

Tygodnik ekonomiczny

Dużo danych i Fed

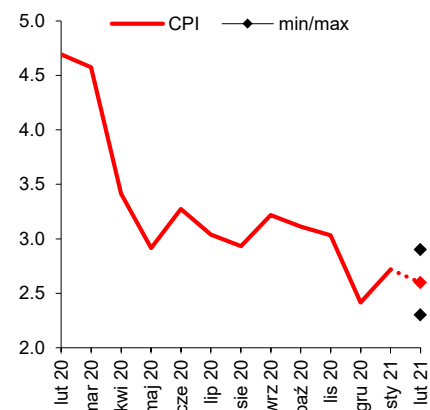
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Po tygodniu dosyć ubogim w krajowe wydarzenia **przed nami zatrzęsienie nowych statystyk**: w poniedziałek dane o CPI, we wtorek inflacja bazowa i bilans płatniczy, w środę płace i zatrudnienie, w czwartek produkcja i PPI, w piątek sprzedaż detaliczna i produkcja budowlana. Nowe dane mogą być ważnymi wskaźnikami nt aktywności gospodarczej w I kwartale i tendencji inflacyjnych.
- Jak zwykle w marcu GUS poda **dane o inflacji CPI** za styczeń i luty przeliczone wg zaktualizowanego systemu wag. Nasza prognoza to lekki spadek CPI do 2,6% r/r w lutym (zgodnie z konsensusem) z 2,7% w styczniu. Niepewność dot. tego odczytu jest jednak spora w związku z trudnym do oszacowania wpływem przeliczenia wag (przedział prognoz CPI w Parkiecie to 2,3%-2,9%). Wg nas rewizja tzw. koszyka (która w roku pandemicznym może być wyjątkowo mocna) ma szansę nieco podnieść oba odczyty w górę, o 0,1 pp. Inflacja bazowa w naszej ocenie w lutym spadła do 3,3% po wzroście do 3,8% r/r w styczniu. To wyraźnie poniżej konsensusu, który na luty przewidywał 3,7% r/r, więc odczyt mógłby mieć wpływ na rynek.
- W przypadku pozostałych prognoz jesteśmy bardziej optymistyczni niż mediana rynkowa jeśli chodzi o lutowy **wzrost płac** (5,3% r/r) i **produkcji przemysłu** (4,7% r/r), ale bardziej pesymistyczni w przypadku **sprzedaży detalicznej** (-4,3% r/r). Dane o **bilansie płatniczym** pokażą naszym zdaniem bardzo wysoką nadwyżkę obrotów bieżących w styczniu (3,1 mld €), ale przy słabej dynamice eksportu i importu (mniej dni roboczych, odreagowanie po dobrej końcówce 2020). W sumie kombinacja danych z całego tygodnia będzie niejednoznaczna i nie da inwestorom jasnej wskazówki, czy iść w stronę wyceny scenariusza szybszego wzrostu, wyższej inflacji i podwyżek stóp, czy odwrotnie.
- Za granicą kluczowe będzie czwartkowe **posiedzenie Fed**. Nowe prognozy pokażą zapewne wyższe ścieżki PKB i inflacji, a wykres kropkowy wciąż brak intencji do szybkich podwyżek stóp procentowych. Dla rynku kluczowe będzie, czy bank centralny bardziej przekonująco niż do tej pory zasygnalizuje malejącą tolerancję dla wzrostu rentowności obligacji. Bardziej gołębi przekaz z banku centralnego może pomóc wyhamować dalsze wzrosty rentowności obligacji.

Wnioski rynkowe:

- Poziom 4,60 okazał się na razie skuteczną barierą dla EURPLN, ale z drugiej strony złoty nie skorzystał za bardzo z teoretycznie sprzyjających czynników: słabszego dolara, wzrostów na giełdach, mocniejszych krajowych obligacji. Na horyzoncie są za to czynniki niezbyt wspierające: możliwe zwiększenie skali QE przez NBP i zbliżający się termin orzeczenia Sądu Najwyższego w sprawie kredytów frankowych, przed którym możliwa jest podwyższona zmienność. W sumie naszym zdaniem poziom 4,60 będzie testowany (i zapewne przełamany) w najbliższych 1-2 tyg.
- Krajowe rentowności obniżyły się w ciągu ostatniego tygodnia, ale reakcja na zapowiedź NBP dot. możliwej zmiany w skupie aktywów nie była znacząca i nie zapobiegła odreagowaniu. Kluczowe dla zachowania rynku wydają się trendy za granicą. Jeśli przekaz z Fed będzie wystarczająco gołębi by ustabilizować rentowności, u nas będzie podobnie.

Inflacja CPI – nasza prognoza i przedział prognoz wg Parkietu



Źródło: GUS, Parkiet, 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 raczej ubogi jeśli chodzi o dane makro: poznaliśmy tylko kwartalne dane o popycie na pracę i szczegóły NBP-owskiej projekcji inflacyjnej. Do tego rząd zdecydował o zaostrzeniu restrykcji w kolejnych województwach a NBP stwierdził, że niepokoją go rosnące rentowności.

Od 15 marca województwa mazowieckie i lubuskie dołączą do warmińsko-mazurskiego i pomorskiego i zostaną objęte **ostrzejszymi obostrzeniami**. Zamknięte zostaną galerie handlowe, obiekty sportowe, instytucje kultury. Minister zdrowia powiedział, że nie można wykluczyć, że „kolejne obostrzenia będą miały już charakter ogólnopolski”.

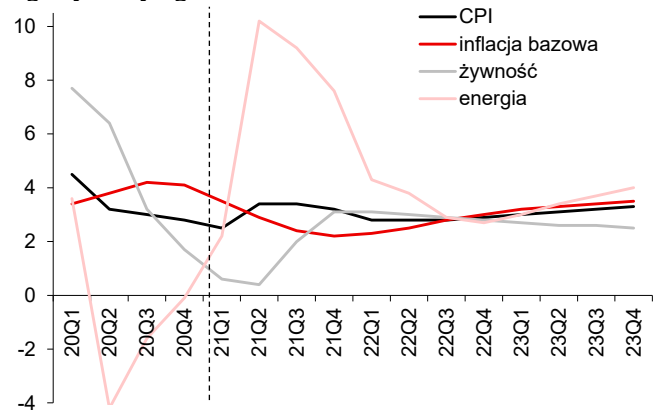
Raport o inflacji NBP pokazał, że za rewizją w górę ścieżki inflacji wobec wersji z listopada stały w 2021 r. wyłącznie ceny energii. W 2022 r. inflacja bazowa ma w mniejszym stopniu podbijać łączną dynamikę CPI niż poprzednio, a wyższe wzrosty cen żywności i energii pokryją ten ubytek z nawiązką. Inflacja bazowa ma osłabnąć w trakcie 2021 r. do 2,2% w IV kw., a na początku 2022 r. zmienić kierunek wraz przejściem luki popytowej powyżej zera. Rewizja w górę ścieżki PKB była oparta na silniejszym wkładzie konsumpcji prywatnej (o ok. 0,5 pkt. proc w 2021 i 2022 r.) dzięki dynamice płac systematycznie rosnącej do 7,5% w 2023 r. z 5,3% w 2022 r., jako że przez całą projekcję stopa bezrobocia ma być dostatecznie niska, żeby generować presję płacową. Natomiast zdaniem autorów projekcji bilans ryzyka zarówno dla ścieżki PKB jak i CPI jest ujemny.

W IV kw. **popyt na pracę** w polskiej gospodarce wciąż wyglądał na przygaszony. Różnica między nowoutworzonymi i zlikwidowanymi miejscami pracy wyniosła 37,6 tys. wobec 64 tys. w III kw., co jest najniższym wynikiem – pomijając załamanie w II kw. 2020 r. – od spowolnienia w 2013 roku. W ujęciu r/r ta miara spadła o 29,2% podczas gdy kwartał wcześniej było to -7,4%. Tworzenie miejsc pracy przebiegało wolniej niż w III kw. (-20% r/r wobec -16,4% poprzednio), z kolei likwidacja miejsc pracy przebiegała nieco szybciej w ujęciu rocznym (-12,1% r/r wobec -24% w III kw.). W IV kw. spadł udział wskazań na pandemię jako na przyczynę likwidacji etatów – wyniósł ok. 12% wobec ok. 26% w III kw.

Członek RPP Eryk Łon powiedział, że do końca kadencji Rady podwyżki stóp procentowych nie będą raczej potrzebne. **Eugeniusz Gatnar** jest z kolei zdania, że najnowsza projekcja inflacji, choć wyższa niż listopadowa, jest „nadmiernie ostrożna”. Uważa on jednak, że w RPP nie uda się zebrać większości za podwyżką stóp.

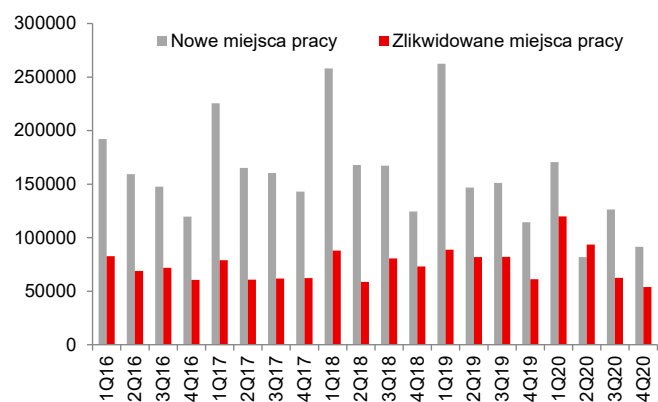
W czwartek **NBP opublikował komunikat** informujący, że w związku ze wzrostem rentowności obligacji rozważa zwiększenie elastyczności i częstotliwości przetargów, tzn. zapewne zwiększenie skali odkupu aktywów. Z jednej strony, decyzja jest zaskakująca, ponieważ na konferencji w ostatni piątek prezes Glapiński uspokajał, że wzrost rentowności to nic groźnego, tylko efekt większego optymizmu nt perspektyw gospodarki (wpisując się w retorykę Fed), a od tego czasu rentowności spadły, nie wzrosły. Z drugiej strony, prezes Glapiński kilkakrotnie stwierdził, że różnica w programach QE w Polsce i za granicą jest jedną z przyczyn siły złotego, a NBP cytował na swojej stronie artykuły sugerujące, że zwiększenie skali skupu może być dobrym pomysłem.

Prognozy inflacji wg NBP



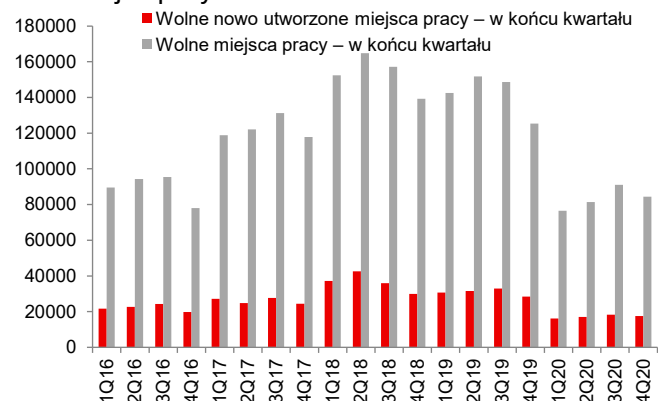
Źródło: NBP, Santander

Stworzone i zlikwidowane miejsca pracy



Źródło: GUS, Santander

Wolne miejsca pracy



Źródło: GUS, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX EURPLN wahał się na podwyższonym poziomie mimo lekkiego wzrostu EURUSD, umocnienia krajowych obligacji i odbicia europejskich indeksów giełdowych. Kurs ustanowił tygodniowe maksimum na ok. 4,60, a na koniec tygodnia był nieco poniżej tego poziomu, mniej więcej bez zmian w ujęciu tygodniowym. Potencjał do umocnienia złotego był ograniczany przez rosnącą liczbę nowych przypadków Covid-19 w Polsce (co skutkowało kolejnymi restrykcjami, na razie regionalnymi) i sygnały z NBP o możliwym zwiększeniu programu skupu obligacji. Kurs USDPLN też nie uległ dużym zmianom w ujęciu tygodniowym, ale zdołał przejściowo osiągnąć 3,885, najwyższy poziom od listopada. GBPPLN utrzymał się blisko 5,36, najwyższy od końca 2016. CHFPLN wahał się w pobliżu 4,13.

Inne waluty CEE nieco zyskały. EURCZK spadł o 0,25%, EURHUF o 0,3%, a USDRUB o 1,5%. Dane inflacyjne z Czech (nieoczekiwany niewielki spadek CPI) oraz Węgier (zgodny z oczekiwaniami wzrost) nie wywołały znaczącej reakcji rynku. Kursy EURCZK i EURHUF pozostają dość blisko swoich lokalnych maksimów podczas gdy USDRUB zbliżył się do dolnego ograniczenia przedziału 73-75, w którym porusza się od połowy lutego.

Stopy procentowe Gołębi ton wystąpienia prezesa NBP w poprzedni piątek jak też stabilizacja rentowności na rynkach bazowych pozwoliła polskim rynkowym stawkom na spadek. IRS i rentowności obniżyły się o ok. 5-10 pb, dzięki czemu 10-letni spread do Bunda zawężił się o ok. 5 pb do 185 pb, a do Treasuries o 10 pb do -5 pb. Na koniec tygodnia, NBP zapowiedział możliwość zwiększenia elastyczności i częstotliwości aukcji odkupu obligacji, ale nie powstrzymało to rentowności przed lekkim wzrostem w ślad za rynkami bazowymi w piątek.

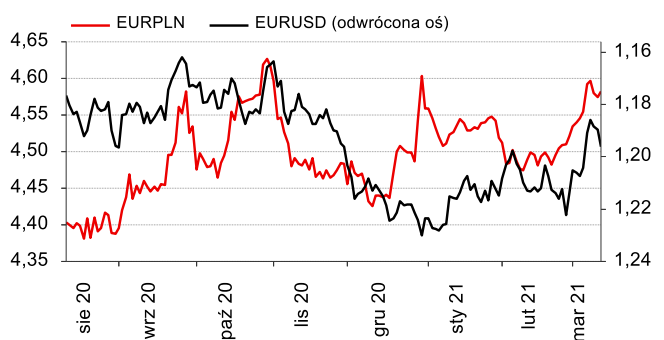
W przyszłym tygodniu poznamy ważne dane z Polski, głównie lutowe CPI, sprzedaż detaliczną oraz produkcję przemysłową. Nasza prognoza inflacji jest nieznacznie powyżej konsensusu (2,6% r/r wobec 2,5%), tak samo jak w przypadku produkcji (4,7% r/r wobec 4,5%), natomiast jeśli chodzi o sprzedaż detaliczną, to jesteśmy bardziej pesymistyczni (-4,3% r/r wobec -2,7%). Za granicą, rynek będzie czekał na decyzję FOMC. Warto pamiętać, że w ostatnich tygodniach Jerome Powell oraz inni członkowie Komitetu starali się werbalnymi interwencjami doprowadzić do spowolnienia lub zatrzymania trendu wzrostowego rentowności, bez powodzenia.

Wpływ na rynek

Rynek FX Poziom 4,60 okazał się być jak dotąd skutecznym oporem dla kursu EURPLN. Złoty nie zareagował pozytywnie na słabszego dolara, mocniejsze krajowe obligacje czy wyższe indeksy giełdowe. Tymczasem w najbliższym czasie na liście istotnych czynników trudno znaleźć te korzystne dla złotego. Zostały mniej niż dwa tygodnie do wyroku Izby Cywilnej Sądu Najwyższego ws. kwestii kredytów walutowych i wraz ze zbliżaniem się 25 marca niepewność odnośnie wyroku może rosnąć powodując podwyższone wahania w trakcie dnia. Po drugie, ostatnie sygnały z NBP o możliwym zintensyfikowaniu programu skupu obligacji również nie są korzystne dla złotego. Patrząc na wykres widać, że kurs dość często w ostatnich tygodniach wraca do 4,60, a fale w dół są coraz krótsze. Podsumowując, krótkoterminowe perspektywy dla złotego nie są zbyt pozytywne i 4,60 może zostać przebite w najbliższych dwóch tygodniach.

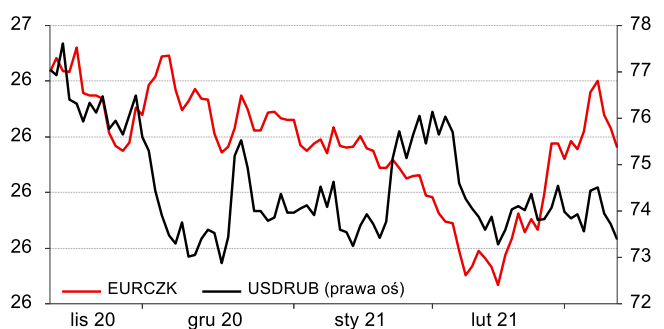
Stopy procentowe Nie widać było wyraźnej pozytywnej reakcji polskich obligacji na zapowiedź NBP możliwego zwiększenia programu QE i w naszej ocenie trendy na rynkach bazowych pozostaną kluczowe. Po weekendzie głównym wydarzeniem będzie decyzja FOMC. Sądźmy, że nowy wykres obrazujący preferencje członków Komitetu w kwestii poziomu stóp potwierdzi, że szanse na podwyżki są niewielkie. Wg nas, FOMC będzie starał się być bardziej przekonujący w tym, że nie zamierza zacieśniać polityki pieniężnej w najbliższej przyszłości. Ogólny wydzźwięk posiedzenia powinien być gołębi i pomóc rentownościom na rynkach bazowych i w kraju pozostać poniżej ostatnich maksimów.

EURPLN i EURUSD



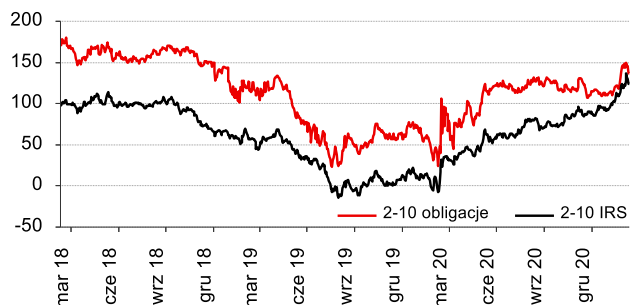
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

EURCZK i USDRUB



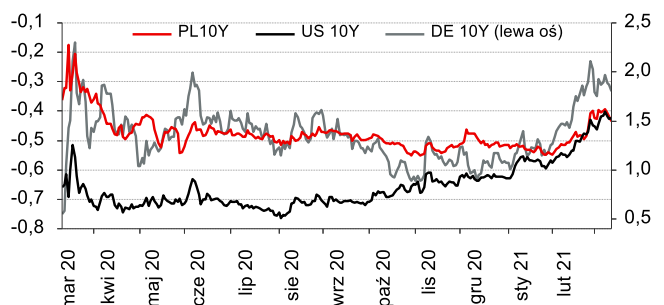
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Polskie spready 2-10



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

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 (15 marca)							
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	I	% r/r	-4,9	-	3,7
10:00	PL	CPI	II	% r/r	2,5	2,6	2,7
WTOREK (16 marca)							
11:00	DE	Indeks ZEW	III	pkt	73,1	-	71,2
13:30	US	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	-0,4	-	5,3
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	I	mln €	2416	3144	430
14:00	PL	Eksport	I	mln €	3,7	1,9	14,8
14:00	PL	Import	I	mln €	1,2	-0,6	13,6
14:00	PL	Inflacja bazowa	I/II	% r/r	3,6	3,3	3,8
14:15	US	Produkcja przemysłowa	II	% m/m	0,5	-	0,9
ŚRODA (17 marca)							
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	II	% r/r	-1,9	-1,9	-2,0
10:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	II	% r/r	4,7	5,3	4,8
11:00	EZ	HICP	II	% r/r	0,9	-	0,9
13:30	US	Rozpoczęte budowy domów	II	tys.	1 540	-	1 580
19:00	US	Decyzja Fed		%	0,0-0,25	-	0,0-0,25
CZWARTEK (18 marca)							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	4,5	4,7	0,9
10:00	PL	PPI	II	% r/r	1,4	1,2	0,7
13:30	US	Indeks Philly Fed	III	pkt	-	-	23,1
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	712
PIĄTEK (19 marca)							
	PL	Przegląd ratingu przez Fitch					
10:00	PL	Produkcja budowlana	II	% r/r	-9,5	-9,3	-10,0
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	II	% r/r	-2,7	-4,3	-6,0

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