



# Niespodzianka w CPI z USA

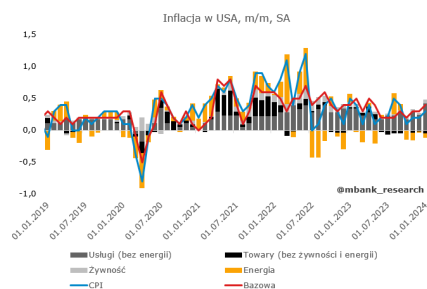
2024-02-14

Czekaliśmy wczoraj głównie na amerykańską inflację i warto było czekać, bo przyniosła trochę niespodzianek. W komentarzu poniżej piszemy jakie może mieć ona implikacje dla Fed. Dziś GUS opublikuje wstępne dane o PKB za IV kw. Nieco światła w tej kwestii rzuciły już dane za cały rok. Te okazały się słabsze od oczekiwań, co wskazywałoby na słaby IV kw. Tu jednak musimy mieć na uwadze możliwe rewizje GUS.

Dane o PKB spłyną też z innych europejskich gospodarek takich jak: Norwegia, Rumunia, Węgry, Słowacja i strefa euro. Do tego dojdą wystąpienia przedstawicieli banków centralnych: Bailey (BoE), Nagel (Bundesbank), Goolsbee (Fed) i Barr (też Fed).

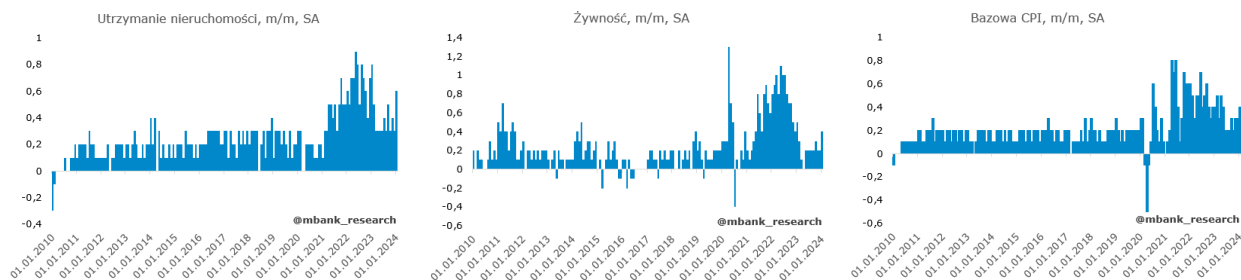
**USA: jakie wnioski płyną ze styczniowej inflacji?**

Styczniowa inflacja wyniosła 0,3% m/m wobec konsensusu na poziomie 0,2% m/m. Jednocześnie ceny bazowe zwykowały o 0,4% m/m, a mediana oczekiwań ankietowanych ekonomistów uplasowała się na 0,3% m/m. Takie liczby miesięczne przełożyły się na przyspieszenie wskaźników rocznych odpowiednio do 3,1% oraz 3,9%. Czy dane są powodem do obaw dla Fed? Na pewno są w pewnym stopniu niepokojące, niemniej wydaje się, że amerykański bank centralny może na razie spać dość spokojnie.

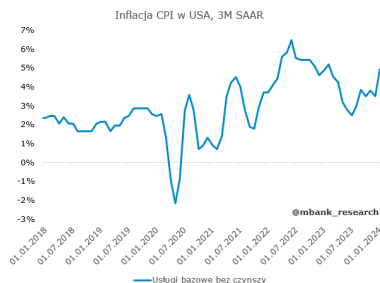


Patrząc na dane w rozbiciu miesięcznym można zauważyć, że struktura styczniowego wzrostu była podobna do tejże z ostatnich miesięcy. Mamy tutaj na myśli przede wszystkim wciąż pokaźny wkład ze strony usług bazowych. Niemniej skala styczniowego wzrostu była zdecydowanie większa niż ostatnio - wzrost usług bazowych o 0,7% m/m. Tak solidny wzrost był główną przyczyną, dla którego inflacja bazowa podskoczyła dość wyraźnie. Co istotne, wzrosty cen usług bazowych nie były skoncentrowane na jednej pozycji, a dotknęły raczej szerokiego zakresu kategorii koszyka.

