

Tygodnik ING

Złagodzenie tonu Fed i ECB, a także banków centralnych w regionie powinno utrzymać łagodne nastawienie RPP.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Jakub Rybacki, Karol Pogorzelski

2 kwietnia 2019



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



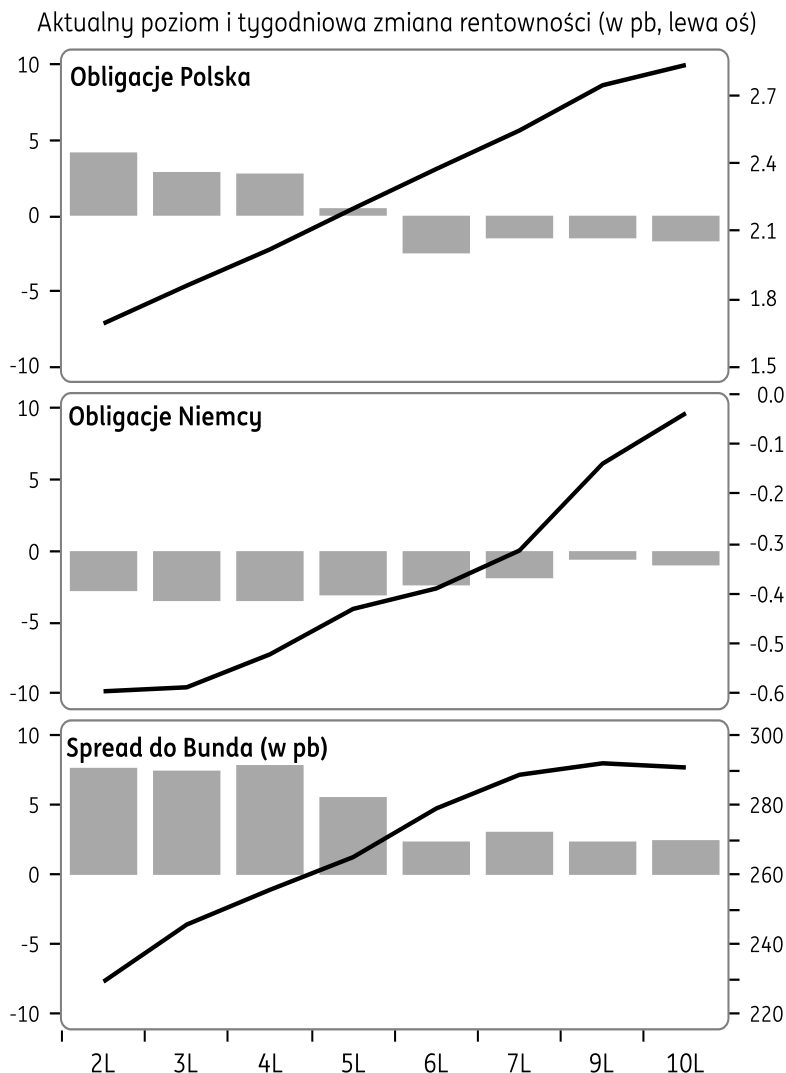
W skrócie

- Ubiegły tydzień przyniósł stabilizację rentowności amerykańskich dziesięciolatek (2,43%) oraz spadek rentowności niemieckich Bundów (o 3pb). Był to efekt m.in. kolejnych informacji sugerujących spowolnienie w Chinach (słabe wyniki przedsiębiorstw) i niepokojów związanych z Brexit. Rynki gołębio zareagowały również na wypowiedź M.Draghiego sugerującą możliwość wprowadzenia różnej wysokości stopy depozytowej dla aktywów lokowanych w EBC. Negatywny sentyment dla ryzyka sprzyjał amerykańskiemu dolarowi – kurs €/US\$ obniżył się z 1,13 do 1,12. Reakcja złotego była umiarkowana – wahania oscylowały wokół 4,29-4,30.
- W nadchodzącym tygodniu poznamy dane o aktywności w Niemczech oraz amerykańskim rynku pracy. Zarówno nasze jak i rynkowe prognozy wskazują na pewną niewielką poprawę wyników gospodarczych względem słabych stycznia i grudnia. Materializacja prognoz powinna przerwać spadki rentowności. Najprawdopodobniej jednak informacje te będą miały zbyt małe znaczenie aby wywołać ich wzrost - ostatnie wystąpienia banków centralnych wskazują na gołębi zwrot w polityce. Nie widać także odbicia w globalnym przemyśle. Takie otoczenie dalej sprzyja utrzymaniu się €/US\$ na niższym poziomie (1,12).
- Bieżące otoczenie pozostaje pozytywne dla złotego, chociaż wahania €/PLN najprawdopodobniej będą ograniczone. Nasze modele wskazują, że złoty jest poprawnie wyceniany wobec większości walut rynków rozwiniętych, czy regionu CEE. Również dzienna zmienność złotego spadła do poziomów ze stycznia czy drugiej połowy 2018. W nadchodzących tygodniach spodziewamy spadku €/PLN do 4,27. W całym 2kw para oscylować będzie w przedziale 4,27 – 4,35.
- Spodziewamy się osłabienia POLGBs w relacji do rynków bazowych i wzrostu asset swap spread o ok 3-4pb w tym tygodniu. Ruch ten powoli wyczerpuje się. W kolejnych tygodniach możemy spodziewać się raczej spłaszczenia krzywej.

