

# Tygodnik ekonomiczny

## Zero nudy

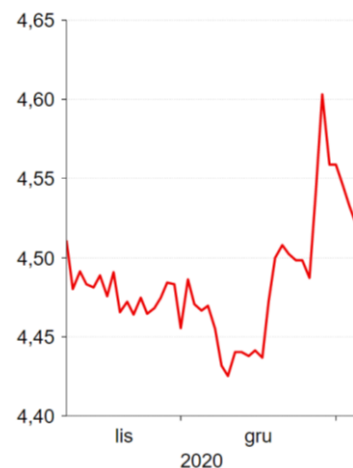
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Końcówka 2020 roku i pierwsze dni 2021 nie pozwoliły się nudzić i obfitowały w istotne wydarzenia: pierwsze w historii wprowadzenie procedury resolution w polskim sektorze bankowym, interwencje walutowe NBP i wypowiedzi nt. możliwych obniżek stóp, szturm na Kapitol w USA i zdobycie przez Demokratów kontroli nad Senatem, a w tle nowe rekordy zakażeń Covid-19 w wielu krajach i przedłużanie restrykcji. Nadal wierzymy, że rok 2021 będzie znacznie lepszy niż 2020 i przyniesie wyraźny postęp w walce z pandemią i w ożywieniu gospodarczym. Na razie jednak widać coraz wyraźniej, że droga do tych celów nie będzie usłana różami, a raczej krętą i wyboistą.
- Kalendarz ekonomiczny na najbliższy tydzień jest dość skromny: głównym wydarzeniem będzie posiedzenie RPP (środa), tego samego dnia dane o bilansie płatniczym, od środy do piątku dane o inflacji w USA, Czechach, na Węgrzech i w Polsce.
- **Rada Polityki Pieniężnej zapewne pozostawi stopy bez zmian.** Tuż przed końcem grudnia ziarno niepewności w tym temacie zasiał cytat z wypowiedzi prezesa NBP, że „w I kw. 2021 możliwe jest obniżenie stóp”. Jednak pełna treść wywiadu, opublikowana 5 stycznia rozwiewa wątpliwości: Adam Glapiński wyraźnie podkreślił, że scenariuszem bazowym jest stabilizacja stóp, a obniżki stóp w I kw. br. nie można by wykluczyć tylko w sytuacji pogorszenia perspektyw gospodarki. Naszym zdaniem tak się nie stanie, ale nawet gdyby, to RPP może się nad obniżką zastanawiać dopiero w marcu, kiedy dostępna będzie nowa projekcja NBP. Niemniej, będziemy z uwagą czekać na nowy komunikat RPP po posiedzeniu w poszukiwaniu jakichkolwiek sygnałów zmiany nastawienia albo odniesienia do sytuacji na rynku walutowym. Byłoby zaskakujące, gdyby komunikat nie był bardziej „gołębi” niż poprzednie.
- Dane o listopadowym **bilansie płatniczym** pokażą zapewne kolejną dużą nadwyżkę w wymianie z zagranicą i bardzo dobre wyniki eksportu, na co wskazują m.in. dane o produkcji przemysłowej z tego miesiąca.
- **Spadek inflacji** w Polsce wreszcie przyspieszył w grudniu (wg wstępnego odczytu do 2,3% r/r) i pełne dane potwierdzą zapewne, że w dużej części to zasługa „bazowej” części inflacji. Wygląda na to, że w tym roku inflacja pozostanie poniżej oficjalnego celu 2,5%

### Wnioski rynkowe:

- Niezłe nastroje globalne i dane o bilansie płatniczym potencjalnie mogłyby sprzyjać złotemu, ale w związku z ryzykiem interwencji NBP wydaje się, że EURPLN pozostanie w paśmie wahań nieco powyżej 4,50. Gdyby kurs wyraźnie zszedł poniżej, oczekivalibyśmy kolejnych działań NBP na rynku.
- Rynek FRA wycenia ok 50% prawdopodobieństwo cięcia stóp o 10pb w styczniu i niemal całą taką obniżkę do końca kwartału. Utrzymanie stóp bez zmian może spowodować korektę, ale raczej nie znaczącą jeśli ton komunikatu zmieni się na łagodniejszy. Rentowności obligacji 10L od połowy grudnia są względnie stabilne i posiedzenie RPP nie powinno tu wiele zmienić. Widzimy lekki potencjał do ich wzrostu za sprawą wyraźnego osłabienia długu na rynkach bazowych (reakcja na przejęcie kontroli nad Senatem przez Demokratów) i rozpoczętych większych podaży SPW.

