

Tygodnik ekonomiczny

Co stało za wzrostem inflacji?

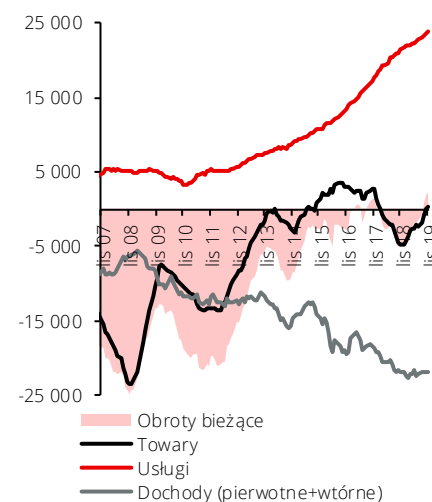
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Sytuacja na Bliskim Wschodzie była kluczowa dla globalnego nastroju w mijającym tygodniu. Po pierwotnym wzroście awersji do ryzyka, kolejne dni przyniosły uspokojenie bowiem dwie strony zapowiedziały, że nie zależy im na eskalacji konfliktu. W rezultacie, indeksy giełdowe wzrosły, a obligacje nieco straciły. Większość walut z rynków wschodzących umocniła się do euro w tym roku, ale złoty został nieco w tyle.
- Po weekendzie, uwaga rynku może zwrócić się ku publikowanym danym. Kalendarz jest pełen ważnych danych z USA, które mogą być kluczowe dla dolara i obligacji na rynkach bazowych.
- W Polsce, poznamy szczegóły grudniowej inflacji, w tym inflację bazową bez cen żywności i energii, która według naszych szacunków wzrosła do najwyższego poziomu od 17 lat. Listopadowe dane o bilansie płatniczym mogą pokazać nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących podobną jak w październiku przy lekkim spowolnieniu obrotów handlowych.

Wnioski rynkowe

- EURPLN pozostaje blisko dolnego ograniczenia przedziału 4,24-4,35, w którym głównie się porusza od połowy 2018. Naszym zdaniem w głębszym spadku kursu poniżej 4,24 przeszkadza postawa RPP i wiszący nad złotym temat przewalutowywania kredytów hipotecznych. Co więcej, wydaje się, że w krótkim terminie dolar może pozostać mocny, szczególnie jeśli najbliższe dane z USA zaskoczą na plus.
- Silny wzrost rentowności polskich obligacji sprawił, że przebite zostały najbliższe poziomy oporu i według nas wyznaczony tym samym został trend na najbliższe tygodnie. Po tak silnym osłabieniu, obligacje mogą spróbować odrobić część strat, więc ruch rentowności w górę może być teraz nieco wolniejszy.

Bilans płatniczy, suma za 12m, mln euro



Źródło: GUS, NBP, 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

Grudniowy skok inflacji był najważniejszym wydarzeniem tygodnia w kraju, ale ponownie został zbagatelizowany przez RPP.

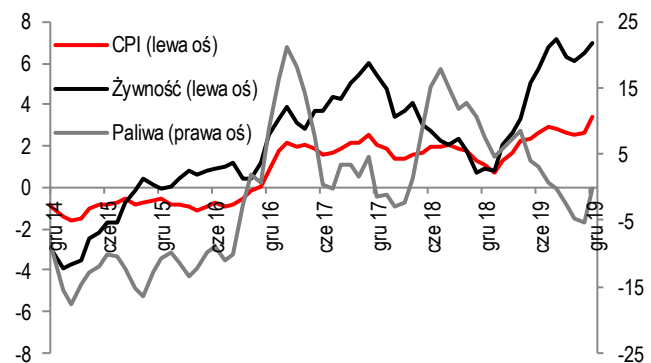
Wstępny odczyt polskiej grudniowej inflacji okazał się być znacznie wyższy od oczekiwań: 3,4% r/r podczas gdy rynek oczekiwał 2,8%, a my 3,0%. Szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do 3,2% z 2,6%, czyli znalazła się najwyżej od ponad 17 lat. Po tak mocnym wzroście inflacji w grudniu jest niemal pewne, że CPI utrzyma się wyraźnie powyżej 4% w I kw. 2020 r. oraz pozostanie powyżej 3% przez większą część roku. Więcej napisaliśmy w [Komentarzu ekonomicznym](#).

Zgodnie z oczekiwaniami, **RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian**, a komunikat w kluczowych punktach nie różnił się istotnie od poprzedniego. Ponownie podkreślono wolniejszy wzrost gospodarczy za granicą i niepewność związaną z dalszym rozwojem sytuacji. Wzrost CPI w grudniu został umniejszony jako spowodowany wzrostem cen żywności, paliw i cen administrowanych, tj. czynników na której polityka pieniężna nie ma wpływu. RPP podkreśliła, że wzrost CPI jest przejściowy i że nie oczekuje przekroczenia 4% w 2020. Prezes Głapiński powiedział, że prognoza inflacyjna banku zmaterializowała się wcześniej niż oczekiwano i ścieżka inflacji nie ulega zmianie. Prezes powtórzył swoją opinię z listopada, kiedy powiedział, że kolejną zmianą stóp będzie raczej obniżka niż podwyżka. Nowy członek RPP Cezary Kochalski był obecny na konferencji prasowej i powiedział, że nie ma powodu do zmiany stóp. W naszej ocenie, stopy procentowe NBP pozostaną w 2020 na obecnym poziomie, nawet jeśli RPP zostanie zaskoczona wzrostem CPI na początku roku.

Według danych Ministerstwa Pracy **stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w grudniu 5,2%**, zgodnie z oczekiwaniami naszymi i rynku. Wzrost z 5,1% w listopadzie jest typowym wzorcem sezonowym, spodziewamy się zatem dalszego wzrostu tej miary do ok. 5,5% w styczniu. W ujęciu odsezonowanym bezrobocie wciąż powoli spada, choć tempo spadku jest coraz niższe. Sądzymy, że spowolnienie gospodarcze spowoduje ustabilizowanie się stopy bezrobocia w nadchodzących kwartałach.

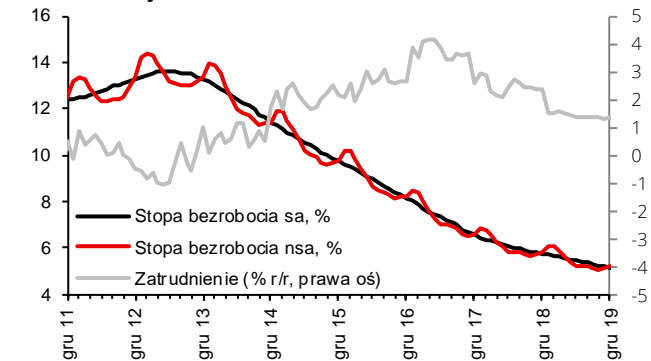
Grudniowy zestaw **wskaźników koniunktury ESI** dla Polski publikowany przez Komisję Europejską pokazał spadek ogólnego klimatu biznesowego najniżej od trzech lat. Pogorszyła się ocena koniunktury w przemyśle i usługach a poprawiła w sprzedaży detalicznej i delikatnie w budownictwie. W przemyśle zwraca uwagę osłabienie wskaźników nowych zamówień i zatrudnienia przy jednoczesnym odbiciu oczekiwanych zmian cen i lekkiej poprawie w zakresie przewidywanej produkcji. Konsumenci coraz mniej są zainteresowani podejmowaniem dużych wydatków. Dane sugerują kontynuację spowolnienia w Polsce.

Inflacja CPI, % r/r



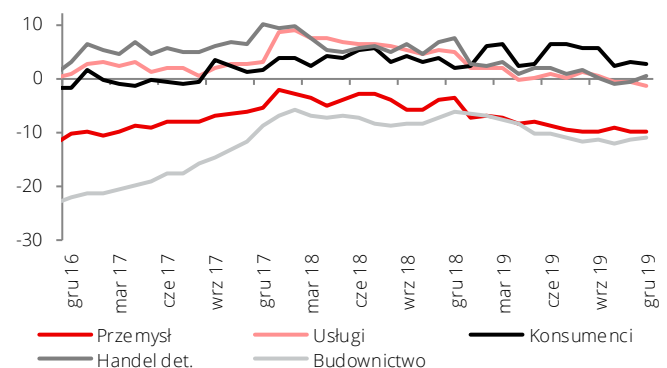
Źródło: GUS, Santander

Bezrobocie rejestrowane, %



Źródło: NBP, GUS, Santander

Wskaźniki ESI, pkt.



Źródło: GUS, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Miniony tydzień nie przyniósł żadnych przełomowych zmian na rynku EURPLN i kurs wahał się w wąskim przedziale ok. 4,23-4,25. EURPLN pozostał zaskakująco stabilny mimo istotnych zmian globalnego nastroju (pod wpływem geopolityki) i gwałtownej wyprzedaży polskich obligacji. USDPLN wzrósł powyżej 3,82 z 3,78 podczas gdy GBPPLN i CHFPLN pozostały relatywnie stabilne wokół odpowiednio 4,99 i 3,92. W przypadku pozostałych walut CEE, korona oraz rubel zyskały, a forint stracił. EURCZK zdołał przebić wsparcie na 25,4 i znalazł się najniższej od lutego 2018. Ostatni wzrost cen ropy oraz przerwa w aprecjacji dolara pomogły USDRUB wydostać się dołem z trwającej niemal trzy tygodnie konsolidacji. Kurs spadł do 61,0, najniższej od maja 2018. EURHUF rósł przez cały tydzień i po tym jak przebił lokalny szczyt z grudnia na 332,5, kolejnym oporem jest rekordowe maksimum na ok. 337.

Stopy procentowe Rentowności obligacji i IRS wzrosły gwałtownie pod wpływem osłabienia na rynkach bazowych i dużego zaskoczenia polską inflacją. W konsekwencji, obie krzywe przesunęły się w górę o 10-20 pb, a rentowność 10-letniej obligacji znalazła się nawet powyżej naszego i tak agresywnego celu 2,20% z zeszłego tygodnia. Spreads 2-10L znalazły się najwyżej od początku listopada, a spread rentowności 10-letnich obligacji Polska-Niemcy wzrósł do 250 pb, najwyżej od października.

Na aukcji obligacji, Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 5,8 mld zł (w tym 848 mln na aukcji dodatkowej). Resort poinformował, że po aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto pokryte są w 56%.

Kluczowe wydarzenia

W przyszłym tygodniu, poznamy polską finalną inflację za grudzień i sporo danych z USA. W środę, podpisana ma zostać umowa pierwszej fazy porozumienia handlowego między USA i Chinami.

Wpływ na rynek

Rynek FX EURPLN nie utrzymał się poniżej 4,24 na dłużej, przynajmniej na razie i złoty nie skorzystał z powrotu optymizmu na rynek po tym jak ryzyko eskalacji konfliktu na linii USA-Iran spadło. Według Bloomberga, od początku roku większość głównych walut z rynków wschodzących zyskała do euro, ale skala umocnienia złotego jest drugą najmniejszą w tej grupie.

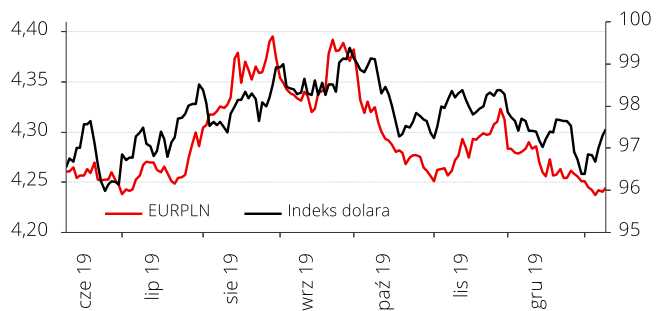
EURPLN pozostaje blisko dolnego ograniczenia przedziału 4,24-4,35, w którym głównie się porusza od połowy 2018. Naszym zdaniem, kurs nie spadnie trwale głęboko poniżej 4,24 z powodu postawy RPP i wiszącego nad złotym tematem przewalutowywania kredytów hipotecznych. Dodatkowo, wydaje się, że w krótkim terminie dolar może pozostać mocny, szczególnie jeśli najbliższe dane z USA zaskoczą na plus.

Stopa procentowa Silny wzrost rentowności polskich obligacji sprawił, że przebite zostały najbliższe poziomy oporu i wg nas wyznaczony tym samym został trend na najbliższe tygodnie. Po tak silnym osłabieniu, obligacje mogą spróbować odrobić część strat, więc ruch rentowności w górę może być teraz nieco wolniejszy.

W połowie stycznia GUS opublikuje finalny grudniowy CPI i nie sądzimy, by miała miejsce istotna rewizja, która pomogłaby obligacjom odrobić znaczącą część strat.

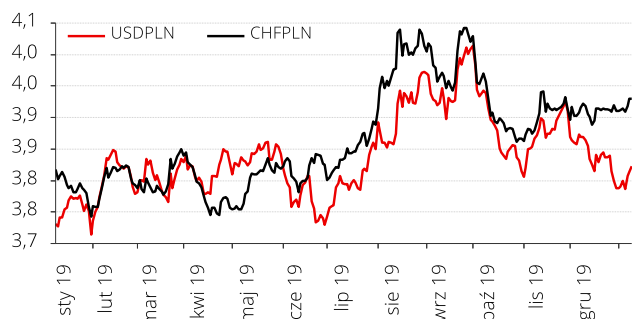
Wydaje się, że zmiany na rynkach bazowych będą kluczowe. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec wahają się blisko bardzo ważnych poziomów oporu i są gotowe do wznowienia ruchu w górę. Dane z USA zaplanowane na najbliższe dni mogą być kluczowe.

EURPLN i indeks dolara



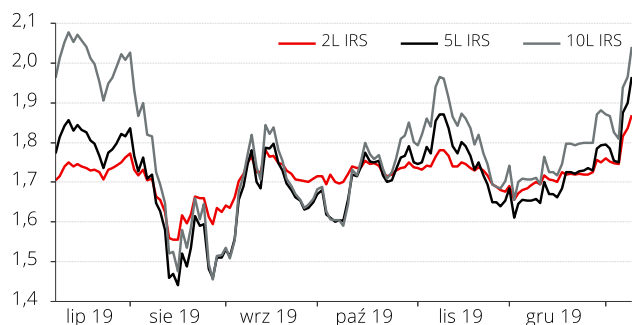
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



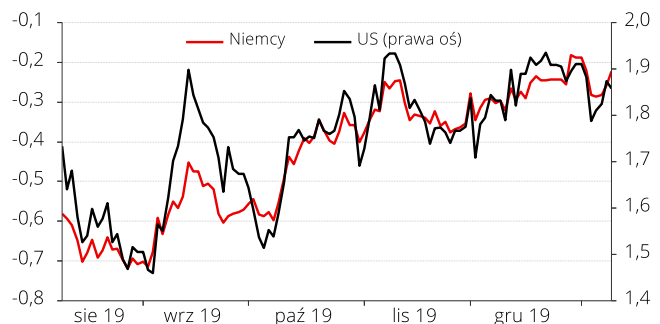
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

PLN IRS



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności 10-letnich obligacji Niemiec i USA



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
PONIEDZIAŁEK (13 stycznia)							
09:00	CZ	Inflacja	XII	% r/r	3,1	-	3,1
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	XI	mln €	450	881	529
14:00	PL	Bilans handlowy	XI	mln €	356	577	440
14:00	PL	Eksport	XI	mln €	20 652	21 529	21 791
14:00	PL	Import	XI	mln €	20 392	20 952	21 351
WTOREK (14 stycznia)							
09:00	HU	Inflacja	XII	% r/r	4,0	-	3,4
14:30	US	Inflacja	XII	% m/m	0,2	-	0,3
ŚRODA (15 stycznia)							
10:00	PL	Inflacja	XII	% r/r	3,4	3,4	2,6
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	XI	% m/m	0,4	-	-0,5
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
CZWARTEK (16 stycznia)							
08:00	DE	Inflacja HICP	XII	% m/m	0,6	-	0,6
14:00	PL	Inflacja bazowa	XII	% r/r	3,2	3,2	2,6
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	220	-	214
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	XII	% m/m	0,3	-	0,2
14:30	US	Indeks Philly Fed	I	pkt	3,4	-	2,4
PIĄTEK (17 stycznia)							
11:00	EZ	HICP	XII	% r/r	1,3	-	1,3
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	XII	% m/m	1,1	-	3,2
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	XII	% m/m	0,0	-	1,1
16:00	US	Wstępny Indeks Michigan	I	pkt	99,2	-	99,3

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