

Tygodnik ekonomiczny

Kształtowanie pakietu

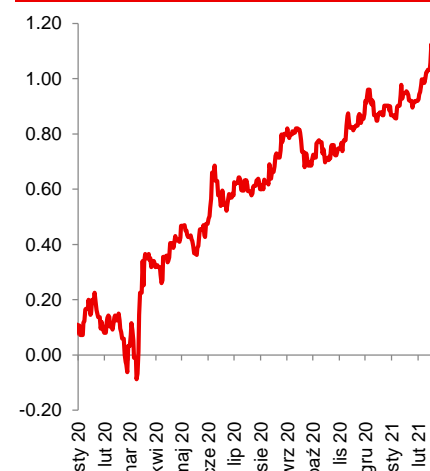
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Za nami tydzień pełen krajowych danych. Roczne dynamiki sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej i budowlanej za styczeń były wyraźnie słabsze od grudniowych odczytów, ale w dużej mierze było to skutkiem negatywnego wpływu liczby dni roboczych i efektów wysokiej bazy. Po odsezonowaniu, dynamika zmian wyglądała przyzwoicie, a o tym, że sytuacja w krajowej gospodarce na początku 2021 jest lepsza niż na pierwszy rzut oka wygląda świadczą też dane z rynku pracy, które pokazały, że jedynie w branżach w największym stopniu dotkniętych obostrzeniami płace spadły w ujęciu rocznym.
- Wiemy już, że na początku nowego roku gospodarka jest w przyzwoitej formie, a w ostatnim tygodniu lutego przekonamy się jak wyglądała końcówka 2020. W piątek opublikowane zostaną szczegółowe dane o PKB za IV kw. Wstępny odczyt pokazał spadek o 2,8%, co oznaczało jedynie niewielki spadek w ujęciu kwartalnym. Finalny odczyt nie będzie się zapewne dużo różnił od wstępnego szacunku przez co powinien być raczej neutralny rynkowo.
- Za granicą poznamy **dużo danych z USA**, w tym o sytuacji i nastrojach konsumentów oraz trendach na rynku nieruchomości. Trwają prace nad finalnym kształtem **pakietu fiskalnego** Joe Bidena i wkrótce (mówi się o przełomie miesiąca czy pierwszej połowie marca) należy się spodziewać osiągnięcia ostatecznego kształtu i rozpoczęcia procesu wdrażania. W ostatnich tygodniach rynek giełdowy czy stopy procentowej wycenił wdrożenie większych wydatków mających pobudzić gospodarkę i przyjęcie pakietu może być pretekstem do korekty. Rynek będzie też w dalszym ciągu śledził **informacje związane z pandemią**, w szczególności postęp w produkcji, dystrybucji i aplikacji szczepionek.

Wnioski rynkowe:

- **EURPLN kolejny tydzień będzie zapewne znajdował się w przedziale 4,47-4,51.** Nastroje na rynkach globalnych wspierają waluty rynków wschodzących jednak inwestorzy niechętnie budują znaczące otwarte pozycje walutowe w złotym gdyż taka strategia może przynieść negatywne skutki gdyby NBP ponownie interweniował na rynku walutowym, co w teorii jest możliwe w każdym momencie tak długo jak EURPLN pozostaje poniżej 4,50. Warto pamiętać, że 4,47 to poziom, przy którym NBP prawdopodobnie przeprowadzał drugą rundę interwencji pod koniec 2020.
- **Polskie rentowności/IRS najprawdopodobniej będą podążać za rynkami bazowymi** gdyż lokalne dane będą raczej neutralne. Mimo niedawnych jastrzębich wypowiedzi członków RPP (Kropiwnicki, Gatnar) wciąż uważamy, że NBP pozostawi stopy procentowe bez zmian do końca kadencji (w 2022) dlatego na globalny trend wzrostu inflacji bardziej mogą reagować dłuższe tenory krzywych obligacyjnej i IRS.

Stawki PLN IRS, spread 2x10, %



Źródło: Bloomberg, 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

Inflacja przebiła oczekiwania rynkowe, tak jak zakładaliśmy. Sprzedaż detaliczna i budownictwo pokazały mocne wyhamowanie aktywności. Wzrost produkcji przemysłowej został zduszony efektami kalendarzowymi a w zatrudnieniu wystąpił niepokojący spadek.

