

# Tygodnik ekonomiczny

## Chłodzenie oczekiwań

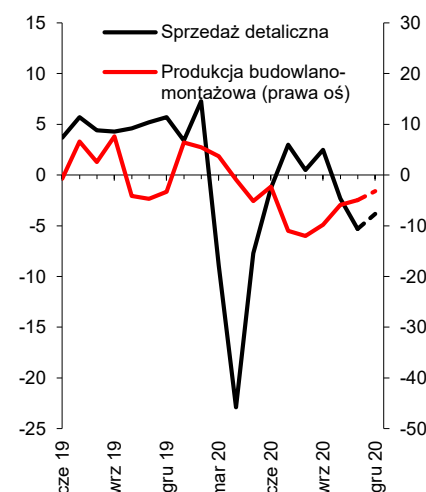
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Wymuszone zimowe ferie dobiegają końca, ale restrykcje zostają przynajmniej do końca stycznia (z wyjątkiem stacjonarnej nauki dla klas 1-3). W wielu innych krajach w Europie rządy również przedłużają, a czasem nawet zwiększają obostrzenia w reakcji na rosnącą falę zachorowań. To oznacza, że wyniki gospodarcze I kwartału będą nadal słabe, ale taki scenariusz nie jest dużym zaskoczeniem – w opublikowanym w grudniu **MAKROskopie** pisaliśmy, że zagrożenie koronawirusem będzie się utrzymywać przez zimę. To, co niepokoi bardziej, to **rozczarowujące tempo szczepień** (nie tylko w Polsce) oraz **nowe mutacje wirusa** (Wielka Brytania, RPA, Brazylia) o zwiększonej zdolności transmisji.
- W najbliższym czasie informacje o postępach w szczepieniu i dalszym rozwoju pandemii pozostaną ważne dla nastrojów rynkowych i będą weryfikować dominujący obecnie optymizm nt szans na wyraźne ożywienie gospodarcze w II półroczu.
- W kalendarzu wydarzeń na kolejny tydzień m.in. **publikacja wstępnych indeksów PMI za styczeń, posiedzenie EBC, inauguracja kadencji Joego Bidena**. Wskaźniki nastrojów, które w grudniu zaskoczyły na plus, raczej zanotują spadki pod wpływem wydłużonych restrykcji. Ze strony EBC nie spodziewamy się przełomowych informacji. W USA mamy nadzieję, że oboje się bez kolejnych zamieszek w momencie zmiany prezydenta.
- Na krajowym podwórku publikacja grudniowych **danych o inflacji bazowej, płacach i zatrudnieniu, produkcji budowlanej i sprzedaży detalicznej**. Dopiero te ostatnie (sprzedaż i produkcja), publikowane w piątek, mogą naszym zdaniem mieć pewien wpływ na rynek – nasze prognozy są wyraźnie poniżej konsensusu.
- Dzisiaj o 16:00 na prezes NBP Adam Glapiński odpowiadając na pytania dziennikarzy na konferencji wideo mocno podkreślił, że **dopuszcza obniżki stóp procentowych, nawet do ujemnych poziomów** (i jest duża przestrzeń do obniżek), gdyby perspektywy gospodarki „radzykalnie” się pogorszyły, chociaż scenariuszem bazowym jest ożywienie gospodarcze. To pierwsze chyba tak mocne stwierdzenie o możliwości mocno ujemnych stóp (do końca grudnia w zasadzie wszyscy członkowie RPP twierdzili że ujemne stopy nie byłyby dobrym rozwiązaniem nawet przy znacznym pogorszeniu sytuacji). W sprawie interwencji walutowych Glapiński powiedział, że nie ma żadnej zmiany reżimu walutowego, złoty pozostaje w pełni płynny i **nie ma konkretnego poziomu kursu, który NBP będzie bronił**. Dotychczasowe interwencje miały tylko zapobiec nadmiernej aprecjacji kursu. Z drugiej strony, zasugerował, że bank jest gotowy do dalszych działań interwencyjnych jeśli będzie trzeba. Powiedział też, że NBP „nie dopuści do osłabienia złotego”. Po weekendzie przekonamy się, jaki wniosek wyciągają z tych komunikatów inwestorzy.

### Wnioski rynkowe:

- Biorąc pod uwagę (wciąż jednak obecne) ryzyko interwencji walutowych NBP nie spodziewamy się kursu EURPLN poniżej 4,50 w najbliższych tygodniach. Piątkowe słabe dane krajowe, czwartkowe słabsze europejskie PMI i mocniejszy dolar też mogą sprzyjać słabszemu złotemu.
- Rentowności polskich obligacji mogą pozostać stabilne, potencjał do ich wzrostu ograniczać mogą m.in. słabsze dane ekonomiczne.

Produkcja budowlana i sprzedaż detaliczna, % r/r



Źródło: Refinitiv, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://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

W zeszłym tygodniu poznaliśmy ostateczny odczyt CPI w grudniu, który pokazał zejście lekko poniżej celu NBP 2,5%, dobre dane o bilansie płatniczym oraz zobaczyliśmy lekki wzrost stopy bezrobocia.

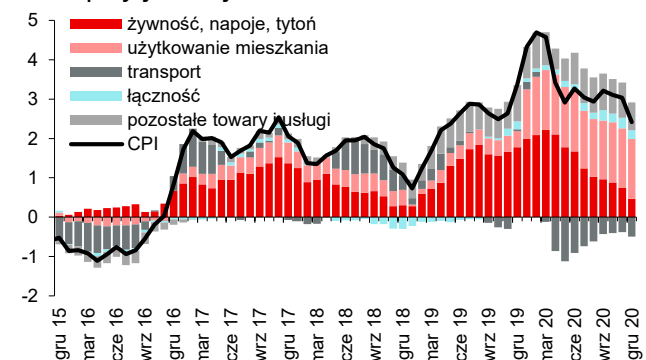
Ostateczny **grudniowy odczyt CPI** pokazał 2,4% r/r (wobec 3,0% r/r w listopadzie i 2,3% we wstępnym odczycie). Roczna dynamika CPI obniżyła się głównie przez inflację bazową, w tym szczególnie ceny usług transportowych i ubezpieczeń, oraz wolniejszy wzrost cen żywności (pociągnięty w dół przez mięso i warzywa). Średnio ceny usług wzrosły o 6,4% r/r wobec wzrostu o 7,8% r/r. Korekta jest znaczna, bo z tegorocznego szczytu przeniesiliśmy się do poziomu sprzed epidemii. Z kolei ceny dóbr wzrosły o 0,9% r/r (1,3% w listopadzie). Inflacja bazowa obniżyła się do 3,7-3,8% z 4,3% w listopadzie. Naszym zdaniem w 2021 r. inflacja CPI średnio będzie nieco niższa od celu inflacyjnego NBP (2,5%), podczas gdy inflacja bazowa dalej będzie się obniżała. Zmiany inflacji będą wspierać politykę utrzymywania stóp procentowych NBP bez zmian. Ostatnie wzrosty w indeksie cen żywności FAO oznaczają pewne ryzyko w górę dla naszych prognoz żywności. Więcej napisaliśmy w [Komentarzu ekonomicznym](#).

Prezes URE zatwierdził taryfę dla **opłat z tytułu dystrybucji gazu** w spółce PSG. Nowa taryfa zakłada wzrost o ok. 3,6%. Ponieważ od 1 stycznia obowiązuje obniżona taryfa na paliwo gazowe, to rachunki wśród klientów PSG (ok. 7 mln gospodarstw domowych) wrosną o ok. 1,5%. Szacujemy, że zmiana ta doda ok. 0,05 pkt. proc. do CPI w 2021. W listopadzie Polskie **saldo obrotów bieżących** wyniosło +1,7 mld EUR. Eksport i import zaskoczyły na plus odnotowując najwyższe dynamiki r/r w 2020 odpowiednio 9,5% i 5,3%. Saldo usług też się poprawiło i było największe od marca, ale jego główne składniki nadal były słabsze niż przed rokiem: eksport -6,5% r/r, a import -9,1% r/r. Eksport towarów jest napędzany przez korzystną sytuację w krajowym przemyśle i spodziewamy się kontynuacji tej tendencji (choć pewne spowolnienie jest możliwe w I kw. wskutek przedłużenia obostrzeń w największych krajach Europy). Import zapewne zostanie w tyle tak długo jak konsumpcja prywatna zauważalnie nie odbije. 12-miesięczne saldo na rachunku obrotów bieżących jako % PKB wzrosło do 3,4% z 3,3% w październiku. Według danych GUS o handlu zagranicznym Niemcy pozostały kluczowym odbiorcą polskiego eksportu z punktu widzenia dynamiki eksportu (16% r/r). W danych widać też zaopatrywanie się na zapas przez firmy brytyjskie w obliczu kończącego się okresu przejściowego w ramach Brexitu – eksport z Polski do tego kraju wzrósł w listopadzie o 11,5% r/r po spadku w październiku o 6,8% i wyniku za cały okres styczeń-listopad wynoszącym -5,9% r/r.

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, ale 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%.

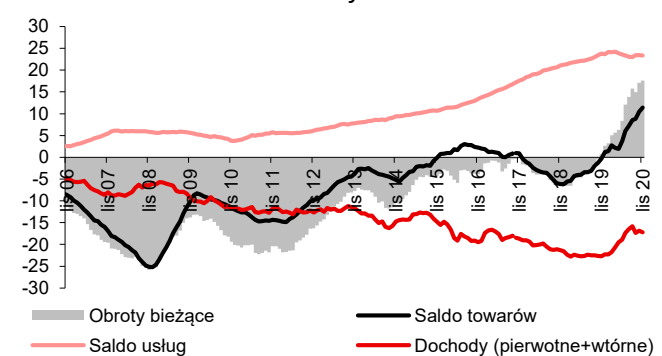
**RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian**, w tym główną na 0,10%. Komunikat z posiedzenia nie uległ dużym zmianom w stosunku do grudnia, dodano tylko zapowiedź, że „w celu wzmocnienia oddziaływania poluzowania polityki pieniężnej na gospodarkę NBP może także stosować interwencje na rynku walutowym. Terminy oraz skala prowadzonych działań będą uzależnione od warunków rynkowych”. Potwierdza to, że bank centralny w dalszym ciągu będzie obserwował notowania złotego i może wejść na rynek jeśli EURPLN spadnie poniżej 4,50. Nie było natomiast żadnej wzmianki o obniżkach stop, o których mówił pod koniec grudnia prezes Glapiński. Według nas wskazuje to na to, że szanse na dalsze cięcia nie są duże, chyba że perspektywy wzrostu gospodarczego pogorszą się istotnie.

## Dekompozycja inflacji, % r/r



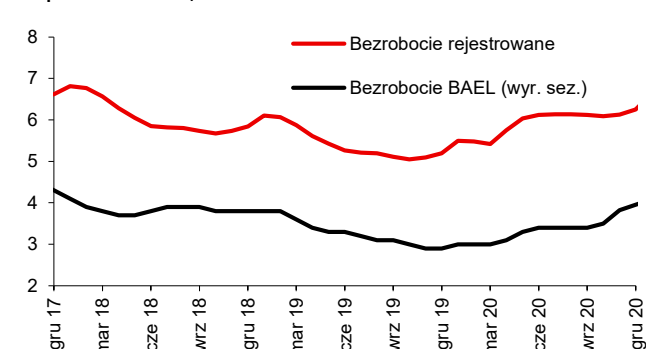
Źródło: GUS, NBP, Santander

## Sektorowe wskaźniki koniunktury



Source: NBP, Santander

## Stopa bezrobocia, %



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Złoty osłabił się w trakcie ostatnich pięciu sesji w reakcji na mocniejszego dolara, możliwość interwencji NBP na rynku jak też w wyniku niepewności przed posiedzeniem RPP, na którym niektórzy inwestorzy widzieli ryzyko obniżki stóp. Skala osłabienia złotego była umiarkowana: EURPLN wzrósł do 4,55 z 4,50 pozostając między szczytem i dołkiem z poprzedniego tygodnia, USDPLN odbił do 3,75 z 3,68 pozostając tuż poniżej grudniowego szczytu, CHFPLN wzrósł do 4,22 z 4,17, a GBPPLN do 5,12 z 5,0.

