

# Tygodnik ekonomiczny

## Projekcje nie wpłynęły na RPP

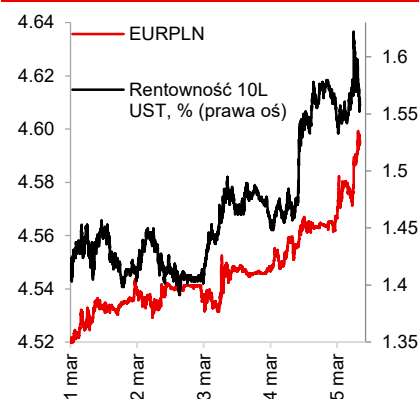
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Nowy tydzień rozpocznie się od **publikacji Raportu o inflacji** i omówienia nowych projekcji NBP, które – jak już wiemy z komunikatu po posiedzeniu RPP – zostały wyraźnie podwyższone w stosunku do ich listopadowej wersji, co dla rynku finansowego stało się paliwem do wyceny jeszcze większego prawdopodobieństwa podwyżek stóp procentowych w horyzoncie kilku kwartałów.
- Dzisiaj na popołudniowej wideokonferencji prezes NBP Adam Glapiński, odniósł się do wyników projekcji, podkreślając, że nie zmieniły one nastawienia polityki pieniężnej. Jego zdaniem rynek finansowy się myli, a **szansa na podwyżki stóp procentowych w najbliższych dwóch latach jest praktycznie zerowa**, ponieważ inflacja „nie będzie rosła nadmiernie” i pozostanie „zgodna z celem inflacyjnym”, a poza tym za jej wzrostem stoją głównie czynniki niezależne od polityki pieniężnej (ceny ropy, energii, śmieci), tymczasem inflacja bazowa będzie spadała. Prezes NBP pytany o wzrost rentowności obligacji nie wyraził zaniepokojenia tym trendem (który jego zdaniem odzwierciedla wzrost optymizmu odnośnie do perspektyw gospodarki), ani zamiarów zwiększenia rozmiaru skupu aktywów aby temu przeciwdziałać. Jednocześnie, Glapiński nie widzi możliwości zamknięcia programu QE w najbliższych latach i być może pozostanie on aktywny „już na zawsze”. Wypowiedzi prezesa NBP, jak można się było spodziewać, wpłynęły na ograniczenie rynkowych oczekiwań dot. podwyżek i na krótki koniec krzywej. Dla długiego końca efekt może być docelowo odwrotny – utwierdzenie inwestorów w przekonaniu, że NBP może zbyt długo zwlekać z reakcją na ożywienie PKB i inflacji może prowadzić do dalszego stromienia krzywej, podobnie jak to ma teraz miejsce w USA.
- Poza tym w kalendarzu na przyszły tydzień głównie wydarzenia za granicą: m.in. dane o inflacji (CZ, HU, DE), o produkcji (DE, CZ, EZ), plus **posiedzenie EBC** oraz być może **końcowe decyzje nt kolejnego pakietu fiskalnego w USA** (obecne zasiłki wygasają 14 marca). Szczególnie istotne mogą być te dwa ostatnie: od tego czy EBC zareaguje jakoś (i jak?) na bieżącą sytuację rynkową i od przyjęcia (w jakim ostatecznie kształcie?) amerykańskiego pakietu stymulacji może zależeć czy rentowności utrzymają trend wzrostowy czy nastąpi wyraźna korekta. Naszym zdaniem bardziej prawdopodobny jest ten pierwszy scenariusz.

### Wnioski rynkowe:

- Ogólna atmosfera na światowych rynkach (rosnące rentowności, spadające giełdy, mocny dolar) nie sprzyja walutom EM, a na złotym dodatkowo cięży ryzyko działań interwencyjnych NBP i niepewność przed werdyktem SN w sprawie kredytów walutowych. Dodatkowo, region CEE znów zaczął wyglądać źle na mapie koronawirusowych zakażeń w Europie. Niewykluczone, że EURPLN będzie testował w najbliższych dniach poziom 4,65.
- Kluczowy dla polskich obligacji wydaje się trend na rynku długu w USA. Wyraźna korekta tam nie jest wykluczona, gdyby np. w końcowej fazie prac nad pakietem fiskalnym pojawiły się problemy (opóźnienie, zawężenie skali). Ale na razie większe ryzyko widzimy po stronie dalszej wyprzedzaży UST i POLGB.

### Notowania złotego i obligacji USA



Źródło: Bloomberg, 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 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

Oprócz kolejnego zaskakująco silnego odczytu PMI, mijający tydzień przyniósł pierwsze dane nt. aktualizacji projekcji NBP: bank centralny ma teraz jedną z najbardziej optymistycznych prognoz PKB na rynku i oczekuje, że inflacja pozostanie powyżej celu w 2021, 2022 i 2023 r. (choć poniżej górnej granicy pasma dopuszczalnych odchyłań).

Wskaźnik **PMI w polskim przemyśle** wzrósł w lutym do 53,4 pkt z 51,9 pkt, najwyżej od połowy 2018 r. Wzmożony popyt, zarówno z kraju jak i z zagranicy (najwyższy poziom indeksu nowych zamówień eksportowych od września 2017 r.) jeszcze nasilił i tak już dużą presję na łańcuchy dostaw. Wskaźnik bieżącej produkcji znów zaczął wskazywać na wzrosty, firmy poszukiwały dodatkowych pracowników i zwiększyły aktywność zakupową, jednocześnie zużywając zapasy surowców i materiałów z uwagi na opóźnienia w nowych dostawach. Przy takim układzie doszło do wyraźnego wzrostu kosztów produkcji i ich przełożenia na własne ceny – wskaźnik cen produkcji osiągnął najwyższy poziom od maja 2004 r. Niedobory materiałowe stanowią rosnące ryzyko w górę dla ścieżki inflacji na ten rok, nie spodziewamy się za to, żeby zdołały uniemożliwić dalszy wzrost produkcji przemysłowej.

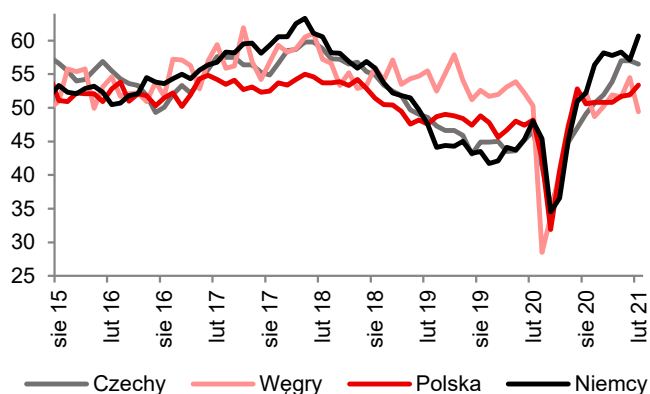
Odsezonowana **stopa bezrobocia BAEL** obniżyła się w styczniu do 3,1% z 3,2% w grudniu. Stopa bezrobocia w tej metodologii była zatem nieznacznie wyższa niż rok temu (w styczniu 2020 r. wyniosła 3,0%) i w dodatku jest najniższa w całej Unii Europejskiej – dotychczas liderem byli Czesi, którzy jednak zanotowali wzrost stopy bezrobocia do 3,2%. Średnio w UE bezrobocie wyniosło 7,3% wobec 6,6% rok wcześniej. Z kolei wg danych Ministerstwa Pracy, w lutym **stopa bezrobocia rejestrowanego** wyniosła 6,6% po wzroście liczby bezrobotnych o 10,2 tys. Liczby te dla nas są dość zaskakujące, gdyż w ostatnich latach liczba bezrobotnych spadała w lutym, a ponowne otwarcie centrów handlowych i hoteli powinno sprzyjać zatrudnieniu.

W 2020 r. wydano 406,5 tys. **pozwoleń na pracę dla cudzoziemców** (-8,6% r/r, w tym w I poł. roku -8,7% r/r a w II poł. -8,5%). Ukraińcom przyznano w II półroczu 2020 r. o 10,6% pozwoleń mniej r/r, za to liczba pozwoleń dla kolejnych najliczniej reprezentowanych narodowości wzrosła r/r (Białorusini +6,4%, Hindusi +7,5%).