Kalendarz makroekonomiczny

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
3 IV	USA	14:15	Badanie ADP	III	170tys.	180tys.	183tys.
		16:00	ISM dla sektora usług	III	58,5pkt.	58,2pkt.	59,7pkt.
	Polska		Decyzja RPP		b.z.	b.z.	b.z.
4 IV	Niemcy	8:00	Zamówienia w przemyśle r/r	II	-2,4%	-3,1%	-3,9%
			Minutes EBC				
5 IV	Niemcy	8:00	Produkcja przemysłowa m/m	II	0,6%	0,8%	-0,8%
	USA	14:30	Zatrudnienie poza rolnictwem	III	160tys.	175tys.	20tys.
Wynagrodzenia m/m			III	0,3%	0,3%	0,4%	

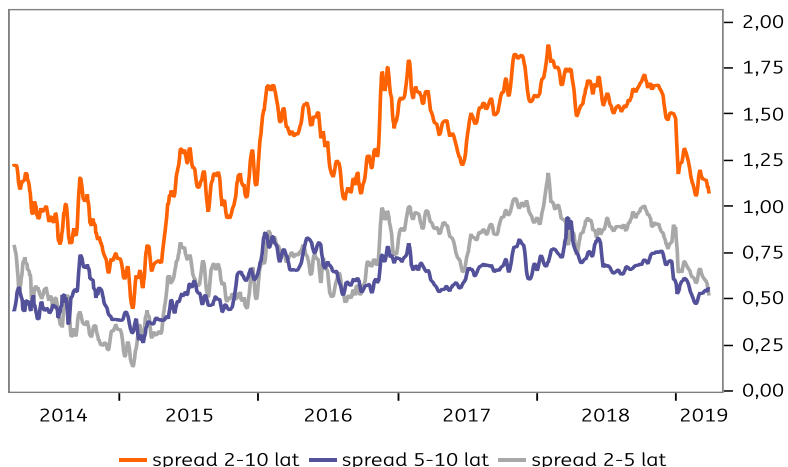
Rynek obligacji – Obniżki stóp EBC mało prawdopodobne.



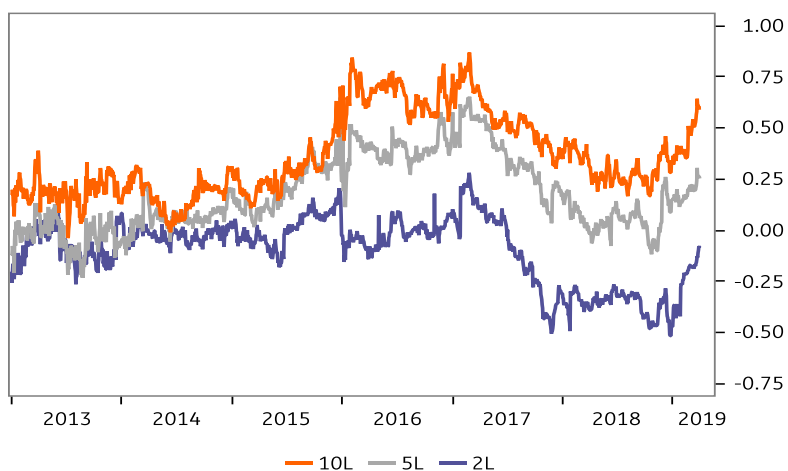
- Negatywny sentyment dla ryzyka oraz pojawienie się oczekiwań na działania ze strony EBC miały stosunkowo niewielkie przełożenie na spread między obligacjami peryferyjnymi a niemieckim Bundem.
- Pozostajemy sceptyczni wobec oczekiwań na obniżenie stóp procentowych przez EBC. Według raportów rady ryzyka systemowego ESRB sytuacja banków jest ustabilizowana – średnia wartość wskaźnika zwrotu na aktywach (RoA) czy kapitale (RoE) była przez ostatnie dwa lata stabilna. Równoległe wzrosły wysokości wskaźników kapitałowych np. CET1 (z 14 do 16%).
- Niemniej jednak sytuacja jest dość zróżnicowana między krajami, problemy widoczne są szczególnie we Włoszech oraz Portugalii. Według danych MFW odsetek niespłaconych kredytów w tych krajach w całkowitej wartości portfela wynosi obecnie kolejno 9,9% oraz 11,3%, istotnie powyżej poziomów widocznych w Hiszpanii (4%) czy Francji (2.9%).
- Działania EBC, które wypchnęłyby środki zdeponowane w bankach centralnych bezpośrednio na rynek mogą skutkować pogarszaniem się jakości portfela, podobnie jak miało to miejsce w latach 2012-2015.
- Uważamy, że najbardziej prawdopodobną opcją dla EBC jest wydłużanie okresu braku zmian stóp procentowych. Stanowisko Rady Prezesów będzie najprawdopodobniej bardziej sztywne niż Fed. W efekcie kontynuacja spowolnienia w gospodarce globalnej powinna redukować spread między obligacjami USA i Niemiec, a dane sugerujące odbicie odwrotnie – powiększać różnice.

