

Tygodnik ekonomiczny

Mniej recesji, mniej restrykcji

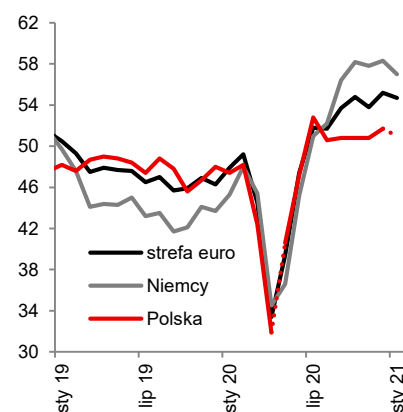
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Właśnie poznaliśmy [wstępne dane o PKB w 2020 r.](#), z których wynika, że gospodarka skurczyła się w całym roku o 2,8% (prawdopodobnie jeden z najlepszych wyników w UE). Można szacować, że w IV kw. 2020 spadek PKB ponownie się pogłębił, choć o wiele mniej niż na wiosnę. Tym razem jednak okres przytłumionej aktywności potrwa dłużej, ze względu na przedłużające się zmagania z pandemią.
- Od lutego część krajowych restrykcji jest łagodzona (m.in. otwarcie sklepów), ale na mocniejsze odbicie w górę gospodarki trzeba będzie zapewne zaczekać do II półrocza.
- W najbliższym tygodniu uwaga będzie zapewne nadal skupiona na informacjach nt tempa szczepień. W kalendarzu krajowym w zasadzie tylko dwie pozycje: publikacja **styczniewego indeksu PMI** (poniedziałek) i **posiedzenie RPP** (środa). Wstępna inflacja jak zwykle nie jest podawana w związku ze zmianą wag w koszyku CPI. Za granicą kalendarz publikacji dużo bogatszy, a w nim oprócz indeksów PMI/ISM również m.in. dane inflacyjne w strefie euro (wstępne odczyty w kilku krajach zaskoczyły mocno w górę) i dane z rynku pracy w USA.
- Nasza prognoza zakłada **lekki spadek indeksu PMI** w styczniu, analogicznie do wstępnych odczytów w Europie. Wciąż jednak wyniki polskiego przemysłu powinny być dużo lepsze niż w większości krajów UE.
- **RPP ponownie nie zmieni stóp procentowych**, a ton komunikatu prasowego pozostanie podobny jak poprzednio. Stwierdzenie o gotowości do interwencji zapewne zostanie powtórzone. Nie potwierdzono na razie, czy prezes Glapiński zdecyduje się ponownie na nagranie wideo z odpowiedziami na pytania dziennikarzy.

Wnioski rynkowe:

- Złoty początkowo niezbyt zyskał po serii lepszych od prognoz krajowych danych i dopiero po PKB nieco się umocnił. Nadal jednak EURPLN porusza się w wąskim przedziale i w krótkim terminie raczej nie widzimy dużego ryzyka zejścia poniżej 4,50. Trend aprecjacji walut EM najwyraźniej wyhamował na początku roku.
- W przypadku rentowności obligacji przestrzeń do spadku na długim końcu krzywej wydaje się ograniczona sytuacją na rynkach globalnych, szczególnie w kontekście ostatnich zaskoczeń w górę danymi inflacyjnymi. Wysoka nadpłynność niezmiennie trzyma krótki koniec krzywej blisko zera.

Indeks PMI, pkt



Źródło: Markit, Santander

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 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

Ostatni tydzień był dość bogaty w krajowe dane makro, w szczególności poznaliśmy dane o całorocznym wzroście PKB w 2020 r.

