

Tygodnik ekonomiczny

Czy to koniec inflacji?

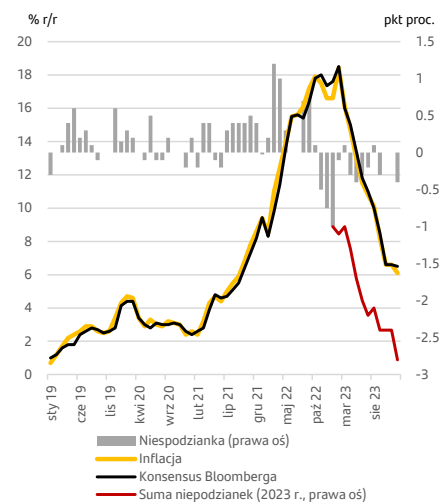
Co w gospodarce:

- **Inflacja spada szybciej niż zakładano.** Roczna dynamika cen obniżyła się w grudniu do 6,1% (0,1% m/m) z 6,6% i była niższa niż oczekiwane 6,5%. Skala niespodzianki była duża, a jeśli spojrzymy na cały rok to inflacja zaskakiwała zdecydowanie częściej w dół (8 razy) niż w górę (2 razy). **Suma niespodzianek w ostatnich dwunastu miesiącach to aż -2,8 pkt proc.** Przyczyny niższych odczytów inflacyjnych były różne, a w grudniu były to akurat ceny żywności, które wzrosły jedynie o 0,2% m/m. Wpływ suszy na ceny warzyw i owoców jest stosunkowo niewielki, za to widoczna jest korelacja cen żywności z opóźnionym indeksem cen FAO, który spadał od dłuższego czasu.
- **Naszym zdaniem, po gwałtownym spadku w I kw. 24 r. inflacja ponownie wzrośnie i może zacząć zaskakiwać w górę.** Po grudniowym odczycie nasza obniżona prognoza zakłada obecnie spadek dynamiki CPI do ok. 2,5-3% r/r w marcu. Jest to pokłosie głównie wydłużenia tarcz antyinflacyjnych: obniżonego VAT na żywność oraz zamrożenia cen energii elektrycznej. Późniejsze ich odmrożenie doprowadzi finalnie do wyższych odczytów CPI (6-7% r/r), tym bardziej, że jednocześnie wsparcie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w I kw. może opóźnić spadek inflacji bazowej (nasz szacunek na grudzień 6,8% r/r). **Zakładamy, że dynamika zmian cen bazowych może pozostać podwyższona jeszcze przez kilka kwartałów** wsparta m.in. przez ożywienie gospodarcze (nasza prognoza na 2024-25 r. blisko 4,5-5% r/r tj. średnio ok. 0,4% i 0,3% m/m). Ponadto efekty bazy sprawiają, że przestrzeń do dalszego spadku inflacji żywności staje się coraz mniejsza, podobnie w przypadku cen paliw. Wobec tego nasza prognoza inflacji na koniec przyszłego roku (6,5%-7% r/r) pozostaje powyżej rynku i **zakładamy, że moment, gdy inflacja osiągnie cel jest w wciąż odległy poza horyzontem poprzedniej i prawdopodobnie także następnej projekcji inflacji NBP.**
- **Mimo niższej inflacji nie spodziewamy się znacznego przyspieszenia obniżek stóp procentowych.** Bynajmniej nie zakładamy, że RPP mogłaby wykonać jakikolwiek ruch przed kolejną projekcją w marcu, co zakłada brak zmian stóp na najbliższym posiedzeniu. W bazowym scenariuszu zakładamy pierwszą obniżkę w IV kw. tego roku. **W najbliższym tygodniu istotny w kontekście ostatnich danych CPI będzie oczywiście ton prezesa NBP.**
- W tym tygodniu poznamy też dane o bilansie płatniczym, gdzie zakładamy relatywnie niską nadwyżkę w obrotach bieżących (ok. 500 mln EUR).
- Za granicą światło dzienne ujrzy zestaw danych inflacyjnych w USA i regionu, który może pokazać **dalszy szybki spadek inflacji na Węgrzech zachęcający MNB do dalszych obniżek stóp i lekkie hamowanie inflacji bazowej w USA.** Ciekawe będą też z pewnością dane o produkcji przemysłowej z Niemiec i wskaźniki nastrojów gospodarczych dla strefy euro.

