

Tygodnik ING

Wysoka inflacja w USA wyklucza luzowanie Fed w 2kw24. EBC sygnalizuje obniżkę w czerwcu.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak, Michał Rubaszek

15 kwietnia 2024

Komentarze Zespołu Ekonomistów ING możesz śledzić na platformie



W skrócie

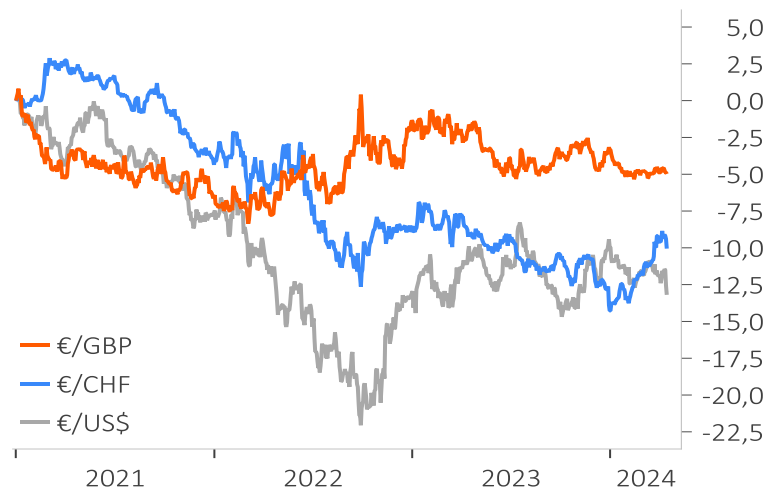
- W marcu indeks CPI w USA wzrósł o 0,4%*m/m* i 3,5%*r/r*, powyżej konsensusu 0,3% i 3,4% oraz po 0,4% i 3,2% w lutym. Również inflacja bazowa (CPI z wyłączeniem cen energii i żywności) wzrosła w takim samym tempie jak miesiąc wcześniej 0,4%*m/m* i 3,8%*r/r*, powyżej konsensusu 0,3% i 3,7%. Oczekiwania na ustąpienie podwyższonej presji inflacyjnej z początku roku nie zrealizowały się, co oddala perspektywę obniżek stóp procentowych Fed. Rozpoczęcie cyklu obniżek będzie wymagało złagodzenia rynku pracy i wyhamowania inflacji, spodziewamy się, że może nastąpić to dopiero latem, co – w naszej ocenie – umożliwi pierwszą obniżkę we wrześniu i nie więcej niż trzy w całym 2024.
- Publikacje danych i liczne wystąpienia bankierów centralnych w tym tygodniu schodzą na dalszy plan w kontekście groźby eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie. Na początku tygodnia poznamy dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej w USA za marzec, ale nie są to kluczowe dane dla formowania oczekiwań na dalsze kroki Fed, które uległy zmianie (rynek wycenia dwie obniżki stóp Fed w tym roku zamiast trzech) po ostatnich publikacjach raportu o rynku pracy i inflacji konsumenckiej CPI. W tym tygodniu poznamy wiele wypowiedzi przedstawicieli Fed – raczej sugerujących utrzymanie stóp procentowych na restrykcyjnym poziomie i późniejsze niż czerwiec rozpoczęcie, tempa i skali luzowania polityki pieniężnej. Z kolei z ECB popłyną zapowiedzi rozpoczęcia obniżek w czerwcu.
- Z początkiem nowego tygodnia presja na umocnienie dolara powinna osłabnąć, ew. dojdzie do korekty wzrostowej, maksymalnie do 1,08. Napięcia na Bliskim Wschodzie na razie nie eskalują dalej, a ceny ropy ustabilizowały się przez weekend. Na większy ruch na razie nie można liczyć, bo dolara wspiera dywergencja między zapowiedziami Fed i ECB. Nie można również wykluczyć ponownego wzrostu napięć na rynkach związanych z geopolityką, co wspierałoby dolara. Czekamy na odpowiedź Izraela na irańskie (nieudany) atak. Zakładamy jednak, że będzie on umiarkowany, bo zarówno OPEC jak i USA i prezydent Biden nie chcą wyższych cen ropy.
- W najbliższych dniach złoty powinien dość wyraźnie odreagować po osłabieniu z piątku. Wzrost nastąpił na niskiej płynności w dużej mierze po zakończeniu notowań w kraju. W horyzoncie tygodnia-dwóch para €/PLN powinna znów dotrzeć w okolice dołków przy 4,2550 i ew. je lekko pogłębić.