Polski PKB obniżył się o 2,8% w 2020, czyli nieco mniej niż oczekiwaliśmy (-2,9%). Taki wynik dla całego roku oznacza, że w IV kw. 2020 spadek PKB wyniósł między -2,8% a -3,1% r/r, co w ujęciu odsezonowanym odpowiada spadkowi o nieco mniej niż 1% kw/kw. Konsumpcja prywatna obniżyła się o 3% w 2020 r. a w IV kw. skala spadku była zapewne podobna. Inwestycje spadły o 8,4% w całym roku i prawdopodobnie o ok. 11% w IV kw. Druga fala pandemii Covid-19 najwyraźniej miała mniejszy wpływ na aktywność gospodarczą niż ta z wiosny 2020, co było zgodne z oczekiwaniami. Równocześnie, wydaje się dość oczywiste, że wpływ ten utrzyma się dłużej na skutek przedłużenia restrykcji w Polsce i innych krajach na kolejne miesiące 2021 r. Scenariusz dla gospodarki na 2021 zależy w dużej mierze od tempa i skuteczności procesu szczepień. Nadal widzimy szanse na silniejsze ożywienie w drugiej połowie roku zakładając, że do końca lata niepewność związana z przyszłymi obostrzeniami uda się istotnie obniżyć dzięki zaszczepieniu wystarczająco licznej części populacji. Więcej napisaliśmy w [Komentarzu ekonomicznym](#).

Polska produkcja przemysłowa wzrosła w grudniu o 11,2% r/r, bardziej niż oczekiwano. Do tak wysokiego odczytu wyraźnie przyczyniły się korzystne efekty kalendarzowe, ale skorygowany o nie wynik także okazał się bardzo mocny (+7,1% r/r, wobec ok. 3% średnio w miesiącach poprzedzających pandemię). Więcej napisaliśmy w [Komentarzu ekonomicznym](#).

Wskaźniki ESI dla Polski pokazały w styczniu poprawę nastrojów w przemyśle i handlu detalicznym i pogorszenie w usługach. W przemyśle zarówno wskaźnik sektorowy jak i jego składowe opisujące zamówienia znalazły się na najwyższych poziomach od początku pandemii. Po raz pierwszy od ponad roku firmy częściej zgłaszały niedobór niż nadmiar zapasów wyrobów gotowych. WW pytaniach kwartalnych naszą uwagę przyciągnęły niesamowicie silne wzrosty deklaracji chęci zakupu auta, mieszkania oraz przeprowadzenia remontu przez konsumentów.

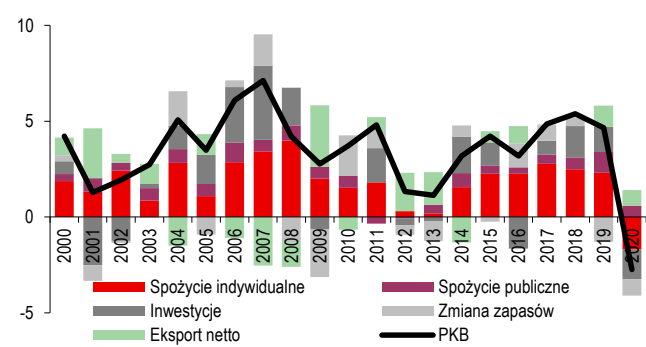
Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w grudniu 6,2%, zgodnie z wstępnymi danymi Ministerstwa Pracy. Większość statystyk dotyczących bezrobocia wskazuje na to, że aktywność rynku pracy utrzymuje się na obniżonym poziomie. Jednak, co ciekawe, liczba ofert zgłoszonych do urzędów pracy była wyższa niż przed rokiem (81,3 tys. wobec 78,4 tys.). Spodziewamy się niewielkiego wzrostu stopy bezrobocia w kolejnych miesiącach, głównie ze względu na wzorec sezonowy.

Podaż pieniądza M3 wzrosła w grudniu o 16,4% r/r wobec 16,1% miesiąc wcześniej. Dynamika kredytów dla firm wyniosła -7,0% r/r z -5,5% poprzednio. Kredyty gospodarstw domowych nadal rosły, ale w najwolniejszym tempie od ponad 7 lat, 2,8% r/r. Jedyną jeszcze rosnącą w skali roku kategorią kredytów dla osób prywatnych były kredyty mieszkaniowe, w tym złotowe o 10,3% r/r.

Biuletyn Statystyczny GUS dostarczył dodatkowych informacji o grudniowym niespodziewanym **przyspieszeniu w płacach**. Odbicie wystąpiło szerzej niż zakładaliśmy, zwłaszcza w tych branżach, które pokazały silne wyniki produkcji (sprzęt elektryczny, tekstylia, wyroby z drewna, meble (we wszystkich dynamika płac przekroczyła 10% r/r), podczas gdy w przemyśle rafinerijnym i koksowniczym oraz w zakwaterowaniu i gastronomii płace spadły w ujęciu r/r. Przyczyną zaskoczenia w płacach nie były wypłaty premii w górnictwie (które często zaburza grudniowe odczyty).

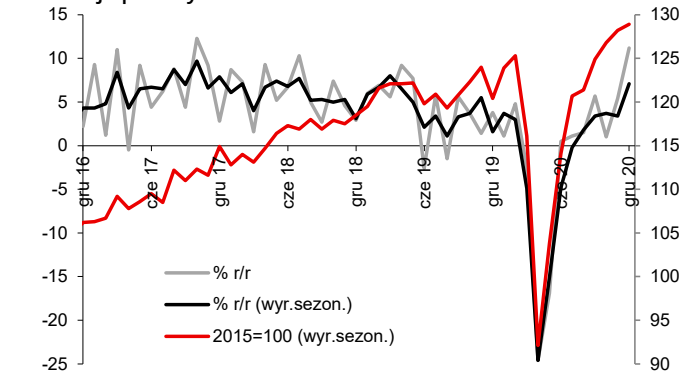
Wciąż mocno wyglądają **zamówienia w przemyśle** i rosły szybciej niż między lipcem a październikiem, choć wolniej niż w wyjątkowo silnym pod tym względem listopadzie). Wartość nowych zamówień ogółem wzrosła w grudniu o 7% r/r (poprzednio 15%) a zamówień eksportowych o 9,4% r/r (poprzednio 20,7%).

Wzrost PKB – dekompozycja, % r/r



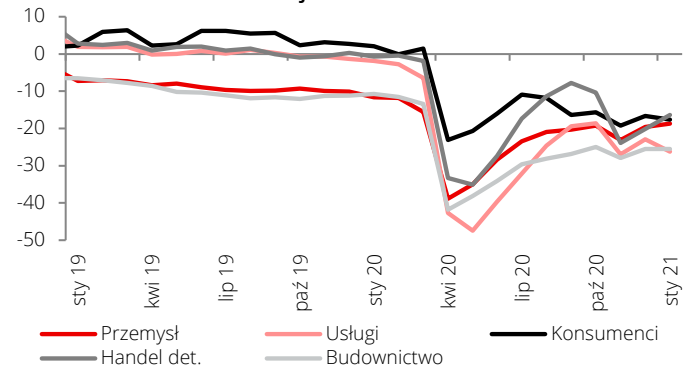
Źródło: GUS, NBP, Santander

Produkcja przemysłowa



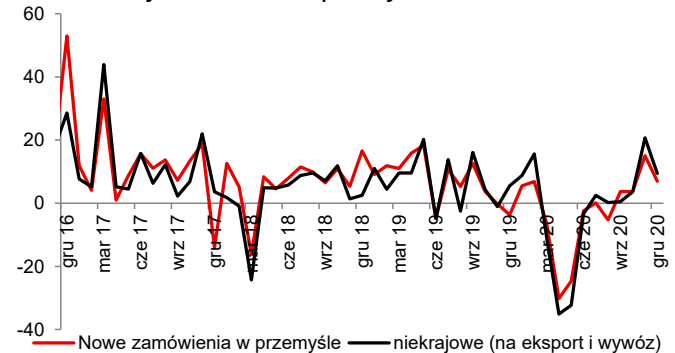
Źródło: NBP, Santander

Sektorowe wskaźniki nastrojów ESI



Źródło: Komisja Europejska, Santander

Wartość nowych zamówień w przemyśle, %r/r



Źródło: GUS, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX EURPLN zakończył tydzień mniej więcej bez zmian w stosunku do poziomu z poprzedniego piątku i tylko na chwilę zbliżył się do 4,56, tegorocznego szczytu z pierwszego tygodnia stycznia. Notowania były dość spokojne z jedynie przejściowym osłabieniem złotego w reakcji na pogorszenie globalnego nastroju. USDPLN wzrósł przejściowo do 3,77 z 3,72, GBPPLN do 5,16 z 5,09, a CHFPLN wahał się tuż powyżej 4,20. W przypadku innych walut regionu zmiany były mieszane. Kurs EURCZK testował wsparcie na 26,0 po tym jak prezes banku centralnego Czech powiedział, że w II poł. 2021 możliwe są dwie podwyżki stóp. EURHUF rósł w pierwszej części sesji po tym jak bank centralny Węgier zwiększył program skupu obligacji rządowych. Wcześniej w tym miesiącu bank zwiększył program skupu obligacji korporacyjnych. USDRUB wzrósł o 3,8% do nowego tegorocznego maksimum na 76,49 pod wpływem mocniejszego dolara i wzrostu ryzyka geopolitycznego.

Stopy procentowe Stawki IRS podążyły głównie za rynkami bazowymi i krajowa krzywa przesunęła się o 2-6 pb górę. W efekcie, 5- i 10-letnie stawki osiągnęły nowe tegoroczne maksima. Tymczasem rentowności obligacji pozostały nisko (5-letnia na 0,40%) lub jeszcze się obniżyły (10-letnia do 1,15%). Doprowadziło to do spadku 10-letniego spreadu asset swap do -2 pb, a analogiczny spread Polska-Niemcy testował wsparcie na 170 pb.

Kluczowymi czynnikami dla rynków w najbliższych dniach ponownie będą zapewne opóźnienia w dostawie szczepionek i przyjęciu pakietu fiskalnego w USA. Kwestie te spowodowały pewien wzrost awersji do ryzyka i zmienności w ostatnich dniach.

Jeśli chodzi o dane, to najważniejsze mogą się okazać ISM i miesięczny raport z rynku pracy w USA oraz HICP dla strefy euro. Rynek oczekuje lekkiego spadku ISM dla przemysłu, co byłoby spójne z obniżeniem się PMI w Europie. Konsensus zakłada, że liczba miejsc pracy wzrosła nieco w styczniu po grudniowym spadku. Po zeszlutygodniowych zaskoczeniach w danych inflacyjnych w Niemczech i Hiszpanii, odczyt dla całej strefy euro może pokazać znaczące odbicie.

W Polsce, uwaga skupi się na posiedzeniu RPP. Ton komunikatu nie powinien się istotnie zmienić, a nawet jeśli to raczej w gołębią stronę niż jastrzębią. Odniesienie do kursu złotego zostanie zapewne utrzymane.

Wpływ na rynek

Rynek FX Złoty nie skorzystał z ostatnich lepszych od prognoz danych z Polski, natomiast ciążyło mu lekkie umocnienie dolara i niestabilny nastrój na rynku. Co ciekawe, zmienność na rynku walutowym CEE i w przypadku EURUSD jest stosunkowo niska w porównaniu do tego co obserwujemy choćby na giełdach.

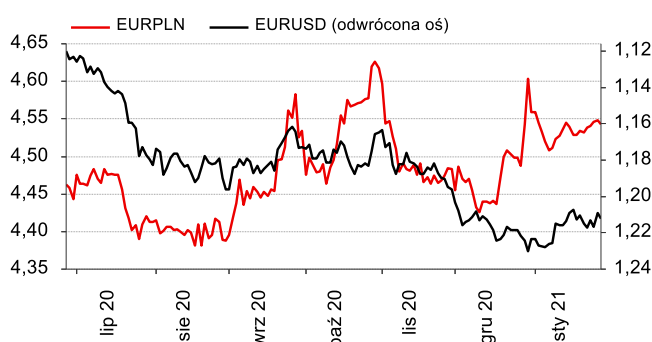
EURPLN nadal porusza się pomiędzy szczytem i dołkiem z pierwszego tygodnia roku, tygodniowe % zakresy wahań EURCZK są w styczniu o około połowę mniejsze niż w grudniu, a USDRUB dopiero niedawno opuścił trend boczny w którym poruszał się od połowy grudnia. W tym samym czasie, indeks VIX zdążył już zanotować skokowy wzrost do 35 pkt z 23 pkt.

Niską zmienność na rynku walutowym w regionie postrzegamy jako sygnał ostrzegawczy i zakładamy, że EURPLN pozostanie w najbliższych dniach powyżej 4,50. Gołębia retoryka NBP powinna mu w tym pomóc.

Stopy procentowe W dalszym ciągu uważamy, że jest ograniczony potencjał do dalszego spadku rentowności na długim końcu biorąc pod uwagę utrzymywanie się spreadu do Bunda blisko 170 pb oraz spreadu asset swap na 0 pb lub lekko poniżej. Dodatkowo, HICP dla strefy euro mógł wzrosnąć dość wyraźnie powyżej 0% r/r w styczniu, co może wywierać presję na wzrost rentowności na rynkach bazowych. To w efekcie może skłonić do realizacji zysków z polskich obligacji.