Stycyniowa **inflacja CPI** wyniosła 2,7% r/r, zgodnie z naszą prognozą i powyżej rynku (2,4% r/r). Szacujemy, że wzrost inflacji to głównie pochodna wyższych cen paliw i energii elektrycznej oraz wzrostu inflacji bazowej (ta ostatnia wg nas wzrosła do 4,0% r/r wobec 3,7% r/r w grudniu). Naszym zdaniem w najbliższych miesiącach inflacja CPI będzie krążyła wokół celu NBP (2,5%), przy czym w kwietniu możliwy jest skok w okolice 3,0%. Więcej w [Komentarzu ekonomicznym](#). **PPI** wzrósł o 0,7% r/r w styczniu wobec 0,1% r/r w grudniu w związku ze słabszym złotym i wyższymi cenami surowców, choć bazaowa część wskaźnika też poszła w górę.

W styczniu **produkcja przemysłowa** wzrosła o 0,9% r/r przy oczekiwaniach rynku na poziomie 1,9% r/r oraz naszej prognozie 0,1% r/r. Po odsezonowaniu wzrost wyniósł 5,7% r/r – wprawdzie mniej niż w grudniu (7,1% r/r) ale równocześnie więcej niż w jakimkolwiek innym miesiącu 2020 r. Naszym zdaniem w tym roku średnie tempo wzrostu produkcji przekroczy 10%. Więcej w [Komentarzu ekonomicznym](#).

Produkcja budowlano-montażowa spadła w styczniu o 10% r/r wobec naszych oczekiwań -12,8% r/r, konsensusu -2,8% r/r i poprzedniego odczytu +3,4% r/r. Odczyt wygląda na bardzo słaby, ale w rzeczywistości taki nie jest: duży spadek r/r to efekt mniejszej liczby dni roboczych i wysokiej bazy z zeszłego roku. Naszym zdaniem produkcja budowlana będzie pokazywała ujemne roczne stopy wzrostu w najbliższych miesiącach, ale powinna ulec poprawie w II poł. roku wraz z ożywieniem w inwestycjach.

W styczniu krajowa **sprzedaż detaliczna** spadła realnie o 6,0% r/r. Rynek oczekiwał -6,6% r/r, a my -4,5% r/r. Znaczne pogorszenie wobec grudnia (-0,8% r/r) to m. in. skutek zamknięcia galerii handlowych. Z kolei restrykcje związane z feriami zniechęcały do wyjazdów zimowych. Sprzedaż dóbr trwałych wzrosła jednak o 1,4% r/r. Obostrzenia związane z pandemią pozostają główną przeszkodą stojącą na drodze do wyraźnego odbicia sprzedaży detalicznej i konsumpcji prywatnej. Oczekujemy szybkiego powrotu do normy jak tylko restrykcje zostaną zniesione. Więcej [tutaj](#). W lutym **nastroje konsumentów** nie zmieniły się m/m, ale wskaźnik oczekiwanej sytuacji finansowej znalazł się najwyżej od czterech miesięcy.

Zatrudnienie obniżyło się w styczniu o 2,0% r/r podczas gdy my spodziewaliśmy się -1,3% r/r a rynek -1,5% r/r. Płace wzrosły w styczniu o 4,8% r/r, blisko naszej prognozy (4,7%) i oczekiwań rynkowych (4,8%). Spadek zatrudnienia to naszym zdaniem głównie skutek corocznej rewizji próby statystycznej GUS. Spodziewamy się poprawy zatrudnienia i wzrostu płac w nadchodzących miesiącach. Więcej w [Komentarzu ekonomicznym](#).

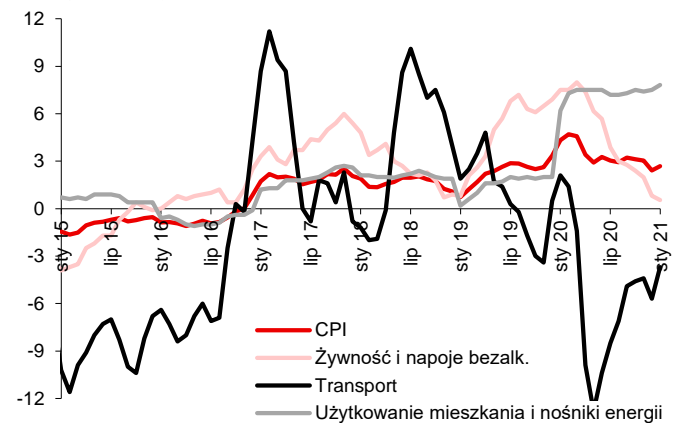
Saldo na **rachunku obrotów bieżących** pokazało w grudniu nadwyżkę 0,43 mld €, mniejszą niż zakładaliśmy my i rynek (odpowiednio 1,08 mld € i 1,01 mld €), przy zaskakująco dużej skali obrotów towarowych. Eksport wzrósł o 14,8% r/r (to najlepszy wynik od stycznia 2018 r.) przy oczekiwanym wzroście 11,6%. Import był wyższy o 13,6% r/r (najwyższa dynamika od października 2018 r.) zamiast o oczekiwane 9,3%. 12-mies. skumulowany wynik na rachunku obrotów bieżących wzrósł do +3,5% PKB z dotychczasowych rekordowo wysokich 3,4% w listopadzie.

Wg nowego projektu ustawy w sprawie **przekształcenia OFE**, ma do niego dojść 28 stycznia 2022 r. między 1 czerwca 2021 r. a 2 sierpnia ubezpieczeni będą mogli zdecydować czy chcą przekierować swoje środki do ZUS (bez opłaty, ale przyszłe wypłaty obciążą PIT) czy do IKE (15% opłaty przekształceniowej, bez PIT później). Główne skutki finansowe dla sektora finansów publicznych przy założeniu przejścia 50% ubezpieczonych do IKE to +4,6 mld zł w 2021 r., +12,5 mld zł w 2022 r.

Członek RPP **Jerzy Żyżyński** uważa, że nadal nie można wykluczyć obniżki stóp, ale tylko o 10pb. **Jerzy Kropiwnicki** uznał, że w II poł. br. można będzie pomyśleć o ostrożnej podwyżce stóp o ile inflacja zaskoczy w górę.

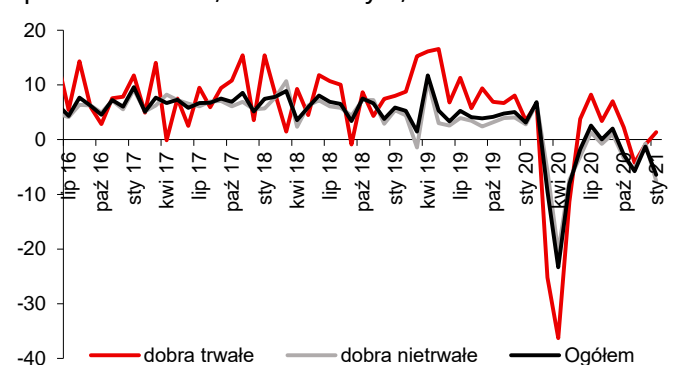
Eugeniusz Gatnar powiedział, że w II poł. br. należy rozważyć podwyżkę stóp procentowych do 0,5%, a inflacja może przyspieszać i osiągnąć nawet 4%. Według niego do końca kadencji obecnej RPP (początek 2022 r.) stopa mogłaby zostać podniesiona do 1,0%.

Inflacja CPI i wybrane składniki, % r/r



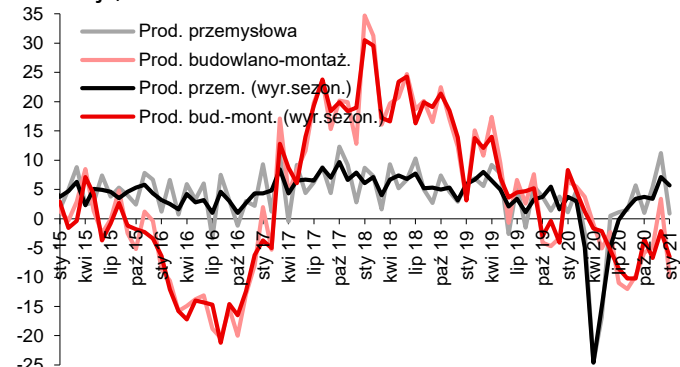
Źródło: GUS, Santander

Sprzedaż detaliczna, w cenach stałych, % r/r



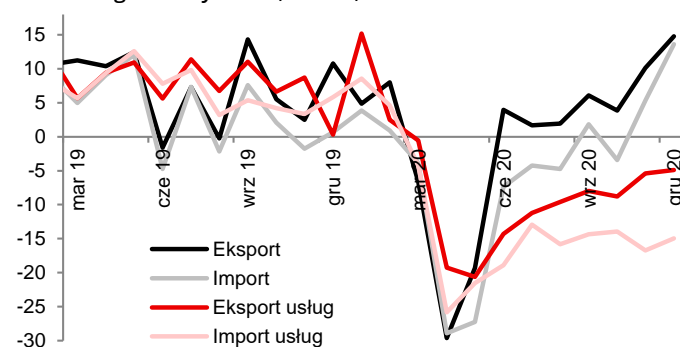
Źródło: GUS, Santander

Produkcja, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Handel zagraniczny Polski, w EUR, % r/r



Źródło: NBP, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX EURPLN był stabilny przez kolejny tydzień (spadek 0,2% t/t). Prawie przez cały luty EURPLN znajdował się w przedziale 4,47-4,51. Obniżona zmienność kursu jest częściowo funkcją niższej zmienności na rynkach globalnych (zarówno walut – być może z wyjątkiem funta - jak i indeksów giełdowych). USDPLN spadł do 3,71 o 0,2%, CHFPLN do 4,14, o 0,5% a GBPPLN wzrósł o 0,8% do 5,18.

W regionie CEE, EURCZK ustabilizował się po tym jak trend zniżkowy obserwowany od początku roku zatrzymał się w ubiegłym tygodniu. EURCZK wzrósł 0,3% do 25,83. Czeski rachunek obrotów bieżących okazał się gorszy od oczekiwań – deficyt CZK 3,2mld. EURHUF nie uległ zmianie na przestrzeni tygodnia, większość czasu spędził w wąskim przedziale 358,0-359,5. Węgierski PKB za IV kw. zaskoczył w górę i w ujęciu kw/kw był dodatni (vs oczekiwania ujemnej dynamiki). USDRUB wzrósł o 0,4% t/t do 73,9. Rosyjska sprzedaż detaliczna oraz PPI mocno zaskoczyły w górę, a stopa bezrobocia spadła do 5,8%.

Stopy procentowe Odczyt styczniowej inflacji w poniedziałek pobił oczekiwania o 0,3pp i wyniósł 2,7% r/r. W następstwie czego kontrakty FRA zaczęły wyceniać podwyżki (np. 9x12 do 0,34% z 0,25%; a 21x24 do 0,70% z 0,55% względem 3M Wibor po 0,21%), jednak w drugiej połowie tygodnia nastąpiło cofnięcie (np. 9x12 do 0,31%). IRS wzrosły na przestrzeni tygodnia ok 7pb np. 10L do 1,53% a 5L do 0,97%. Od początku lutego oba IRS wzrosły już o około 30pb. Krzywa obligacyjna ruszyła się w mniejszym stopniu. W rezultacie zawężił się spread do Bunda do 167pb a 10L ASW stał się bardziej ujemny (-19pb). W środę na aukcji zakupu NBP kupił obligacje za 1,05mld zł (PS0425, DS0727, WS0428, DS1029, DS1030). W czwartek na aukcji sprzedaży Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje w sumie za 5,5 mld zł przy popycie 7,9mld zł (OK0423, PS1026, DS1030, WZ1126, WZ1131). Po aukcji Ministerstwo poinformowało, że pokrycie potrzeb pożyczkowych brutto na 2021 wyniosło 53%.

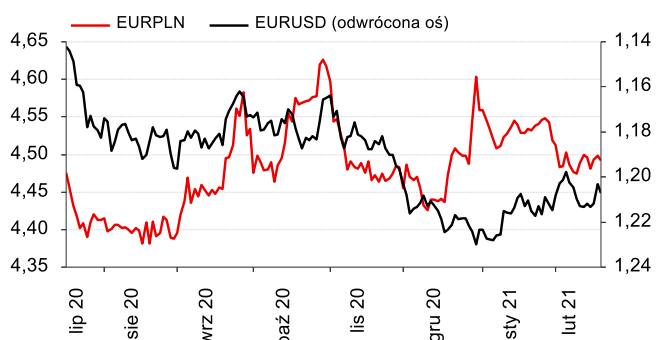
W przyszłym tygodniu w Polsce poznamy podaż pieniądza w poniedziałek, stopę bezrobocia we wtorek; w piątek szczegółowe dane o PKB za IV kw. Za granicą, w Niemczech indeks Ifo (poniedziałek), inflacja w strefie euro oraz decyzja o stopach procentowych na Węgrzech (wtorek), niemieckie PKB za IV kw. oraz sprzedaż nowych domów w USA (środa), indeks ESI w strefie euro oraz zamówienia dóbr trwałych w USA (czwartek) oraz osobiste dochody i wydatki w USA (piątek).

Wpływ na rynek

Rynek FX EURPLN kolejny tydzień będzie najprawdopodobniej znajdował się w trendzie bocznym w przedziale 4,47-4,51. Wyższy od oczekiwań odczyt styczniowej inflacji (który przewidzieliśmy) i wyższe rentowności powodują, że złoty jawi się jako bardziej atrakcyjna inwestycja. Nastroje na rynkach globalnych wspierają waluty rynków wschodzących jednak inwestorzy niechętnie budują znaczące otwarte pozycje walutowe w złotym gdyż taka strategia może przynieść negatywne skutki gdyby NBP ponownie interweniował na rynku walutowym, co w teorii jest możliwe w każdym momencie tak długo jak EURPLN pozostaje poniżej 4,50.

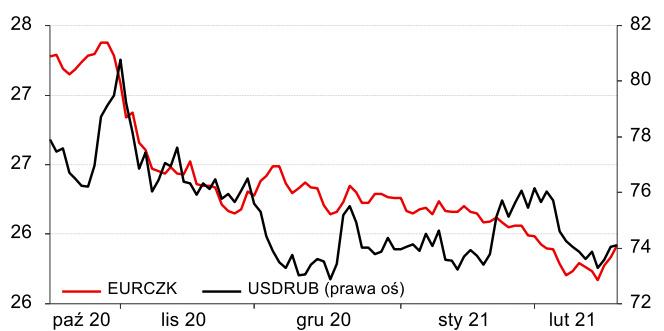
Stopy procentowe. Polskie stopy procentowe najprawdopodobniej będą podążać za rynkami bazowymi gdyż lokalne dane (podaż pieniądza, bezrobocie, dane PKB za IV kw.) nie są dla rynków kluczowe. Polska gospodarka i inflacja powoli wstają z kolan. Jednak pomimo niedawnych jastrzębich wypowiedzi członków RPP (Kropiwnicki, Gatnar) wciąż uważamy, że NBP pozostawi stopy procentowe bez zmian do końca kadencji (w 2022). Tym samym 2L IRS po 0,44% jest być może zbyt wysoko (FRA 21x24 implikuje 40pb podwyżkę). Podaż obligacji wciąż jest niższa niż rynek by tego sobie życzył. Dlatego na globalny trend wzrostu inflacji bardziej mogą reagować dłuższe tenory krzywej IRS.

EURPLN i EURUSD



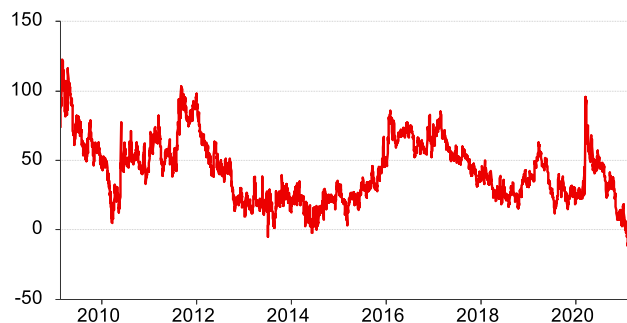
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

EURCZK i USDRUB



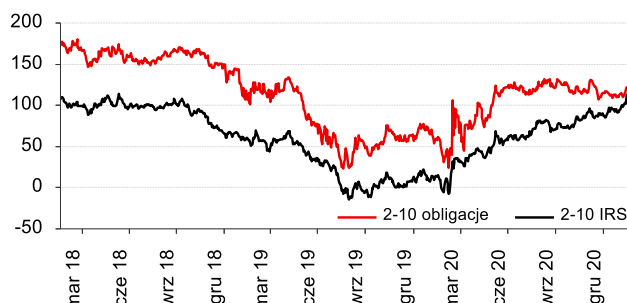
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Polski 10-letni spread asset swap



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Polskie spready 2-10



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	SANTANDER	
PONIEDZIAŁEK (22 lutego)						
10:00	DE	Ifo	II	pkt	89,7	90,1
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	I	% r/r	16,4	16,4
WTOREK (23 lutego)						
10:00	PL	Stopa bezrobocia	I	%	6,5	6,5
11:00	EZ	HICP	I	% r/r	0,0	0,9
14:00	HU	Decyzja banku centralnego	23.02.2021	%	0,6	0,6
16:00	US	Conference Board Konsumenci	II	pkt	90,0	89,3
ŚRODA (24 lutego)						
08:00	DE	PKB WDA	IV kw.	% r/r	0,0	-3,9
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	I	% m/m	2,0	1,6
CZWARTEK (25 lutego)						
11:00	EZ	ESI	II	pkt	-	91,5
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	I	% m/m	1,3	0,5
14:30	US	PKB	IV kw.	% k/k	4,1	4,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	20.02.2021	tys.	772,5	861,0
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	I	% m/m	-	-0,3
PIĄTEK (26 lutego)						
10:00	PL	PKB	IV kw.	% r/r	-2,8	-2,8
14:30	US	Wydatki osobiste	I	% m/m	0,7	-0,2
14:30	US	Dochody osobiste	I	% m/m	10,0	0,6
14:30	US	Indeks cen PCE SA	I	% m/m	0,2	0,4
16:00	US	Indeks Michigan	II	pkt	76,2	76,2

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