Co na rynkach:

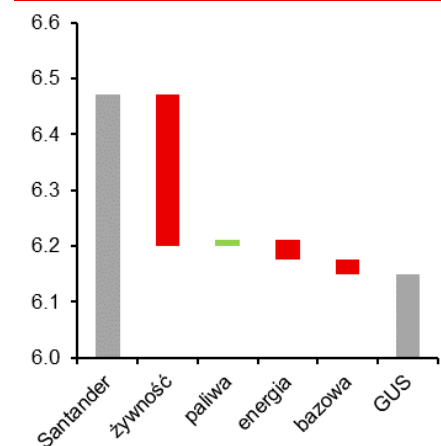
- **Pierwszy tydzień roku przyniósł niewielką przecenę złotego,** który stopniowo odrabiał straty w drugiej części tygodnia. Zakładamy, że **w perspektywie kolejnych tygodni, ale i całego półrocza jest potencjał od dalszego lekkiego umocnienia złotego.** Spadek inflacji w USA czy słabe dane o produkcji w strefie euro będą działać w przeciwną stronę, jeśli chodzi o wpływ na kurs EURUSD, ale zasadniczo zakładamy względną stabilizację tej pary walut w krótkim terminie i wzrost w dłuższym, co też może sprzyjać złotemu.
- Po kilkunastu dniach wzrostów stóp rynkowych w kraju koniec tygodnia przyniósł lekkie ich spadek. Sprzyjać temu mógł niższy odczyt CPI. Jednak **na rynkach bazowych rozpoczęła się korekta,** wsparta m.in. przez wyższy odczyt inflacji z Niemiec czy lepsze od prognoz dane z amerykańskiego rynku pracy. Naszym zdaniem może ona trochę potrwać, prawdopodobnie co najmniej do czwartkowych danych o inflacji w USA. **To może podtrzymywać krajowe rentowności na względnie wysokim poziomie.** Wysoki popyt na ostatniej aukcji obligacji sugeruje jednak brak problemu z plasowaniem długu, co z kolei przy przekierowaniu uwagi rynku na **spadek inflacji do bardzo niskich poziomów w I kw. może kierować rentowności w dół w perspektywie kolejnego miesiąca.**

Inflacja i odchylenia realizacji CPI od konsensusu, % r/r, pkt proc.



Źródło: Bloomberg, GUS, Santander

Prognoza inflacji Santandera vs. realizacja, grudzień 2023 r., % r/r, pkt proc.

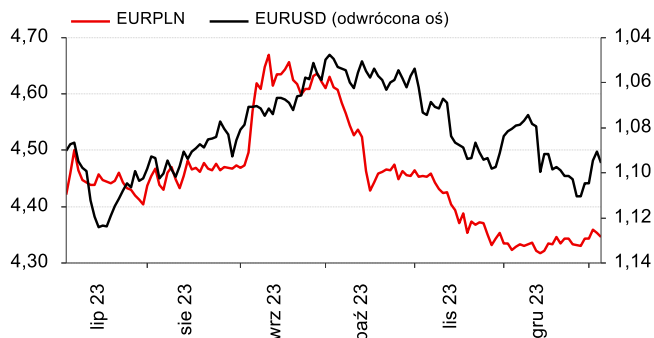


Źródło: Santander, GUS

Departament Analiz Ekonomicznych:

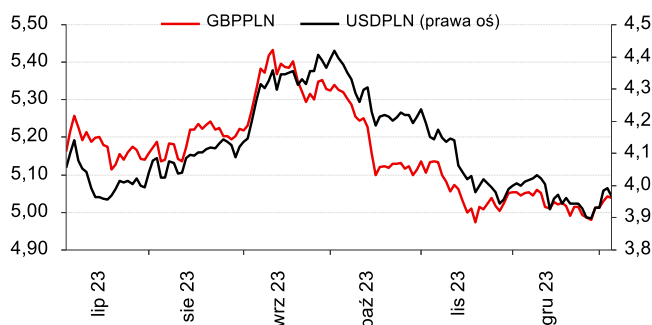
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
 Piotr Bielski 691 393 119
 Bartosz Biały 517 881 807
 Cezary Chrapek, CFA 887 842 480
 Marcin Luźniński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

EURPLN i EURUSD



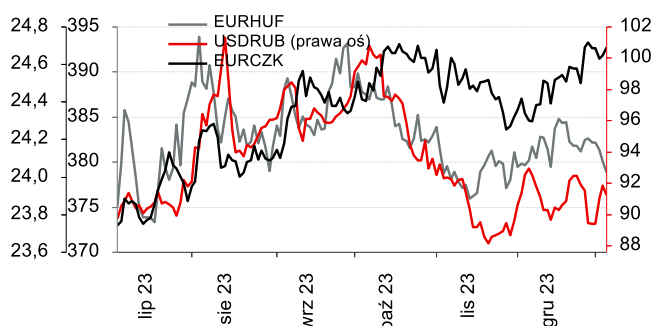
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

GBPPLN i USDPLN



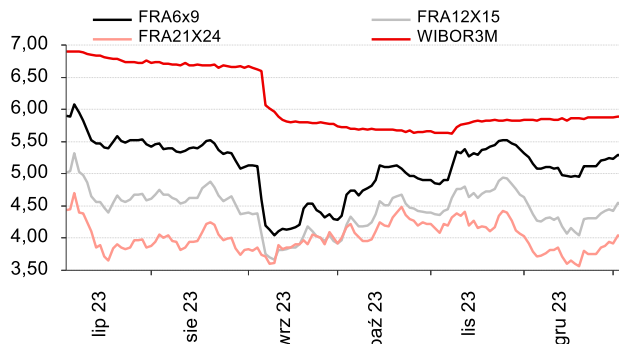
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

EURCZK, EURHUF i USDRUB



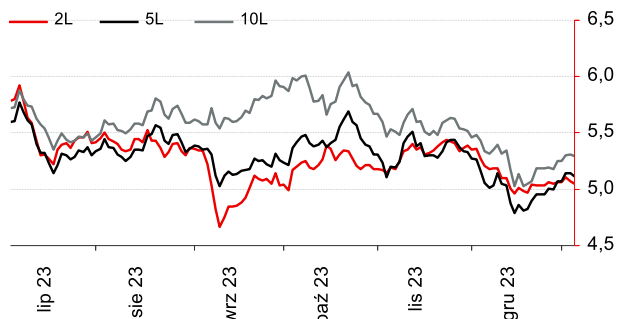
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

PLN FRA i WIBOR3M



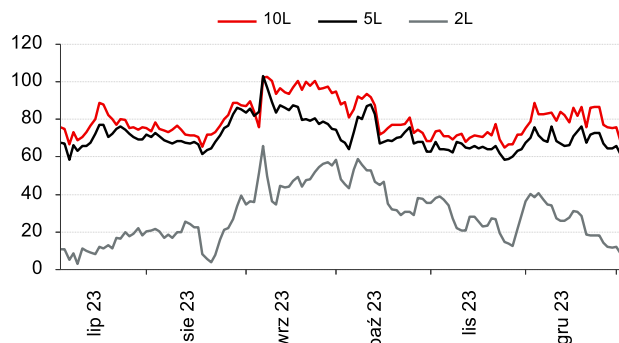
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności polskich obligacji



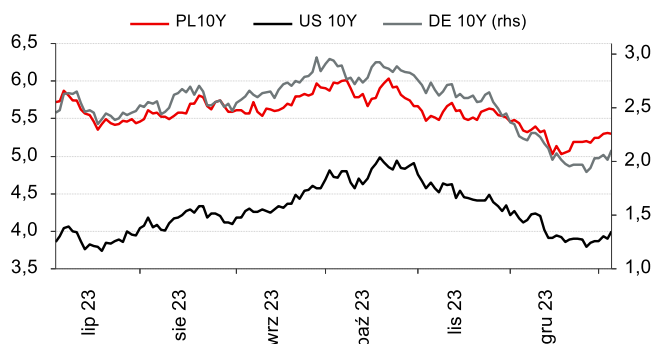
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

Spready asset swap



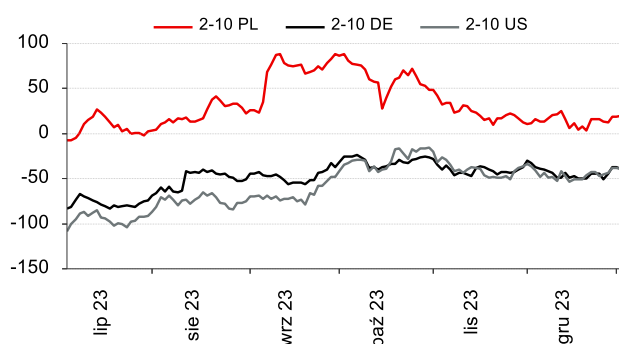
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności 10-letnich obligacji



Source: LSEG Datastream, Santander

Nachylenie krzywych dochodowości



Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS W-WA | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | PROGNOZA | | OSTATNIA WARTOŚĆ | |
|----------------------------------|------|--------------------------------|-------|----------|---------------|---------------------|---------------|
| | | | | RYNEK | SANTANDER | | |
| PONIEDZIAŁEK (8 stycznia) | | | | | | | |
| 08:00 | DE | Eksport | XI | % m/m | - | - | -0,1 |
| 08:00 | DE | Zamówienia przemysłowe | XI | % m/m | 1,0 | - | -3,7 |
| 09:00 | CZ | Produkcja przemysłowa | XI | % r/r | -1,5 | - | 8,0 |
| 11:00 | EZ | Sprzedaż detaliczna | XI | % m/m | 0,3 | - | 0,1 |
| 11:00 | EZ | ESI | XII | pkt | - | - | 93,8 |
| WTOREK (9 stycznia) | | | | | | | |
| | PL | Decyzja RPP | I | % | 5,75 | 5,75 | 5,75 |
| 08:00 | DE | Produkcja przemysłowa SA | XI | % m/m | 0,0 | - | -0,4 |
| 08:30 | HU | Produkcja przemysłowa | XI | % r/r | - | - | -2,8 |
| 11:00 | EZ | Stopa bezrobocia | XI | % | 6,6 | - | 6,5 |
| ŚRODA (10 stycznia) | | | | | | | |
| Brak publikacji | | | | | | | |
| CZWARTEK (11 stycznia) | | | | | | | |
| 09:00 | CZ | Inflacja | XII | % r/r | 7,2 | - | 7,3 |
| 14:30 | US | Inflacja | XII | % m/m | 0,2 | - | 0,1 |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | | tys. | 216 | - | 202 |
| PIĄTEK (12 stycznia) | | | | | | | |
| 08:30 | HU | Inflacja | XII | % r/r | 5,9 | - | 7,9 |
| 14:00 | PL | Saldo obrotów bieżących | XI | mln € | 1571 | 494 | 2 036 |
| 14:00 | PL | Bilans handlowy | XI | mln € | 927 | 850 | 1 324 |
| 14:00 | PL | Eksport | XI | mln € | 30 391 | 30 097 | 29 705 |
| 14:00 | PL | Import | XI | mln € | 29 034 | 29 247 | 28 381 |

Źródło: Santander Bank Polska, Reuters, Parkiet, Bloomberg

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