

Tygodnik ING

CPI powyżej celu NBP.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Jakub Rybacki, Karol Pogorzelski

15 lipiec 2019



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



W skrócie

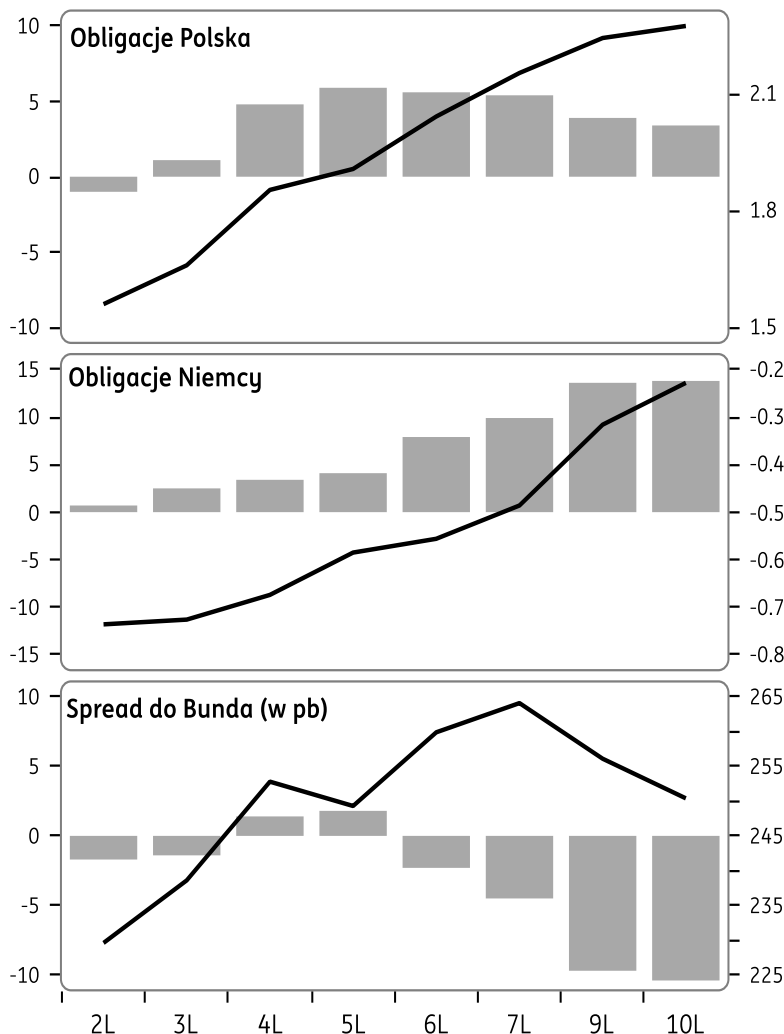
- W ubiegłym tygodniu bardzo agresywne oczekiwania rynków na poluzowanie polityk Fed i EBC (np. ponad 75pb obniżek stóp w USA w tym roku) zostały skonfrontowane z serią wystąpień i minutes obu instytucji. Chociaż przekaz tych ostatnich był gołębi (sugerując nieodległe luzowanie), to nie sprostał oczekiwaniom rynków. Efektem była korekta na bazowych rynkach długu (rentowność Bunda wzrosła prawie o 20pb), która jednak w niewielkim stopniu wpłynęła na POLGBs (+6bp w segmencie 10lat). Zmienność na rynku walutowym była mniejsza - €/US\$ obniżył się z 1,14 do 1,1280, a €/PLN wzrósł z 4,24 do 4,27.
- Spodziewamy się, że tym tygodniu rynki długu znajdą się w trendzie bocznym lub zanotują niewielkie umocnienie (do 7pb na długim końcu). W obliczu cementowania oczekiwań na działania Fed (mówimy raczej o cięciu o 25pb w lipcu i kolejnych 25pb po wakacjach), wzrost rentowności nie powinien być kontynuowany. Publikowane w tym tygodniu dane (głównie z USA) najprawdopodobniej tego obrazu nie zmienią. W naszej ocenie w tym tygodniu kurs €/US\$ przetestuje opór 1,1320-1350, a przed najbliższym posiedzeniem Fed (31 lipca) zbliży się do 1,15. Poza spekulacjami o obniżkach stóp Fed pojawiły się raporty sugerujące, że USA (prezydent Trump) mogą w niedługim czasie zdecydować się na interwencje walutowe służące osłabieniu dolara. Spodziewamy się że €/US\$ utrzyma się poniżej 1,15 w tym roku. Większej deprecjacji dolara oczekujemy raczej w 2020, wraz z postępującym spowolnieniem w USA.
- W naszej ocenie do końca miesiąca złotowe asset swapy na długim końcu zawężą się o kolejne 5pb i nawet 15pb do końca roku. Odzwierciedla to silny popyt ze strony krajowych banków – lokują na rynku środki z napływających do nich depozytów. Podaż w 2pół19 będzie z kolei nieco mniejsza niż w analogicznym okresie tego roku. W ciągu tygodnia kurs €/PLN powinien zbliżyć się do 4,25. Mimo przeceny na rynkach długu waluty CEE pozostały wczoraj stabilne, co powinno zachęcić inwestorów do zajmowania krótkoterminowych pozycji na umocnienie m.in. złotego. Złotego premiuje stabilna polityka NBP wobec istotnych szans na poluzowanie przez główne banki centralne.

Kalendarz makroekonomiczny

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
16 VII	Polska	14:00	Inflacja bazowa r/r	VI	1,9%	1,9%	1,7%
	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	VI	0,3%	0,2%	0,5%
		15:15	Produkcja przemysłowa m/m	VI	0,2%	0,2%	0,4%
17 VII	Polska	10:00	Wynagrodzenia r/r	VI	6,7%	7,1%	7,7%
	USA	20:00	Beżowa księga Fed				
18 VII	Polska	10:00	Produkcja przemysłowa r/r	VII	2,9%	2,4%	7,7%
19 VII	Polska	10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	VII	5,0%	6,1%	7,3%

Rynki obligacji – dalsza kompresja ASW.

Aktualny poziom i tygodniowa zmiana rentowności (w pb, lewa oś)



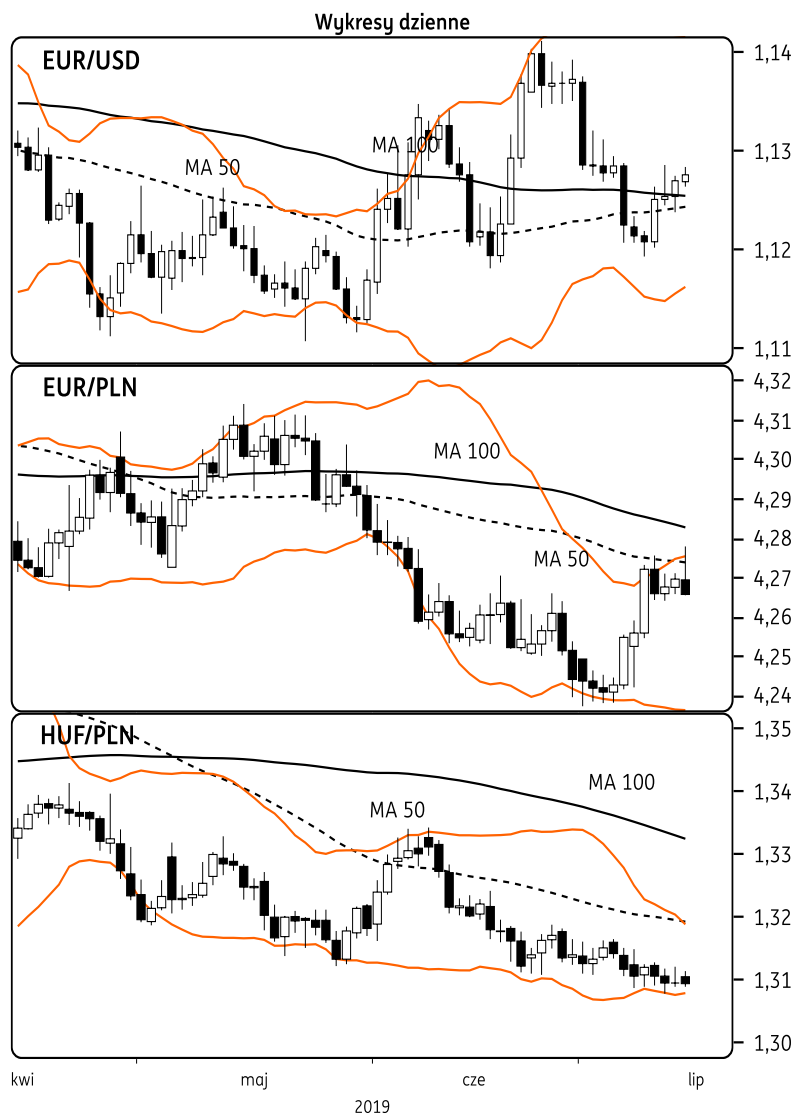
Rynki bazowe:

- W 2poł19 spodziewamy się umocnienia 10-letnich Treasuries o 30pb. Poluzowanie polityki Fed obniży koszt finansowania pozycji w dolarze i wesprze cenę obligacji. Nie widzimy natomiast szans na znaczne umocnienie obligacji niemieckich. Przestrzeń do obniżek stóp EBC jest znikoma. W naszej ocenie stopa depozytowa zostanie obniżona o 10pb - to zbyt mało aby podtrzymać spadek rentowności Bundów.

Polska:

- Uważamy, że do końca roku złotowe asset swapy zawężą się o kolejne 15pb na długim końcu. Obecny poziom złotych IRS jest bardzo niski biorąc pod uwagę nikłe perspektywy na poluzowanie polityki NBP w najbliższych kwartałach (wobec wzrostu CPI, czy impulsu fiskalnego).
- Popyt na POLGBs prawdopodobnie pozostanie natomiast mocny, w naszej ocenie zapewnią go krajowe banki. Obserwujemy wysoką dynamikę depozytów detalicznych, która w kolejnych miesiącach może nawet wzrosnąć. Badania ankietowe (w tym sondaż ING) sugerują, że 40-50% środków z 13 emerytur i rozszerzonego programu 500+ zostanie zaoszczędzonych. To wymusi na krajowych bankach zakupy SPW aby uniknąć podatku bankowego (w przeciwieństwie do bonów pieniężnych obligacje skarbowe są z niego wyłączone).
- Co więcej podaż SPW w 2poł19 będzie ograniczona – szacujemy podaż obligacji netto w 3kw19 będzie niemal identyczna jak w analogicznym okresie 2018 (PLN22mld), a w 4kw19 nawet niższa (PLN35mld).

Rynki walutowe – umiarkowane umocnienie PLN do euro.



€/US\$:

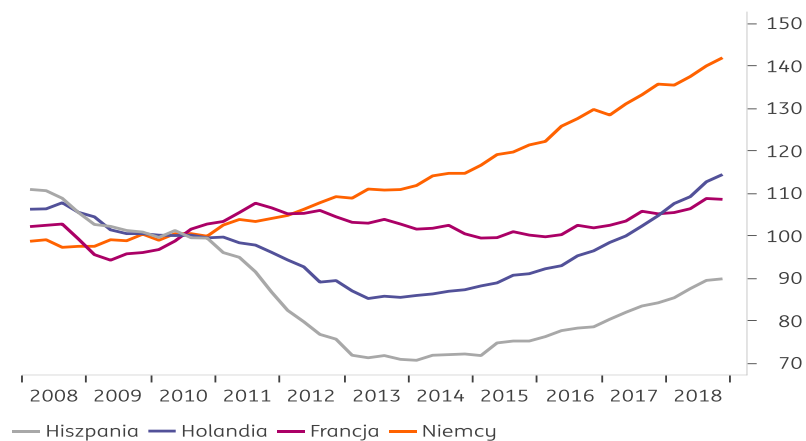
- W drugiej połowie roku oczekujemy wzrostu kursu €/US\$ do 1,15-16. W naszej ocenie perspektywa spowolnienia w gospodarce USA oraz duża niepewność globalnie wymusi prewencyjne poluzowanie polityki Fed, najprawdopodobniej w postaci obniżek stóp. Europejski Bank Centralny również zmuszony będzie poluzować swoją politykę. W przeciwieństwie do Fed EBC prawdopodobnie skoncentruje swoje działania na instrumentach innych niż kluczowe dla rynku walutowego obniżki stóp.

€/PLN:

- Stabilna polityka NBP wobec oczekiwań na poluzowanie ze strony Fed i EBC będzie premiować złotego w drugiej połowie roku. W naszej ocenie kurs €/PLN będzie się wahać blisko 4,25-28, prawdopodobnie nie spadnie jednak poniżej 4,20. Co więcej inwestorzy wycenili już bardzo agresywne działania zarówno Fed, jak i EBC. Trudno spodziewać się aby polityka głównych banków centralnych sprostała oczekiwaniom rynków, wspierając głębokie umocnienie PLN.
- Wg naszego modelu złoty pozostaje bliski równowagi wobec euro. W efekcie oczekujemy niskiej zmienności w kolejnych tygodniach.
- W naszej ocenie pole do spadku HUF/PLN przy obecnych poziomach jest już niewielkie, naszym zdaniem do okolic 1,3050. Złoty już obecnie wyhamował umocnienie, ale brak korekty prawdopodobnie zachęci inwestorów do zajmowania krótkoterminowych pozycji na spadek HUF/PLN. Złoty prawdopodobnie będzie też kontynuować umocnienie w dalszej części roku.

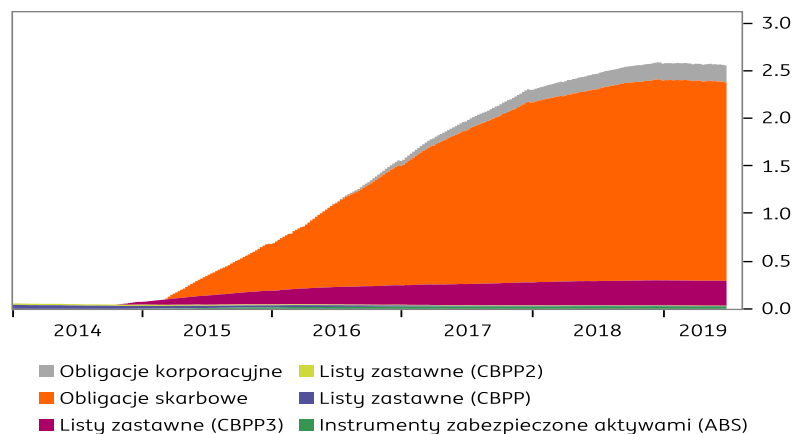
EBC: Minutes banku rozczarowało rynki.

Ceny nieruchomości – indeks (2010 = 100).



Źródło: Bank Rozliczeń Międzynarodowych.

Aktywa skupione przez EBC poprzez luzowanie ilościowe (€bn).

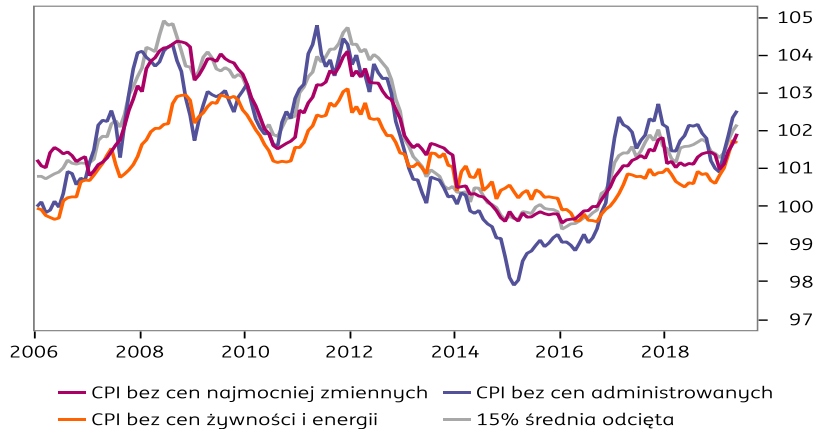


Źródło: EBC.

- Minutes z czerwowego posiedzenia EBC wskazało, że Rada Prezesów będzie gotowa wykorzystać wszelkie możliwe instrumenty dla przeciwdziałania negatywnym skutkom rosnącej niepewności w gospodarce. Dokument podkreśla jednak, że przywrócenie wiarygodności celu inflacyjnego w środowisku niskich stóp procentowych wymaga nowej strategii.
- Publikacja dokumentu przełożyła się na wzrost dochodowości europejskich obligacji na długim końcu krzywej. Ruch najprawdopodobniej związany był ze spadkiem wiary w możliwość ponownego zainicjowania programu QE bądź mniejszego nacisku na zakup obligacji skarbowych. Działania prowadzone w latach 2015-2018 nie doprowadziły do silniejszego wzrostu inflacji względem pozostałych gospodarek. Nie jest to jednostkowy przypadek - brak oczekiwanych skutków widoczny jest w przypadku Japonii. Program QE generuje też negatywne skutki społeczne związane z istotnym wzrostem cen nieruchomości oraz aktywów finansowych. W ubiegłych latach znacznie przekraczał on tempo wzrostu wynagrodzeń, co zwiększało nierówności majątkowe.
- Dlatego też uważamy że, po deklaracjach M.Draghiego z Sintry najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na kolejne ruchy ECB będzie obniżka stopy depozytowej o 10-20pb oraz wprowadzenie różnicowania oprocentowania dla sektora bankowego. Uważamy, że decyzja zostanie podjęta raczej we wrześniu niż lipcu. W dalszej perspektywie możliwe jest wznowienie skupu aktywów. W nowym programie prawdopodobnie większy nacisk zostanie jednak położony na zakup obligacji korporacyjnych, sektora bankowego a mniejszy na obligacje rządowe.

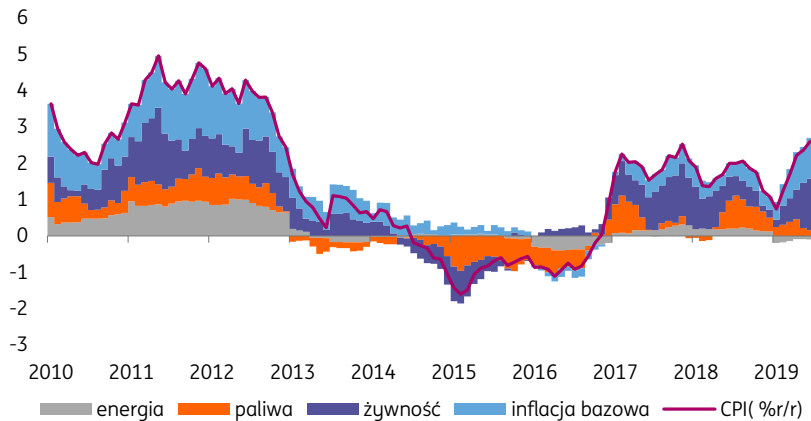
CPI: Inflacja powyżej celu w czerwcu.

Inflacja bazowa kontynuuje tendencje wzrostową (%r/r).



Źródło: NBP

Struktura inflacji CPI (%r/r)



Źródło: GUS.

- Dynamika CPI wzrosła w czerwcu z 2,4% do 2,6%r/r. Dane potwierdziły również kolejny wzrost inflacji bazowej z 1,7% do 1,9%r/r. Głównym jego powodem są ceny usług - w czerwcu ich dynamika wzrosła o 0,6pp (z 3,3% do 3,9%r/r).
- Duży wzrost cen usług w czerwcu był spowodowany przez wydatki konsumpcyjne, stymulowane wyborczymi transferami społecznymi. Struktura wskazuje, że wzrost CPI wywołany jest: (1) podwyżkami cen usług turystycznych, które podniosły indeks o 0,09pp; (2) podwyżkami cen w telekomunikacji, które dodały 0,05pp do CPI, jesienią oczekujemy też dodatkowych podwyżek związanych z telewizją; (3) usługi transportowe podniosły indeks o 0,06pp.
- W kolejnych miesiącach dynamika CPI przejściowo spadnie - niższej kontrybucji dostarczą ceny paliw, a po wakacjach również żywności. Spodziewamy się, że dynamika CPI zbliży się do 2,1% na jesieni. Równoległe dalej rosnąć będzie inflacja bazowa - do 2,5%r/r na koniec roku. W efekcie indeks CPI ponownie wzrośnie na przełomie roku. Spodziewamy dynamiki CPI blisko 2,7%r/r w grudniu oraz średnio 3,3%r/r w 1kw20.
- Będzie to efekt boomu konsumpcyjnego i związanego z nim wzrostem inflacji bazowej. To także zasługa rosnących kosztów pracy. Wpływ wywrze również uwolnienie cen energii, które podniesie inflację bazową oraz ceny żywności). Oraz wprowadzenie podatku od handlu detalicznego (0,1pp).
- Wysoka inflacja sprawi, że RPP będzie dalej znajdować się w przeciw-fazie do głównych banków centralnych. NBP utrzyma stopy bez zmian, podczas gdy zarówno Fed i EBC obniżą stopy, a EBC wznowi QE. Jest to argument wspierający PLN.

Kalendarz makroekonomiczny

	Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
	15 lip	16 lip	17 lip	18 lip	19 lip
POL	CPI		zatrudnienie, wyangrodzenia	produkcja przemysłowa, PPI	sprzedaż detaliczna
USA		sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa	rynek nieruchomości - pozwolenia		
Europa		indeks ZEW	produkcja przemysłowa, bilans handlowy (IT)		
	22 lip	23 lip	24 lip	25 lip	26 lip
POL	M3	biuletyn GUS			aukcja obligacji
USA		sprzedaż nieruchomości - rynek wtórny		sprzedaż nieruchomości - rynek pierwotny	PKB - 1 szac.
Europa			indeksy PMI, indeksy INSEE (FR)	Decyzja EBC, indeks IFO (DE)	
	29 lip	30 lip	31 lip	1 sie	2 sie
POL			CPI	PMI	
USA	Dallas Fed	PCE, dochody / wydatki	decyzja FOMC, raport ADP	ISM - sektor przemysłowy	zatrudnienie, wynagrodzenia
Europa		indeksy KE, PKB (FR), CPI (DE)	PKB, HICP (EZ)	PMI - sektor przemysłowy	sprzedaż detaliczna (EZ)
	5 sie	6 sie	7 sie	8 sie	9 sie
POL					
USA	ISM - sektor usług	raport JOLTS			PPI
Europa		zamówienia (DE)	produkcja przemysłowa (DE)		bilans handlowy (DE), produkcja przemysłowa (FR)
	12 sie	13 sie	14 sie	15 sie	16 sie
POL		CA	PKB, CPI		
USA		CPI, indeks NFIB		sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa	rynek nieruchomości - pozwolenia
Europa		indeks ZEW	PKB, produkcja przemysłowa (EZ)		

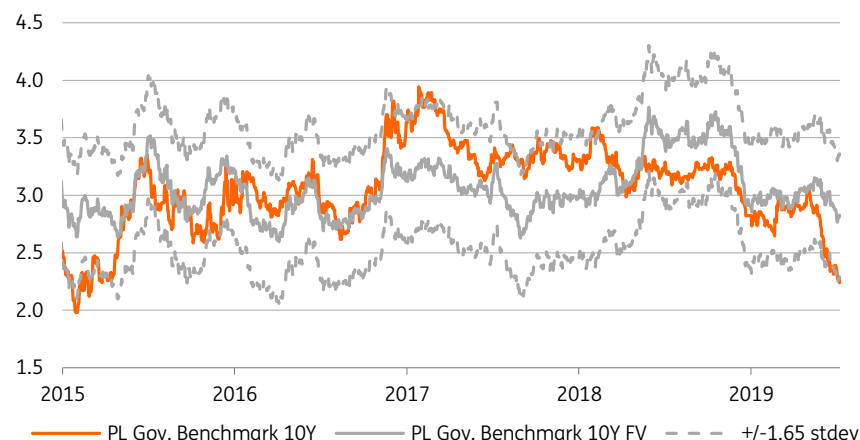
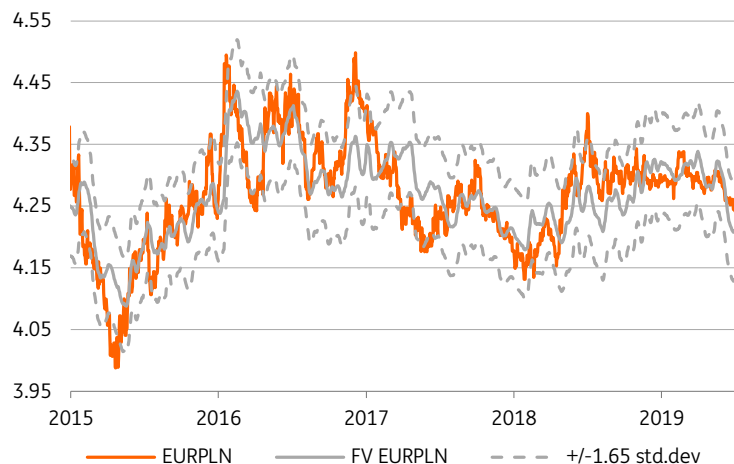
Prognozy walutowe

Prognozy walutowe

	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19	sty 20	lut 20	mar 20	kwi 20	maj 20	cze 20	lip 20
US\$/PLN	3.82	3.82	3.79	3.75	3.72	3.71	3.70	3.69	3.68	3.68	3.67	3.66
€/PLN	4.28	4.28	4.28	4.28	4.28	4.28	4.28	4.29	4.29	4.29	4.29	4.29
CHF/PLN	3.86	3.89	3.87	3.84	3.82	3.81	3.80	3.79	3.77	3.74	3.72	3.69
GBP/PLN	4.68	4.65	4.65	4.65	4.65	4.69	4.72	4.76	4.75	4.74	4.73	4.71

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 EUR. Złoty pozostaje zbyt słaby względem USD oraz CHF. W regionie CEE złoty jest drogi wobec HUF.
- Dochodowości obligacji skarbowych są dużo niższe od wskazań 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.