**Rada Polityki Pieniężnej utrzymała główne parametry swojej polityki bez zmian**, główną stopę referencyjną na 0,1%. Zaktualizowane projekcje ekonomiczne pokazały wyższą niż poprzednio ścieżkę inflacji (środek przedziału w 2021 r. w górę do 3,15% z 2,5%, w 2022 do 2,8% z 2,6%) i wyraźnie lepszą prognozę PKB na 2021 r. (3,95% wobec 2,65% poprzednio). Po raz pierwszy prognoza objęła rok 2023, w którym inflacja ma pozostać powyżej oficjalnego celu (środkowy punkt 3,2%), a wzrost PKB utrzyma się na poziomie 5,4%, tak jak w 2022. Mimo tych wyraźnych pozytywnych zmian w prognozach, ton komunikatu RPP nie zmienił się. Wydaje się, że teraz sygnałów o obniżkach stóp ze strony RPP może być mniej, ale trudno sobie wyobrazić już teraz zmianę retoryki na bardziej jastrzębią. Nadal uważamy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian, przynajmniej do końca kadencji RPP (początek 2022).

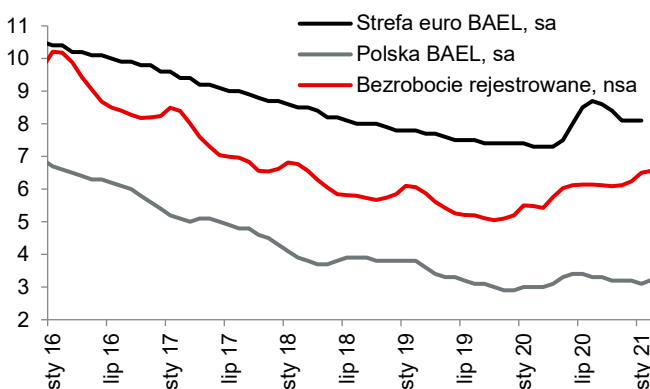
Agencja **Moody's** obniżyła prognozę wzrostu PKB Polski w 2021 r. do 3,3% (z 4,0% poprzednio), a w 2022 r. oczekuje wzrostu na poziomie 3,8%. Jest to obecnie jedna z niższych prognoz wzrostu dla Polski, a sam fakt obniżenia idzie przeciw obecnemu trendowi. Następną przeglądnąć Moody's zaplanowany jest na 30 kwietnia 2021 r.

Wskaźniki PMI dla przemysłu



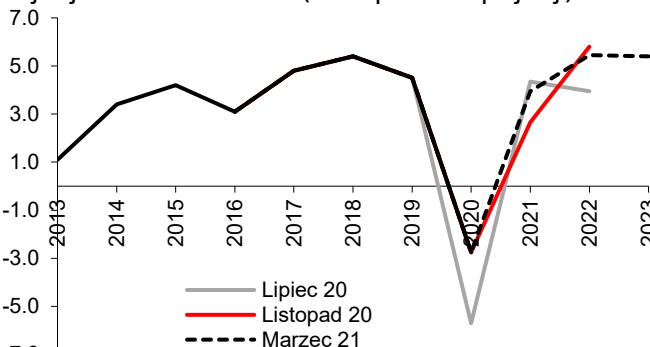
Źródło: Markit, Santander

Stopa bezrobocia, %



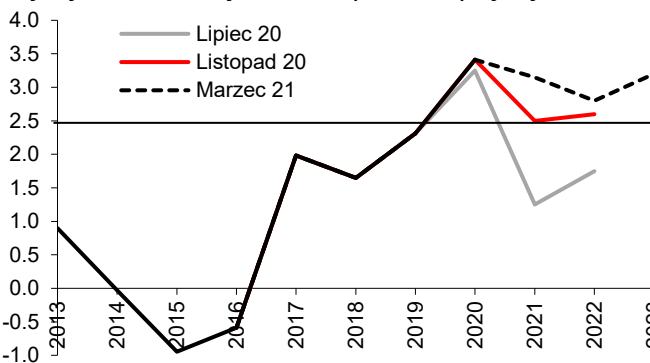
Source: GUS, Ministerstwo Pracy, Santander

Projekcje NBP dla wzrostu PKB (środkie przedziału projekcji)



Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla inflacji CPI (środkie przedziału projekcji)



Źródło: NBP, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Umocnienie dolara w mijającym tygodniu (indeks dolara +1,1%) wywarło presję na waluty rynków wschodzących, a złoty nie należał do wyjątków. EURPLN wzrósł do 4,576, o 1,2% t/t, a USDPLN spadł aż o 5,5pp do 49,4. EURCZK zyskał 0,6% pod wpływem wysokiej ilości zakażeń Covid-19 i pomimo dobrego odczytu PMI w przetwórstwie (56,5). Lepiej od pozostałych walut zachował się rubel (USDRUB w dół o 0,2%), na spotkaniu OPEC+ Arabia Saudyjska ograniczyła podaż ropy o kolejny miesiąc (lub nawet dwa). Nawet wzrastające rentowności w USA nie zaszkodziły rublowi.

**Stopy procentowe** Polskie IRS i rentowności obligacji wzrosły o kolejne 10-20 pb a tempo zmian przyspieszyło pod koniec tygodnia. Ruch nastąpił pomimo relatywnie stabilnego Bunda (w okolicy -0,30%) i raczej podążał za rynkiem obligacji USA, gdzie 10L wzrósł do 1,55% o ok 15pb po tym jak w czwartek Jerome Powellowi nie udało się skutecznie uspokoić rynków (zapewnieniem, że Fed uspokoi krzywe dochodowości jeśli zajdzie taka potrzeba). Na koniec tygodnia spread do Bundu wyniósł 196pb, polska 10L 1,66%, a 10L ASW spadł do -0,23%. 10L IRS przekroczył już 1,90%, a nachylenie 2x10 krzywej IRS jest najwyższe od 2013r. i wynosi 216pb. Ministerstwo Finansów przeprowadziło w czwartek przetarg zamiany, na którym skupiło obligacje za 3,44 mld zł z 4 serii (PS0421, OK0521, PS0721, DS1021) a sprzedało obligacje za 3,56 mld zł z 5 serii (OK0423, PS1026, WZ1126, WZ1131). Po przetargu potrzeby pożyczkowe brutto na 2021 zostały sfinansowane w 55%.

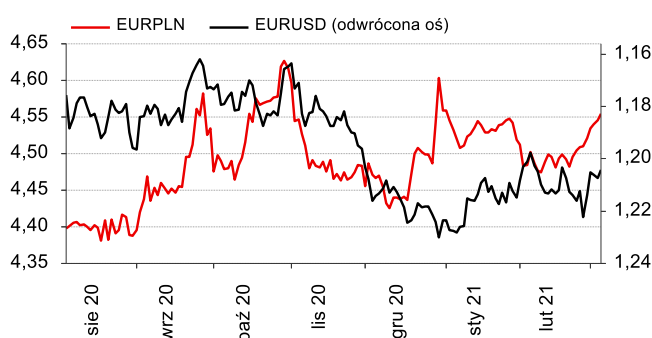
**W przyszłym tygodniu** nie ma ważnych danych z Polski, w poniedziałek poznamy detale nowej projekcji NBP o PKB i inflacji. Za granicą, w poniedziałek w Niemczech produkcja przemysłowa, we wtorek w Niemczech eksport. W środę w USA inflacja. Węgry i Czechy też publikują dane o inflacji (odpowiednio we wtorek i środę). ECB decyduje w czwartek o stopach procentowych, a produkcja przemysłowa w strefie euro oraz indeks Uniwersytetu Michigan poznamy w piątek.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** EURPLN w nadchodzącym tygodniu będzie prawdopodobnie kontynuować wzrosty przede wszystkim na skutek wzrastających realnych stop procentowych w USA (10L po -0,66%, wzrost +5pb w tygodniu) ale też jako funkcja czynników lokalnych: 25 marca ma miejsce wyrok SN w sprawie kredytów frankowych. Niezależnie od wyniku, część inwestorów może chcieć zmniejszyć ryzyko walutowe przed wydarzeniem i być może ponownie otworzyć po nim, gdy już zniknie niepewność. Rynek opcji walutowych powoli wybudza się z letargu i coraz bardziej prawdopodobne staje się, że w najbliższym czasie zmienność wzrośnie. Oczekujemy EURPLN powyżej 4,60 w nadchodzącym tygodniu.