Kalendarz makroekonomiczny

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
15 IV	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	III	0,3%	0,4%	0,6%
16 IV	Polska	14:00	Inflacja bazowa r/r	III	4,6%	4,7%	5,4%
17 IV	USA	20:00	Beżowa Księga Fed				

Rynki walutowe – odbicie €/US\$ po weekendzie.

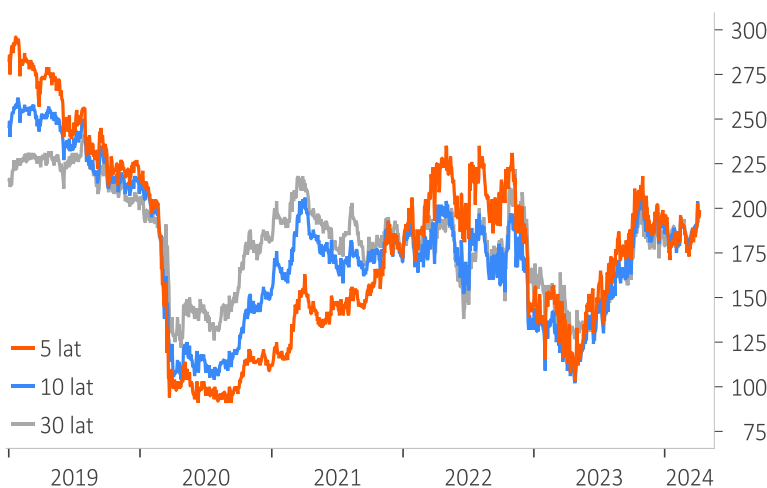
Główne pary walutowe (zmiana w % od początku 2021 r.)



€/US\$:

