

Tygodnik ING

Inflacja w USA. Decyzja RPP w środę.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

7 listopada 2022



Komentarze Zespołu Ekonomistów ING możesz śledzić na Twitterze [@ING_EconomicsPL](https://twitter.com/ING_EconomicsPL)



W skrócie.

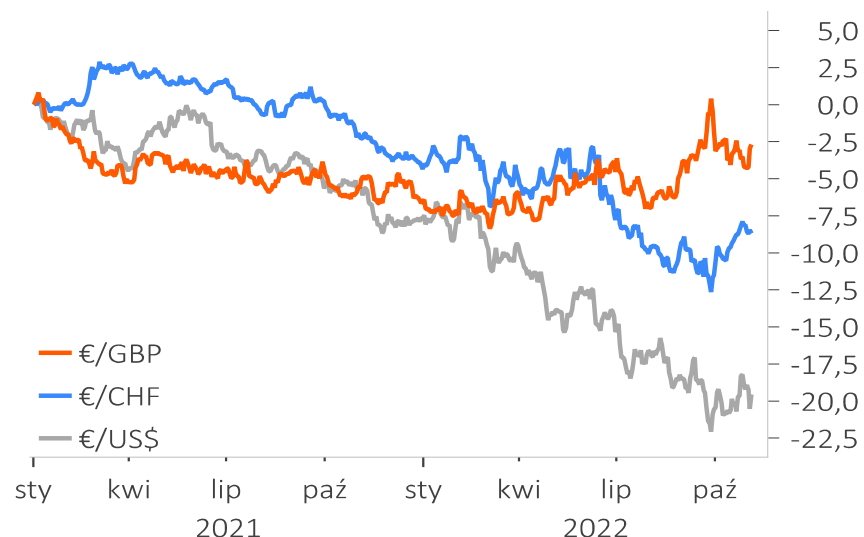
- Kluczowym wydarzeniem tego tygodnia będzie prawdopodobnie CPI z USA za październik. Dane poznamy we czwartek. Uważamy, że inflacja CPI spadła w ujęciu r/r z 8,2% do 7,9% (konsensus 8,0%). Kluczowa będzie jednak inflacja bazowa. W naszej ocenie utrzymała się ona na niekomfortowo wysokim z punktu widzenia poziomie 6,6%r/r (wzrost o 0,5%*m/m*). Takie są też oczekiwania rynkowe. W ciągu ostatnich miesięcy w ujęciu *m/m* mieliśmy jeden odczyt 0,7%, cztery 0,6% i jeden 0,3%. Dopiero trwałe zejście do około 0,2%*m/m* oznacza powrót inflacji do celu na 2%*r/r* w średnim terminie. To jeden z dwóch odczytów inflacji, jaki poznamy przed grudniową decyzją Fed. Utrzymanie wzrostu inflacji bazowej bliżej 0,5%*m/m* w czwartek i w grudniu istotnie podniosłoby szanse na kolejną podwyżkę stóp Fed o 75pb na ostatnim w tym roku posiedzeniu.
- W środę odbędą się również wybory uzupełniające w USA. Badania opinii publicznej pokazują, że zdobycie większości w obu izbach Kongresu przez Republikanów wydaje się najbardziej prawdopodobnym wynikiem. Oznaczałoby to, że zdolność prezydenta J.Bidena do uchwalania ustaw zostanie poważnie ograniczona. W efekcie prawdopodobieństwo wsparcia fiskalnego dla gospodarki byłoby mniejsze niż gdyby Demokraci zachowali kontrolę nad Kongresem. Taki rozwój wypadków zwiększyłby szanse na szybsze obniżki stóp w USA w celu pobudzenia gospodarki inaczej niż fiskalnie. Większe poparcie dla Demokratów oznacza wyższy impuls fiskalny oraz dłuższe utrzymanie stóp. W horyzoncie 2023 byłoby to dla dolara korzystne.
- W kraju wydarzeniem tygodnia będzie środowa decyzja RPP w sprawie stóp procentowych. Pomimo wniosku 3 członków RPP o zwołanie dwudniowego posiedzenia, będzie ono ponownie jednodniowe. Rada ma się na nim zająć m.in. opinią do projektu budżetu państwa na 2023, analizą najnowszej projekcji makroekonomicznej oraz zmianami w regulaminie RPP. W czwartek o 15:00 odbędzie się konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego.
- Zakładamy, że po zapoznaniu się z listopadową projekcją oraz biorąc pod uwagę siłę presji na wzrost CPI i inflacji bazowej, którą sugerują wstępne szacunki październikowej inflacji, Rada zdecyduje się na podwyżkę stóp NBP o 25pb. Nie wykluczamy także scenariusza, w którym stopy procentowe drugi miesiąc z rzędu pozostaną bez zmian. W obu wariantach decyzji będzie towarzyszył gołębi przekaz sugerujący bliskie zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych.