Rynek obligacji – W czwartek aukcja zamiany

Nachylenie krzywej PLN – tygodniowa średnia ruchoma

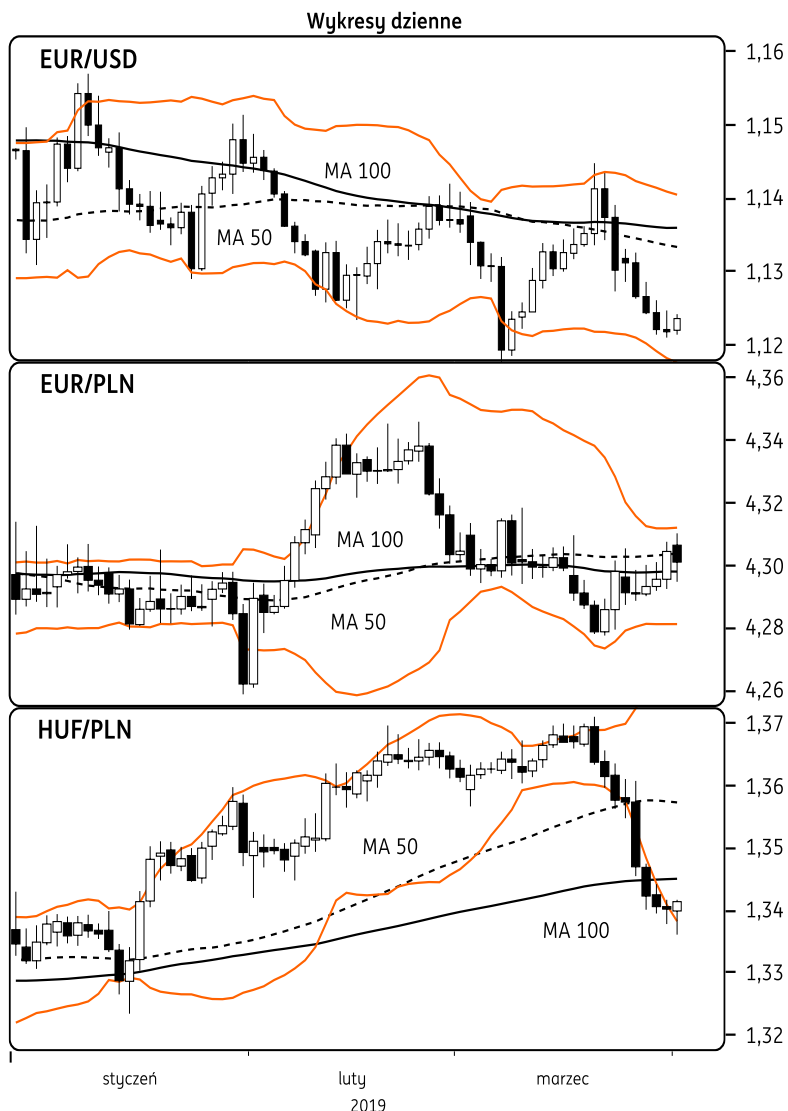


Spread POLGBs do stawek IRS



- Ministerstwo Finansów opublikowało informacje o zmianie struktury inwestorów w lutym. Dane wskazują, że podmioty zagraniczne zmniejszyły posiadane aktywa o PLN9mld, wzrosło natomiast zaangażowanie sektora bankowego (o 15mld). Komentarz MF wskazuje, że w marcu pojawiły się powtórne napływy z zagranicy.
- W tym tygodniu spodziewamy się wzrostu spreadu POLGBs wobec krzywej niemieckiej o 3-5pb. W czwartek odbędzie się kolejny przetarg zamiany, który zasili rynek w papiery z długiego końca. Tym niemniej inwestorzy zagraniczni najprawdopodobniej nawet po marcu są silnie niedoważeni w POLGBs. Jeżeli zakupy z ich strony utrzymały się będzie to sprzyjać spłaszczeniu krzywej rentowności i dalszemu spadkowi spreadu 2-10 lat (wykres 1).
- W kwietniu poznamy rewizje prognoz fiskalnych rządu w aktualizacji programu konwergencji, szacunki dwóch agencji S&P (12 kwietnia) i Moody's (19 kwietnia) oraz prognozy MFW (środa) oraz Komisji Europejskiej (maj). Uwaga skierowana będzie na wysokość deficytu w 2020 roku. Największą uwagę będą w naszej ocenie wzbudzać szacunki KE.
- Szacujemy, że prognozy deficytu rządu 2,5-3%PKB będą neutralne dla wycen rynkowych. W przypadku gdyby szacunki sugerowały przekroczenie przez deficyt prognozy 3%PKB oraz ryzyko objęcia procedurą nadmiernego deficytu spodziewamy się wzrostu rentowności 5-10 latek o ok. 10pb w relacji do niemieckiej krzywej. Przypisujemy jednak małe prawdopodobieństwo takiemu scenariuszowi (poniżej 10%). Bardziej pozytywny obraz (deficyt 2-2,5%PKB) najprawdopodobniej będzie miał niewielki wydzźwięk.
- Pomimo jastrzębich komentarzy części RPP nie spodziewamy się zmian w wycenie podwyżek stóp procentowych.