### EURPLN



Źródło: Refinitiv, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

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

## Ostatnie trzy tygodnie w gospodarce

Od naszego ostatniego, przedświątecznego raportu pojawiły się w polskich danych makroekonomicznych dwie rzeczy warte podkreślenia: nastroje w biznesie dość łatwo odbiły po listopadowym spadku wywołanym nowymi restrykcjami i wysokimi statystykami zarażeń Covid-19, jak dotąd uporczywie wysoka inflacja spadła w grudniu bardziej niż oczekiwano.

**Wstępny odczyt polskiej grudniowej inflacji** zaskoczył skalą spadku – CPI obniżył się do 2,3% r/r z 3,0% w listopadzie, podczas gdy my i rynek spodziewaliśmy się 2,6%. Niższa dynamika CPI była spowodowana głównie spadającą inflacją bazową (prawdopodobnie do 3,6-3,7% r/r z 4,3%). Publikacja wspiera naszą prognozę, że inflacja będzie w 2021 r. przebywać poniżej celu NBP 2,5% r/r. Więcej napisaliśmy w [Komentarzu ekonomicznym](#).

**Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu** wzrósł w grudniu do 51,7 pkt po utrzymywaniu się na poziomie 50,8 pkt przez trzy miesiące. To drugi najlepszy odczyt od 2,5 roku (lepiej było tylko w lipcu 2020). Grudniowy odczyt był wyższy od oczekiwań rynkowych, 51,3 pkt. Wzrost PMI w skali miesiąca wynikał z poprawy w nowych zamówieniach, zwłaszcza tych z zagranicy – drugi najwyższy poziom tego wskaźnika w ostatnich trzech latach). Problemy logistyczne i zmniejszona dostępność komponentów sprowadziły wskaźnik produkcji poniżej 50 pkt. jednocześnie windując wskaźnik kosztów najwyżej od niemal 10 lat. Wysoka aktywność zakupowa, wskaźnik zatrudnienia powyżej neutralnego poziomu i rosnąca oczekiwana produkcja sugerują solidne wyniki polskiego przemysłu w kolejnych miesiącach.

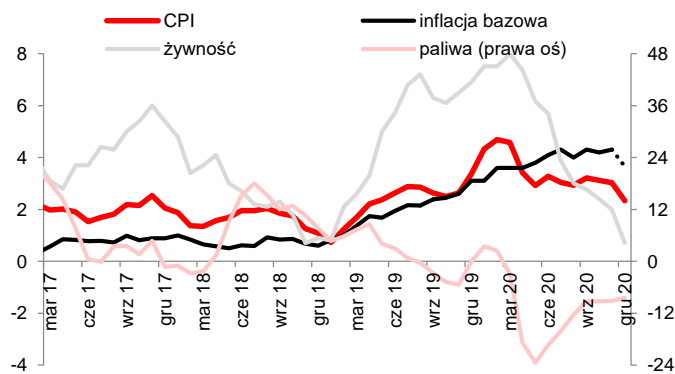
Wszystkie **sektorowe wskaźniki koniunktury** GUS wzrosły w grudniu dzięki poprawie oczekiwań, przy małych zmianach w ocenie bieżącej sytuacji. Wszystkie sektorowe wskaźniki koniunktury ESI dla Polski również wzrosły, ale żaden nie zdołał w pełni pokryć znacznego spadku z listopada. Odwracanie spadku dotyczyło też wskaźników zatrudnienia. W przypadku przemysłu poprawa wynikała z ustąpienia obaw o przyszłą produkcję oraz wzrostu wskaźnika nowych zamówień do najwyższego poziomu od marca, pogorszyła się za to nieco ocena bieżącej produkcji. Wg wskaźników ESI poprawa nastrojów konsumentów dokonała się pomimo najgorszej oceny bieżącej sytuacji gospodarczej od ponad 18 lat i narastających oczekiwań inflacyjnych (pomijając kwiecień i maj ub.r. ten wskaźnik jest już najwyżej od 2004).

W listopadzie wartość **nowych zamówień w przemyśle** skoczyła w górę o 15,1% r/r w tym zamówień zagranicznych o 20,7% r/r. Odczytujemy to jako oznakę dobrych perspektyw dla sektora, nawet jeśli część z tego wzrostu była ostrożnościowym budowaniem zapasów przez partnerów z Wlk. Brytanii wobec zbliżającego się końca okresu przejściowego w ramach Brexitu.