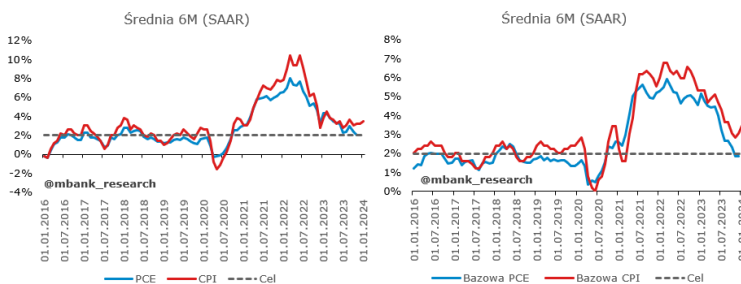
To jednak nie wszystko, bo w styczniu mocniejsze wzrosty odnotowaliśmy także w przypadku cen żywności, które zwykowały o 0,4% m/m (wyraźniej powyżej wartości z poprzednich miesięcy). Jedynie ceny energii wpisały się w trwający trend i kolejny miesiąc z rzędu zanotowały spadek, tym razem o 0,9% m/m. Pierwsza paczka danych w nowym roku potwierdziła również, że inflacja w dobrach zniknęła na dobre (ceny w tej kategorii po raz kolejny spadły), ale problemem mogą być ceny usług. W tym świetle ciężko nie wiązać tego z podwyższoną dynamiką płac. Z drugiej strony liczymy przecież na wzrost produktywności pracy, więc efekt netto nie powinien być niekorzystny z punktu widzenia celu inflacyjnego Fed.



Silny wzrost cen usług bazowych poskutkował wyraźnym zwrotem jeśli chodzi o ceny bazowe z wyłączeniem czynszy. Impet wzrostu tej części koszyka ewidentnie przyspieszył, co może rodzić pewne obawy dla Fed. Inna sprawa to fakt, że ceny czynszy niespecjalnie chcą spadać (w styczniu odnotowaliśmy zwyżkę o 0,6% m/m). Czy to duży problem dla Fed?



**Naszym zdaniem styczniowe dane niespecjalnie zmieniają obraz dla perspektywy polityki pieniężnej z kilku powodów.** Po pierwsze, styczniowe dane zawsze są zaburzone przez zmianę czynników sezonowych, które mogą namieszać w danych odsezonowanych, a właśnie na takie patrzymy w przypadku amerykańskiej inflacji. Po drugie, przy okazji ostatniego raportu PKB za czwarty kwartał dostrzegaliśmy raczej normalizację deflatorów na poziomach zgodnych lub bardzo bliskich celu inflacyjnego Fed. Po trzecie, celem inflacyjnym dla Fed nie jest miernik CPI a PCE. Tymczasem jak się okazuje, impet wzrostu tego drugiego wskaźnika jest zauważalnie niższy, a dywergencja ta pojawiła się pod koniec ubiegłego roku. Jeśli więc dane PCE okażą się ponownie lepsze (niższa inflacja), wówczas Fed może wciąż sądzić, że obniżka stóp w pierwszej połowie roku jest możliwą opcją.

