

Tygodnik ING

Inflacja w USA hamuje, Fed ostrzega że cykl zacieśnienia trwa, rynek przestał grać skrajne scenariusze. RPP pozostawiła stopy bez zmian, de facto kończy cykl.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

15 listopada 2022



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



W skrócie.

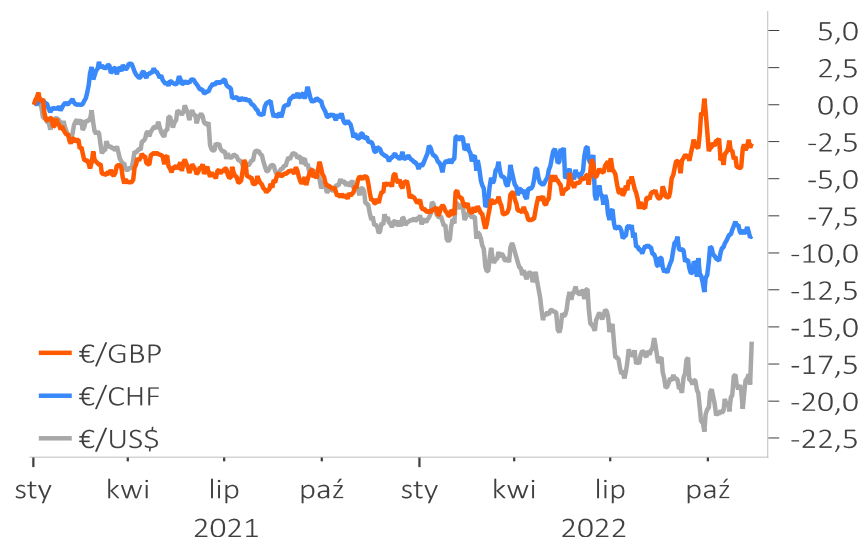
- W tym tygodniu uwagę inwestorów przyciągną m.in. wystąpienia przedstawicieli EBC oraz Fed i ich komentarze po publikacji niższej inflacji z USA, publikacja budżetu Wielkiej Brytanii (czwartek) po zmianie premiera, szczyt G20 na Bali w Indonezji (środa-czwartek).
- W październiku inflacja CPI w USA spowolniła do 7,7%r/r vs 8,2% w IX, co istotniejsze wzrost bazowej wyniósł tylko 0,27%m/m vs oczekiwane 0,4%m/m. Reakcja rynkowa na te dane była ogromna (umocnienie giełd, obligacji i osłabienie dolara), po wielu miesiącach inflacja przestała zaskakiwać wyższymi odczytami, więc spadły obawy o najbardziej skrajne scenariusze z podwyżkami stóp ponad 5% w USA.. W XII Fed prawdopodobnie spowolni tempo podwyżek do 50pb, choć przed tym jeszcze 1 odczyt CPI i payrolls.
- Minister finansów Wielkiej Brytanii ma przedstawić projekt konsolidacji budżetu i dojścia do deficytu na poziomie 1-1,5%PKB w roku budżetowym 2026-27. Co jest zdecydowanym zwrotem w stosunku do planów rządu poprzedniej premier.
- W listopadzie Rada nie zmieniła stóp a prezes NBP ocenił, że dotychczasowe zacieśnienie pozwoli na sprowadzenie inflacji do celu w (wydłużonym) horyzoncie projekcji, tj. do 2025 roku. RPP wybiera ścieżkę stopniowego a nie gwałtownego powrotu inflacji do celu. Tymczasem NBP ponownie podniósł projekcję CPI na 2023 (o 0,8pp), przy bardzo niepokojącej strukturze: pomimo włączenia tarcz antyinflacyjnych (w 50%), niższym wzroście energii, głębszym spowolnieniu PKB, ale przy skoku inflacji bazowej o 1/3! Nasze obawy budzą silne efekty drugiej rundy i wysokie oczekiwania inflacyjne, które mogą powodować utrzymanie uporczywie wysokiej inflacji.
- Spodziewamy się, że w najbliższych miesiącach stopy NBP pozostaną stabilne, a impulsem do ewentualnych korekt mogłoby być duże osłabienie PLN i obligacji, ewentualnie mocne zanegowanie scenariusza spadku inflacji od 2kw23. Wszystko wskazuje na to, że osiągnęliśmy docelowy poziom stóp w obecnym cyklu, chociaż będzie to skutkowało wydłużonym okresem podwyższonej inflacji.

Kalendarz makroekonomiczny

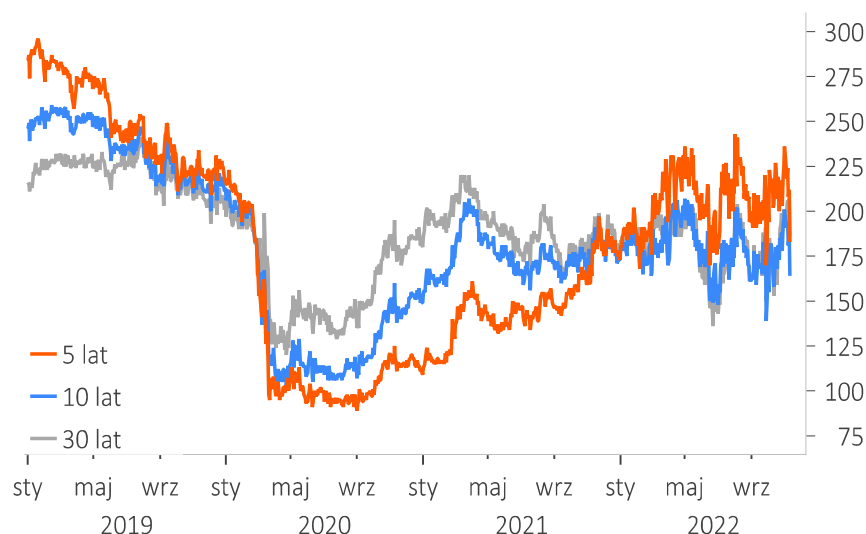
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
15 XI	Polska	10:00	PKB r/r	III kw.	3,5%	3,0%	5,8%
			CPI r/r	X	17,9%	17,9%	17,9%
	Niemcy	11:00	Wskaźnik ZEW	XI	-60pkt.	-50pkt.	-59,2pkt.
	Strefa euro	11:00	PKB r/r	III kw.	-	2,1%	2,1%
	USA	14:30	PPI r/r	X	8,3%	8,4%	8,5%
16 XI	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	X	0,7%	0,9%	0,8%
		15:15	Produkcja przemysłowa m/m	X	0,2%	0,2%	0,4%
17 XI	Strefa euro	11:00	HICP r/r	X	-	10,7%	10,7%

Rynki walutowe – €/US\$ na razie ponad parytetem.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

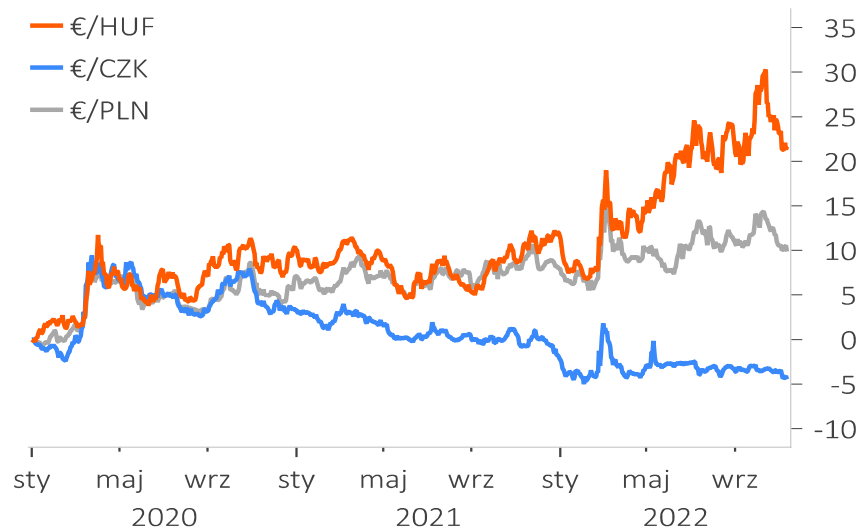


€/US\$:

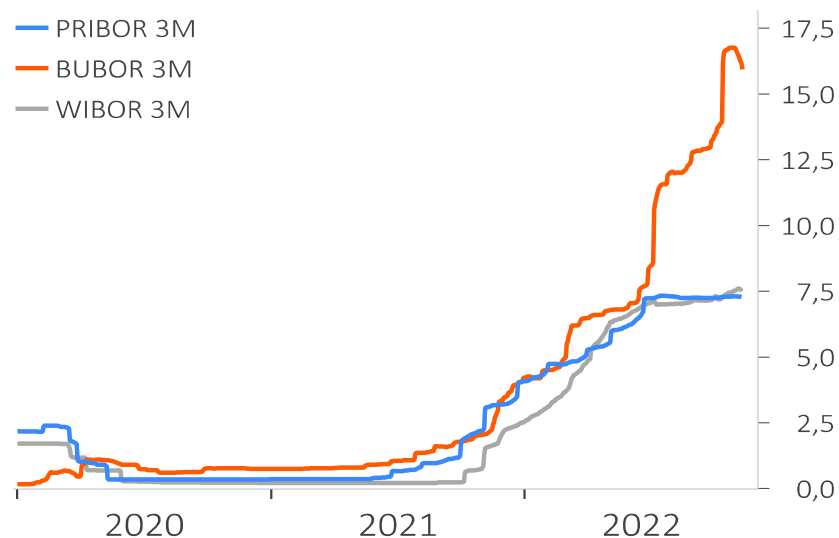
- Kluczowym wydarzeniem ubiegłego tygodnia na rynkach były dane o inflacji w USA. Choć alternatywne wskaźniki pokazywały spadek presji cenowej już od jakiegoś czasu, to dopiero ostatnie oficjalne dane pokazały wyraźne spowolnienie dynamiki cen. Znacząco osłabiło to oczekiwania na kolejne podwyżki stóp Fed. Efektem był wzrost kursu €/US\$, który w skali tygodnia podniósł się do 1,0310 - najwyższej od lipca.
- Wskaźniki techniczne sugerują, że przestrzeń do wzrostu kursu €/US\$ wyczerpuje się. W tym tygodniu odbędzie się też kilka wystąpień członków FOMC. Prawdopodobnie będą oni chcieli podtrzymać oczekiwania na dalsze podwyżki stóp. Naszym zdaniem zatrzyma to przynajmniej na ten tydzień osłabienie dolara wobec euro. Na spadek €/US\$ na razie nie liczymy. Przeszacowanie wycenianej ścieżki stóp Fed było bowiem zbyt duże. Kierunek na €/US\$ od lat wyznacza spread 2letnich swapów euro kontra dolar. Zeszłotygodniowy ruch po inflacji był na tyle silny, że €/US\$ może utrzymać się ponad parytetem na dłużej.
- Nadal jednak uważamy, że przed końcem roku para €/US\$ wróci poniżej parytetu. Osłabienie presji inflacyjnej w USA nie oznacza, że Fed kończy swój cykl podwyżek stóp, a jedynie go spowalnia. Szanse, że kurs pogłębi wrześniowe dołki są jednak dość małe. Sukces Republikanów w Kongresie nie jest na tyle duży jak sugerowały sondaże, ale i tak powinien pozwolić im znacząco ograniczyć plany fiskalne J. Bidena. To oznacza, że w prawdopodobnie słabym gospodarczo dla USA 2023 rośnie szansa na poluzowanie monetarne. Spadły też obawy przed eskalacją wojny na Ukrainie.

Rynki walutowe – Osłabienie złotego na koniec roku.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

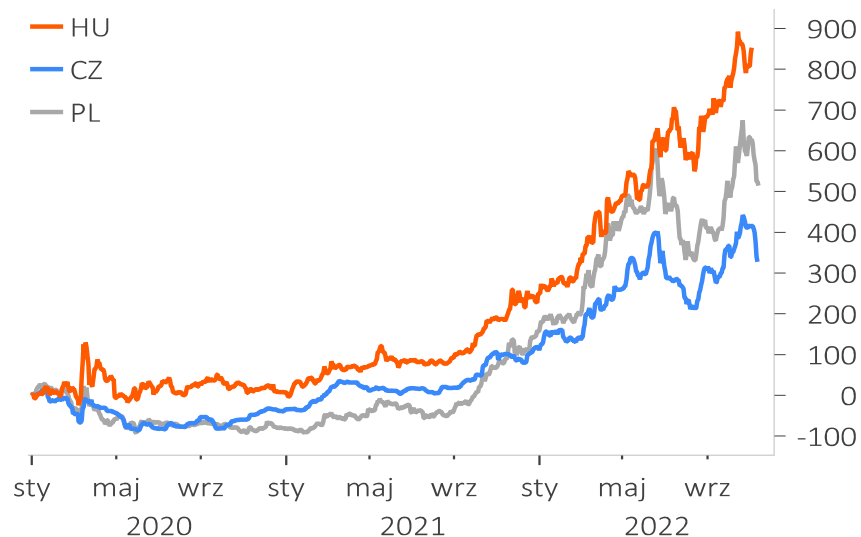


€/PLN:

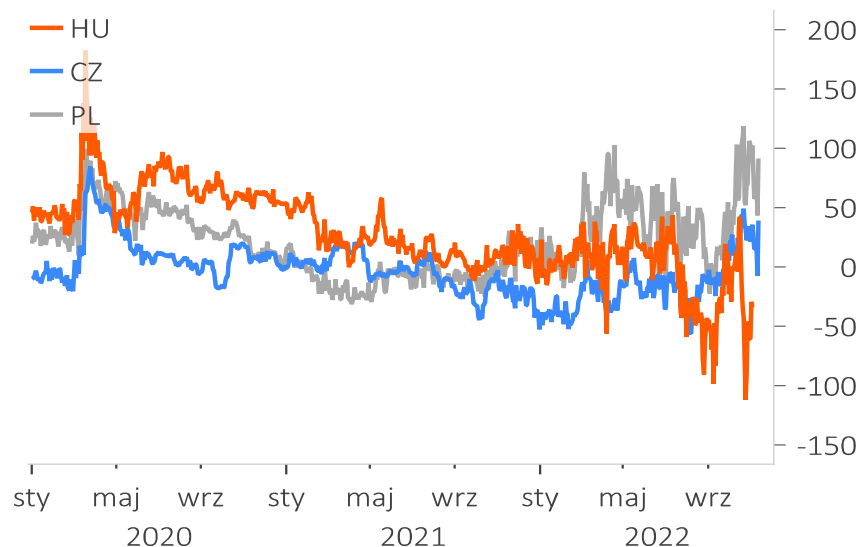
- Zachowanie krajowych aktywów było w ubiegłym tygodniu wypadkową trendów na rynkach bazowych i rozczarowaniem decyzją RPP. Rada wbrew oczekiwaniom na podwyżkę o 25pb nie zmieniła stóp. Również konferencja prof. Glapińskiego tylko wzmocniła oczekiwania, że cykl zacieśnienia polityki NBP zakończył się. Efektem była podwyższona zmienność €/PLN, ale dzięki ogólnie lepszym nastrojom na globalnych rynkach po publikacji CPI z USA kurs €/PLN w skali tygodnia niemal nie zmienił się. Kurs €/PLN w poniedziałek utrzymywał się poniżej 4,69.
- Jeżeli para €/US\$ faktycznie na razie wyhamuje wzrost, to spadające oczekiwania na jakiegokolwiek kolejne podwyżki stóp NBP powinny negatywnie odbić się na złotym. Znacząco spadły też koszty utrzymania pozycji na osłabienie PLN wobec tego co obserwowaliśmy jeszcze 2-3 tygodnie temu. Technicznie pierwszy docelowy poziom dla €/PLN do 4,72, ale nie da się wykluczyć nieco większego uchu.
- Kierunek dla €/PLN na przełomie roku w dużym stopniu wyznaczy otoczenie międzynarodowe. Nasze szacunki wskazują, że złoty wobec euro ma 3% premii na ryzyko np. polityczne, jak konflikt z UE, czy wojna na Ukrainie. Choć wiele czynników ciągle przemawia przeciw złotemu, to rosnący €/US\$ znacząco podnosi szanse, że para €/PLN zakończy ten rok słabiej ale poniżej 4,80. Inwestorów cieszą postępy militarne Ukrainy, choć zakończenie wojny to nie jest nasz bazowy scenariusz. PLN wspierają próby osiągnięcia porozumienia przez polski rząd z KE. Rozkład ryzyk nadal sugeruje przecenę złotego pod koniec roku, ale jej skala będzie prawdopodobnie mniejsza niż dotychczas zakładaliśmy.

Rynek długu: Dalsze stromienie krzywej SPW.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2019



- W ubiegłym tygodniu na krajowym rynku długu obserwowaliśmy splot szeregu pozytywnych czynników. W skali tygodnia rentowność 2latki spadła o blisko 120pb. Na długim końcu było to około 100pb. Obligacje pozostały wsparte nadziejami na niższe podaże w 2023 dzięki finansowaniu zagranicznemu, przeniesieniu części kosztów walki z inflacją na spółki energetyczne oraz reset ws KPO. W kolejnych dniach dołożył się do tego brak podwyżki stóp NBP.
- W naszej ocenie zaplanowane w tym tygodniu wystąpienia przedstawicieli Fed powinny przypominać rynkom, że oczekiwania na zmianę nastawienia FOMC są przedwczesne. Pozwoli to na odbicie krótkiego końca amerykańskiej krzywej. W Europie spodziewamy się raczej stabilizacji. Nie liczymy na duże zaskoczenia danymi ze strefy euro, jakie poznamy w tym tygodniu, choć jak pokazała CPI z USA, nie da się ich wykluczyć.
- W tym tygodniu na krajowym rynku stawiamy na stromienie krzywej. Przekaz z RPP nie daje nadziei na duże podwyżki stóp. Efekt spadku oczekiwań na nie już widzieliśmy. W tym tygodniu spadki rentowności powinny być już ograniczone do krótkiego końca krzywej. Zakładamy, że dołożą się do tego wzrosty rentowności na rynkach bazowych, co podniesie krajowy dług koniec w górę.
- Obawiamy się, że optymizm inwestorów co do możliwości ograniczenia podaży SPW na 2023 rok są przedwczesne. O przełom w relacjach z KE i odblokowanie KPO może być trudno. Także próby przeniesienia kosztów walki z inflacją na spółki energetyczne niekoniecznie mogą się udać. Zdecydowanym pozytywem dla SPW jest finansowanie w walutach twardych, ale raczej nie zatrzyma to stromienia krzywej SPW również w grudniu.

Coraz mniejsze szanse na dalsze podwyżki stóp NBP.

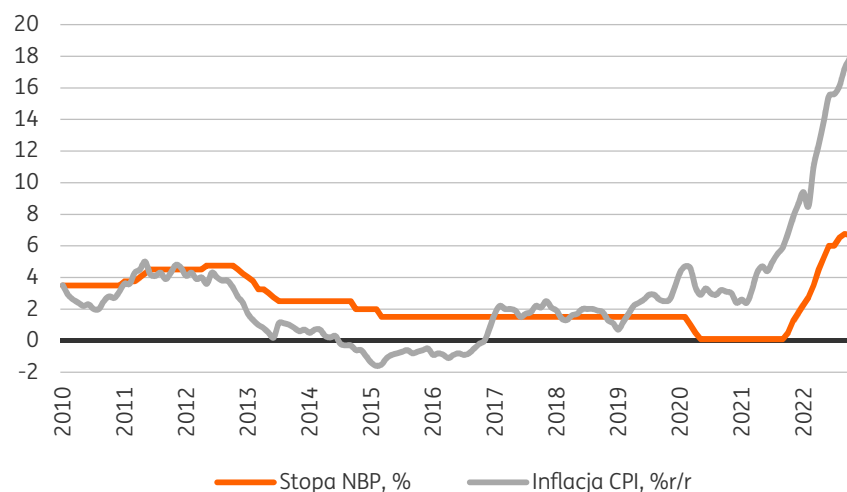
Listopadowa projekcja NBP

	2022	2023	2024	2025
PKB				
Projekcja NBP z VII'22	4.7	1.3	2.3	-
Projekcja NBP z XI'22	4.6	0.7	2.0	3.1
ING	4.3	1.5	3.3	3.5
CPI				
Projekcja NBP z VII'22*	14.2	12.3	4.1	-
Projekcja NBP z XI'22**	14.5	13.1	5.9	3.5
ING	14.5	14.1	11.6	6.5

* Tarcza Antyinflacyjna (obniżki VAT na energię i żywność) do końca X'22

** Tarcza Antyinflacyjna (obniżki VAT na energię i żywność) do końca 2023

CPI i stopa NBP

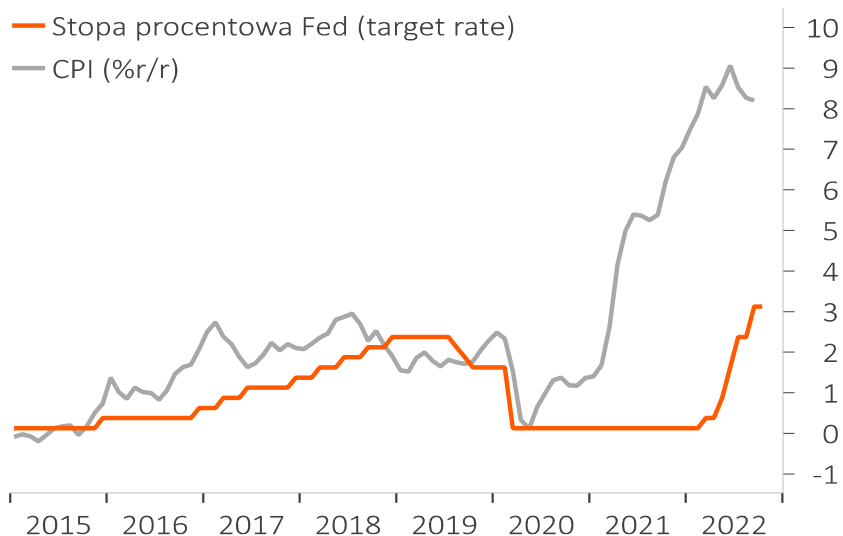


Źródło: GUS, NBP, ING.

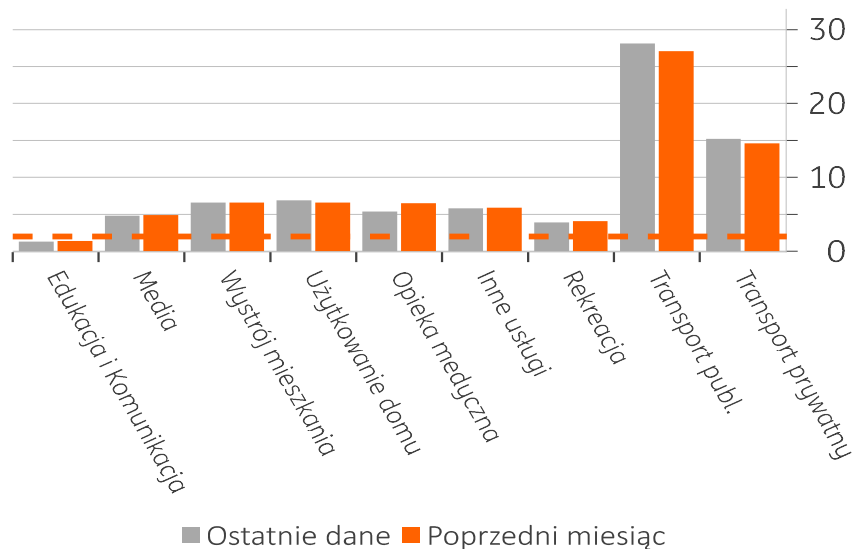
- Decyzje RPP o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian w październiku i listopadzie oraz konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego wskazują, że cykl zacieśniania polityki pieniężnej w zasadzie został zakończony. Prezes NBP wprawdzie mówił o pauzie, jednak wyrażał silne przekonanie, że spowolnienie gospodarcze i podwyżki stóp za granicą pozwolą sprowadzić inflację w Polsce do celu.
- Najnowsza projekcja NBP nie wspiera narracji prezesa i nie uzasadnia zmiany nastawienia Rady. NBP ponownie podniósł projekcję CPI na 2023 (o 0,8pp), przy bardzo niepokojącej strukturze: pomimo włączenia tarcz antyinflacyjnych (w 50%), niższym wzroście energii, głębszym spowolnieniu PKB, ale przy skoku inflacji bazowej o 1/3! Nasze obawy budzą silne efekty drugiej rundy i wysokie oczekiwania inflacyjne, które mogą powodować utrzymanie uporczywie wysokiej inflacji. Pomimo wcześniejszego niż w poprzednich latach wydłużenia horyzontu projekcji o kolejny rok, inflacja nie obniża się do celu 2,5% do końca okresu objętego projekcją. Sam NBP przyznaje, że walka z inflacją zajmie dłużej niż w innych gospodarkach.
- Skoro zaskoczenia inflacyjne w górę w ostatnich miesiącach i rewizja w górę ścieżki inflacji w najnowszej projekcji nie zmieniły podejścia Rady, to należy oczekiwać, że nie jest ona obecnie skłonna do dalszego zacieśniania polityki pieniężnej.
- Spodziewamy się, że w najbliższych miesiącach stopy NBP pozostaną stabilne, a impulsem do ewentualnych korekt poziomu stóp mogłoby być duże osłabienie PLN i obligacji, ewentualnie mocne zanegowanie scenariusza spadku inflacji od 2kw23. Wszystko wskazuje na to, że osiągnęliśmy docelowy poziom stóp w obecnym cyklu, chociaż będzie to skutkowało wydłużonym okresem podwyższonej inflacji.

USA: CPI hamuje, Fed spowolni tempo podwyżek stóp.

Inflacja i stopy Fed – to nie koniec cyklu podwyżek



Struktura inflacji bazowej w USA



- W październiku inflacja CPI w USA spowolniła do 7,7%r/r, wobec 8,2% w IX i konsensusu 7,9%. Najprawdopodobniej w ujęciu rocznym CPI osiągnęła swój szczyt we wrześniu. W ujęciu miesięcznym ceny konsumpcyjne wzrosły o 0,4% m/m, analogicznie jak miesiąc wcześniej.
- Największe znaczenie miało jednak spowolnienie inflacji bazowej, do 6,2%r/r z 6,6% miesiąc wcześniej, przy konsensusie 6,5%. Co ważne, inflacja bazowa w ujęciu miesięcznym spowolniła do 0,3% z 0,6%. Zarówno dynamika miesięczna inflacji ogółem i komponentu bazowego zbliżają się do poziomu (około 0,17% m/m), który pozwoli sprowadzić inflację do celu Fed (2%r/r) w średnim terminie.
- Dwa komponenty inflacji bazowej zwracają szczególną uwagę, w ich przypadku dane alternatywne pokazywały już spowolnienie presji cenowej od paru miesięcy ale dopiero w październiku to przełożyło się na indeks cen konstruowany przez służby statystyczne USA. Pierwszy z nich to ceny najmu mieszkań, tj. kluczowy komponent inflacji bazowej, które kontynuowały wzrost (0,8% m/m), ale jednak wolniejszy od oczekiwań. Drugi ważny komponent to spadek cen używanych aut (2,4% m/m), co było jednym z głównych powodów spadku inflacji. Dołożyły się do tego m.in. niższe ceny lotów, czy opieki medycznej.
- Przed grudniową decyzją Fed czeka nas jeszcze jeden odczyt CPI oraz dane z rynku pracy. O ile nie dojdzie do zaskoczeń, najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wydaje się spowolnienie tempa podwyżek stóp do 50pb. Spodziewamy się jednak, że w kolejnych dniach członkowie FOMC będą starać się werbalnie podtrzymać oczekiwania na podwyżki stóp, obawiając się przedwczesnego złagodzenia warunków finansowych, co utrudniłoby walkę z inflacją.

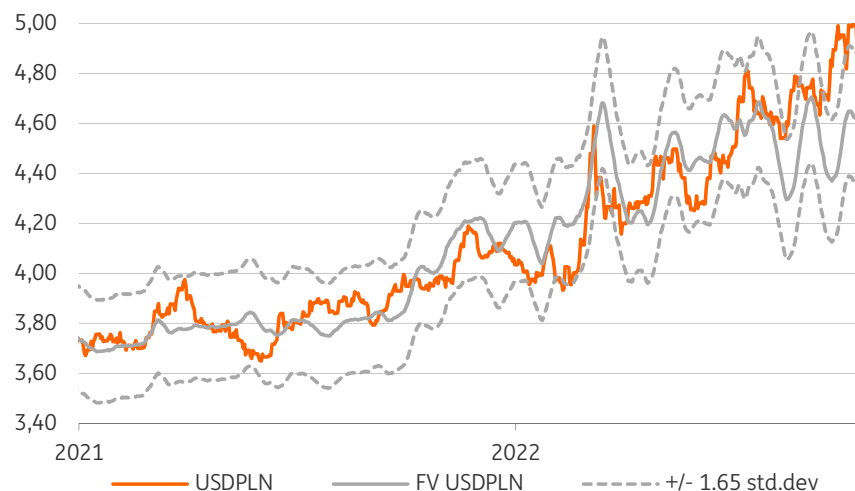
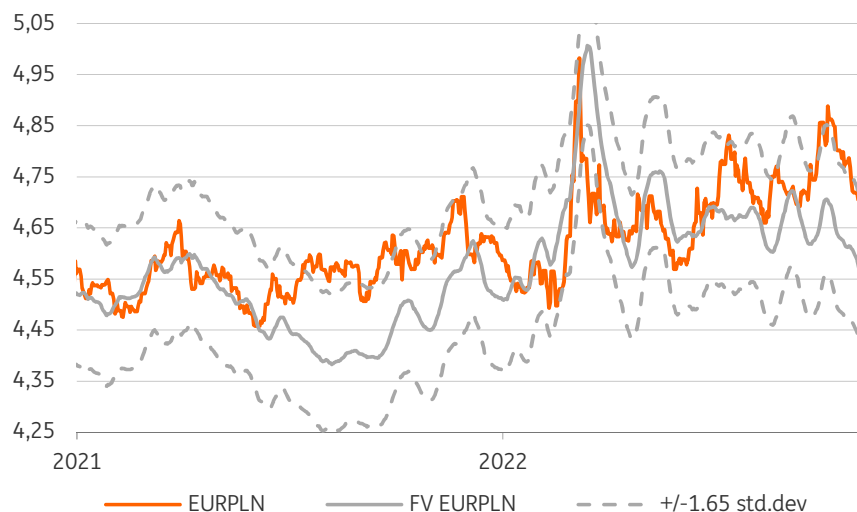
Prognozy walutowe.

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.