

# Tygodnik ekonomiczny

## Mocny finisz 2020 w danych makro

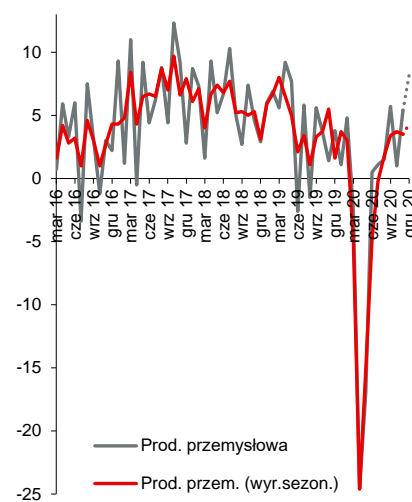
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Koniec stycznia będzie ciekawy pod względem danych ekonomicznych: po serii pozytywnych zaskoczeń w ostatnich dniach grudniowymi wynikami sprzedaży detalicznej, produkcji budowlanej, płac i zatrudnienia, całkiem możliwe że również **produkcja przemysłowa** w poniedziałek okaże się lepsza od prognoz (konsensus 10% r/r). A skoro tak, to **wstępny szacunek całorocznego PKB** w piątek też może być pozytywną niespodzianką. Mediana prognoz rynkowych dot. PKB to -2,6%, nasza dotychczasowa prognoza -2,9%, ale po ostatnich danych nie zdziwiły nas odczyt bliżej -2,6%, oznaczający IV kwartał na poziomie tylko nieznacznie poniżej zera w ujęciu odsezonowanym kw/kw).
- Po drodze poznamy jeszcze m.in. dane o grudniowej podaży pieniądza (wtorek), Biuletyn Statystyczny GUS ze szczegółowymi danymi dot. różnych obszarów gospodarki (środa) – z rynkowego punktu widzenia mniej istotne.
- Za granicą również pojawią się odczyty PKB za 2020, m.in. w USA, Niemczech. Poznamy też m.in. kolejne styczniowe indeksy koniunktury w Europie (Ifo, ESI), wskaźniki z USA nt nastrojów konsumentów i ich wydatków. Oprócz tego w kalendarzu posiedzenia banków centralnych w USA (środa) i na Węgrzech (wtorek) – zmiany parametrów polityki pieniężnej nie są oczekiwane.
- Z końcem stycznia upłynie termin do kiedy Prezydent RP powinien otrzymać do podpisu ustawę budżetową na 2021. Prace nad ustawą nie zostały zakończone, a następne posiedzenie Sejmu zaplanowano na 24 lutego. Teoretycznie Prezydent będzie miał w tej sytuacji możliwość skrócenia kadencji Sejmu w ciągu 14 dni, ale (podobnie jak rok temu) nie spodziewamy się, żeby z tego przywileju skorzystał.

### Wnioski rynkowe:

- Seria mocnych krajowych danych i dość dobre nastroje globalne powinny sprzyjać przesuwaniu się EURPLN w kierunku 4,50. Czy w tej sytuacji NBP zdecyduje się ponownie wkroczyć na rynek? Raczej nie szybko – a przynajmniej to zdawały się sugerować wypowiedzi prezesa Głapińskiego na [nagranium w poprzedni piątek](#).
- Rentowności na długim końcu krzywej mogą dalej stopniowo rosnąć, podążając za rynkami rozwiniętymi, czemu będą sprzyjały dobre dane. Dla krótkiego końca i środka krzywej nadal istotna jest rosnąca nadpłynność sektora, więc tu raczej potencjał do wzrostów ograniczony (choć z drugiej strony seria publikacji danych póki co odsuwa ryzyko obniżek stóp, o którym wspominał prezes NBP).

### Produkcja przemysłowa, %r/r



Źródło: GUS, 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

## Ostatni tydzień w gospodarce

Dane za grudzień, które już mieliśmy okazję zobaczyć okazały się zaskakująco mocne, do tego większość wskaźników koniunktury za styczeń pokazała pewną poprawę.

**Sprzedaż detaliczna** spadła o 0,8% r/r w grudniu wobec -5,3% r/r w listopadzie (rynek oczekiwał -0,9% r/r a my -3,8%). Naszym zdaniem styczeń znowu pokaże pogorszenie parametrów sprzedaży detalicznej w związku z zamknięciem galerii handlowych 28 grudnia. Jednak rynek pracy jest w dość dobrej formie, uważamy zatem, że restrykcje epidemiczne to główna przeszkoda dla odbicia sprzedaży detalicznej i konsumpcji prywatnej, spodziewamy się zatem szybkiej normalizacji gdy te miną.

**Produkcja budowlana** pobiła prognozy w grudniu i wzrosła o 3,4% r/r podczas gdy my spodziewaliśmy się spadku o 3,2% a rynek o 0,6%. Wszystkie podsektory przyczyniły się do odbicia, ale najmocniejszy wkład wniosła budowa budynków, co prawdopodobnie jest związane z wyraźnym skokiem aktywności sektora mieszkaniowego. Więcej o produkcji budowlanej i sprzedaży detalicznej w [Komentarzu ekonomicznym](#).

Grudniowe **dane z rynku pracy** były wyższe od oczekiwań. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 0,2% m/m do -1,0% r/r (my i rynek prognozowaliśmy -1,1% r/r). Płace przyspieszyły do 6,6% r/r z 4,9% w listopadzie co jest najwyższym tempem wzrostu od lutego (prognoza nasza i rynkowa wynosiła 4,7% r/r). Oczekujemy, że dane z rynku pracy będą się poprawiać w trakcie 2021 r. co da solidne podstawy do odbicia konsumpcji. Więcej w [Komentarzu ekonomicznym](#).

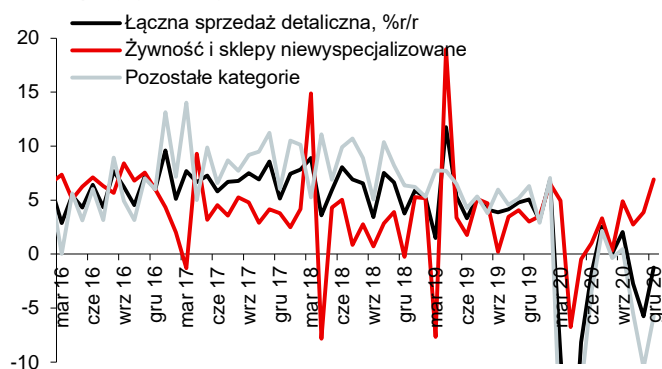
W styczniu **nastroje konsumentów** pozostały gorsze niż w III kw. ub.r., czyli okresie odprężenia między falami pandemii. W styczniu wystąpiła dalsza poprawa **nastrojów w biznesie**, ale bardziej selektywna niż w grudniu.

**Inflacja bazowa** po wyłączeniu cen żywności i energii spadła w grudniu do 3,7% r/r z 4,3%. Tak silne wyhamowanie to nietypowe zjawisko, poprzedni raz miało miejsce na początku 2014 r. Przyczyną spadku było wyraźne osłabienie inflacji cen usług, w tym w szczególności usług transportowych i ubezpieczeniowych – kategorii, które rok wcześniej niespodziewanie silnie podbiły odczyt CPI. Inflacja bazowa może wg nas delikatnie wzrosnąć w styczniu po czym czeka ją seria wyraźnych spadków, w rezultacie w połowie roku może znaleźć się poniżej 2% r/r, a pod koniec roku niewiele powyżej 1% r/r. Pozostałe trzy miary inflacji bazowej wszystkie spadły w grudniu osiągając najniższe odczyty 2020 roku.

W III kw. 2020 r. **dług Polski** w ujęciu Eurostatu wyniósł 56,7% PKB wobec 54,8% w II kw. 2020 r. i 47,0% PKB w III kw. 2019 r. Roczny przyrost długu (9,7% PKB) był nieco niższy niż średnio w UE (10,6% PKB). Deficyt sektora finansów publicznych po III kw. 2020 r. wyniósł 6,3% PKB (suma za cztery kwartały). W samym III kw. przychody sektora wzrosły o 6,2% r/r (wobec 4,4% r/r w II kw.), a wydatki o 13,6% r/r (wobec 40,9% r/r w II kw.). Sądzymy, że wyniki te nieco pogorszą się w IV kw. 2020 r. w związku z zaostrzeniem restrykcji epidemicznych, ale dane wspierają nasze oczekiwania, że całoroczny deficyt będzie wyraźnie poniżej 10% PKB.

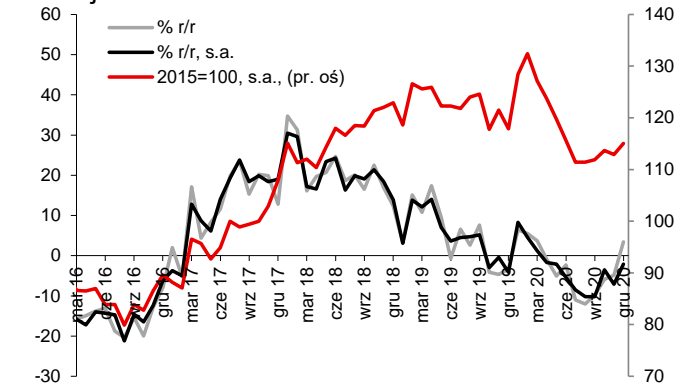
W wypowiedziach **członków RPP** widać podział opinii co do wątku dalszych obniżek. Część podkreślała, że stopy powinny pozostać bez zmian chyba, że dojdzie do dotkliwego pogorszenia koniunktury (Cezary Kochalski, Eryk Łon), że celem interwencji walutowej była ochrona zysków eksporterów wobec silnej presji na aprecjację złotego a podnoszenie stóp póki działa QE jest wewnętrznie niespójnym działaniem (Rafał Sura). Zdaniem Łukasza Hardta absolutnie nie ma miejsca na obniżki a - gdy stan gospodarki na to pozwoli - normalizację należałoby zacząć od podwyżki stopy rezerwy obowiązkowej. Z kolei Eugeniusz Gatnar podkreślał ryzyka ucieczki inflacji w górę.

## Dekompozycja inflacji, % r/r



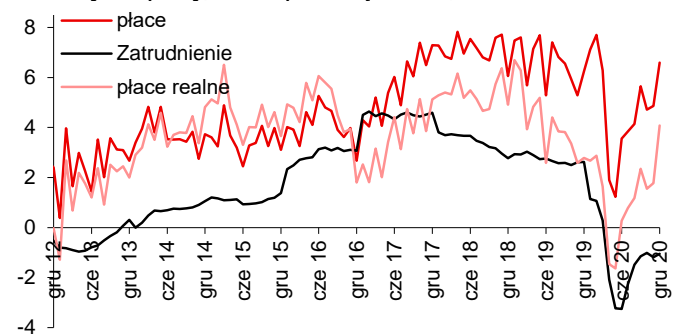
Źródło: GUS, NBP, Santander

## Produkcja budowlana



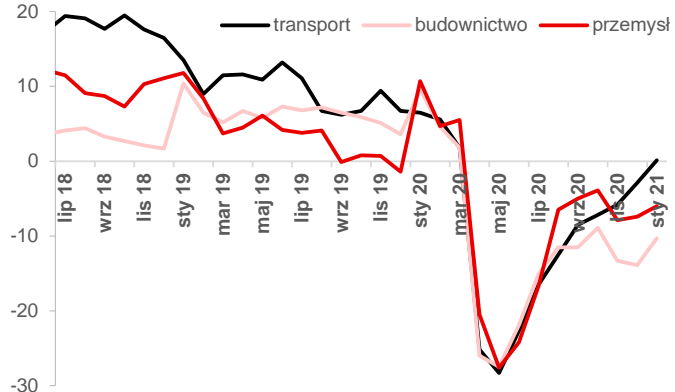
Źródło: NBP, Santander

## Dane z rynku pracy, sector przedsiębiorstw, %/r



Źródło: GUS, Santander

## Wskaźniki koniunktury, ocena bieżącej sytuacji, wybrane sektory



Źródło: NBP, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** W mijającym tygodniu złoty nie uległ istotnym zmianom. Przesunął się tylko nieznacznie z poziomu 4,54 w poprzedni piątek do 4,535 dzisiaj. W międzyczasie kurs znalazł się na poziomach 4,548 oraz 4,523 (amplituda nieznacznie powyżej 0,5%). USDPLN obniżył się o 0,9% do 3,72 gdyż dolar lekko tracił. GBPPLN nie zmienił się i pozostał w okolicy 5,10 a CHFPLN koło 4,20. W mijającym tygodniu nie było oznak interwencji walutowej NBP.

W pozostałych krajach regionu, EURHUF obniżył się o 1% do 356,7, EURCZK o 0,3% do 26,1. Odmienne zachował się USDRUB, który wzrósł o 1% do 74,4 pomimo słabszego dolara i relatywnie stabilnej ceny ropy. Przyczyn słabszego rubla można szukać w fakcie, że od stycznia rosyjski bank centralny powrócił do skupu walut na rynku walutowym.

**Stopy procentowe** W mijającym tygodniu wzrosły IRS oraz rentowności obligacji, w szczególności pod koniec tygodnia po publikacji dobrych danych makroekonomicznych z USA, dzięki którym wzrosły rentowności na rynkach bazowych. Polskie dane makroekonomiczne w piątek także powyżej oczekiwań. 2L IRS wzrósł 4pb do 0,27%, 5L o 2pb do 0,68%, 10L o 1pb do 1,19%. W rezultacie krzywa IRS stała się bardziej płaska a spread 2x10 zawęził się o 3pb do 92pb. Rentowności obligacji na krótkim końcu krzywej tradycyjnie utrzymały się na niskim poziomie i nie należały do zmiennych. Rentowności obligacji o dłuższych tenorach wzrastały np. 5L o 4pb do 0,40% a 10L o 3pb do 1,22%. W tygodniu NBP na aukcji skupił obligacje o wartości 1,5 mld zł (PS0425, WS0428, DS1030) a w sumie zakupy NBP wynoszą obecnie 108,6 mld zł. W piątek Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje serii OK0423, PS0425, DS1030, WZ1126 oraz WZ1131 na kwotę 8mld zł. Popyt zgłoszony na aukcji był znaczny 15,6mld zł m.in. ze względu na nadchodzącą (najbliższy poniedziałek) zapadalność obligacji na 9,4mld zł.

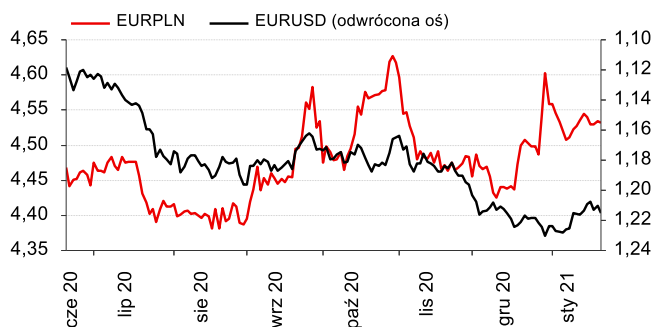
**Kluczowymi czynnikami** dla rynków w nadchodzącym tygodniu w Polsce to produkcja przemysłowa (poniedziałek), podaż pieniądza (wtorek), PKB i bezrobocie (środa). Za granicą, w poniedziałek jest też niemieckie IFO. We wtorek, Węgry decydują o stopach procentowych, w USA nastroje konsumentów. W środę sprzedaż detaliczna w Niemczech a także posiedzenie FOMC. W czwartek, w strefie euro ESI, niemieckie PKB oraz szereg danych z USA m.in. deflator PCE, indeks Michigan oraz niezakończona sprzedaż domów.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Po wywiadzie prezesa Glapińskiego w zeszły piątek, prawdopodobieństwo interwencji walutowej NBP w nadchodzącym tygodniu jest niskie, według nas, jednak nie może zostać całkowicie wykluczone. Fakt, że złoty pozostaje tak stabilny odzwierciedla obawy inwestorów odnośnie uczestniczenia w rynku o obniżonej płynności. 1-tygodniowa zmienność zrealizowana spadła do poniżej 1% - najniższej od połowy 2019 r. Polepszające się dane makroekonomiczne w kraju mogą zachęcić część inwestorów do zakupów złotego. Ponadto, wciąż utrzymuje się znaczna nadwyżka na rachunku obrotów bieżących a podaż walut obcych od eksporterów powoli trafia na rynek i wpływa na kurs EURPLN. Podsumowując, oby dwa wyżej wymienione czynniki powodują, że w nadchodzącym tygodniu oczekujemy powolnego spadku EURPLN w kierunku 4,50.