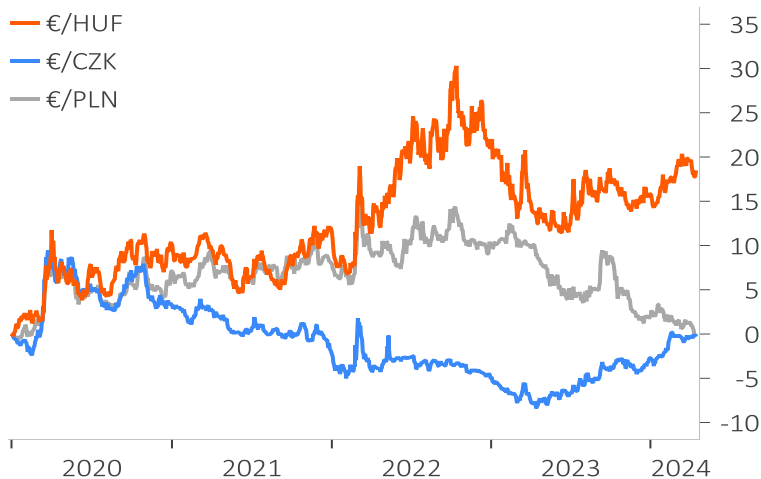
- Zachowanie rynków w ubiegłym tygodniu zdeterminowała niespodzianka inflacyjna z USA. Wysoki wzrost cen kolejny miesiąc znacząco przesunął oczekiwania na obniżki stóp Fed – w tej chwili rynek wycenia już tylko dwie w tym roku. Przez weekend dołożył się do tego wzrost napięć na Bliskim Wschodzie. Efektem był spadek €/US\$ z 1,0850 do 1,0650.
- Z początkiem nowego tygodnia presja na umocnienie dolara powinna więc osłabnąć, ew. dojdzie do korekty wzrostowej, maksymalnie do 1,08. Na większy ruch na razie nie można liczyć, bo dolara wspiera dywergencja między zapowiedziami Fed i ECB. Następuje spadek oczekiwań na obniżki stóp Fed w tym roku, podczas gdy ECB zadeklarował rozpoczęcie cięć w czerwcu oraz wysłał sygnał, że będzie prowadził politykę pieniężną niezależnie od Fed. Nie można również wykluczyć ponownego wzrostu napięć na rynkach związanych z geopolityką, co wspierałoby dolara. Czekamy na odpowiedź Izraela na irańskie (nieudany) atak. Zakładamy jednak, że będzie on umiarkowany, bo zarówno OPEC jak i USA i prezydent Biden nie chcą wyższych cen ropy.
- Spadające szanse na więcej niż 50pb obniżek stóp Fed w tym roku poprawiają średnioterminowe perspektywy dolara. W naszej ocenie para €/US\$ utrzyma się relatywnie blisko 1,10 w 2pół24 (por. prognozy w tabelce na końcu). W roku gdy Fed obniża stopy procentowe dolar zwykle traci. Co więcej, preferowana przez Fed miara inflacji bazowej jest bardzo bliska bazowej HICP, a stopy w USA o 100pb wyższe niż w strefie euro. Co nadal sugeruje, że łączna skala cięć Fed w tym cyklu może być większa niż w przypadku ECB, choć różnica będzie mniejsza niż wydawało się to jeszcze kilka tygodni temu.

Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

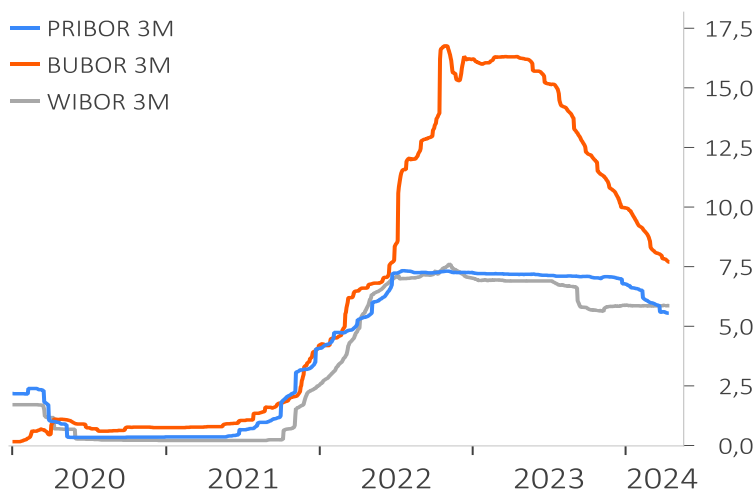


Rynki walutowe – powrót €/PLN do spadku.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

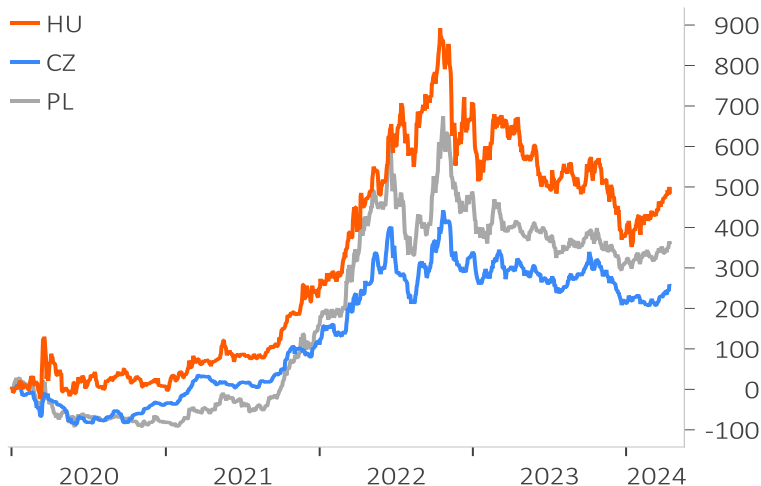


€/PLN:

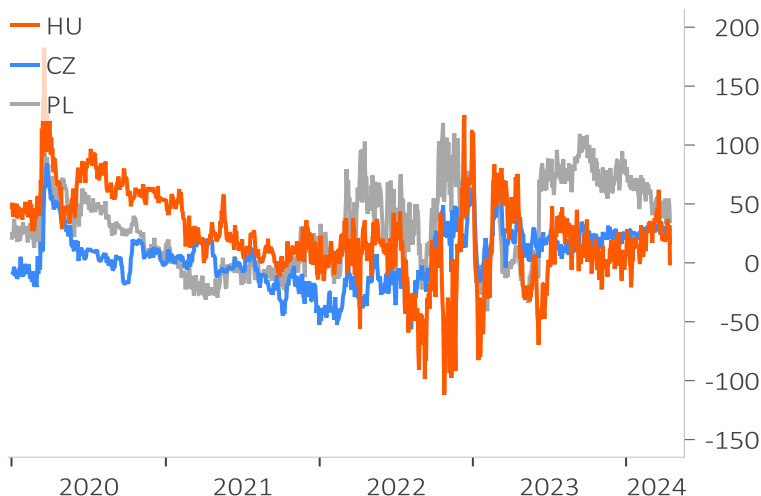
- Przez większą część tygodnia złoty reagował na zmiany €/US\$ spokojnie, co pokazują siłę złotego i mocnym popyt na naszą walutę. Polska waluta osłabiła się dopiero w piątek pod koniec dnia. Prawdopodobnie to efekt eskalacji konfliktu między Iranem i Izraelem w okresie niższej płynności (nie było już inwestorów z kraju). Dziś rano kurs €/PLN waha się przy 4,2850, podczas gdy w tygodniu próbował wyłamać się poniżej 4,2550.
- Złoty powinien dość wyraźnie odreagować po osłabieniu z piątku. Wzrost nastąpił na niskiej płynności w dużej mierze po zakończeniu notowań w kraju. W horyzoncie tygodnia-dwóch para €/PLN powinna znów dotrzeć w okolice dołków przy 4,2550 i ew. je lekko pogłębić.
- W 2kw24 oczekujemy spadku €/PLN do około 4,20. Fundamenty stojące za złotym pozostają mocne. Polska utrzymuje nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, spodziewane są duże transfery środków z UE. Rynek wciąż liczy na obniżkę stóp NBP w 2024 (choć już niewielką) i być może będzie musiał zrewidować swoje oczekiwania w najbliższych miesiącach. Ryzykiem dla złotego w 2poł24 pozostaje wysokie prawdopodobieństwo zwycięstwa D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA, co może negatywnie wpłynąć na postrzeganie ryzyka dla regionu CEE.
- Ryzykiem dla złotego w 2poł24 pozostaje wysokie prawdopodobieństwo zwycięstwa D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA, co może negatywnie wpłynąć na postrzeganie ryzyka dla CEE.

Rynek długu – Uspokojenie na rynkach długu.