Wg Ministerstwa Pracy **stopa bezrobocia rejestrowanego** wzrosła w grudniu o 0,1 pkt. proc. do 6,2%. Procentowa zmiana jest taka jak w grudniu w poprzednich latach, natomiast zmiana liczby bezrobotnych trochę większa (21,1 tys. vs 16,4 tys. średnio w 2017-2019). Prognozujemy, że średni poziom stopy bezrobocia wyniesie w 2021 r. 6,3% wobec 5,9% w 2020 r. Odsezonowana stopa bezrobocia BAEL spadła w listopadzie do 3,3% z 3,4% przy poziomie sprzed pandemii 3,0%.

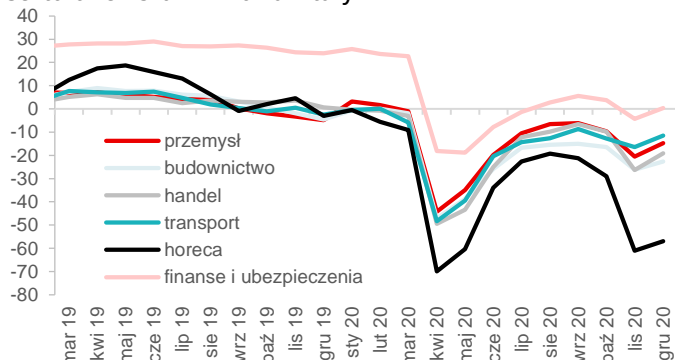
**Podaż pieniądza M3** wzrosła w listopadzie o 16,2% r/r, wobec 17% r/r poprzednio. Spadła dynamika depozytów gospodarstw domowych (do 9,5% r/r, najniżej od marca) i przedsiębiorstw (do 25% r/r, najniżej od maja), za to drugi miesiąc z rzędu silnie rosła m/m gotówka w obiegu osiągając tempo 36% r/r. Wzrost r/r kredytu ogółem skorygowany o wpływ wahań kursowych pozostał na -0,4% r/r. Kredyty dla firm spadły o 5,4% r/r, złotowe kredyty konsumpcyjne o 1,3% r/r a złotowe kredyty mieszkaniowe rosły o ponad 10% r/r.

## Inflacja i jej składniki, % r/r



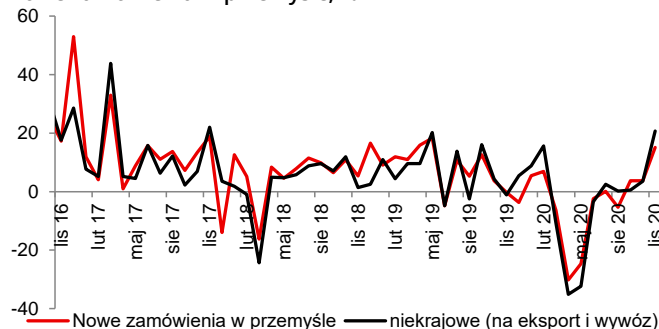
Źródło: GUS, NBP, Santander

## Sektorowe wskaźniki koniunktury



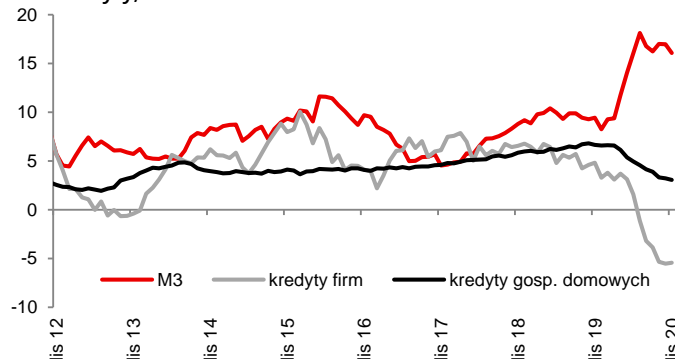
Source: GUS, Santander

## Nowe zamówienia w przemyśle, % r/r



Źródło: GUS, Santander

## M3 i kredyty, % r/r



Źródło: NBP, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatnie 3 tygodnie na rynkach

**Rynek FX** Publikacja naszego poprzedniego tygodnika z 18 grudnia zbiegła się z pierwszą, małą interwencją walutową NBP (zakup EUR). W czasie świąt rynek EURPLN był stabilny jednak w ostatnich 3 dniach 2020 roku NBP ponownie interweniował i to większymi kwotami. Równoległe, wypowiedziało się kilku członków RPP sugerując m.in. że słabszy złoty byłby mile widziany, a dalsze cięcia stóp nie są wykluczone. Fixing NBP z 31 grudnia wyniósł 4,6148. Od tego czasu EURPLN powoli się obniżył i kończy tydzień po 4,515 – wzrost zaledwie 1% na przestrzeni 3 tygodni. Przy relatywnie stabilnym dolarze, USDPLN z grubsza podążał podobnym torem i w 3 tygodnie wzrósł o 1,2% do 3,69.

W przypadku pozostałych walut CEE, EURHUF oraz EURCZK wzrosły odpowiednio jedynie o 0,7% i 0,2%. Jedynie USDRUB się wyróżniła i w 3 tygodnie wzrósł o 1,5% do 74,5 co było zaskakujące biorąc pod uwagę ok 6% wzrost cen ropy od początku roku na skutek deklaracji przycięcia podaży ropy przez Arabię Saudyjską podczas spotkania OPEC+.

**Stopy procentowe** Od połowy grudnia krzywa IRS uległa znacznemu obniżeniu po wypowiedziach członków RPP z końca roku odczytanych jako zwiększające prawdopodobieństwo na cięcie stóp. 5L oraz 10L IRS obniżyły się o 12pb do odpowiednio 0,59% oraz 1,10%. Kontrakty FRA obecnie wyceniają pełne 10bp cięcia na koniec I kw. Rentowności obligacji były jednak stabilne – 10L zamykają tydzień po 1,24%. Nawet niski odczyt inflacji nie zdołał przesunąć rentowności niżej. Do przyczyn takiego stanu rzeczy można zaliczyć większe podaże obligacji w I kw. (do 35mld zł) a także wzrosty rentowności na rynkach bazowych. Tylko w ostatnim tygodniu wzrosły one o 5pb dla Bunda i 16pb dla UST.

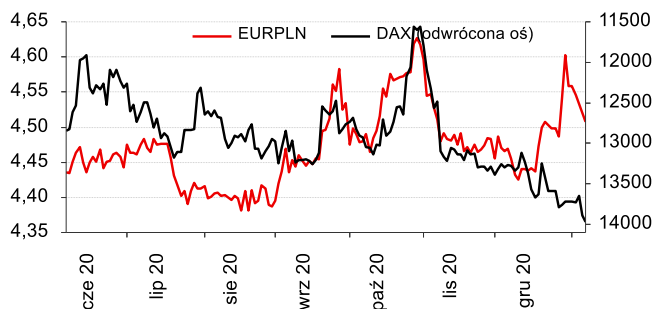
**Kluczowymi czynnikami** w nadchodzącym tygodniu będzie decyzja NBP o stopach procentowych oraz dane o bilansie płatniczym w środę, a także szczegółowe dane o inflacji w piątek. Inflacja zostanie również opublikowana w Chinach (poniedziałek), w USA i Czechach (środa) oraz na Węgrzech (czwartek). W USA publikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej oraz indeks nastrojów Uniwersytetu Michigan (piątek).

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Wiele wskazuje na to, że w następstwie interwencji NBP rynek walutowy stracił sporo płynności a ponadto uczestnicy rynku nie mają większej ochoty grać przeciwko bankowi centralnemu. W przypadku gdyby NBP już więcej nie interweniował, szacujemy, że odzyskanie większej płynności zajmie rynkowi jeszcze około tygodnia. W takim przypadku najbardziej prawdopodobne wg. nas będzie pozostawanie EURPLN w trendzie bocznym na poziomie niewiele powyżej 4,50 a każde istotniejsze próby przełamania tego poziomu w dół mogą się zakończyć interwencją NBP.

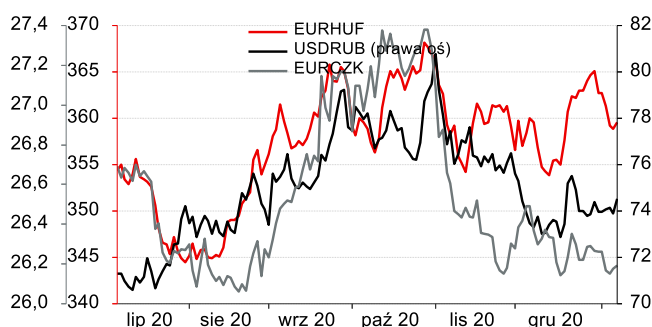
**Stopy procentowe** Obecne ceny FRA implikują ok 50% szansę na cięcie stóp o 10pb na śródowym spotkaniu oraz prawie pełne 10bp cięcia do końca I kw. Jeśli NBP nie utnie stóp na najbliższym spotkaniu – co jest naszym scenariuszem bazowym – FRA i IRS mogą odreagować wyżej jednak wg. nas jedynie w niewielkim stopniu gdyż spodziewamy się utrzymania gołębiego tonu w komunikacie po posiedzeniu. Utrzymanie się rentowności POLGB 10L w trendzie bocznym od połowy grudnia jest wymowne. Wskazuje, że czynnik związany z lokalną polityką pieniężną nie jest jedynym, który na nie wpływa. Inne czynniki, które utrzymują rentowności bez zmian lub nawet mogą się w nadchodzącym tygodniu przyczynić do ich lekkich wzrostów to spore emisje obligacji rządowych (na aukcji 7 stycznia sprzedano obligacji za 6,5mld zł, a kolejna aukcja już 20 stycznia) oraz zachowanie rentowności na rynkach bazowych. Te wzrastają w nadziei na większy impuls fiskalny w USA po tym jak Demokraci wygrali wybory uzupełniające do Senatu i go w rezultacie kontrolują.

### EURPLN i niemiecki indeks giełdowy DAX



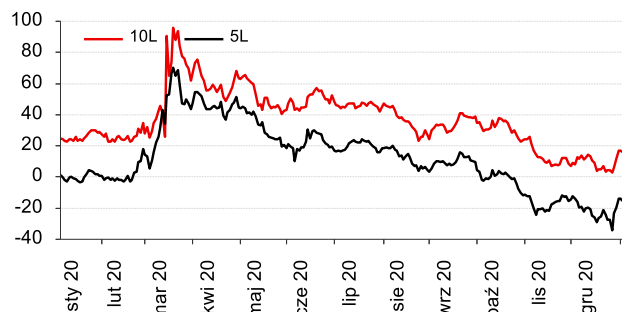
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### EURCZK, USDRUB i EURHUF



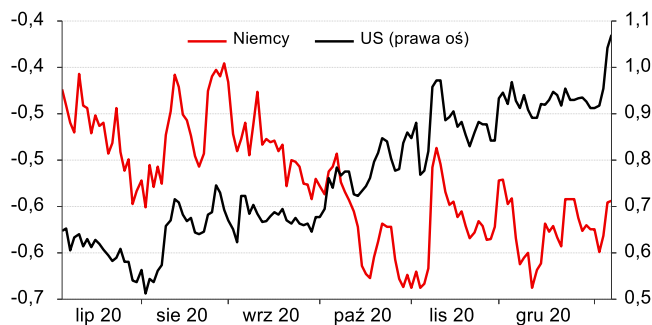
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### 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		
<b>ŚRODA (13 stycznia)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		<b>%</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>
09:00	CZ	Inflacja	XII	% r/r	2,5	-	2,7
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	XI	% m/m	0,2	-	2,1
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Saldo obrotów bieżących</b>	<b>XI</b>	<b>mln €</b>	<b>1716</b>	<b>2582</b>	<b>2241</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Bilans handlowy</b>	<b>XI</b>	<b>mln €</b>	<b>1536</b>	<b>2307</b>	<b>1732</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Eksport</b>	<b>XI</b>	<b>mln €</b>	<b>22268</b>	<b>22549</b>	<b>22965</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Import</b>	<b>XI</b>	<b>mln €</b>	<b>20572</b>	<b>20242</b>	<b>21233</b>
14:30	US	Inflacja	XII	% m/m	0,4		0,2
<b>CZWARTEK (14 stycznia)</b>							
09:00	HU	Inflacja	XII	% r/r	2,8		2,7
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	09.01.2021	tys.	800		787
<b>PIĄTEK (15 stycznia)</b>							
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja</b>	<b>XII</b>	<b>% r/r</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	XII	% m/m	-0,1		-1,1
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	XII	% m/m	0,3		0,4
16:00	US	Indeks Michigan	I	pkt	79,5		80,7

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. i 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