W przypadku innych walut regionu, obserwowaliśmy trend boczny z lekką tendencją aprecjacyjną. EURCZK i USDRUB zbliżyły się do swoich poziomów wsparcia na odpowiednio 26,0 i 72,0, podczas gdy EURHUF wałał się wokół 359, a tygodniowy zakres zmian był najmniejszy jak dotąd w tym roku.

**Stopy procentowe** W mijającym tygodniu spready asset swap zawężyły się bowiem rentowności jeszcze lekko spadły (4-5 pb), a IRS odbiły (3-10 pb) wskutek dalszego korygowania w dół przez rynek szans na cięcie stóp. W efekcie, 10-letni spread asset swap zawężył się do 2 pb, najniżej od 2014. Na rynkach bazowych, rentowność 10-letniego Bundu obniżyła się do -0,54% po przejściowym wzroście do -0,45%. Głównym powodem do umocnienia niemieckich obligacji był kryzys polityczny we Włoszech. Tymczasem rentowność amerykańskiej 10-latki wzrosła do 1,18%, po tym cofnęła się do 1,11% (bez zmian w ujęciu tygodniowym).

**Kluczowymi czynnikami** dla rynku w nadchodzącym tygodniu mogą być posiedzenie EBC (czwartek), wstępne PMI za styczeń (piątek) oraz dane z Polski (piątek).

Przedłużający się lockdown w Niemczech może spowodować spadek PMI, podczas gdy konsensus jest dość blisko grudniowych odczytów. W naszej ocenie jest więc ryzyko, że dane rozczarują.

Nie zakładamy, by posiedzenie EBC przyniosło przełomowe zmiany. W mijającym tygodniu prezes Lagarde pozytywnie wyraziła się odnośnie perspektyw gospodarczych po zakończeniu lockdownu i zapewniła, że EBC ma narzędzia aby wesprzeć gospodarkę. Taka wspierająca retoryka zostanie zapewne powtórzona po posiedzeniu.

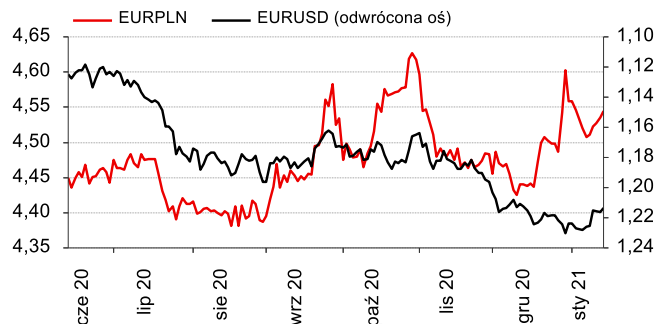
W piątek poznamy krajowe dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Nasze prognozy są wyraźnie poniżej konsensusu.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Biorąc pod uwagę grudniowe interwencje NBP i dodanie do komunikatu zdania, że mogą się powtórzyć w przyszłości nie powinniśmy się raczej spodziewać zobaczyć kursu EURPLN poniżej 4,50 w najbliższych tygodniach. Dodatkowo, piątkowe dane z kraju – które według nas będą gorsze od konsensusu – mogą spowodować, że rynek zacznie wyceniać wzrost szans na kolejną interwencję NBP. Poza tym, ostatnie wydarzenia na świecie – kryzys polityczny we Włoszech, wzrost rentowności obligacji USA – i możliwe rozczarowanie wstępnymi PMI mogą w krótkim terminie wspierać dolara. Jeśli EURUSD jeszcze się obniży – widzimy pierwszy cel nieco poniżej 1,21 – to może to generować presję na złotego.

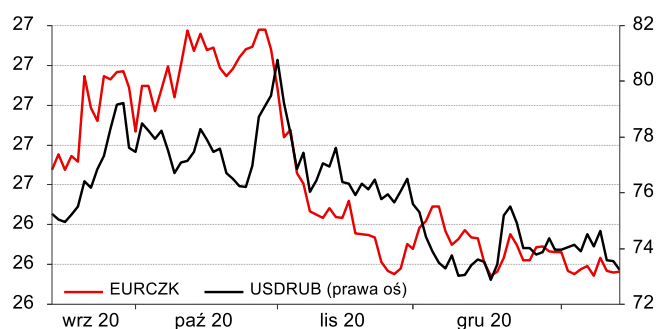
**Stopy procentowe** Wzrost rentowności Bundu i Treasuries w trakcie tygodnia, brak obniżki stóp NBP i brak jej zapowiedzi w komunikacie nie zdołały wywołać wyraźnej korekty krajowych rentowności. Sądzymy, że mogą się one teraz ustabilizować na obniżonych poziomach. Z jednej strony, 10-letni spread asset swap spadł niemal do zera i uważamy, że w tym kontekście jest niewielki potencjał do dalszego spadku rentowności. 10-letni spread rentowności USA-Polska nie zdołał przebić wsparcia na ok. 8 pb (dołka z końca 2019), co też przemawia za tym, że możemy mieć do czynienia z realizacją zysków z wcześniejszego umocnienia. Z drugiej strony, potencjał do wzrostu rentowności ograniczać mogą dane z kraju, które naszym zdaniem będą słabsze od konsensusu.

### EURPLN i EURUSD



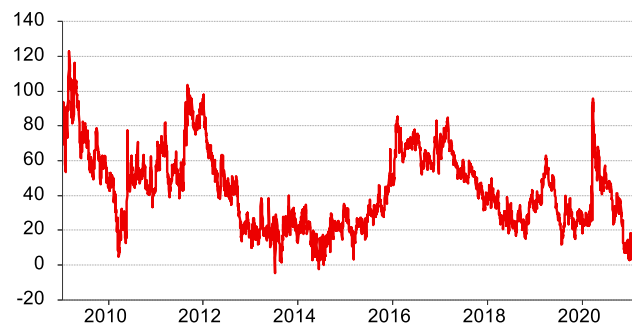
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### EURCZK i USDRUB



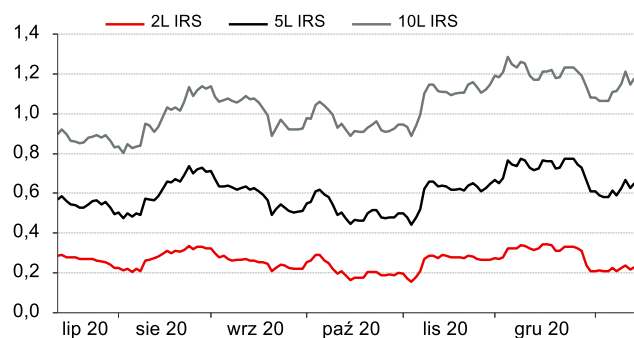
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Polski 10-letni spread asset swap



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Polskie IRS



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
<b>PONIEDZIAŁEK (18 stycznia)</b>							
14:00	PL	Inflacja bazowa	XII	% r/r	3,7	3,7	4,3
<b>WTOREK (19 stycznia)</b>							
08:00	DE	Inflacja HICP	XII	% m/m	0,6	-	0,6
11:00	DE	ZEW	I	pkt	-69,9	-	-66,5
<b>ŚRODA (20 stycznia)</b>							
11:00	EZ	HICP	XII	% r/r	-0,3	-	-0,3
<b>CZWARTEK (21 stycznia)</b>							
10:00	PL	Zatrudnienie	XII	% r/r	-1,2	-1,1	-1,2
10:00	PL	Płace	XII	% r/r	4,7	4,7	4,9
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,0	-	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	788	-	965
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	XII	% m/m	1,1	-	1,2
14:30	US	Indeks Philly Fed	I	pkt	12,3	-	9,1
<b>PIĄTEK (22 stycznia)</b>							
09:30	DE	Wstępny PMI przemysł	I	pkt	58,0	-	58,3
09:30	DE	Wstępny PMI usługi	I	pkt	46,0	-	47,0
10:00	EZ	Wstępny PMI przemysł	I	pkt	55,0	-	55,2
10:00	EZ	Wstępny PMI usługi	I	pkt	44,5	-	46,4
10:00	PL	Produkcja budowlana	XII	% r/r	-1,1	-3,2	-4,9
10:00	PL	PPI	XII	% r/r	0,0	0,0	-0,2
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	XII	% r/r	-0,9	-3,8	-5,3
16:00	US	Sprzedaż domów	XII	% m/m	-2,1	-	-2,5

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