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



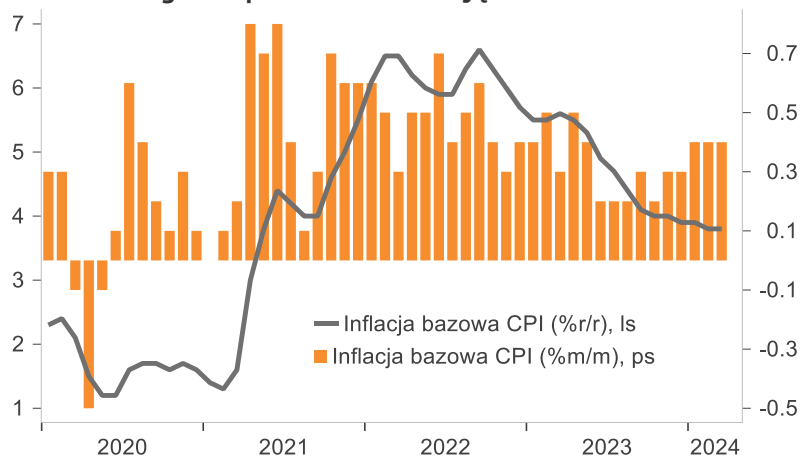
Asset swapy 10L w CEE od 2019



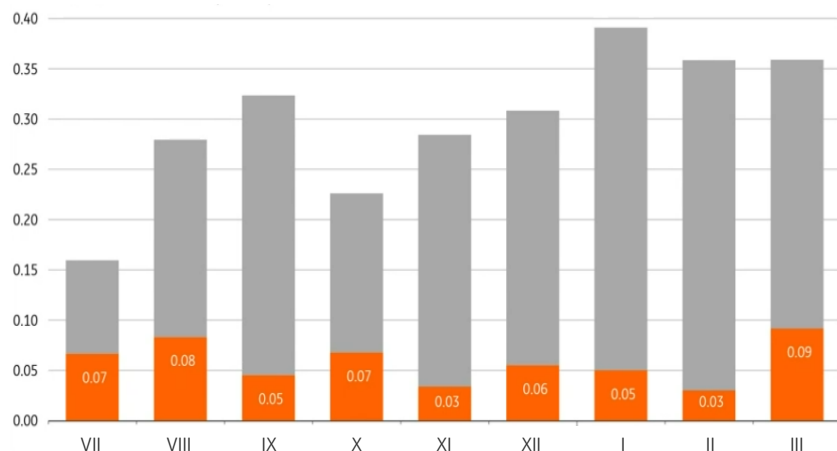
- Marcowe dane o inflacji z USA, wbrew nadziejom części rynku, nie pokazały spadku presji cenowej. Efektem było spore przesunięcie oczekiwań na obniżki Fed w tym roku (2 zamiast 3), co wywołało wzrost rentowności Treasuries o około 15pb. Niemiecka krzywa przesunęła się o 6pb, ale w dół. To w dużym stopniu efekt posiedzenia EBC, gdzie Rada Prezesów w zasadzie zapowiedziała obniżkę stóp w czerwcu oraz dużo słabszej koniunktury w Eurolandzie niż USA. SPW zakończyły tydzień 5-10pb słabiej (więcej na długim końcu).
- Pierwsze notowania cen ropy naftowej po weekendzie nie zmieniły się istotnie w odpowiedzi na eskalację konfliktu na Bliskim Wschodzie. To prawdopodobnie również zapowiada uspokojenie sytuacji na bazowych rynkach długu. W najbliższych dniach odbędzie się szereg wystąpień i Fed i EBC, ale spodziewamy się, że powtórzą retorykę z ostatnich posiedzeń obu instytucji – stopy EBC w dół w czerwcu, a na obniżki Fed trzeba jeszcze poczekać. Kluczowych danych makro jest natomiast relatywnie mało. Powinno to podtrzymać stosunkowo wysoki spread między krzywą amerykańską i niemiecką.
- Rentowności długich SPW są już dość atrakcyjne, szczególnie w połączeniu z dość słabym złotym wobec np. dolara. Dlatego w tym tygodniu prawdopodobna jest korekta / spadki rentowności, szczególnie na długim końcu. Dominującym trendem na rynku powinien być również dalszy spadek złotych asset swapów. Napływy funduszy z UE powinny zachęcać inwestorów do zakupu papierów w oczekiwaniu na dalszy wzrost nadpłynności w krajowym sektorze bankowym.

Podwyższona inflacja CPI w marcu oddała obniżki Fed.

Inflacja bazowa w USA - wzrost cen m/m nadal zbyt wysoki aby szybko sprowadzić inflację do celu Fed



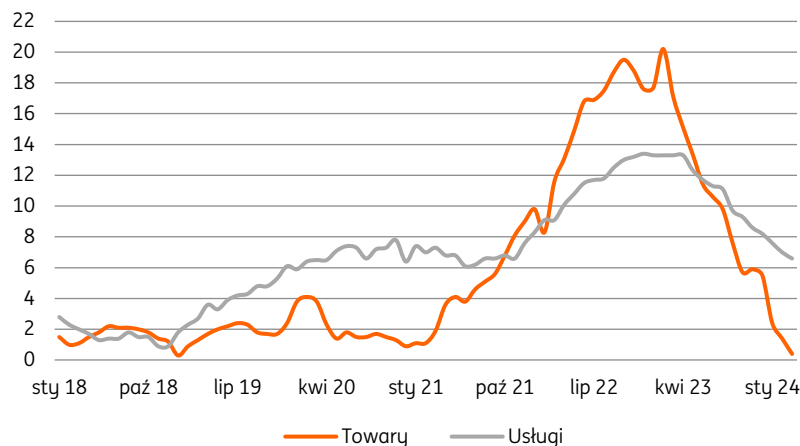
Inflacja bazowa CPI (%m/m) – duży wkład ubezpieczeń aut (pomarańczowe słupki) we wzrost cen w marcu



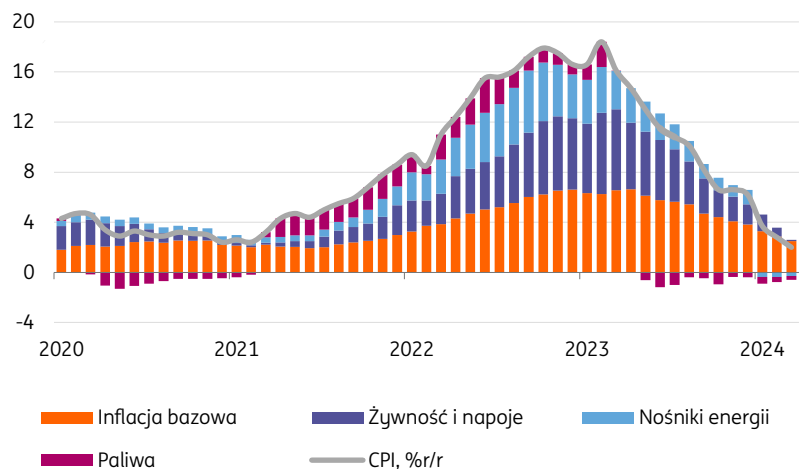
- W marcu indeks CPI w USA wzrósł o 0,4%*m/m* i 3,5%*r/r*, powyżej konsensusu 0,3% i 3,4% oraz po 0,4% i 3,2% w lutym. Również inflacja bazowa (CPI z wyłączeniem cen energii i żywności) wzrosła w takim samym tempie jak miesiąc wcześniej 0,4%*m/m* i 3,8%*r/r*, powyżej konsensusu 0,3% i 3,7%.
- Choć kluczowy dla inwestorów odczyt inflacji bazowej w ujęciu miesięcznym w przybliżeniu do części tysięcznych 0,359%*m/m* nie był odległy od zaokrąglenia do 0,3%, to jednak wciąż dwukrotnie wyższy niż średnia potrzebna do osiągnięcia celu inflacyjnego 2%. W ujęciu miesięcznym silnie wzrosły ceny usług transportowych (o 1,5%, ciągnięte przez 2,6% wzrost cen ubezpieczeń komunikacyjnych i 1,7% wzrost cen utrzymania samochodu), usług medycznych (0,6%) czy utrzymania mieszkania (0,4%), lekko spadły ceny używanych i nowych samochodów i ceny rekreacji i biletów lotniczych.
- Oczekiwania na ustąpienie podwyższonej presji inflacyjnej z początku roku nie zrealizowały się, co oddało perspektywę obniżek stóp procentowych Fed i prowadziło do przecen obligacji w USA i innych rynkach. O ile w poniedziałek instrumenty rynkowe wyceniały obniżkę stóp procentowych Fed o 25pb na posiedzeniu 12 czerwca z prawie 50% prawdopodobieństwem, o tyle dziś jest to niespełna 20%, a do końca roku wycenione są tylko dwie obniżki.
- Rozpoczęcie cyklu obniżek będzie wymagało złagodzenia rynku pracy i wyhamowania inflacji, spodziewamy się, że może nastąpić to dopiero latem, co – w naszej ocenie – umożliwi pierwszą obniżkę we wrześniu i nie więcej niż trzy w całym 2024.