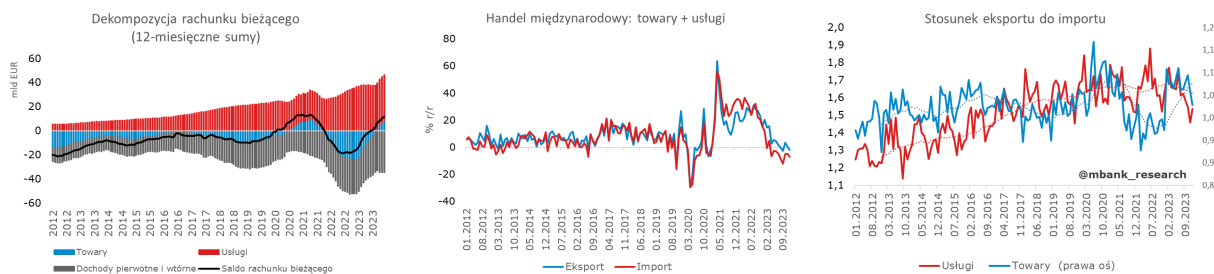


Reakcja rynkowa na wczorajsze dane okazała się bardzo żywiołowa. Na stopie procentowej obserwowaliśmy wzrosty wzdłuż całej krzywej, choć największy ruch skoncentrowany był na krótszym końcu. Jednocześnie wyraźnej aprecjacji uległ dolar, a rynki akcyjne zaliczyły korektę. Ruchy te poskutkowały również przeceną polskich papierów skarbowych oraz złotego. Po danych wiara uczestników rynku w obniżki stóp w USA zmalała do ok. 90pb z okolic 110pb przed publikacją raportu. Obecnie rynek przypisuje ok. 50% szans na pierwszą obniżkę w czerwcu.

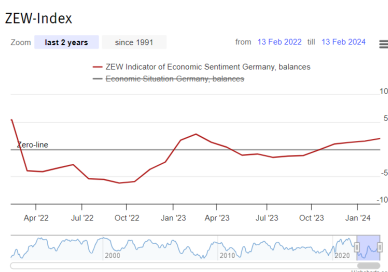
**Jak zachowywać się mogą obligacje w kolejnych tygodniach?** Kluczowa wydaje się interpretacja danych inflacyjnych, nie tylko CPI, ze strony Fed. Jeśli Fed będzie raczej bagatelizował potencjalne odbicie inflacji, wówczas rynek może przyjąć, że powinniśmy oczekiwać wyższe inflacji w dłuższym okresie. W takim scenariuszu możliwe byłoby stromienie krzywej. Jeśli jednak Fed zmieni retorykę ponownie na bardziej jastrzębią, sugerując na przykład możliwość kolejnych podwyżek w razie konieczności, wtedy wiara uczestników rynku w trwałe osiągnięcie celu inflacyjnego powinna wzrosnąć. To potencjalny scenariusz na niższe stopy na dłuższym końcu z jednoczesnym przesunięciem krótszych stóp w górę (wycenianie scenariuszy recesyjnych).

## Garść newsów makroekonomicznych

**Polska:** Deficyt na rachunku bieżącym w grudniu 2023 roku wyniósł 24 mln euro. Konsensus oczekiwał + 54 mln EUR, my -460 mln EUR. Powodem rozbieżności naszych prognoz z realizacją było przeszacowanie dynamik eksportu i importu. Eksport w grudniu spadł o 6% r/r (oczekiwaliśmy spadku o 3,2% r/r), a import spadł o 11,3% r/r (oczekiwaliśmy -7,1% r/r). Grudzień zeszłego roku był pierwszym od grudnia 2022 miesiącem z ujemnym saldem towarowym.



**Niemcy:** Indeks ZEW mierzący nastroje analityków wzrósł z 15,2 pkt. do 19,9 pkt., przebijając oczekiwania konsensusu na poziomie 17,3 pkt.



W komentarzu do wyników napisano: "Niemiecka gospodarka jest w złym miejscu. Ocena bieżącej sytuacji gospodarczej przez respondentów pogorszyła się do najniższego poziomu od czerwca 2020 roku. Z drugiej strony, oczekiwania gospodarcze dla Niemiec ponownie się poprawiły. W związku z tym ponad dwie trzecie respondentów oczekuje, że EBC dokona obniżek stóp procentowych w ciągu najbliższych sześciu miesięcy w świetle spadających wskaźników inflacji. Prawie trzy czwarte respondentów spodziewa się rychłych obniżek stóp procentowych przez amerykański bank centralny"