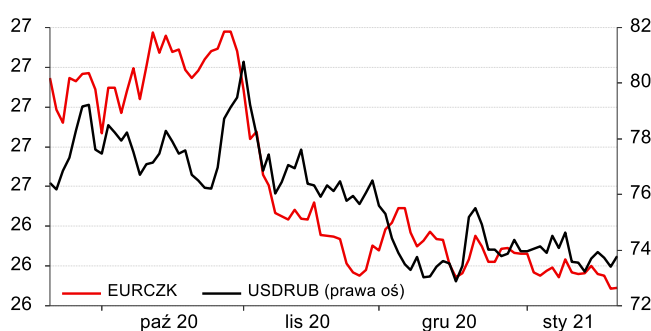
**Stopy procentowe** Wzrost rentowności Bunda w środku tygodnia przyczynił się do wzrostów rentowności POLGBs (10L spread do Bunda utrzymuje się stabilnie przy 173pb). Nie oczekujemy zmian rentowności na krótkim końcu krzywej. Również asset swapy raczej powinny być stabilne w okolicy około zera. Jednak rentowności na długim końcu krzywej mogą powoli podchodzić w górę podążając za rynkami bazowymi. Oczekujemy, że rentowności obligacji 10L powoli wzrosną do przedziału 1,25-1,30% w nadchodzącym tygodniu.

### EURPLN i EURUSD



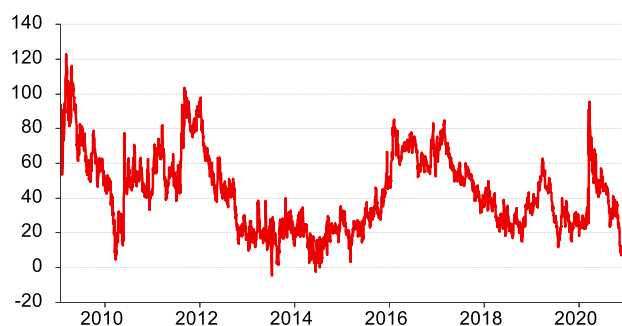
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### EURCZK i USDRUB



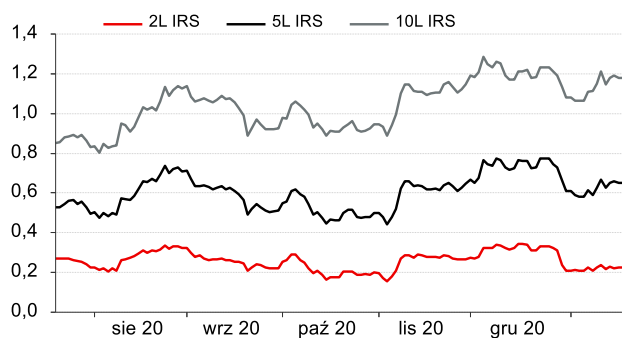
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### 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 WARTOŚĆ
				RYNEK	SANTANDER	
<b>PONIEDZIAŁEK (25 stycznia)</b>						
10:00	DE	Ifo	I	pkt	91,0	92,1
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Produkcja przemysłowa</b>	<b>XII</b>	<b>% r/r</b>	<b>10,0</b>	<b>8,3</b>
<b>WTOREK (26 stycznia)</b>						
14:00	HU	Decyzja banku centralnego	26.01.2021	%	0,6	0,6
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Podaż pieniądza M3</b>	<b>XII</b>	<b>% r/r</b>	<b>16,3</b>	<b>16,2</b>
16:00	US	Conference Board Konsumenci	I	pkt	89,0	88,6
<b>ŚRODA (27 stycznia)</b>						
	DE	Sprzedaż detaliczna	XII	% m/m	-2,7	1,1
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Stopa bezrobocia</b>	<b>XII</b>	<b>%</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	XII	% m/m	1,0	1,0
20:00	US	Decyzja FOMC	27.01.2021		0,25	0,25
<b>CZWARTEK (28 stycznia)</b>						
11:00	EZ	ESI	I	pkt	90,9	90,4
14:00	DE	Inflacja HICP	I	% m/m	0,6	0,6
14:30	US	PKB	IV kw.	% k/k	4,1	33,4
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	935	900
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	XII	% m/m	2,3	-11,0
<b>PIĄTEK (29 stycznia)</b>						
08:00	DE	PKB WDA	IV kw.	% r/r	-4,0	-4,0
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>PKB</b>	<b>2020</b>	<b>% r/r</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,9</b>
14:30	US	Wydatki osobiste	XII	% m/m	-0,5	-0,4
14:30	US	Dochody osobiste	XII	% m/m	0,2	-1,1
14:30	US	Indeks cen PCE SA	XII	% m/m	0,3	0,0
16:00	US	Indeks Michigan	I	pkt	79,2	79,2
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	XII	% m/m	-0,3	-2,6

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