Obecna dezinflacja w Polsce nie jest zjawiskiem trwałym

Ceny towarów i usług w CPI, %/r



Struktura inflacji CPI, %/r, pkt. proc.



Źródło: GUS, ING.

- GUS zrewidował wstępny szacunek inflacji CPI w marcu do 2,0%/r, z 1,9%/r szacowanych wcześniej. Ciekawa była struktura marcowej inflacji. Niższe niż przed rokiem były ceny żywności (-0,3%/r), paliw (-4,5%/r) oraz nośników energii (-2,5%/r). Za wzrost cen odpowiadały przede wszystkim ceny bazowe. Szacujemy, że inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii wyniosła 4,6%/r, wobec 5,4%/r w lutym. Inflacja bazowa pozostaje podwyższona za sprawą drożących usług (6,6%/r), a jej rozpędzenie pozostaje wysokie (0,5%/m).
- Szacujemy, że inflacja CPI osiągnęła lokalny dołek a marcu, a kolejne miesiące przyniosą jej wzrost w kierunku 4,8%/r na koniec tego roku. Średnioroczny wzrost cen konsumpcyjnych szacujemy na 3,7%. Ok. 2/3 dezinflacji zawdzięczamy ustępowaniu wcześniejszego szoku energetycznego, a zaledwie 1/3 spadkowi inflacji bazowej. NBP przekonuje, że niski poziom inflacji obecnie to sukces polityki pieniężnej, a oczekiwany wzrost inflacji w przyszłości będzie wynikał z czynników będących poza kontrolą banku centralnego.
- Nie podzielamy oceny NBP, że głównym zagrożeniem inflacyjnym w Polsce jest przywrócenie VAT na żywność i zapowiadana normalizacja cen energii. W naszej ocenie dyskusja o polityce pieniężnej powinna się koncentrować wokół inflacji bazowej i cen usług. Uważamy, że RPP powinna koncentrować swoją uwagę na tych czynnikach na które polityka pieniężna ma wpływ, czyli na krajowych źródłach presji inflacyjnej.
- Uporczywość bazowej to ciemny punkt w ogólnie optymistycznym obrazie dezinflacji w Polsce i to jest główne zagrożenie dla trwałości dezinflacji w Polsce. Oczekujemy, że do końca 2024 stopy procentowe NBP pozostaną bez zmian.