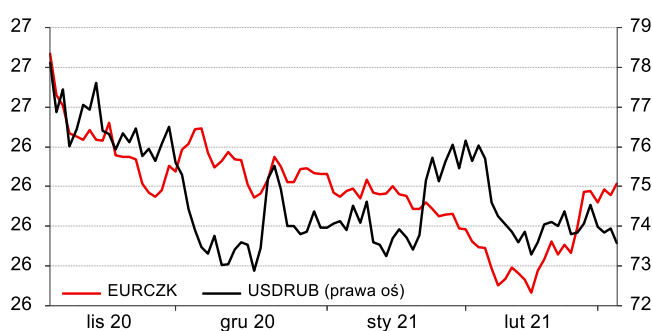
**Stopy procentowe.** Polski rynek stóp prawdopodobnie pozostanie zmienny na skutek dynamiki rynków bazowych oraz istniejącego momentum. Dotychczasowe wzrosty rentowności są już dość znaczne więc nie można wykluczyć konsolidacji lub nawet małej korekty, w tym na rynkach bazowych. Ta stałaby się bardziej prawdopodobna po ewentualnych problemach z implementacją pakietu fiskalnego w USA (zmniejszenie go, opóźnienie) lub gdy w czwartek EBC zareaguje znacząco na wyprzedza na rynkach obligacji. Oceniamy, że prawdopodobieństwo dalszych wzrostów rentowności obligacji jest w najbliższym czasie wyższe niż prawdopodobieństwo ich spadku.

### EURPLN i EURUSD



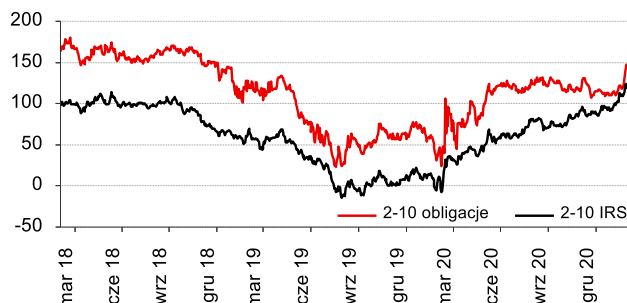
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### EURCZK i USDRUB



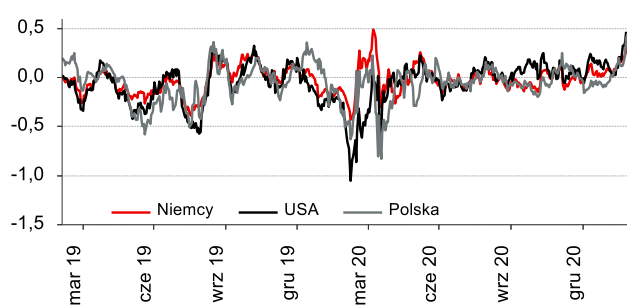
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### 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	
<b>PONIEDZIAŁEK (8 marca)</b>						
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	I	% m/m	-0,5	0,0
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Raport o inflacji NBP</b>				
<b>WTOREK (9 marca)</b>						
08:00	DE	Eksport	I	% m/m	0,0	0,4
09:00	HU	Inflacja	II	% r/r	3,1	2,7
11:00	EZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	-5,0	-5,0
<b>ŚRODA (10 marca)</b>						
09:00	CZ	Inflacja	II	% r/r	2,2	2,2
14:30	US	Inflacja	II	% m/m	0,4	0,3
<b>CZWARTEK (11 marca)</b>						
13:45	EZ	Decyzja EBC	11.03.2021	%	0,0	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	06.03.2021	tys.	750,0	745,0
<b>PIĄTEK (12 marca)</b>						
08:00	DE	Inflacja HICP	II	% m/m	0,5	0,6
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	-4,5	5,8
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	-0,5	-1,6
16:00	US	Indeks Michigan	III	pkt	78,0	76,8

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