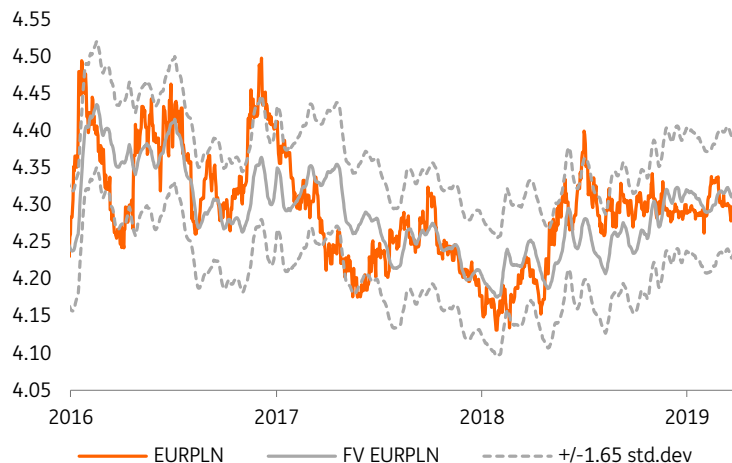
Rynek walutowy – stabilny €/US\$, zmienny €/GBP.



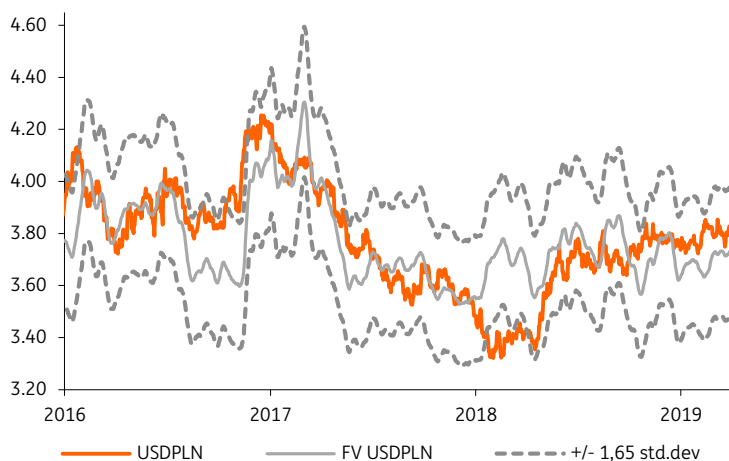
- Spodziewamy się, że wahania €/US\$ w najbliższych tygodniach skoncentrowane będą wokół poziomu 1,12. Napływające w tym tygodniu informacje z amerykańskiej gospodarki dalej wspierać będą amerykańskiego dolara. Oczekujemy lepszych wskazań indeksów koniunktury oraz przekazu z rynku pracy. Bieżące poziomy indeksów ISM sugerują, że gospodarka USA jest w stanie osiągać tempo wzrostu zbliżone do 2,5%kw/kw po zannualizowaniu. W przypadku strefy euro dynamika wzrostu dalej pozostanie bliska poziomu 1,1%/r.
- Bieżący tydzień powinien przynieść rozstrzygnięcia w sprawie kierunku Brexit. Tym samym na rynkach bazowych największe zmiany towarzyszyć będą brytyjskiemu funtowi.
- Głosowania indykatywne sugerują znaczne wydłużenie terminu Brexit. Najwięcej głosów w brytyjskim parlamencie uzyskały opcje umowy celnej oraz drugiego referendum. Wejście w życie, którejś z wymienionych opcji sprzycać będzie aprecjacji GBP – w takim przypadku spodziewamy się spadków €/GBP z 0,84 do 0,81.
- Próby odwleczenia decyzji oraz ogłoszenia kolejnego krótkotrwałego przedłużenia Brexit będą miały w naszej ocenie niewielkie przełożenie na funta. Negatywna reakcja widoczna będzie w dwóch przypadkach: wzrostu prawdopodobieństwa tzw. twardego Brexitu bądź ogłoszenia nowych wyborów. Drugi scenariusz najprawdopodobniej jedynie powiększy chaos wynikający z brytyjskiego rozvodu ze wspólnotą.
- Najbardziej ekstremalny scenariusz tzw. hard Brexit powinien przesunąć kurs €/GBP w okolice 1.00. Jego szanse oceniamy obecnie na ok 20%.

Rynek walutowy – Złoty odporny na tle regionu CEE.

€/PLN - model relative value



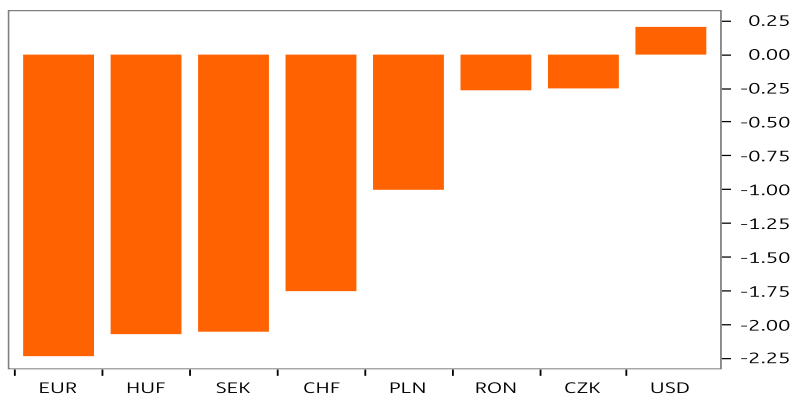
US\$/PLN – model relative value



- O ile wahania €/PLN pozostają stosunkowo niewielkie, umocnienia należy oczekiwać względem pozostałych krajów regionu Europy Środkowowschodniej. Ma ono związek m.in. ze znacznym złagodzeniem polityki pieniężnej przez bank Węgier, potencjalnym przez bank Czech, czy problemami gospodarczymi w Rumunii. Jednocześnie niektórzy członkowie RPP zaczęli mówić o hipotetycznych podwyżkach w Polsce.
- Kurs HUF/PLN spadł w ubiegłym tygodniu z 1,36 do 1,34, spodziewamy się kontynuacji ruchu w tym tygodniu. Osłabienie forinta związane jest z uruchomianiem przez Bank Węgier programu zakupu obligacji korporacyjnych. Instytucja chce skupić HUF300mld., nie planuje również istotnie zacieśniać polityki stóp procentowych. Ruch związany z wygaszeniem oczekiwań na podwyżki stóp najprawdopodobniej zakończy się w okolicach 1,30-33.
- Na osłabienie waluty związane ze zmianą kursu w polityce monetarnej zagrożone są również Czechy. Dotychczas bank komunikował chęć podwyższania stóp procentowych, co powodowało otwieranie albo utrzymywanie dużej liczby pozycji spekulacyjnych. Tym samym ewentualne wycofanie się z podwyżek (istotne będzie posiedzenie w maju) powinno skutkować deprecjacją.
- W przypadku spowolnienia gospodarczego największej reakcji walutowej spodziewamy się w Rumunii. Gospodarka notuje tzw. podwójny deficyt tj. sektora finansów publicznych (prognozy KE wskazują przekroczenie 3%PKB w 2019 oraz deficyt rządu 4,7% w 2020) oraz rachunku obrotów bieżących. Rumuńskie leu będzie najprawdopodobniej najmocniej reagować w przypadku wystąpienia sytuacji stresowych.

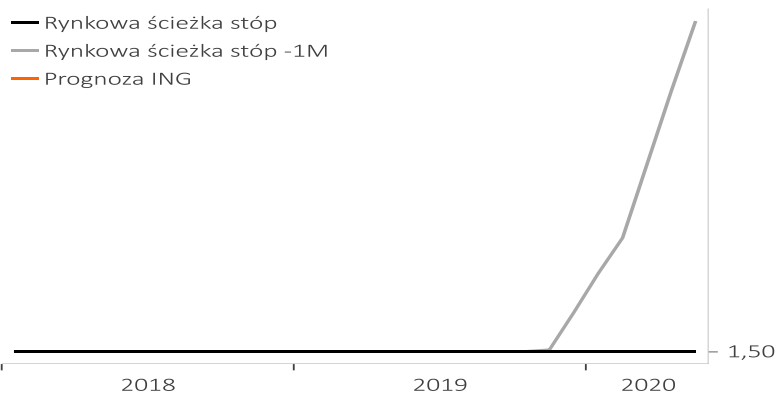
RPP: Rada utrzyma neutralne nastawienie.

Realne stopy procentowe w wybranych krajach (%)



Źródło: Banki centralne, prognozy średniorocznej inflacji na podstawie raportu MFW World Economic Outlook.

Implikowana stopa referencyjna NBP w kolejnych latach (%)

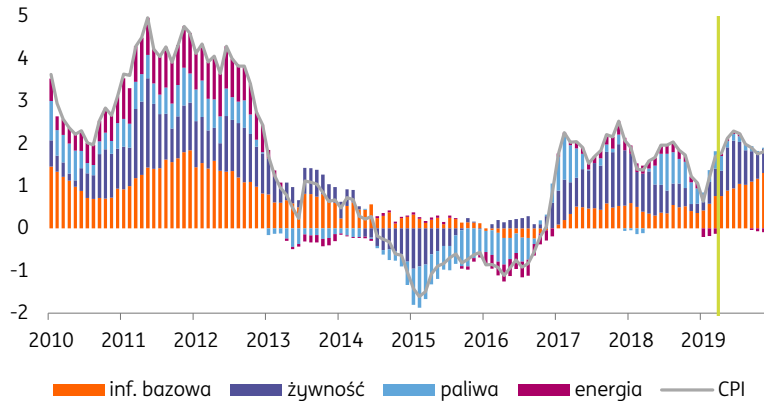


Źródło: Bloomberg

- W środę zakończy się posiedzenie RPP – spodziewamy się kontynuacji gołębiej retoryki. Prezes NBP dalej powtórzy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian przez kolejne dwa lata, a w przypadku materializacji prognoz zawartych w projekcji RPP utrzyma stabilne stopy do końca kadencji.
- Po ogłoszeniu pakietu fiskalnego połowa członków RPP sygnalizowała możliwość podwyższenia stóp procentowych w przyszłym roku. Obok jastrzębi (K.Zubelewicz, E.Gatnar oraz Ł.Hardt), szanse na podwyżki sygnalizowali również J.Osiatyński oraz G.Ancyparowicz. Ostatnia członkini deklarowała 40% prawdopodobieństwo wzrostu stóp.
- Wspomniane wypowiedzi formułowane były jednak przed zmianą kierunku polityki pieniężnej w bankach centralnych regionu (złagodzenie polityki przez Bank Węgier oraz ryzyko wycofania się z podwyżek przez Czeski Bank Narodowy), czy otwarciu debaty o systemie różnicowania wysokości oprocentowania środków deponowanych w EBC.
- Złagodzenie nastawienia w otoczeniu zewnętrznym będzie w naszej ocenie dostatecznym argumentem do wyciszenia jastrzębiej retoryki. Jak dotychczas członkowie RPP unikali podejmowania decyzji o zmianach stojących w kontrze do kierunku polityki wyznaczonej przez główne banki centralne. Nie spodziewamy się, aby intencją Rady było rozszerzanie dysparytetu do strefy euro.
- W naszej ocenie RPP zrealizuje pierwsze z założeń (brak zmian stóp przez 2 lata). Uważamy, że w dłuższym horyzoncie bardziej prawdopodobna jest obniżka stóp procentowych, aniżeli podwyżka.

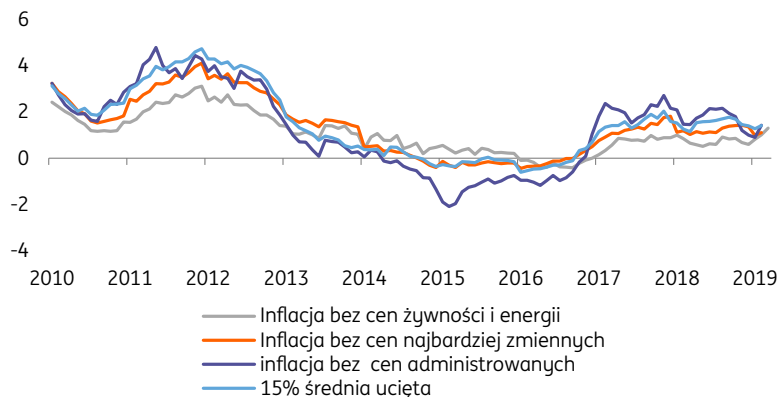
CPI: Powrót w granice celu NBP.

Struktura CPI (%/r)



Źródło: GUS, prognoza ING

Inflacja bazowa – różne miary NBP (%/r)



Źródło: NBP

- Według wstępnego szacunku dynamika inflacji CPI wzrosła w marcu z 1,2% do 1,7%/r. Wyższych kontrybucji dostarczyły ceny żywności oraz inflacja bazowa. Szacujemy, że dynamika cen w grupie bazowej wzrosła z 1% do 1,3-1,4%/r tj. powyżej naszych prognoz. Zaskoczenia mogą być spowodowane przez ceny telekomunikacji – w ostatnich dwóch miesiącach kategoria zaskakiwała systematycznym wzrostem cen., po tym jak przed końcem roku ta kategoria notowała spadki związane z konkurencją cenową.
- W kolejnym miesiącu zmiana dynamiki CPI będzie podyktowana decyzjami URE. Dotychczas obniżona została opłata dystrybucyjna, urząd nie podjął decyzji dotyczącej zmiany taryfy bezpośrednio związanej ze zużyciem prądu. Przy zachowaniu takiego stanu dynamika CPI w kwietniu najprawdopodobniej będzie zbliżona do bieżącego poziomu.
- W całym 2019 CPI najprawdopodobniej pozostanie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%/r). Prognozujemy średnioroczny wzrost rzędu 1,8%/r. Inflacja bazowa powinna rosnąć systematycznie również w kolejnych miesiącach - na koniec roku oczekujemy wyniku zbliżonego do 2,4%/r. Wzrost napędzać będą czynniki popytowe, a największe przełożenie powinno być widoczne wśród cen usług. Będzie to efekt m.in. wpływu rosnących wynagrodzeń na koszty pracy.
- Z drugiej strony, istotnym ryzykiem pozostaje import niskiej inflacji ze strefy euro. Wstępne dane z Niemiec, czy strefy euro sugerują jedynie niewielki wzrost cen towarów przemysłowych. Jeżeli taka tendencja utrzyma się odbicie inflacji bazowej w Polsce spowolni w kolejnych miesiącach.

Kalendarz makroekonomiczny

	Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
	1 kwi	2 kwi	3 kwi	4 kwi	5 kwi
POL	indeks PMI		decyzja RPP	aukcja obligacji	
USA	Sprzedaż detaliczna, ISM - sektor przemysłowy	zamówienia - dobra trwałe	Raport ADP, ISM - sektor usług		zatrudnienie, wynagrodzenia,
Europa	PMI - sektor przemysłowy		PMI - usługi	zamówienia (DE)	produkcja przemysłowa (DE)
	8 kwi	9 kwi	10 kwi	11 kwi	12 kwi
POL					CA
USA		indeks NFIB, raport JOLTS	CPI, minutes FOMC	PPI	
Europa	bilans handlowy (DE)		decyzja EBC, produkcja przemysłowa (FR, IT)		produkcja przemysłowa (EZ)
	15 kwi	16 kwi	17 kwi	18 kwi	19 kwi
POL	CPI		zatrudnienie, wyangrodzenia	produkcja przemysłowa, PPI	
USA		produkcja przemysłowa		sprzedaż detaliczna	Rynek nieruchomości - pozwolenia
Europa		indeks ZEW		zamówienia przemysłowe (IT)	
	22 kwi	23 kwi	24 kwi	25 kwi	26 kwi
POL		sprzedaż detaliczna, M3	produkcja budowlana	aukcja obligacji	
USA	sprzedaż nieruchomości - rynek wtórny	sprzedaż nieruchomości - rynek pierwotny		zamówienia - dobra trwałe	PKB - 1kw (1 szac.)
Europa		indeksy PMI	indeksy Ifo (DE), INSEE (FR)		
	29 kwi	30 kwi	1 maj	2 maj	3 maj
POL		CPI		indeks PMI	
USA	dochody / wydatki	indeks Conf. Board, Chicago PMI	decyzja FOMC, ISM - sektor przemysłowy		zatrudnienie, wynagrodzenia, ISM - sektor usług
Europa		PKB (EZ), CPI (DE)		PMI - sektor przemysłowy	HICP (EZ)

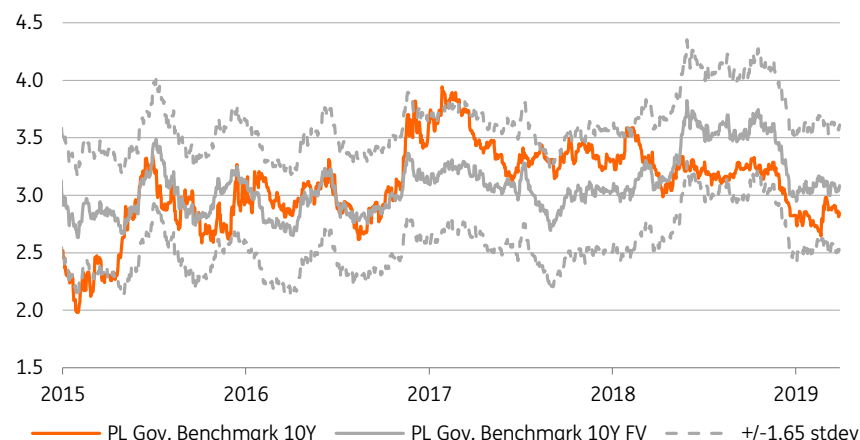
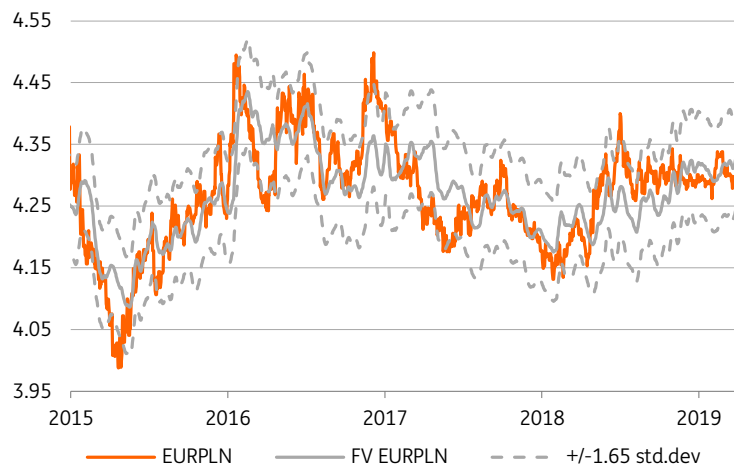
Prognozy walutowe

Prognozy walutowe

	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19	sty 20	lut 20	mar 20	kwi 20
US\$/PLN	3.87	3.89	3.84	3.80	3.76	3.71	3.67	3.63	3.61	3.59	3.57	3.54
€/PLN	4.29	4.28	4.29	4.31	4.32	4.33	4.35	4.36	4.36	4.36	4.36	4.36
CHF/PLN	3.83	3.82	3.82	3.82	3.82	3.81	3.80	3.79	3.77	3.75	3.72	3.70
GBP/PLN	5.00	5.04	5.05	5.07	5.08	5.10	5.11	5.13	5.13	5.13	5.13	5.11

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Modele kursu walutowego wskazują, że wycena złotego jest zgodna z wartościami teoretycznymi w przypadku walut gospodarek rozwiniętych i regionu
- Dochodowości obligacji skarbowych są bliskie wskazaniom modelu.



Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki
Główny Ekonomista

T 22 820 4696

E Rafal.Benecki@ingbank.pl

Piotr Popławski
Starszy Ekonomista

T 22 820 4078

E Piotr.Poplawski@ingbank.pl

Jakub Rybacki
Ekonomista

T 22 820 4608

E Jakub.Rybacki@ingbank.pl

Karol Pogorzelski
Ekonomista

T 22 820 4891

E Karol.Pogorzelski@ingbank.pl

Informacje i zastrzeżenia

- Analityk(cy), który przygotował ten raport zaświadcza, że poglądy wyrażone w niniejszym raporcie odzwierciedlają jego/ ich osobiste poglądy na temat instrumentów finansowych i żadna część jego / ich wynagrodzenia nie jest i nie będzie bezpośrednio lub pośrednio powiązana zamieszczeniem poszczególnych rekomendacji (o ile występują) lub opinii w niniejszym raporcie.
- Analityk(cy) zapewnia (zapewniają), że raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak ING Bank Śląski S.A. ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne.
- ING Bank Śląski S.A. ani Analityk nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie rekomendacji, ani za działania i szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji i informacji w niej zawartych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść rekomendacji ponoszą wyłącznie inwestorzy.
- Przedstawione w raporcie prognozy oraz elementy ocen, jak również zalecenia i sugestie zachowań inwestycyjnych, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. ING Bank Śląski S.A. ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.
- Rekomendacja wydawana przez ING Bank Śląski S.A. obowiązuje do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny Analityka.
- Wszelkie prognozy dotyczące poziomu kursów walutowych nie odnoszą się do instrumentów finansowych opartych o te kursy walutowe.
- Nadzór nad ING Bankiem Śląskim S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.
- Inwestowanie w instrumenty finansowe, w tym w papiery wartościowe, wiąże się z szeregiem ryzyk związanych m.in. z sytuacją makroekonomiczną kraju i na rynkach giełdowych, zmianami przepisów prawa i innych regulacji dotyczących działalności podmiotów gospodarczych. Inwestorzy korzystający z rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez ING Bank Śląski S.A.

UJAWNIEŃ

- Wynagrodzenie analityków nie jest bezpośrednio związane z poszczególnymi transakcjami na instrumentach finansowych realizowanymi przez ING Bank Śląski lub jakiegokolwiek inny podmiot z Grupy ING, chociaż pośrednio uzależnione jest od ogólnego wyniku finansowego ING Banku Śląskiego.
- Ceny instrumentów finansowych: Ceny są ustalane z poprzedniego dnia zamknięcia na rynku krajowym, chyba że zaznaczono inaczej.
- Zawieranie transakcji: ING Bank Śląski S.A. i każdy z jego pracowników, w tym Analitycy w zakresie dozwolonym przez obowiązujące przepisy, mogą zawierać transakcje na instrumentach finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie.
- ING Bank Śląski S.A. jest aktywnym uczestnikiem rynku walutowego oraz instrumentów finansowych, w tym instrumentów pochodnych i skarbowych papierów wartościowych, które mogą być przedmiotem rekomendacji.
- ING Bank Śląski S.A. oświadcza, że jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do skarbowych papierów wartościowych wyemitowanych przez Ministerstwo Finansów (pełni funkcję Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych).
- Jednocześnie wprowadzone wewnętrzne rozwiązania organizacyjne (np. odseparowanie fizyczne osób sporządzających rekomendacje od jednostek zawierających transakcje) oraz obowiązujące bariery informacyjne mają na celu zapobieganie konfliktom interesów.
- Polityka przeciwdziałania konfliktom interesów: ING Bank Śląski S.A. zarządza konfliktami interesów mogącymi powstać w wyniku przygotowania i opublikowania rekomendacji w tym wprowadza odpowiednie rozwiązania organizacyjne, proceduralne i bariery informacyjne, które są monitorowane przez jednostkę Compliance.