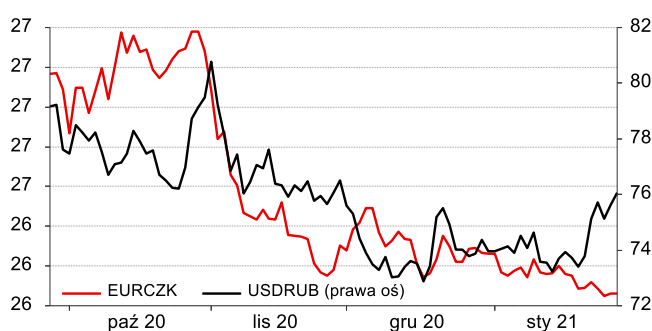
Z drugiej strony, duża nadpłynność w polskim sektorze bankowym i raczej gołębi przekaz z RPP powinny ograniczać ruch rentowności w górę.

EURPLN i EURUSD



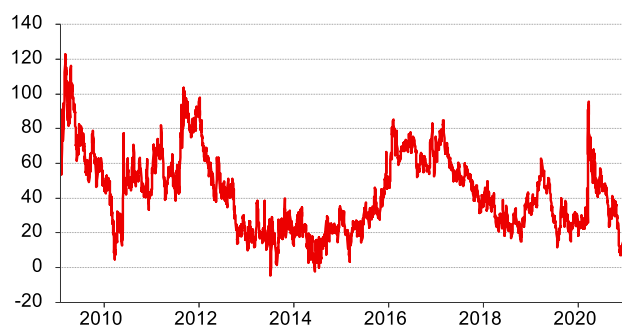
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

EURCZK i USDRUB



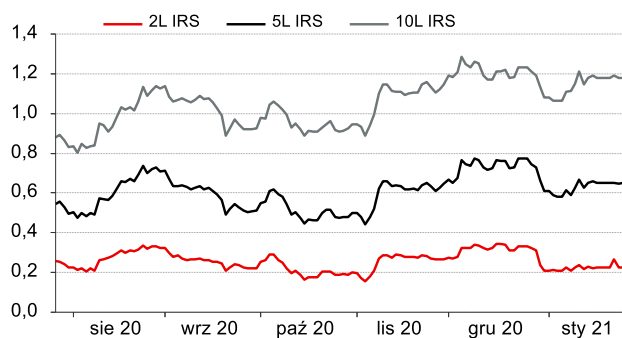
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

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		
PONIEDZIAŁEK (1 lutego)							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	XII	% m/m	-2,3	-	1,1
9:00	PL	PMI przemysł	I	pkt	51,3	51,0	51,7
9:55	DE	PMI przemysł	I	pkt	-	-	57,0
10:00	EZ	PMI przemysł	I	pkt	-	-	54,7
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	XII	%	-	-	8,3
16:00	US	ISM przemysł	I	pkt	60,0	-	60,7
WTOREK (2 lutego)							
9:00	CZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	-	-	-5,0
11:00	EZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	-	-	-4,3
ŚRODA (3 lutego)							
	PL	Decyzja RPP		%	0,1	0,1	0,1
2:45	CN	PMI usługi	I	pkt	55,5	-	56,3
9:55	DE	PMI usługi	I	pkt	-	-	46,8
10:00	EZ	PMI usługi	I	pkt	-	-	45,0
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	I	% r/r	-	-	-0,3
14:15	US	Raport ADP	I	tys.	57,5	-	-123
16:00	US	ISM usługi	I	pkt	56,8	-	57,2
CZWARTEK (4 lutego)							
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	XII	% m/m	-	-	-6,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	875	-	900
14:30	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,0	-	0,3
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	XII	% m/m	0,0	-	0,2
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	XII	% m/m	1,0	-	1,0
PIĄTEK (5 lutego)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	XII	% m/m	-	-	2,3
9:00	HU	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	0,0	-	1,6
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	I	tys.	75	-	-140
14:30	US	Stopa bezrobocia	I	%	6,7	-	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