	-	-	58,6
10:00	PL	Wstępny CPI (data niepotwierdzona)	XII	% r/r	-	2,6	
10:00	EZ	PMI przemysł	XII	pkt	-	-	53,8
<b>WTOREK (5 stycznia)</b>							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	XI	% m/m	-	-	2,6
16:00	US	ISM przemysł	XII	pkt	-	-	57,5
<b>ŚRODA (6 stycznia)</b>							
09:30	DE	PMI usługi	XII	pkt	-	-	47,7
10:00	EZ	PMI usługi	XII	pkt	-	-	47,3
14:15	US	Raport ADP	XII	tys.	-	-	307
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	XI	% m/m	-	-	1,0
20:00	US	Minutes FOMC					
<b>CZWARTEK (7 stycznia)</b>							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	XI	% m/m	-	-	2,9
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	XII	% r/r	-	-	-0,3
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	XI	% m/m	-	-	1,5
11:00	EZ	ESI	XII	pkt	-	-	87,6
16:00	US	ISM usługi	XII	pkt	-	-	55,9
<b>PIĄTEK (8 stycznia)</b>							
08:00	DE	Eksport	XI	% m/m	1,3	-	0,8
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	XI	% m/m	1,6	-	3,2
09:00	CZ	PKB	III kw.	% r/r	-	-	-5,0
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	XI	% r/r	-2,8	-	1,3
09:00	HU	CPI	XII	% r/r	-	-	2,7
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	XII	tys.	-	-	245
14:30	US	Stopa bezrobocia	XII	%	-	-	6,7

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