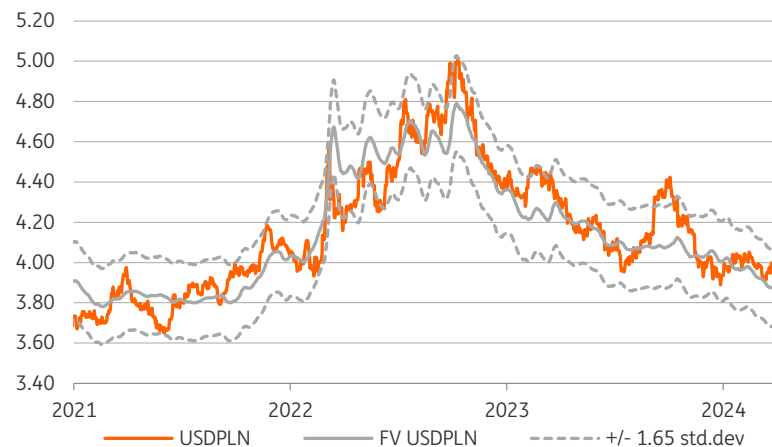
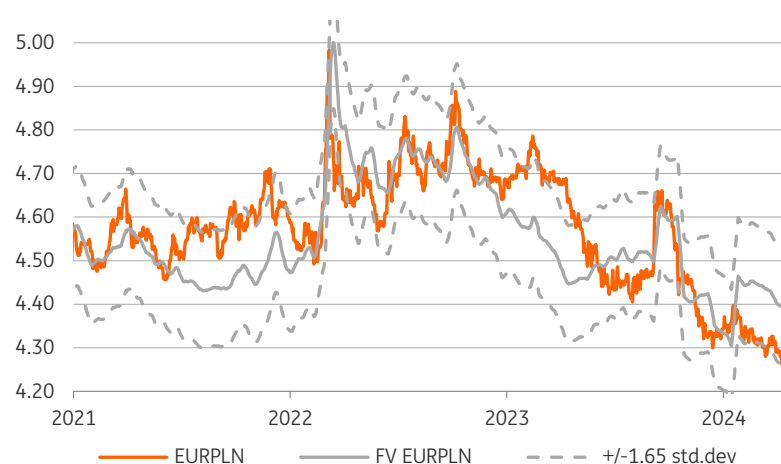
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25
US\$/PLN	3.92	3.89	3.87	3.85	3.84	3.85	3.85	3.86	3.87	3.88	3.88	3.88
€/PLN	4.23	4.20	4.21	4.21	4.22	4.23	4.24	4.25	4.26	4.26	4.27	4.27
CHF/PLN	4.49	4.45	4.44	4.44	4.44	4.44	4.44	4.47	4.46	4.45	4.44	4.42
GBP/PLN	4.93	4.89	4.89	4.90	4.90	4.90	4.91	4.83	4.83	4.83	4.82	4.82

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Wskazania naszego modelu dla €/PLN pokazują, że złoty pozostaje blisko skrajnego przewartościowania wobec euro. Uważamy jednak, że jest to spowodowane utrzymaniem się oczekiwań na obniżkę stóp NBP jeszcze w tym roku i dość agresywnych kolejnych w 2025. Rynek prawdopodobnie liczy też na to, że przynajmniej część środków unijnych zostanie wymieniona na rynku, wzmacniając popyt na złotego. Względem US\$ wyceny złotego nie odbiegają mocno od poziomu równowagi.



Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki
Główny Ekonomista

Piotr Popławski
Starszy Ekonomista

Leszek Kąsek
Starszy Ekonomista

Adam Antoniak
Starszy Ekonomista

Michał Rubaszek
Starszy Ekonomista

E Rafal.Benecki@ing.pl

E Piotr.Poplawski@ing.pl

E Leszek.Kasek@ing.pl

E Adam.Antoniak@ing.pl

E Michal.Rubaszek@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 odbiorcy. 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 informacje zawarte w treści publikacji były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. ING nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty bezpośrednie, pośrednie lub wtórne powstałe w wyniku korzystania z tej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora (autorów) oraz są aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia.
- Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje w różnych jurysdykcjach.
- Publikacja oraz zawarte w niej informacje objęte są prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę, w jakimkolwiek celu, bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego S.A. Nie dotyczy to przypadków posługiwania się publikacją z powołaniem na jej źródła. Wszystkie prawa zastrzeżone. Nadzór nad działalnością ING Banku Śląskiego S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego (ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa).