

Tygodnik ING

Rynki czekają na kolejne sygnały dezinflacji w USA.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

9 stycznia 2023



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



W skrócie

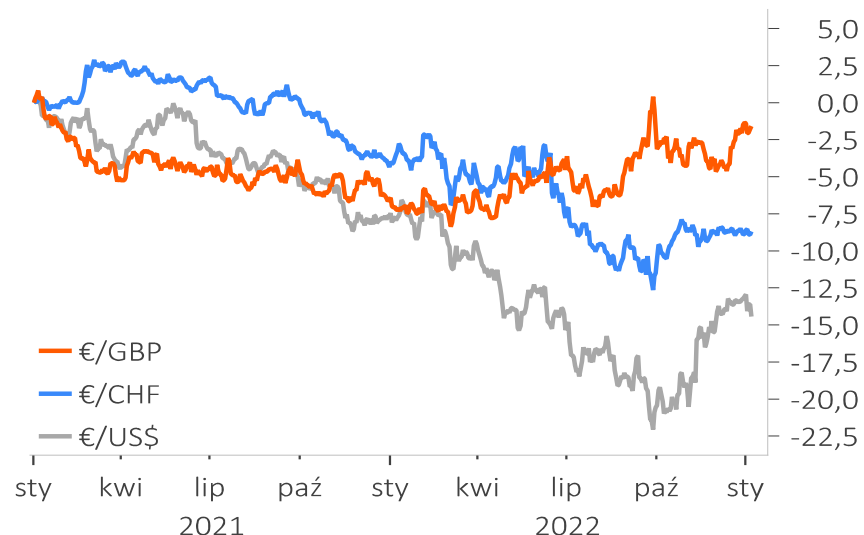
- Wydarzeniem ubiegłego tygodnia były dane z rynku pracy w USA. W grudniu zatrudnienie wzrosło 223tys. osób (konsensus: 200tys.), po wzroście o 256tys. w listopadzie, co razem z dużym wzrostem ofert pracy (JOLTs) obrazuje solidny popyt na pracę. Jednocześnie tempo wzrostu płac spadło do 4,6%/r (konsensus: 5,0%/r) ws 5,5% w połowie 2022. Wsparło to popularny na rynku scenariusz szybkiej dezinflacji w USA i nieodległych obniżek stóp Fed. Z kolei ciepła zima spowodowała spadek cen gazu w Europie a dane inflacyjne z krajów Eurolandu wsparły oczekiwany spadek inflacji. Dane z Chin dają nadzieję, iż mijamy szczyt zachorowań. W efekcie giełdy mocno odbiły, szczególnie w krajach wschodzących, rentowności obligacji spadły, a dolar dalej tracił na wartości.
- W kraju uwagę zdominowały grudniowe dane o CPI. Według wstępnego inflacja obniżyła się do 16,6%/r (konsensus: 17,3%/r) z 17,5%/r w listopadzie. W porównaniu do listopada ceny wzrosły o zaledwie 0,2%, co było w dużej mierze zasługą spadku cen energii o 3,3%/m. Wycofanie Tarczy Antyinflacyjnej i niska baza odniesienia związana z jej wprowadzeniem podbijają jednak CPI w pierwszych dwóch miesiącach tego roku. Lokalny szczyt jest więc nadal przed nami, jednak coraz bardziej prawdopodobne jest, że będzie on poniżej 20%/r. Rosną też szanse, że na koniec 2023 inflacja może obniżyć się do jednocyfrowych poziomów. Oznacza to, że RPP najprawdopodobniej formalnie będzie mogła zakończyć obecny cykl. Naszym zdaniem, w tym roku nie będzie natomiast warunków do obniżek stóp procentowych z uwagi na wysoki poziom i uporczywość inflacji bazowej.
- W tym tygodniu uwagę rynków skupią dane o CPI z USA. Inwestorzy szukają potwierdzenia dla popularnego scenariusza dezinflacji i to w razie zaskoczenia po niższej stronie spodziewamy się większej reakcji €/US\$, czy obligacji. Oczekujemy jednak wyniku zgodnego z konsensusem, co powinno utrzymać €/US\$ blisko 1,07. Mocne oczekiwania na spadki CPI w kolejnych miesiącach w USA, czy strefie euro sugerują większe pole do umocnienia obligacji w tym tygodniu niż do wzrostów rentowności. Dotyczy to szczególnie SPW. W styczniu zapada PLN30mld papierów przy tylko jednej aukcji. Oznacza to, że na rynek wtórny napłynie dużo środków, sugerując większe umocnienie SPW niż na rynkach bazowych w najbliższych tygodniach.

Kalendarz makroekonomiczny

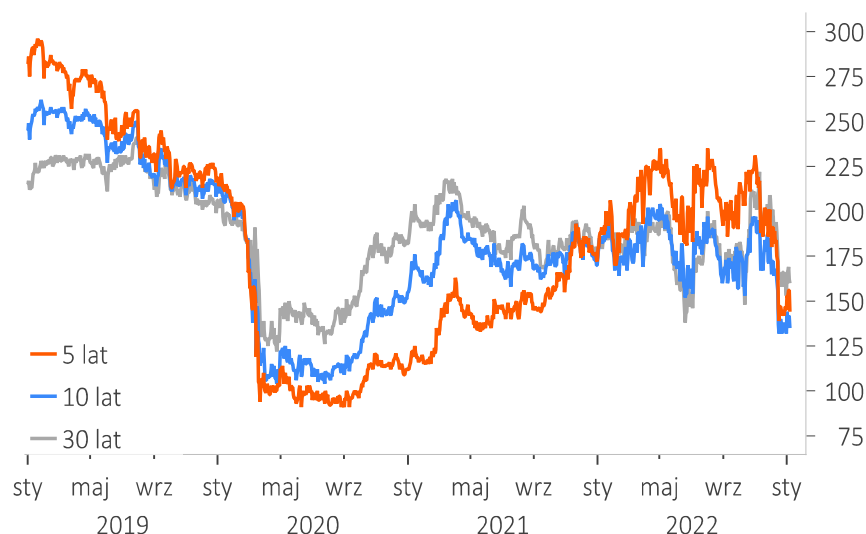
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
10 I	USA	14:30	CPI r/r	XII	6,6%	6,6%	7,1%
			Inflacja bazowa r/r	XII	5,7%	5,7%	6,0%
13 I	Polska	10:00	CPI r/r - szczegóły	XII			
	Strefa euro	11:00	Produkcja przemysłowa r/r		-0,3%	0,5%	3,4%
	Polska	14:00	Bilans obrotów bieżących	IX	-€1014mln	-€796mln	-€549mln
	USA	16:00	Nastroje gosp. domowych	I	59,5pkt.	60,5pkt.	59,7pkt.

Rynki walutowe – Rynki nastawione na szybkie obniżki Fed.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

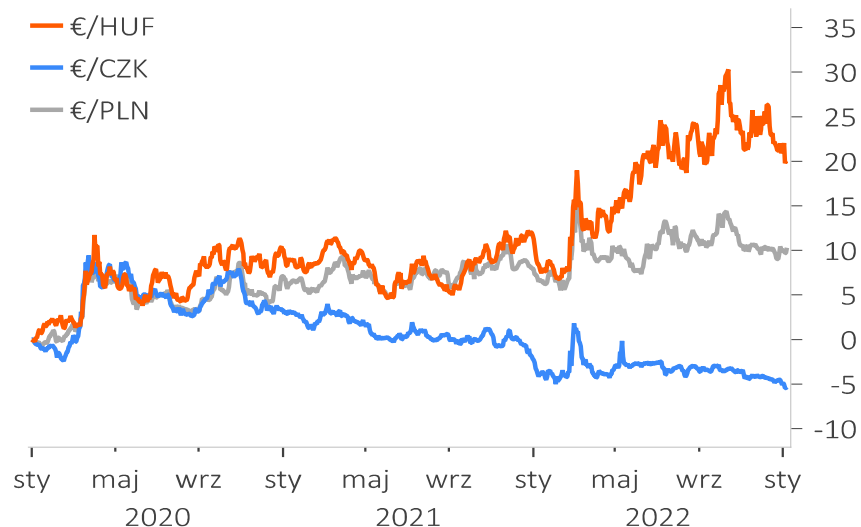


€/US\$:

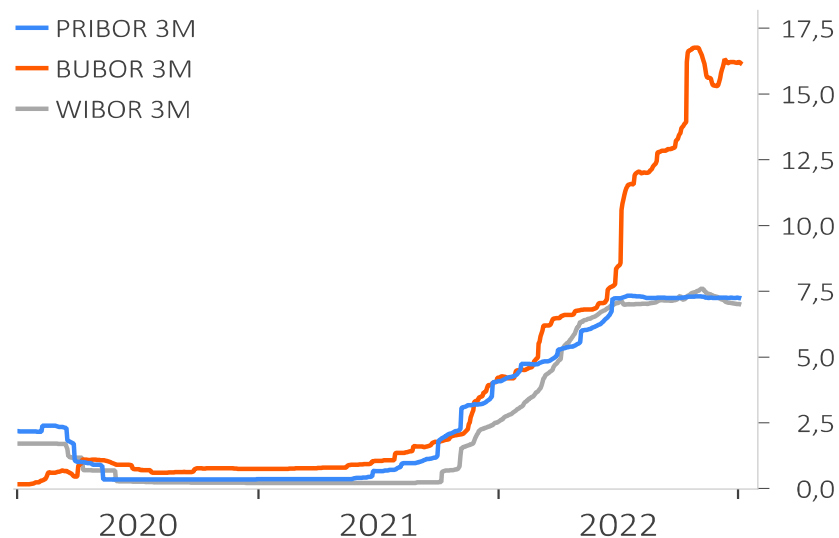
- Rok 2023 rozpoczął się wzrostem zmienności €/US\$. Inwestorzy próbowali zepchnąć parę w dół, a kurs przejściowo znalazł się nawet poniżej 1,05. Ruch cofnął się jednak w piątek, mimo kolejnego udanego wyniku payrolls. Para znów zbliżyła się do 1,07, tj. poziomów z końcówki 2022. Może to też oznaczać, że rynek pozycjonuje się na kolejne zaskoczenie amerykańską CPI w dół (dane poznamy w tym tygodniu).
- W tym tygodniu uwagę rynku prawdopodobnie skupią dane o inflacji CPI z USA. Spodziewamy się wyniku zgodnego z oczekiwaniami, tj. stopniowego hamowania dynamiki cen w ujęciu r/r. Zachowanie dolara, czy obligacji w ostatnim czasie pokazuje jednak, że rynek nastawia się na kolejne zaskoczenia w dół i w takim przypadku spodziewamy się większej reakcji. Jeżeli zrealizuje się, jak oczekujemy, wynik na poziomie konsensusu, para €/US\$ powinna utrzymać się w trendzie bocznym, przy 1,07, do końca tygodnia.
- Gasną szanse na duże umocnienie dolara wobec euro. CO prawda kolejne komentarze i decyzje Fed powinny potwierdzić, że rynek zbyt agresywnie nastawiał się na dezinflację w USA i szybkie obniżki stóp Fed. Coraz więcej mówi się też o kolejnej zmasowanej ofensywie rosyjskiej na Ukrainę, być może już na wiosnę. Część analityków obawia się również jak dotkliwie mogą okazać się skutki zniesienia obostrzeń covidowych w Chinach. Jednak spadek €/US\$, nawet w reakcji na ten korzystne dla dolara informacje nie będzie jednak duży i raczej okaże się przejściowy. Bardziej jastrzębi od oczekiwań był również EBC, przypominając o uporczywości inflacji wywołanej cenami energii i pandemią.

Rynki walutowe – Globalny sentyment wspiera PLN.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

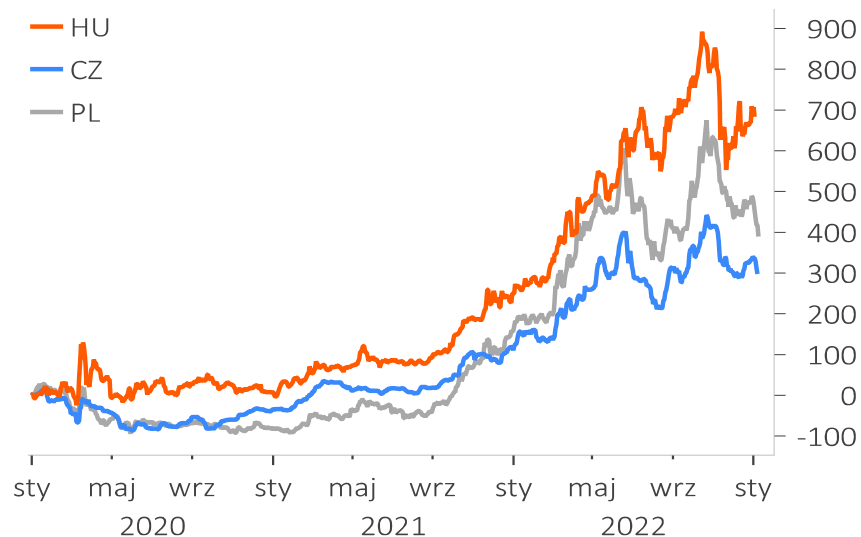


€/PLN:

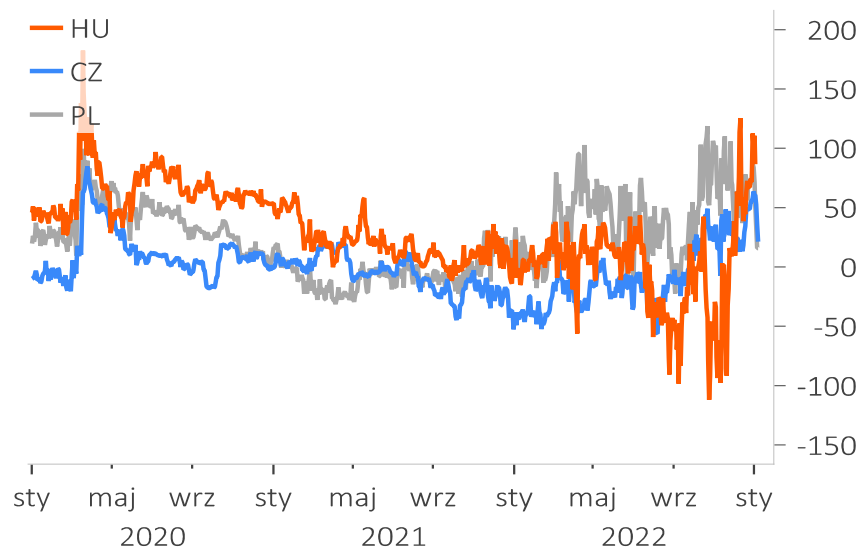
- Od początku roku para €/PLN utrzymuje się w trendzie bocznym, wokół 4,68. W piątek na chwilę znalazła się ponad 4,70, ale wzrost €/US\$ pozwolił na jej powrót do 4,6850 dziś rano. Widać jednak, że presja na umocnienie złotego, widoczna np. w listopadzie wyraźnie osłabła. Inwestorzy najprawdopodobniej domknęli pozycje przeciw PLN jeszcze w 2022 i z początkiem 2023 mogą zacząć budowę nowych.
- Oznaki tego scenariusza mogliśmy już obserwować. Z początkiem roku widać pewną presję na osłabienie złotego. Na razie nie wspierał jej jednak sentyment globalny. Najprawdopodobniej zdeterminuje on zachowanie €/PLN również w tym tygodniu. Komentarze z RPP potwierdziły brak perspektyw na zmiany polityki banku centralnego w najbliższym czasie i tego też spodziewał się rynek. Dlatego to publikowana we czwartek CPI z USA powinna okazać się dla złotego kluczowa. Oczekiwany przez nas wynik (spadek dynamiki r/r zgodnie z konsensusem) powinien utrzymać €/PLN blisko 4,70.
- W dłuższym terminie rysuje się kilka poważnych ryzyk dla złotego, poczynając od wspomnianej eskalacji konfliktu na Ukrainie. Z kwestii lokalnych czeka nas rozstrzygnięcie TSUE ws kredytów frankowych. Negatywny dla banków wynik może zmusić je do rozpoznania bardzo wysokich strat. Już same problemy banków nie są dla PLN pozytywne, ale może też dojść do jakiegoś domykania wywołanych tą decyzją pozycji walutowych (poprzez sprzedaż złotego np. za euro). Nadal też obawiamy się, że optymizm rynków co do szybkiego napływu środków z KPO do Polski może być przedwczesny.

Rynek długu: Duże zapadalności w I wsparciem dla SPW.

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



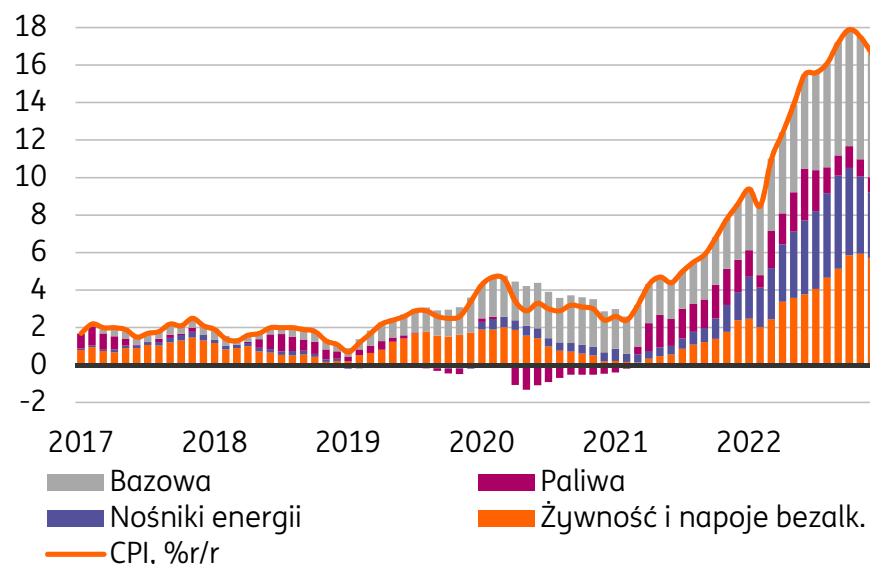
Asset swapy 10L w CEE od 2019



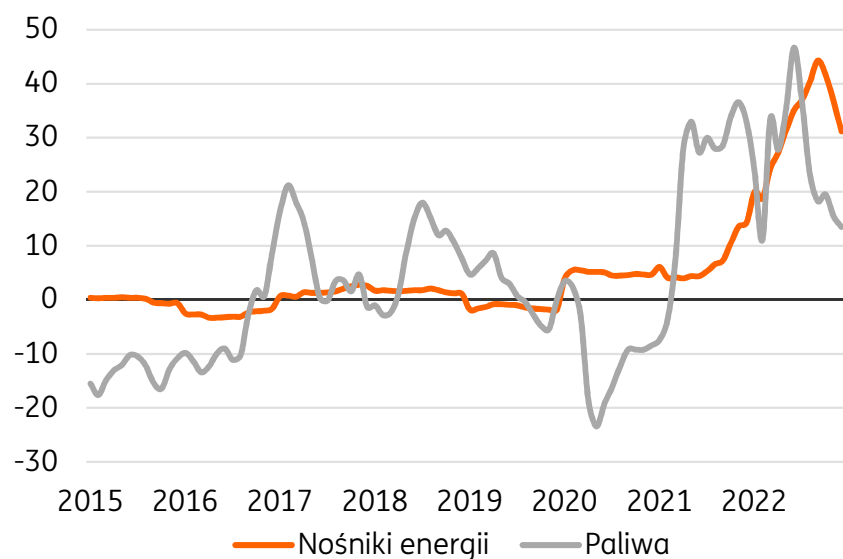
- W ubiegłym tygodniu obserwowaliśmy solidne spadki rentowności w kraju i zagranicą. Na rynkach bazowych pomógł w tym niższy od oczekiwań wzrost płac w USA, wspierając oczekiwania na spowolnienie tempa podwyżek stóp Fed. Tempo umocnienia SPW przyspieszył m.in. mocniejszy od oczekiwań spadek inflacji z kraju.
- Czwartkowe dane o CPI z USA powinny zdeterminować zachowanie krajowych i zagranicznych obligacji. Obserwując umocnienie rynków długu w ostatnim czasie można założyć, że do większej reakcji dojdzie gdy dane zaskoczą po niższej stronie, wspierając popularny na rynku scenariusz globalnej dezinflacji i szybkiego poluzowania polityki m.in. Fed. W tym tygodniu danych z kraju praktycznie nie ma, ale i tak odegrałyby niewielką rolę. Ważna jest natomiast wysoka zapadalność SPW w styczniu (PLN30mld) przy tylko jednej aukcji. Oznacza to, że na rynek wtórny napłynie dużo środków, sugerując większe umocnienie SPW niż na rynkach bazowych w najbliższych tygodniach.
- W skali całego kwartału widzimy jednak ryzyka na wyższe rentowności, zarówno w kraju jak i za granicą. Rynek konsekwentnie ignoruje zapowiedzi płynące z Fed, czy EBC. Inwestorzy mogą jednak rozczarować się faktycznymi decyzjami obu instytucji. Inflacja, szczególnie bazowa, jest bowiem mocno zakorzeniona i nawet w przypadku spadku głównego wskaźnika, to ona powinna skupiać uwagę banków centralnych. W kraju dodatkowo rysuje się kilka ryzyk. Wspomniana decyzja TSUE może przejściowo ograniczyć skłonność krajowych banków do zakupów SPW. Punktem uwagi będzie też faktyczna skala potrzeb pożyczkowych na 2023, szczególnie jeżeli jak się spodziewamy, ryzyko braku napływów środków z KPO w tym roku jest wysokie.

CPI: Głęboki spadek CPI w XII za sprawą tańszego opału.

Inflacja CPI i jej źródła, %r/r, pkt. proc.



Ceny nośników energii i paliw, %r/r



- Według wstępnego szacunku CPI obniżyła się w XII do 16,6%/r (ING: 17,4%/r; konsensus: 17,3%/r) z 17,5%/r w IX. W porównaniu do listopada ceny wzrosły o zaledwie 0,2%, co było w dużej mierze zasługą spadku cen energii o 3,3%/m. Należy to przypisać spadkom cen dotowanego opału, w tym przede wszystkim węgla, w tym wprowadzonego do obrotu subsydiowanego przez rząd węgla z importu. Biorąc pod uwagę, że ceny energii elektrycznej i gazu dla gospodarstw domowych są regulowane i nie uległy w grudniu istotnym zmianom, oznacza to, że opał potaniał w grudniu o ponad 20% względem listopada. Zbliżony do naszych oczekiwań był natomiast spadek cen paliw oraz wzrost cen żywności. Szacujemy, że inflacja bazowa wzrosła w XII do 11,7%/r z 11,4%/r w listopadzie.
- Inflacja CPI obniżyła się drugi miesiąc z rzędu, ale skala spadku w grudniu była głębsza od najbardziej optymistycznych prognoz. Wycofanie Tarczy Antyinflacyjnej i niska baza odniesienia związana z jej wprowadzeniem w 2022, podbiją CPI w sty-lut 2023. Lokalny szczyt jest nadal przed nami, jednak coraz bardziej prawdopodobne jest, że będzie on poniżej 20%/r. Rosną też szanse, że na koniec 2023 inflacja może obniżyć się do jednocyfrowych poziomów. Oznacza to, że RPP najprawdopodobniej formalnie będzie mogła uznać obecny cykl za zakończony. Oczekujemy, że zapewne do marca (a najprawdopodobniej przez cały 2023 rok) stopy NBP pozostaną bez zmian, a RPP będzie oczekiwała na wyniki kolejnej projekcji makroekonomicznej, żeby lepiej ocenić perspektywę inflacji. Szok energetyczny wytraca impet czemu sprzyjają m.in. anomalie pogodowe w Europie. Naszym zdaniem, w tym roku nie będzie warunków do obniżek stóp procentowych z uwagi na wysoki poziom i upór inflacji bazowej.

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.