

Tygodnik ekonomiczny

To jeszcze nie wiosna

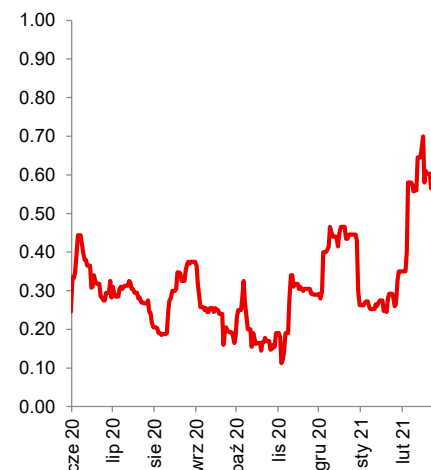
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Za oknem wiosna i ocieplenie, ale na wyraźne podgrzanie temperatury w gospodarce trzeba będzie jeszcze trochę zaczekać. Na horyzoncie widać już trzecią falę Covid-19, więc całkiem prawdopodobne, że z lekkiego łagodzenia restrykcji, na które zdecydowała się Polska w połowie lutego, trzeba się będzie wycofać. Częściowo już to się dzieje, na razie na poziomie regionalnym. Jednocześnie proces szczepień przyspiesza i Polska na tle innych krajów UE wygląda pod tym względem bardzo dobrze, ale to wciąż niewystarczające tempo żeby osiągnąć już niebawem wymierne efekty. Nadal uważamy, że w II półroczu br. dojdziemy do punktu, w którym (dzięki masowym szczepieniom) niepewność dot. pandemii znacznie spadnie, co odblokuje popyt i mocno ożywi wzrost gospodarczy. Jednak w tej chwili widać rosnące ryzyko, że może to nastąpić nieco później niż do tej pory zakładaliśmy (np. raczej pod koniec niż na początku III kwartału).
- Niemniej, marzec powinien zacząć się od dobrej informacji – w poniedziałek **publikacja indeksów PMI dla przemysłu**. Nasza prognoza dla Polski wskazuje na poprawę do 53,0 odzwierciedlającą dobrą kondycję krajowych producentów. Przemawia za tym wyraźny wzrost wstępnych PMI dla strefy euro i Niemiec oraz poprawa innych indeksów koniunktury przemysłowej. Przemysł ma się dobrze, ale pamiętajmy że podobnie było w IV kw. (kiedy wartość dodana w tym sektorze wzrosła o 4,8% r/r!) co nie uchroniło całej gospodarki przed stagnacją.
- W środę **kolejne posiedzenie RPP**. Stopy procentowe zapewne pozostaną bez zmian, a ton komunikatu zbliżony do poprzednich. Najciekawsze będą jednak nowe projekcje banku centralnego dot. PKB i inflacji. Prognoza PKB zostanie najprawdopodobniej podniesiona dla 2021 r., ponieważ ta z listopadowej edycji okazała się zbyt pesymistyczna. Ścieżka inflacji już w listopadzie była dość wysoko, więc być może nie ulegnie większej zmianie. W sumie, nie będą to zmiany, które wspierałyby wzrost prawdopodobieństwa obniżek stóp procentowych w Polsce. Niewykluczone, że w piątek prezes Głapiński po raz kolejny wystąpi na wideokonferencji odpowiadając na pytania dziennikarzy.
- Oprócz tych dwóch krajowych wydarzeń, **za granicą całkiem sporo nowych danych**, m.in. finalne PMI w przemyśle i usługach, wstępna inflacja w strefie euro, raport o rynku pracy w USA. Od ich wymowy może zależeć kierunek zmian na rynkach finansowych, które w ostatnim tygodniu zaczęły jeszcze mocniej wyceniać scenariusz globalnej reflacji.

Wnioski rynkowe:

- Złoty trochę się osłabił, ale nie była to mocna wyprzedaż. Wydaje się nam, że jeśli nowe dane nie zepsują wiary w globalne ożywienie (co zakładamy), giełdy mogą odreagować a to będzie wsparciem dla walut EM. Nie oczekujemy jednak zejścia EURPLN poniżej 4,47.
- Ostatnie dni przyniosły za to mocny wzrost rentowności u nas oraz za granicą. Po takim dynamicznym ruchu można się już naszym zdaniem zastanawiać nad rosnącą atrakcyjnością obligacji, ale trudno dokładnie wskazać kiedy i na jakim poziomie ten trend się zatrzyma. W każdym razie wydaje się, że ruch wzrostowy rentowności powinien co najmniej przyhamować.

Stawki PLN FRA 21x24, %



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 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 rząd zdecydował, że od soboty (27 lutego) zaostrzone zostaną **ponownie restrykcje** w województwie warmińsko-mazurskim. Zamknięte będą obiekty i instytucje, które wcześniej w tym roku zostały w całym kraju otwarte, m.in. galerie handlowe, kina, teatry czy pływalnie. W reszcie kraju restrykcje w niezmienionej wersji przedłużono do połowy marca. Ponadto poznaliśmy szczegółowe dane o PKB w IV kw. 2020 r., wskaźniki koniunktury, dane BAEL o rynku pracy, podaż pieniądza M3 oraz pierwsze dane fiskalne z 2021 r.

Wzrost PKB w IV kw. 2020 r. wyniósł -2,8% r/r i -0,7% kw/kw po odsezonowaniu, zgodnie z oczekiwaniami. Szczegółowe dane okazały się być zgodne z naszymi szacunkami opartymi o dane roczne. Uważamy, że wzrost PKB pozostanie słaby w I kw. 2021 r. (blisko zera w ujęciu kwartalnym), rośnie też ryzyko, że II kw. będzie nie najlepszy ze względu na rosnącą trzecią falę zakażeń. W każdym razie trzymamy się naszego poglądu, że w II połowie 2021 r. wzrost PKB przyspieszy wyraźnie wraz z postępem szczepień. Nasza prognoza na 2021 r. to 4,6%. Więcej napisaliśmy w [Komentarzu ekonomicznym](#).

Wg danych BAEL w IV kw. 2020 r. liczba pracujących była wyższa niż rok wcześniej o 0,5% r/r po spadkach o 1,3% w II kw. i 0,6% w III kw. Wzrosła też liczba bezrobotnych – w IV kw. 2020 było ich o 9,3% więcej niż przed rokiem, wobec wzrostu o 5,5% w III kw. Stopa bezrobocia wyniosła 3,1% i była nieco niższa niż w III kw. 2020 (3,3%). Wzrost i liczby pracujących, i liczby bezrobotnych to znak pewnego ożywienia rynku pracy – w pierwszej fazie kryzysu wzrosła liczba osób biernych zawodowo, co było odzwierciedleniem faktu, że aktywne poszukiwanie pracy nie było możliwe.

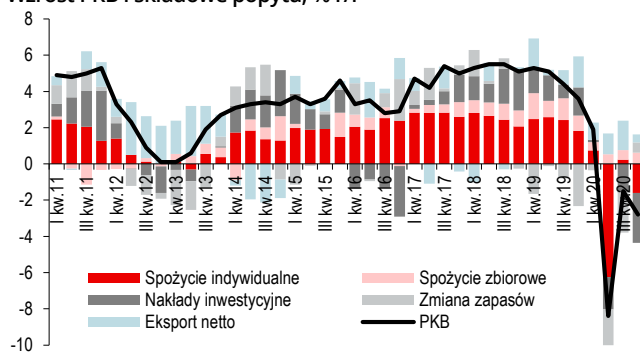
Wskaźniki koniunktury gospodarczej GUS pokazały w lutym szerokie pogorszenie ocen bieżącej sytuacji przy jednoczesnej poprawie oczekiwań. Niektóre sektory wyraziły mniejsze obawy o wpływ pandemii (przemysł, handel detaliczny, transport), podczas gdy hotele i restauracje czuły się jeszcze bardziej zagrożone niż miesiąc wcześniej. W zdecydowanej większości sektorów poprawiła się m/m dostępność pracowników (niższy udział nieplanowanych nieobecności i pracowników na kwarantannie, mniejsze wykorzystanie telepracy). Wszystkie sektory wykazały choć odrobinę wyższe niż poprzednio oceny spodziewanych nowych zamówień, zwłaszcza hotele i restauracje (ze względu na przyzwolenie na otwarcie tych pierwszych na dwa tygodnie od połowy lutego przy limicie 50% obłożenia).

Główny **wskaźnik koniunktury ESI** dla Polski wzrósł w lutym z 82,3 pkt do 87 pkt, co jest najwyższym poziomem od marca. Poprawiło się przede wszystkim nastawienie konsumentów oraz firm z sektora usług i handlu detalicznego. Konsumentom zdecydowanie lepiej postrzegali w lutym swoją przyszłą sytuację finansową (wskaźnik najwyższy od marca ub.r.) i trochę lepiej perspektywy gospodarki. Wskaźnik dla polskiego przemysłu pozostał dużo poniżej poziomu sprzed pandemii - inaczej niż jego odpowiednik dla strefy euro, który podniósł się wyraźnie do najwyższego poziomu od połowy 2019 r.

W styczniu **podaż pieniądza M3** wzrosła o 16,8% r/r wobec 16,4% poprzednio. Skorygowana o zmiany kursowe łączna wartość kredytów była o 1,1% mniejsza niż rok wcześniej (-1,0% r/r w grudniu): z jednej strony kredyty dla osób prywatnych dalej hamowały (tym razem do 2,5% r/r z 2,8%), z drugiej strony kredyty dla firm – choć wciąż dużo niższe niż rok wcześniej – zdołały poprawić nieco roczną dynamikę (do -6,6% r/r z -7,0%). 10-procentowy wzrost złotych kredytów mieszkaniowych to najniższy wynik od 2009 r., kredyty konsumenckie schodząc z dynamiką do prawie -3% r/r odnotowały najsłabszą dynamikę od 2013 r.

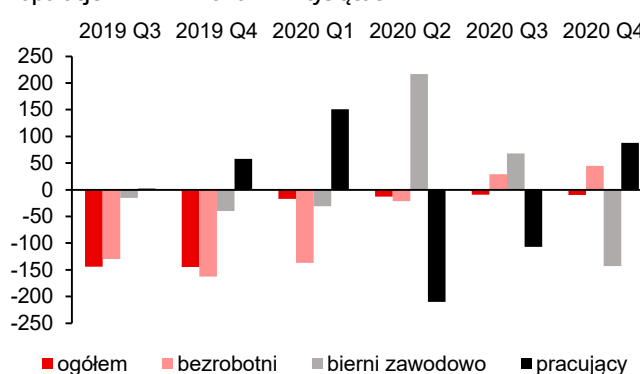
Budżet centralny zamknął styczeń z nadwyżką 6,6 mld zł wobec wyniku 3,4 mld zł przed rokiem. Rok zaczyna się zatem całkiem nieźle, ale naszym zdaniem to głównie efekt kreatywnej księgowości. Wydatki budżetowe były o 7,7% r/r niższe, w tym dotacja do FUS spadła prawie o 90% r/r. Jak już wielokrotnie wcześniej pisaliśmy, zachowanie wydatków budżetu centralnego nie odzwierciedla tego, co faktycznie dzieje się w finansach publicznych, a raczej jest wynikiem kreatywnego przekładania wydatków między różnymi okresami i funduszami. Dochody budżetowe wzrosły o 1,0% r/r, w tym z PIT i CIT w dwucyfrowym tempie, a z VAT nawet o ok. 6% r/r.

Wzrost PKB i składowe popytu, % r/r



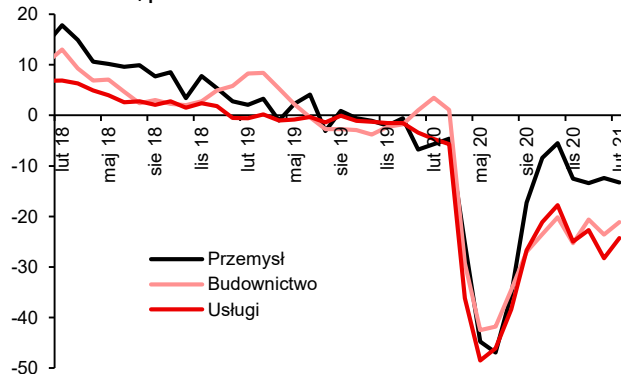
Źródło: GUS, Santander

Populacje BAEL – zmiana r/r w tysiącach



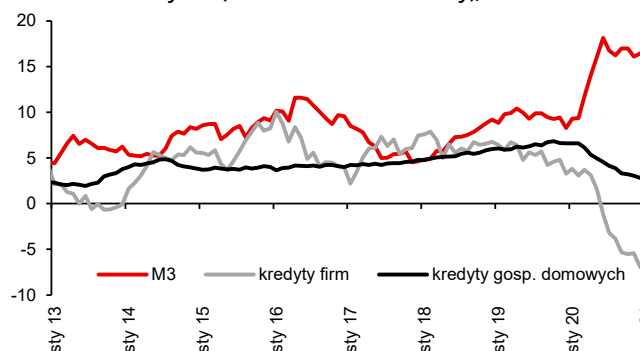
Source: GUS, Santander

Wskaźniki ESI, pkt



Źródło: GUS, Santander

M3 i wzrost kredytów (korekta o kurs walutowy), % r/r



Źródło: NBP, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Podwyższoną zmienność jaka pojawiła się na świecie widać też było w pewnym stopniu na krajowym rynku walutowym. Pomimo gwałtownej wyprzedaży na rynku obligacji i silnych dziennych wahań na rynku giełdowym, EURPLN nie był zbyt zmienny. Większe zmiany miały miejsce w notowaniach złotego do dolara, franka oraz funta. EURPLN przebił górne ograniczenie przedziału 4,47-4,51, ale nie kontynuował ruchu w górę i zakończył tydzień blisko 4,51. Tygodniowy zakres wahań EURPLN wyniósł 1% (0,6% w poprzednim tygodniu), USDPLN 1,44% (1,62%), CHFPLN 1,80% (1,2%), GBPPLN 2% (1,3%).

Inne waluty CEE osłabiły się. EURCZK wzrósł 1% do powyżej 26,0 pod wpływem rosnącej liczby nowych przypadków Covid-19 w Czechach (w śródu odnotowano prawie 16 tys. wobec prawie 18 tys. na początku stycznia) i ryzyka powrotu restrykcji (o których miał rozmawiać rząd). USDRUB wzrósł o 0,7% do powyżej 75,0, ale pozostaje blisko strefy wsparcia 72-73. EURHUF odbił o 0,7% przejściowo powyżej 362 i opuścił zawężającą się konsolidację obserwowaną w lutym.

Stopy procentowe Polskie IRS i rentowności obligacji wzrosły o 10-20 pb podążając za rynkami bazowymi. Rentowność 10-letniego Bunda odbiła o ok. 10 pb do -0,25%, a Treasuries o ok. 13 pb do 1,50%, w obu przypadkach najwyższej od lutego/marca. 10-letnie spready rentowności rozszerzyły się do 180 pb wobec Bunda i 10 pb wobec Treasuries. Polskie spready asset swap nie zmieniły się istotnie, natomiast krzywe wyraźnie się wystromiły: spread 2-10 dla krzywej IRS znalazł się na najwyższym poziomie od stycznia 2014, a dla obligacyjnej od stycznia 2019.

W przyszłym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA (ISM i zmiana zatrudnienia poza rolnictwem), a krajowa RPP podejmie decyzję ws. stóp procentowych mając do dyspozycji nowe prognozy CPI i PKB. Możliwe, że tak jak w poprzednich dwóch miesiącach, w piątek odbędzie się wideokonferencja, na której prezes NBP będzie odpowiadał na pytania dziennikarzy. W strefie euro, poznamy wstępny lutowy HICP.

Wpływ na rynek

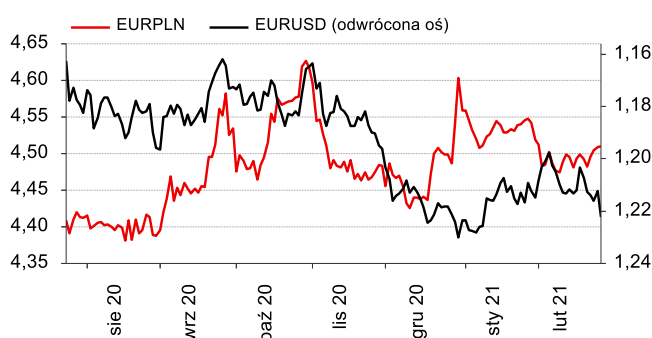
W mijającym tygodniu widzieliśmy niezłe dane z USA, które w większości przypadków były lepsze od oczekiwań i przyczyniły się do wzrostowego trendu rentowności oraz powstrzymały EURUSD przed wyraźniejszym ruchem w górę. Konsensus dla przemysłowego ISM zakłada, że indeks mógł nieco spaść, ale warto pamiętać, że wstępne PMI dla przemysłu strefy euro wyraźnie wzrosły, nawet mimo przedłużonych restrykcji w Niemczech. Rynek spodziewa się lekkiej poprawy liczby nowych etatów poza rolnictwem.

Rynek FX EURPLN nie kontynuował impulsu wzrostowego po tym jak przebił opór na 4,51 pomimo wyprzedaży polskich obligacji. W naszej ocenie, sytuacja kiedy akcje i obligacje tracą a warunkach bardzo luźnej polityki pieniężnej nie powinna się utrzymywać przez dłuższy czas. Wg nas, dobre dane ze świata powinny w końcu zacząć wspierać indeksy giełdowe, co z kolei powinno być pozytywne dla walut z rynków wschodzących. Z drugiej strony, potencjał do umocnienia złotego może być ograniczony przez niepewność związaną z kredytami walutowymi i prawdopodobne gołębie sygnały z NBP. Nie sądzimy, by kurs EURPLN spadł poniżej 4,47.

Stopy procentowe. Zmienność na krajowym rynku stopy procentowej zapewne utrzyma się na podwyższonym poziomie. Spready do Bunda i Treasuries były w ostatnim czasie dość niskie lub wahały się w pobliżu ważnych wsparć, więc pod tym kątem jest jeszcze miejsce do dalszego rozszerzania. Może ono jednak wynikać z szybszego odrabiania strat przez dług z rynków bazowych niż przez polskie obligacje.

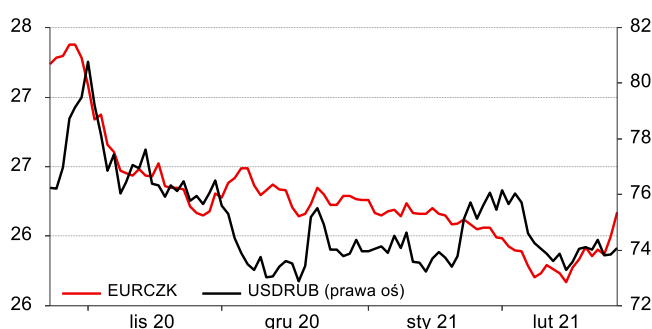
Wyprzedaż na rynkach obligacji trwa już od 4-5 tygodni. Choć przy takiej dynamice rynku trudno jest określić kiedy i przy jakim poziomie będzie miał miejsce szczyt rentowności, warto zauważyć, że nominalna zmiana rentowności w tym czasie jest dość wysoka jak na historyczne standardy. Jest więc szansa, że trend wzrostowy rentowności mógłby nieco stracić na sile.

EURPLN i EURUSD



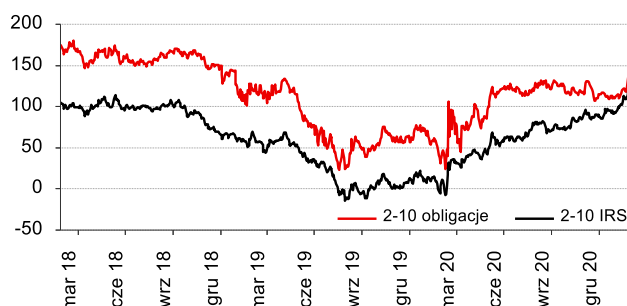
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

EURCZK i USDRUB



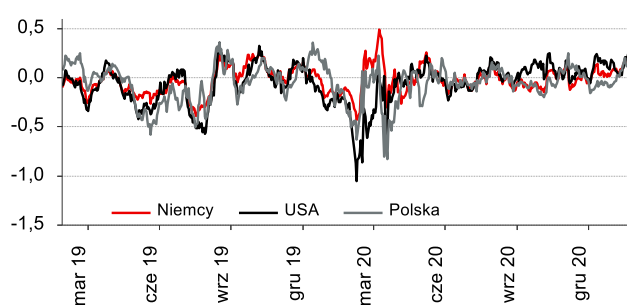
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Polskie spready 2-10



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

4-tygodniowa nominalna zmiana rentowności 10-letnich obligacji



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
PONIEDZIAŁEK (1 marca)							
9:00	HU	PKB	IV kw.	% r/r	-3,7	-	-3,7
9:00	PL	PMI przemysł	II	pkt	53,3	53,0	51,9
9:55	DE	PMI przemysł	II	pkt	60,6	-	60,6
10:00	EZ	PMI przemysł	II	pkt	57,7	-	57,7
14:00	DE	Inflacja HICP	II	% m/m	0,0	-	1,4
16:00	US	ISM przemysł	II	pkt	58,7	-	58,7
WTOREK (2 marca)							
9:00	CZ	PKB	IV kw.	% r/r	-4,9	-	-5,0
11:00	EZ	Wstępny HICP	II	% r/r	1,1	-	0,9
ŚRODA (3 marca)							
	PL	Decyzja RPP		%	0,10	0,10	0,10
2:45	CN	PMI usługi	II	pkt	51,5	-	52,0
9:55	DE	PMI usługi	II	pkt	45,9	-	45,9
10:00	EZ	PMI usługi	II	pkt	44,7	-	44,7
14:15	US	Raport ADP	II	tys.	165	-	174
16:00	US	ISM usługi	II	pkt	58,7	-	58,7
CZWARTEK (4 marca)							
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	I	% m/m	-2,0	-	2,0
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	I	%	8,3	-	8,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	825	-	730
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	1,0	-	1,1
PIĄTEK (5 marca)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	1,0	-	-1,9
9:00	HU	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	-3,6	-	1,1
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	II	tys.	133	-	49
14:30	US	Stopa bezrobocia	II	%	6,4	-	6,3

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