Kalendarz makroekonomiczny

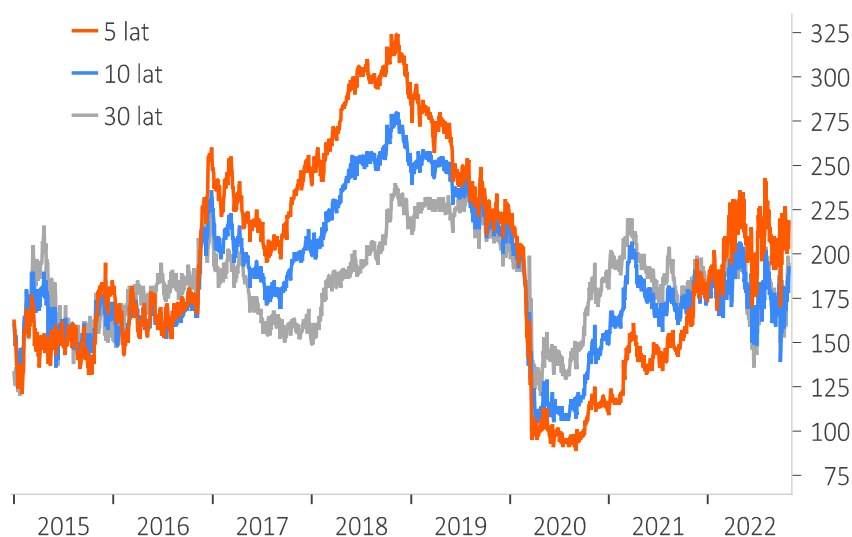
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
9 XI	USA		Wybory uzupełniające do Kongresu				
	Polska		Decyzja RPP		+25pb	+25pb	b.z.
10 XI	USA	14:30	CPI r/r	X	7,9%	8,0%	8,2%
			Inflacja bazowa r/r	X	6,6%	6,6%	6,6%
11 XI	USA	16:00	Nastroje gosp. domowych	XI	59,0pkt.	59,6pkt.	59,9pkt.

Rynki walutowe – Powrót €/US\$ do ostatnich dołków.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku 2021 r.)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

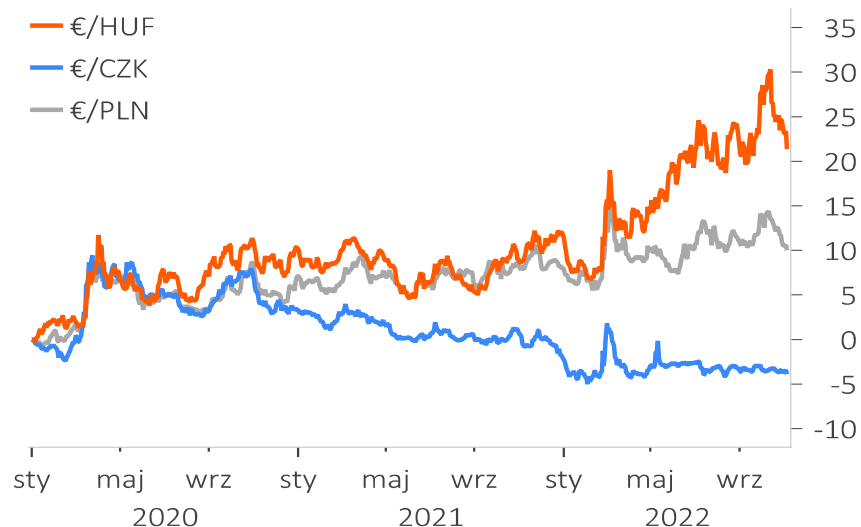


€/US\$:

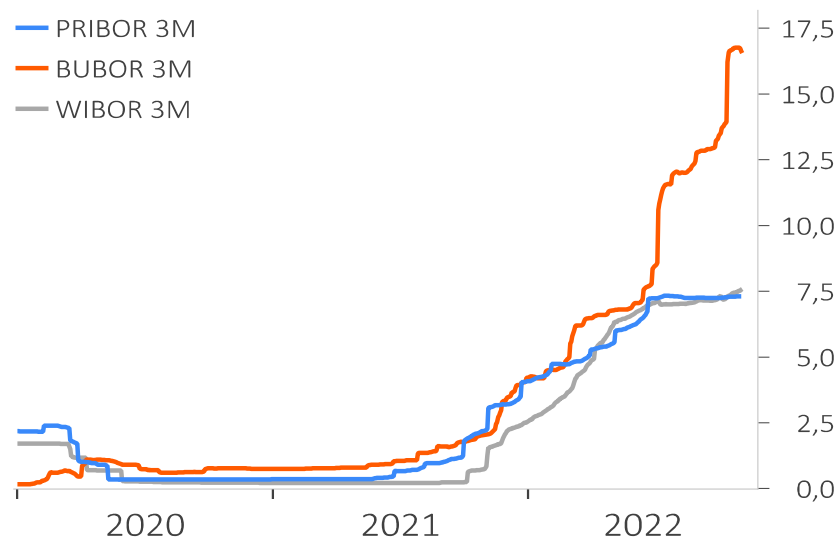
- Zachowanie pary €/US\$ w ubiegłym tygodniu zdeterminowały decyzja i konferencja Fed oraz dane z amerykańskiego rynku pracy. Kolejna podwyżka stóp o 75pb oraz jastrzębie komentarze prezesa J. Powella ściągnęły kurs z 0,9950 do 0,9750. Inwestorzy wyprzedawali jednak dolara po piątkowych payrolls zakładając, że większy od oczekiwań wzrost stopy bezrobocia oznacza istotne złagodzenie presji inflacyjnej i mniejsze podwyżki Fed w przyszłości. W efekcie kurs na koniec tygodnia wrócił do poziomów z poniedziałku.
- Scenariusz dalszych podwyżek stóp Fed pozostaje w mocy i będzie naszym zdaniem wspierać powrót €/US\$ co najmniej do poziomów z piątkowego otwarcia (0,9750) na początku tego tygodnia. W kolejnych dniach nie ma zbyt wielu istotnych danych z głównych gospodarek. Uwagę rynku przykują prawdopodobnie CPI z USA (czwartek) i amerykańskie wybory uzupełniające. Spodziewamy się utrzymania uporczywie wysokiej inflacji bazowej, co powinno także wspierać dolara. Otoczenie międzynarodowe pozostaje jednak pozytywne, więc na razie o powrót do wrześniowych dołków na €/US\$ (0,95) będzie trudno.
- Nasz scenariusz na ostatnie tygodnie roku pozostaje bez zmian. Wciąż spodziewamy się, że wsparciem dla amerykańskiej waluty będą dysparytet stóp wobec euro oraz kolejne wypowiedzi członków FOMC nakierowane na ograniczenie oczekiwań inwestorów na obniżki stóp. Dodatkowym impulsem na korzyść US\$ mogą być nowe czynniki ryzyka, w tym negatywne doniesienia z Ukrainy. W konsekwencji pod koniec roku kurs €/US\$ może ponownie znaleźć się w okolicach ostatnich dołków tj. 0,95.

Rynki walutowe – Decyzja RPP ryzykiem dla złotego.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku 2020 r.



Stopy procentowe – porównanie CEE



€/PLN:

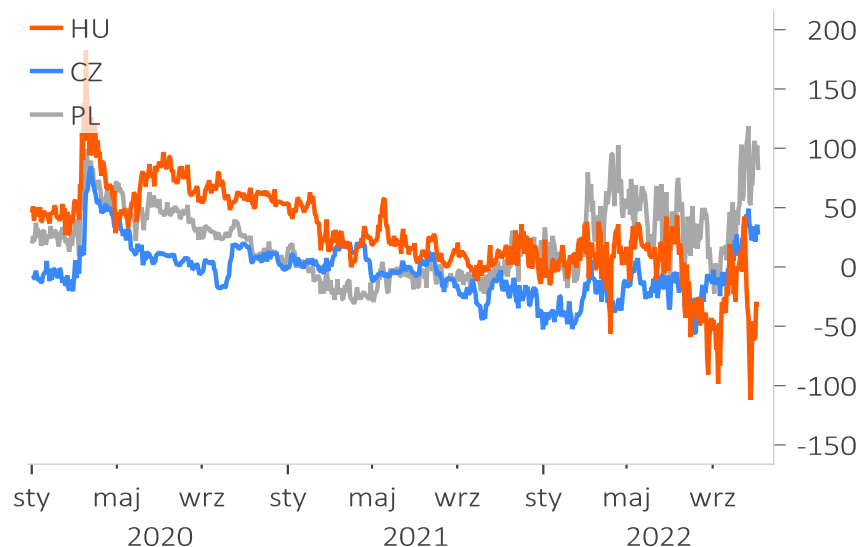
- W ubiegłym tygodniu wysoka zmienność na €/US\$ miała niewielki wpływ na €/PLN. Złoty cały tydzień stopniowo zyskiwał, nie wykazując dużej reakcji na zmiany wartości dolara. Kurs €/PLN z 4,72 na początku tygodnia spadł na 4,69, przejściowo testując nawet 4,68. Cały czas to głównie efekt wysokich kosztów finansowania pozycji przeciw krajowej walucie.
- W tym tygodniu uwagę inwestorów na krajowym rynku skupi prawdopodobnie środowowa decyzja RPP. Do niej para €/PLN powinna utrzymać się w trendzie bocznym, poniżej 4,70. Samo posiedzenie Rady może jednak okazać się dla rynku rozczarowaniem. Stawki np. FRA wyceniają około 100pb podwyżek do końca cyklu. Naszym zdaniem Rada potwierdzi jednak nasze przypuszczenia, że koniec cyklu podwyżek już prawie nastąpił. Nie wykluczamy nawet braku zmian stóp na środowym posiedzeniu. W efekcie oczekujemy, że w drugiej połowie tygodnia para €/PLN wróci do 4,72-73 i 4,76 do końca miesiąca. Na większe osłabienie na razie nie liczymy, gdyż otoczenie międzynarodowe pozostaje pozytywne, a koszty finansowania pozycji przeciw PLN będą również raczej wysokie, nawet w razie spadku oczekiwań na kolejne podwyżki stóp w kraju.
- Nadal też widzimy ryzyko większego osłabienia złotego w końcówce roku. Dużo zależy tu jednak od otoczenia międzynarodowego. Od kilku tygodni jest ono raczej pozytywne, wspierając waluty CEE. Trudno jednak zakładać, że będzie tak bez końca, szczególnie, że ostatnie dane z USA i wypowiedzi z FOMC potwierdzają, że należy oczekiwać dalszych podwyżek stóp Fed. Dlatego nadal uważamy, że kurs €/PLN najprawdopodobniej zakończy rok powyżej 4,80.

Rynek długu: Stromienie krzywej SPW po RPP.

Obligacje 10L w CEE – zmiana (w pb) od końca 2019



Asset swapy 10L w CEE od 2019



- W ubiegłym tygodniu rentowności na rynkach bazowych podniosły się w reakcji na Fed. Amerykańskich 2 latek o ponad 20pb, niemieckich o niecałe 20pb. Na długim końcu w obu przypadkach ruch był mniejszy - około 12pb w przypadku amerykańskiej 10latki i blisko 20pb dla Bunda. Zmienność na SPW pozostała wysoka. W ciągu tygodnia rentowność 10latki podniosła się o blisko 40pb. Ostatecznie jednak rentowności zarówno na krótkim i długim końcu zakończyły tydzień bez dużych zmian. Wycenom pomogły m.in. sugestie odciążenia budżetu na 2023 poprzez przeniesienie części kosztów na spółki energetyczne.
- Zachowanie bazowych rynków długu w tym tygodniu prawdopodobnie zdeterminują czwartkowe dane o inflacji z USA. Nie spodziewamy się dużych zaskoczeń, co powinno sprzyjać stabilizacji po trwającej od końcówki października przecenie papierów (ponad 40pb w przypadku amerykańskiej 2latki). W tym, tygodniu na rynkach bazowych (szczególnie w USA) będą miały miejsce jednak dość duże podaże papierów. Stąd ryzyko wzrostów rentowności, zwłaszcza na długim końcu, jest wysokie.
- Na krajowym rynku w tym tygodniu spodziewamy się stromienia krzywej. Decydująca będzie środowowa decyzja RPP i późniejsza konferencja prof. Glapińskiego. W naszej ocenie Rada albo podniesie stopy o 25pb, łącząc to z łagodnym komentarzem, albo w ogóle powstrzyma się od zmian stóp. Kontrastuje to z dużymi oczekiwaniami rynku na kolejne decyzje Rady (około 100pb podwyżek do końca cyklu). Rozczarowanie będzie naszym zdaniem skutkowało umocnieniem krótkich SPW oraz stabilizacją lub osłabieniem długich (niedostateczny wzrost stóp oznacza ryzyko utrwalenia inflacji i większe podwyżki w przyszłości).

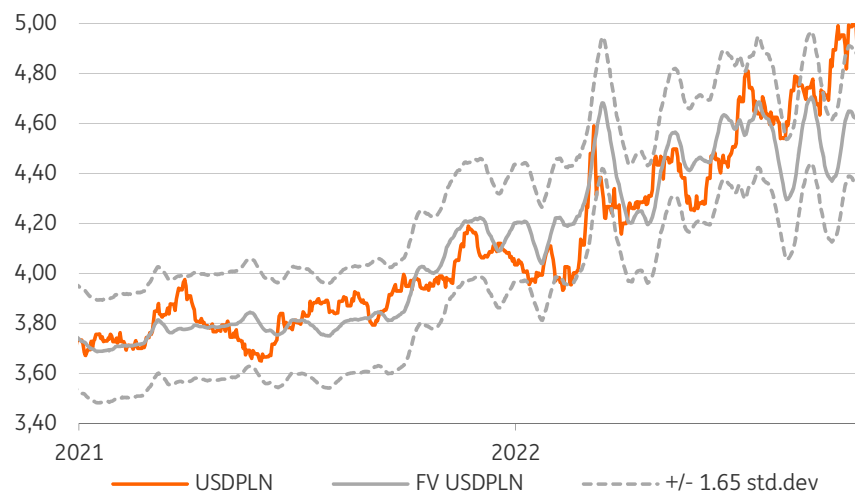
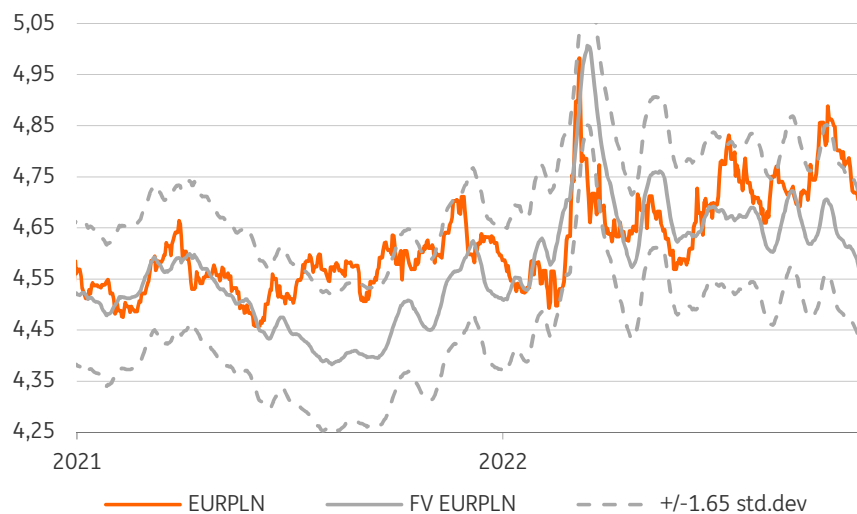
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23
US\$/PLN	5.27	5.26	5.22	5.27	5.19	5.12	4.99	4.93	4.87	4.76	4.74	4.72
€/PLN	4.85	4.87	4.87	4.85	4.81	4.78	4.74	4.71	4.69	4.66	4.67	4.69
CHF/PLN	5.22	5.24	5.25	5.23	5.19	5.16	5.12	5.10	5.08	5.05	5.07	5.09
GBP/PLN	5.27	5.31	5.33	5.33	5.31	5.29	5.27	5.26	5.25	5.24	5.27	5.31

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Niedowartościowanie złotego wobec euro i dolara spadło, ale utrzymuje się na wysokim poziomie. Wpływ napięć geopolitycznych na waluty CEE pozostaje bardzo silny. Wysoki poziom stóp w kraju uzasadnia około 10-15 groszy niższy poziom €/PLN. Trudno jednak zakładać takie zmiany przy nieustępujących napięciach na rynkach.
- Również rentowności obligacji, zwłaszcza krótkich, są zbyt wysokie prawdopodobnie również m.in. z ww. powodów.



Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki
Główny Ekonomista

Piotr Popławski
Starszy Ekonomista

Leszek Kąsek
Starszy Ekonomista

Adam Antoniak
Starszy Ekonomista

E Rafal.Benecki@ing.pl

E Piotr.Poplawski@ing.pl

E Leszek.Kasek@ing.pl

E Adam.Antoniak@ing.pl

Disclaimer

- Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Analiz Makroekonomicznych w ING Banku Śląskim S.A. wyłącznie w celach informacyjnych, bez uwzględnienia celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani dostępnych środków pieniężnych czytelnika. Informacje zawarte w tej publikacji nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też oferty dotyczącej zakupu bądź sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. ING Bank Śląski S.A. dołożył należytej staranności aby zapewnić, że zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak ING Bank Śląski S.A. i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, ani wszelkie bezpośrednie i pośrednie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora(autorów) oraz były aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez uprzedzenia.
- Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje, różne w różnych jurysdykcjach. Osoby, które znajdują się w jej posiadaniu powinny sprawdzić te regulacje i zastosować się do nich.
- Publikacja ta oraz zawarte w niej dane są chronione prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę w jakimkolwiek celu bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego. Wszystkie prawa zastrzeżone. Działalność ING Banku Śląskiego S.A (nr KRS 0000005459), będącego wytwórcą tej publikacji, została zaaprobowana i jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego.