

Tygodnik ING

EBC zaczeka z obniżką stóp do września.
Wzrost PKB Polski w 2kw19 poniżej 5%.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Jakub Rybacki, Karol Pogorzelski

22 lipiec 2019



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



W skrócie

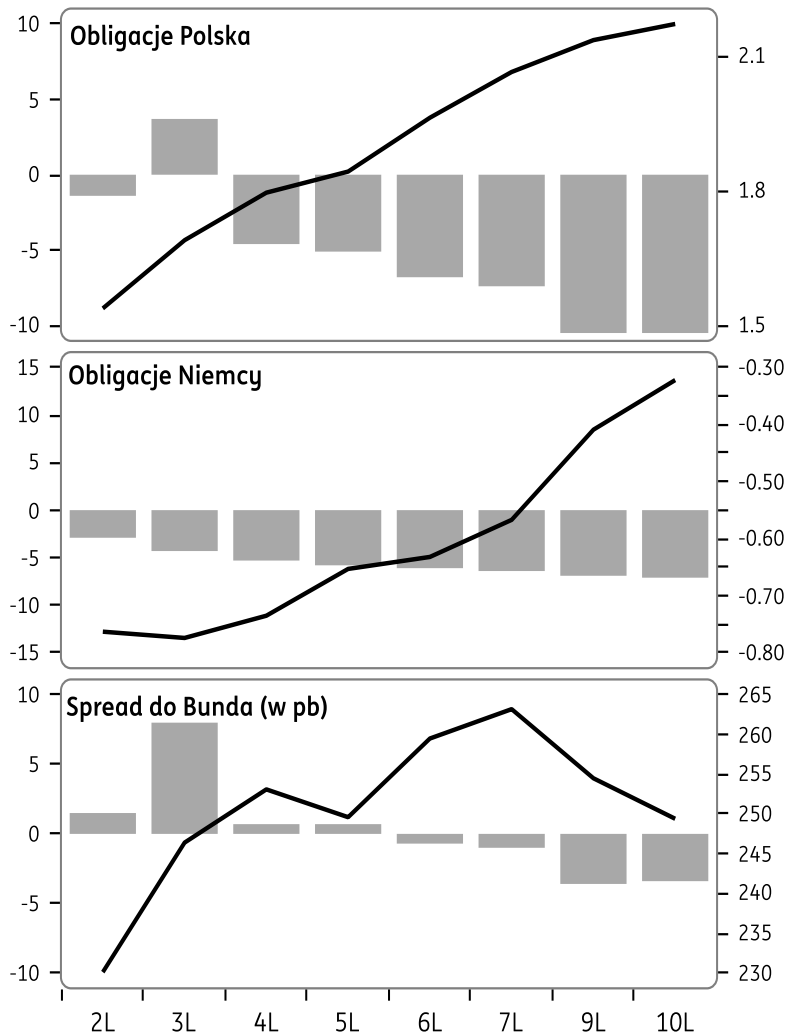
- Korekta na rynkach wywołana rozczarowaniem niedostatecznie łagodnymi minutes Fed i EBC okazała się krótkotrwała. Przez większą część ubiegłego tygodnia obligacje na rynkach bazowych umacniały się, np. Bund zyskał ok 10pb niwelując większość korekty z początku miesiąca. Kurs €/US\$ znalazł się w trendzie bocznym wokół 1,1250. W ślad za rynkami bazowymi zyskały POLGBs (ponad 10pb na długim końcu), a €/PLN wahał 4,26.
- W tym tygodniu uwaga rynków skupi się na posiedzeniu EBC oraz danych ze strefy euro i USA. W naszej ocenie posiedzenie EBC może wywołać kolejną korektę na rynkach długu i wzrost €/US\$. Retoryka Banku będzie bardzo łagodna, ale nie spodziewamy się np. obniżki stóp zanim takiego ruchu nie wykona Fed. Stawki rynku pieniężnego wyceniają ponad 50% szans na obniżkę. Nie spodziewamy się zaskoczeń danymi ani z USA, ani strefy euro. Tym niemniej lepsze od oczekiwań dane mogą dodatkowo osłabić wiarę rynków w szybkie poluzowanie polityki EBC. Tym niemniej wiara inwestorów w poluzowanie polityki Fed jest bardzo mocna i będzie ograniczać ew. przecenę papierów (szczególnie Treasuries). W naszej ocenie będzie również wspierać stopniowy wzrost pary €/US\$ - w naszej ocenie doprowadzi do wzrostu kursu do 1,14-15 przed najbliższym posiedzeniem Fed (31 lipca).
- Perspektywy POLGBs pozostają pozytywne, w razie korekty na rynkach bazowych krajowy dług powinien osłabić się w połowę mniejszej skali. Na większą korektę nie wskazuje korzystna struktura popytu i podaży. Krajowe banki lokują w SPW środki uzyskiwane z depozytów, podczas gdy podaż papierów w 2pół19 będzie nieco niższa niż w analogicznym okresie 2018. Na aukcji sprzedaży (piątek) spodziewamy się silnego popytu. Na rynek napłyną środki z zapadających papierów i kuponów. Negatywnego wpływu na rynek wtórny nie będzie. Z kolei neutralne nastawienie RPP nie zostawia wiele miejsca na obniżenie się złotych IRS. Dlatego spodziewamy się, że asset swapy z długiego końca zawężą się o kolejne 5pb a długim końcu krzywej, a do końca roku nawet o 15pb.
- W naszej ocenie w tym tygodniu kurs €/PLN przetestuje lokalny opór na 4,27-2750. Rozczarowanie wynikami posiedzenia EBC powinno skłaniać do zajmowania krótkoterminowych pozycji na osłabienie złotego. Po ostatnich negatywnych zaskoczeniach danymi z kraju krajowe fundamenty nie są już tak wspierające złotego.

Kalendarz makroekonomiczny

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
24 VII	Strefa euro	10:00	PMI przetwórstwo przemysłowe	VII	47,6pkt.	47,6pkt.	47,6pkt.
			PMI usługi	VII	53,6pkt.	53,3pkt.	53,6pkt.
25 VII	Niemcy	10:00	Wskaźnik Ifo	VII	-	97,0pkt.	97,4pkt.
	Strefa euro		13:45	Decyzja EBC		b.z.	b.z.
26 VII	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR	II kw.	1,8%	1,8%	3,1%

Rynki obligacji – umocnienie Treasuries.

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



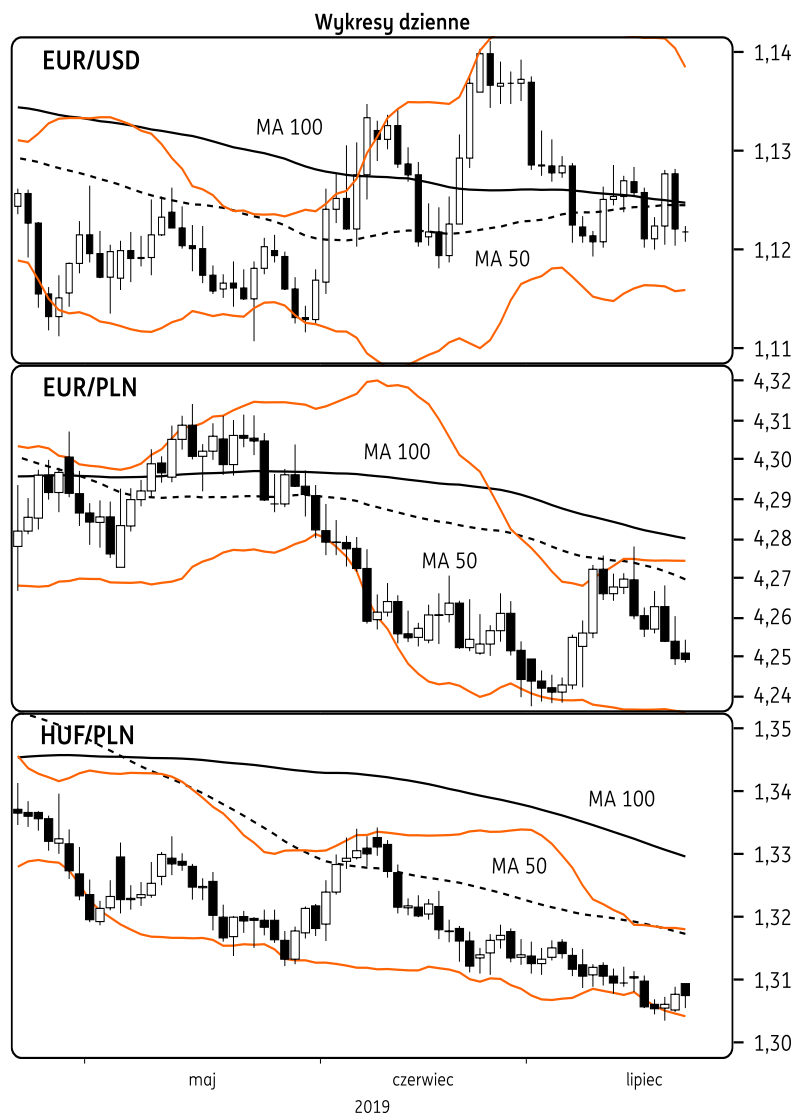
Rynki bazowe:

- W 2poł19 spodziewamy się umocnienia 10-letnich Treasuries o 30-40pb. Poluzowanie polityki Fed obniży koszt finansowania pozycji w dolarze i wesprze ceny 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 10-20pb - 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).
- Oczekujemy natomiast spadku rentowności POLGBs, skoncentrowanego na długim końcu. W naszej ocenie już obecnie wysoka (dwucyfrowa) dynamika depozytów detalicznych w bankach podniesie się w 4kw19 po wypłacie środków z rozszerzonego programu 500+ - badania ankietowe (w tym sondaż ING) sugerują, że 40-50% środków 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\$:

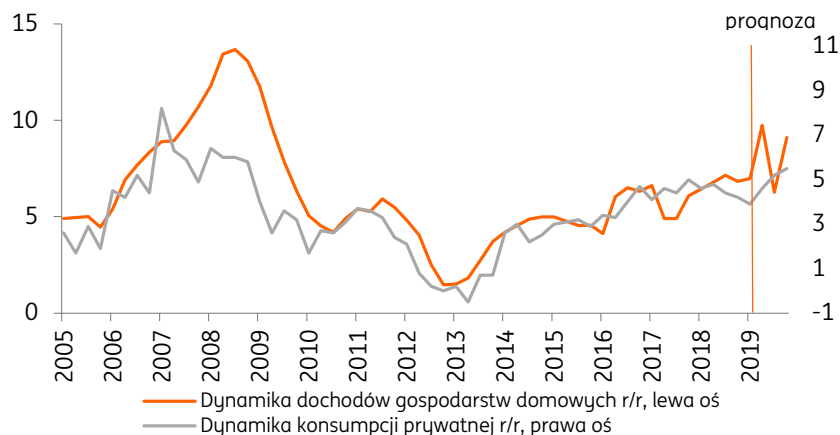
- W drugiej połowie roku oczekujemy wzrostu kursu €/US\$ do 1,15-16. Perspektywa spowolnienia w gospodarce USA oraz duża niepewność globalnie wymusi prewencyjne poluzowanie polityki Fed, najprawdopodobniej w postaci obniżek stóp (nawet już podczas lipcowego posiedzenia). EBC również zmuszony będzie poluzować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

€/PLN:

- W naszej ocenie kurs €/PLN w 2pół19 utrzyma się blisko 4,25-28 mimo niepewności w otoczeniu międzynarodowym. Złotego wspiera korzystna koniunktura w kraju oraz stabilna polityka NBP. Główne banki centralne będą w naszej ocenie luzować swoją politykę, ale w dużym stopniu znalazło to już odzwierciedlenie w wycenach. Co więcej faktyczne działania Fed i EBC mogą nie sprostać oczekiwaniom rynków, prowadząc do korekty wycen ryzykownych aktywów, w tym walut rynków wschodzących.
- Wg naszego modelu złoty pozostaje bliski równowagi wobec euro. W efekcie oczekujemy niskiej zmienności w kolejnych tygodniach.
- Uważamy, że spadek kursu HUF/PLN wyhamuje w obecnych okolicach, tj. ponad wsparciem 1,3050. Para oparła się o dolny zakres wstęgi Bollingera, co powinno skłaniać krótkoterminowych inwestorów do realizacji zysków. Złoty prawdopodobnie będzie jednak kontynuować umocnienie wobec forinta w dalszej części roku.

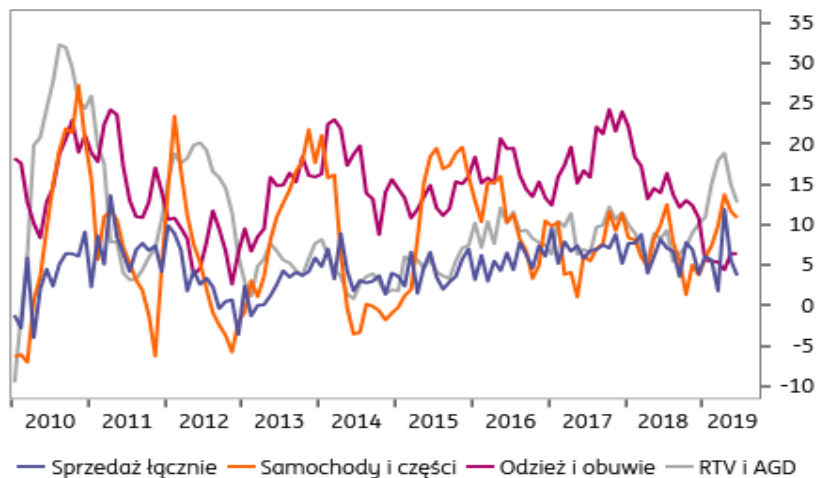
Polska: Efekty bazowe obniżyły sprzedaż detaliczną.

Konsumpcja i dochody gospodarstw domowych



Źródło: GUS, prognozy ING

Sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym (%/r)



Źródło: GUS

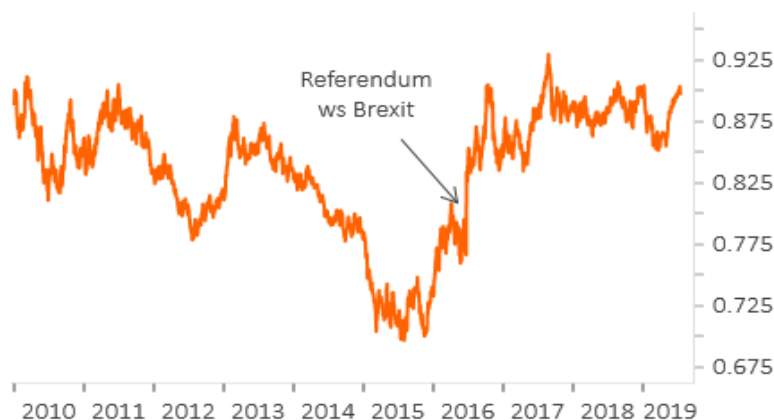
- W czerwcu dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się do 3,7%/r (w ujęciu realnym) z 5,6%/r w poprzednim miesiącu. Struktura wzrostu była zbliżona do ubiegłych miesięcy. Wysoka dynamika notowana była w działach RTV i AGD (8,9%/r) oraz samochodów (5,1%). Nieco lepsze wyniki widoczne były również w przypadku zakupów w sklepach niewyspecjalizowanych (np. hipermarketach) oraz sprzedaży leków, kosmetyków i sprzętu medycznego. Prawdopodobnie jest to związane z wypłatą tzw. 13-tych emerytur. Mankamentem pozostaje natomiast spadek w kategorii pozostałe (-3,9%) agregującej m.in. sprzedaż produktów luksusowych oraz materiałów budowlanych.
- Naszym zdaniem spowolnienie sprzedaży jest efektem bardzo wysokiej bazy z ubiegłego roku, szczególnie w sprzedaży detalicznej z wyłączeniem samochodów i paliw. Ten czynnik będzie działał w odwrotną stronę w kolejnych miesiącach.
- Dlatego w nadchodzących miesiącach spodziewamy się odbicia dynamiki sprzedaży powyżej 5%/r. Badania koniunktury konsumenckiej GUS dalej wskazują na wysoką skłonność do większych wydatków (np. związanych z remontem mieszkań czy wymianą samochodu), a dodatkowym wsparciem będzie wypłata skumulowanych świadczeń za lipiec-wrzesień z programu 500+ na jesieni.
- Spodziewamy się, że w związku ze słabszymi danymi o produkcji wzrost PKB za 2kw19 wyniesie około 4,6%/r (zrewidowane z 5,0%/r). Pojawiło się również ryzyko że w całym roku tempo wzrostu gospodarczego będzie niższe od naszych dotychczasowych prognoz na poziomie 4,7%/r.

UK: Scenariusze Brexitu po objęciu rządów przez B.Johnsona

Scenariusze Brexitu

	Szanse wg ING	Reakcja rynku
Przedterminowe wybory	35%	€/GBP: 0,95
Nieznacznie zmienione porozumienie z UE	25%	€/GBP: 0,85
Powtórne referendum	15%	€/GBP: 0,82
Twardy Brexit	20%	€/GBP: 1,00
Odwołanie Artykułu 50 Traktatu o UE	5%	€/GBP: 0,78

Kurs €/GBP



Źródło: EBC

- Boris Johnson – jeden z liderów kampanii na rzecz Brexitu zostanie jutro najprawdopodobniej nowym premierem Wielkiej Brytanii. W przeciwieństwie do T.May wyraził on gotowość do tzw. twardego Brexitu, czyli wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy handlowej. Zadeklarował jednak, że będzie starał się uniknąć takiego scenariusza poprzez negocjację znacząco bardziej korzystnego porozumienia z Unią Europejską niż dotychczasowe. Jednym z warunków jakie wymienił jest wykreślenie klauzuli gwarantującej brak twardej granicy między Irlandią a Irlandią Północną. Unia Europejska już kilkakrotnie odrzucała kompromis w tej sprawie, więc szanse na negocjację satysfakcjonującego dla B.Johnsona porozumienia są znikome.
- Nie oznacza to jednak, że twarde Brexit 30 października 2019 jest przesądzony. Widzimy wciąż 50% szans na opóźnienie wyjścia Wielkiej Brytanii z UE o kolejne 3-6 miesięcy. Stanie się tak jeśli brytyjski parlament (niechętny twardemu Brexitowi) przegłosuje wotum nieufności dla premiera i wymusi przedterminowe wybory. Prawdopodobieństwo takiego scenariusza oceniamy na 35%, choć nastąpi ono nie wcześniej niż jesienią, gdy perspektywa twardego Brexitu się przybliży. Alternatywnie, parlament lub premier (z różnych powodów) może zdecydować się na powtórne referendum (15% szans). Nowa przewodnicząca Komisji Europejskiej U.van der Leyen zapowiedziała już, że zgodzi się na opóźnienie Brexitu.
- Sądzymy, że istnieje też 25% szans, że B.Johnson wycofa się ze swoich warunków co do porozumienia z UE, wróci do parlamentu z tylko nieznacznie zmienioną umową i zdobędzie potrzebną większość głosów.
- Prawdopodobieństwo twardego Brexitu oceniamy na 20%.

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)		

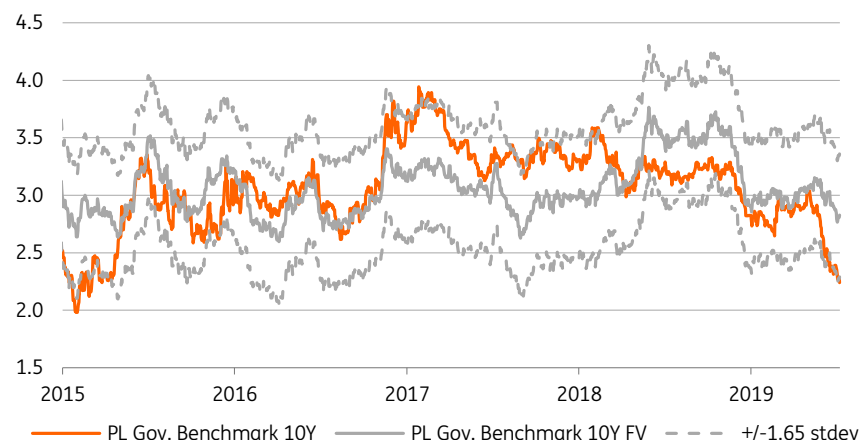
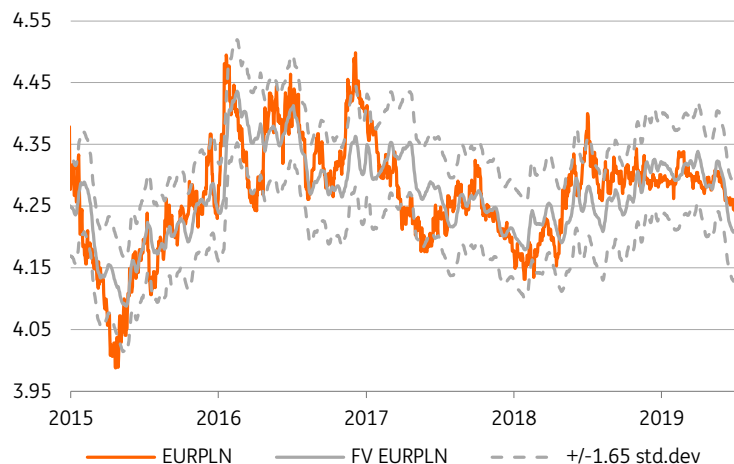
Prognozy walutowe

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.

UJAWNIECIA

- 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.