

Tygodnik ING

Złoty pod presją. Niemcy rozważają poluzowanie fiskalne.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Jakub Rybacki, Karol Pogorzelski

12 sierpnia 2019



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



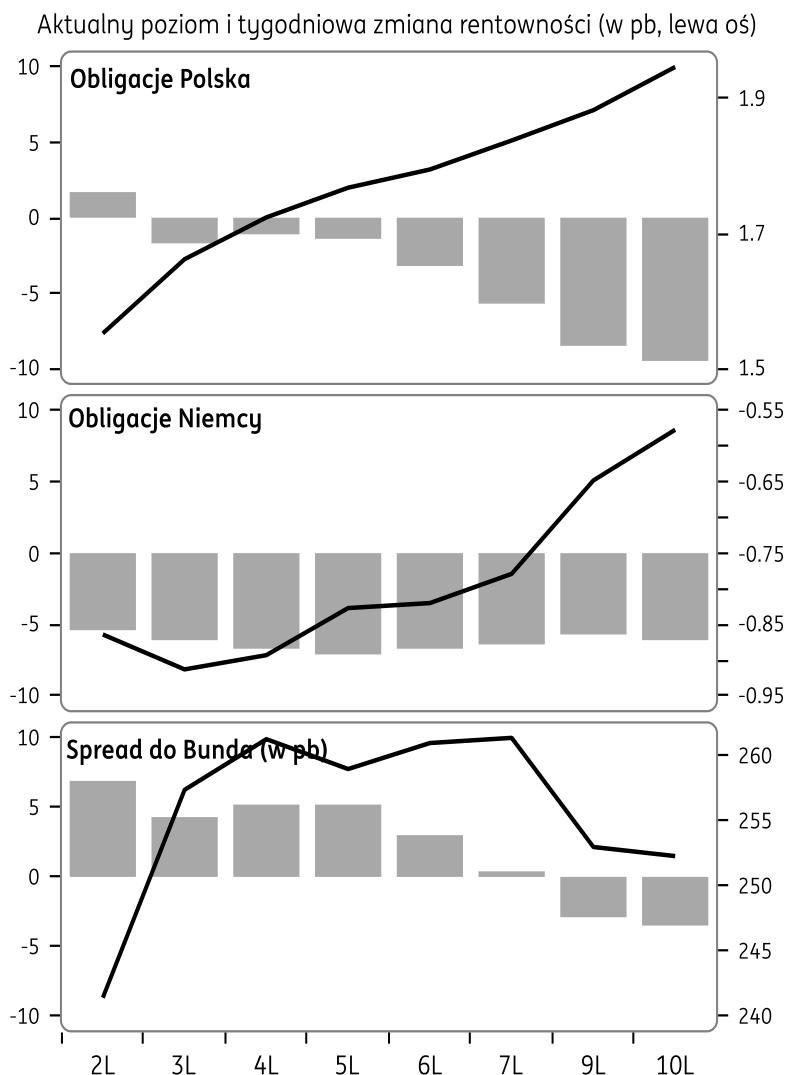
W skrócie

- W ubiegłym tygodniu uwagę inwestorów zdominowała perspektywa wprowadzenia kolejnych barier celnych na Chiny przez USA. Obawy o globalny wzrost wsparły oczekiwania na agresywne poluzowanie polityk Fed i EBC we wrześniu. W konsekwencji rentowności na rynkach bazowych oraz POLGBs spadły. Krajowy dług wzmocniły też rosnące oczekiwania na poluzowanie polityki RPP – w efekcie rentowność 10latki obniżyła się do najniższego poziomu w historii. Przełożyło się to też na osłabienie walut CEE, prowadząc do wzrostu pary €/PLN do 4,32, tj. najwyżżej od lutego.
- W tym tygodniu poznamy liczne dane z głównych gospodarek. Spodziewamy się wyników nie odbiegających istotnie od konsensusu prognoz. Powinny one potwierdzić m.in. złą kondycję przemysłu strefy euro. W naszej ocenie uwaga rynków pozostanie skupiona na wojnach handlowych, prowadząc do dalszego spadku rentowności Bunda i Treasuries. Dodatkowym czynnikiem wspierającym rynki długu może okazać się rozpad koalicji we Włoszech. Rozkład ryzyka dla €/US\$ jest względnie zbilansowany. Z jednej strony pojawiły się napięcia polityczne we Włoszech. Z drugiej według doniesień prasowych Niemcy rozważają prowadzenie bardziej ekspansywnej polityki budżetowej. Wiadomości zostało wprawdzie zdementowane przez niemieckie ministerstwo finansów, ale nie utnie to spekulacji wśród inwestorów. Dlatego też uważamy, że €/US\$ blisko 1,12 na początku tygodnia.
- W naszej ocenie złoty pozostanie pod presją co najmniej do końca miesiąca. W ciągu tygodnia-dwóch para €/PLN powinna przetestować opór na 4,34-35. Wycenom walut rynków wschodzących ciężą obawy o konsekwencje wojen handlowych (czy dalszego osłabienia juana). Obawiamy się również konsekwencji wyroku TSUE w sprawie kredytów walutowych. Spotkania z inwestorami zagranicznymi sugerują, że to ryzyko nie jest w ogóle wyceniane poza Polską.

Kalendarz makroekonomiczny

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
13 VIII	USA	14:30	CPI m/m	VII	0,2%	0,3%	0,1%
			Inflacja bazowa m/m	VII	0,2%	0,2%	0,3%
14 VIII	Polska	10:00	PKB r/r	II kw.	4,6%	4,5%	4,7%
			CPI r/r	VII	2,9%	2,9%	2,9%
	Strefa euro	11:00	PKB r/r	II kw.	1,1%	1,1%	1,1%
			Produkcja przemysłowa r/r	VII	-	-1,2%	-0,5%
15 VIII	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	VII	0,3%	0,3%	0,4%
		15:15	Produkcja przemysłowa m/m	VII	0,2%	0,3%	0,0%

Rynki obligacji – silny popyt krajowych banków na SPW.



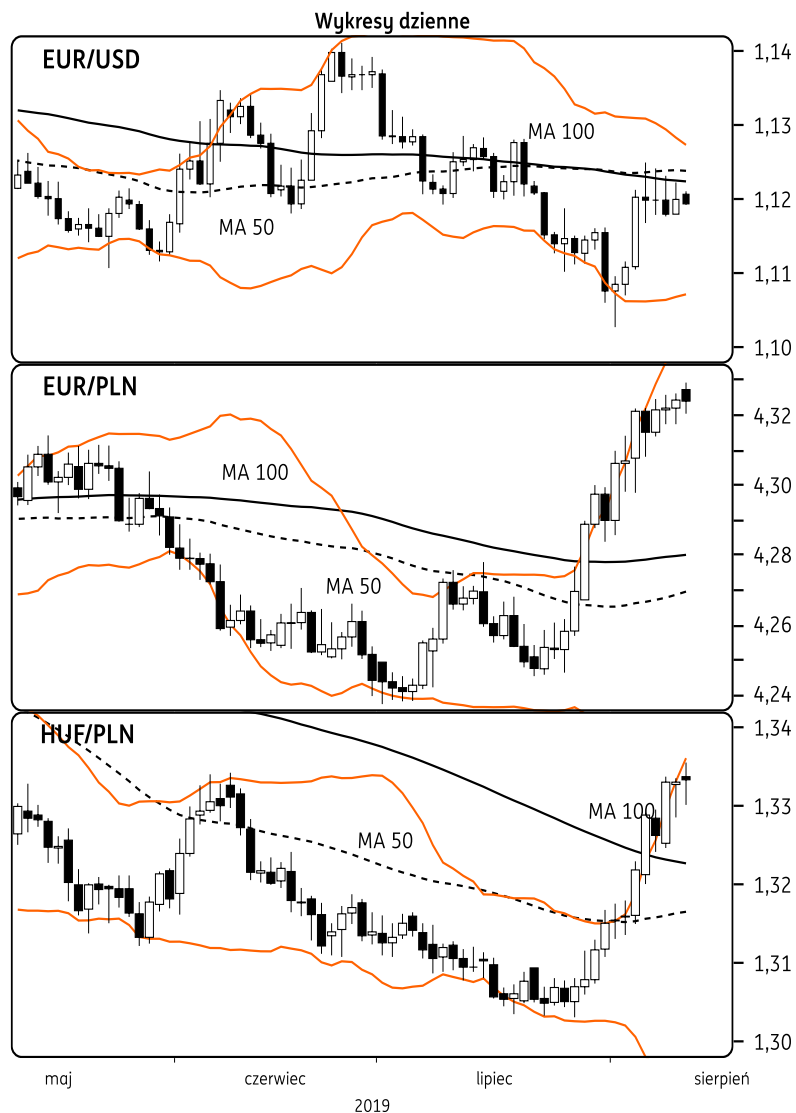
Rynki bazowe:

- W naszej ocenie przestrzeń do umocnienia obligacji na rynkach bazowych jest już bliska wyczerpania. Kontrakty terminowe wyceniają 50pb obniżek, a takiej decyzji nie popierają obecnie nawet gołębi członkowie FOMC. Natomiast Rada Prezesów EBC zdecyduje się na obniżkę stopy depozytowej o 20pb we wrześniu. Zarówno w przypadku Fed, jak i EBC to zbyt mało aby utrzymać spadek rentowności obligacji na rynkach bazowych.

Polska:

- W tym tygodniu znaczenie dla POLGBs będą mieć dane o inflacji – w naszej ocenie potwierdzą one, że programy socjalne rządu przekładają się na wzrost cen usług. Struktura inflacji powinna zatrzymać rosnące oczekiwania na obniżki stóp NBP – obecnie rynek wycenia co najmniej jedną w ciągu 2 lat. Krótkoterminowe perspektywy krajowego długu są jednak pozytywne z uwagi na spodziewane umocnienie na rynkach bazowych.
- W naszej ocenie do końca roku złotowe asset swapy zawężą się o 10-15pb na długim końcu. Silny popyt na papiery zapewnią krajowe banki, zmuszone lokować środki z napływających depozytów w SPW. Dwucyfrowa dynamika depozytów detalicznych podniesie się w 4kw19 po wypłacie środków z rozszerzonego programu 500+. Po wyroku TSUE dot. kredytów walutowych będą zmuszone zawiązać rezerwy na sprawy sądowe, które także ulokowane zostaną w papierach dłużnych. W tym samym czasie podaż SPW będzie ograniczona - potrzeby pożyczkowe netto w 3kw19 będą niemal identyczne jak w analogicznym okresie 2018 (PLN22mld), a w 4kw19 nawet niższa (PLN35mld).

Rynki walutowe – złoty pod presją wobec € i HUF.



€/US\$:

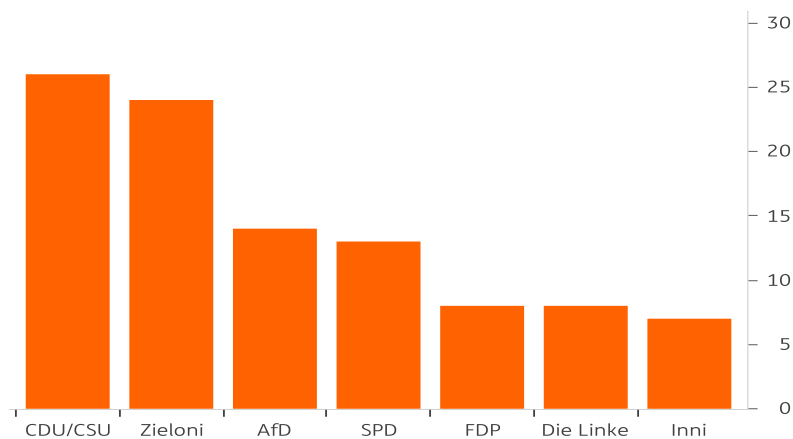
- Pole do wzrostu pary €/US\$ w tym roku spadło. Eskalacja wojen handlowych może skłonić chiński bank centralny od osłabienia renminbi. Doświadczenia z ubiegłego roku pokazują, że osłabienie chińskiej waluty premiuje dolara, kosztem walut gospodarek wschodzących. Nadal jednak spodziewamy się, że skutki wojen handlowych zaczną materializować się w amerykańskiej gospodarce w 2pół19. Wymusi to dalsze poluzowanie polityki Fed – rosną szanse, że cykl obniżek stóp w USA będzie kontynuowany także w przyszłym roku.

€/PLN:

- Silne osłabienie złotego np. wobec HUF sugeruje, że ryzyko związane z przewalutowaniem hipotek w CHF na PLN zaczyna trafiać do świadomości inwestorów. W tym kontekście ryzykowna dla krajowej waluty może okazać się druga połowa tygodnia – z uwagi na święto w kraju już obecnie niska płynność na rynku jeszcze spadnie.
- W naszej ocenie kurs €/PLN utrzyma się blisko 4,30 do końca roku. Uważamy, że konsekwencją wyroku TSUE ws. kredytów walutowych będzie długotrwała presja na osłabienie złotego. Konwersja kredytów nie nastąpi natychmiast, ale niektóre instytucje mogą zdecydować się prewencyjnie zabezpieczyć przed ew. dalszym wzrostem CHF/PLN.
- Kwestia kredytów walutowych w naszej ocenie oznacza również, że do końca roku złoty nie będzie umacniać się na tle walut regionu. W szczególności poziomy HUF/PLN z końca lipca mogą okazać się tegorocznymi minimami.

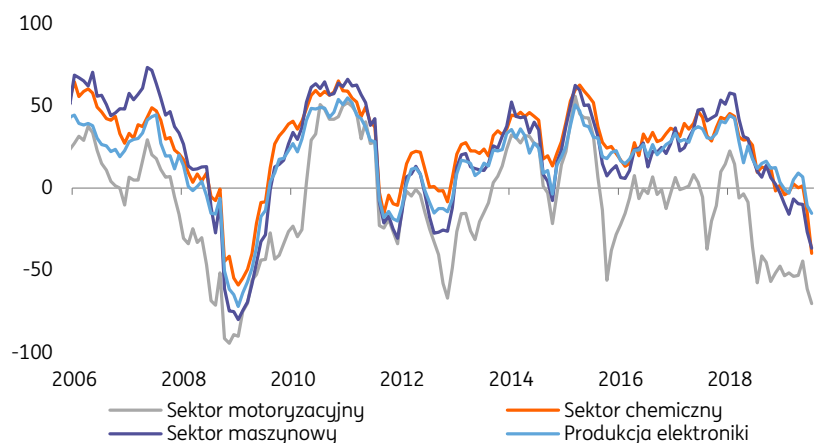
Niemcy: Dyskusja o ekspansji fiskalnej w 3kw.

Poparcie dla głównych partii politycznych w Niemczech (%)



Źródło: YouGov

Sektorowe oceny koniunktury w badaniu ZEW

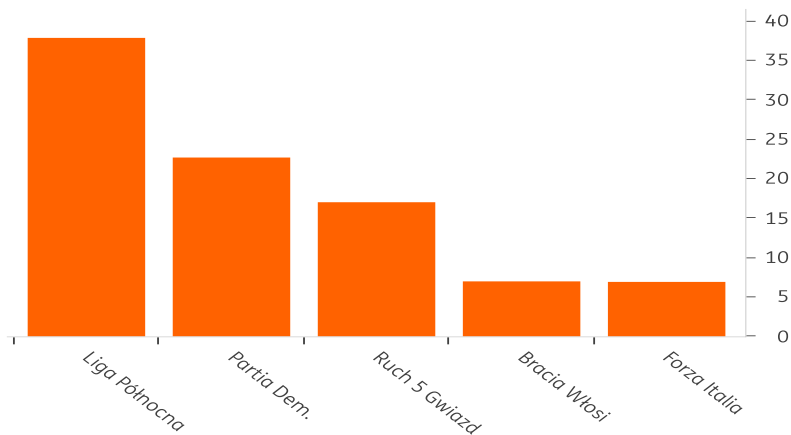


Źródło: ZEW

- Niemiecki dziennik Bild poinformował, że rząd federalny skłonny jest odejść od polityki zrównoważonego budżetu dla stymulowania inwestycji wspierających ochronę klimatu oraz edukację, opierając się na anonimowych źródłach. Wiadomość została zdementowana przez Ministerstwo Finansów, nie można jednak wykluczyć, że pomysł ten powróci po sierpniowej przerwie. Materializacja takiego scenariusza oznaczać będzie pojawienie się deficytu w niemieckim budżecie w 2020 oraz wzrost rentowności obligacji.
- Obok podłoża ekonomicznego pakiet inwestycji ekologicznych będzie odpowiedzią na rosnące poparcie dla partii Zielonych. Według ostatnich sondaży (wykres 1) jej poparcie pozostaje zbliżone do 25%, a różnica do CDU/CSU osiągnęła historycznie najniższy poziom. Partia A.Kremp-Karrenbauer / A.Merkel krytykowana jest za niedostateczną aktywność, co objawia się m.in. rosnącą frekwencją podczas strajków Fridays for Future.
- Działanie stanowić będzie też odpowiedź na coraz większy pesymizm odnośnie aktywności w niemieckiej gospodarce. Konsensus prognoz Bloombergu wskazuje, że dynamika PKB pozostanie poniżej 1%r/r do 2kw20. Pesymizm towarzyszy ocenom branż przemysłowych, które tradycyjnie napędzały niemiecką gospodarkę np. motoryzacji (wykres 2).
- Już w bieżącym roku rząd niemiecki planuje powiększenie wydatków i redukcję wysokiej nadwyżki budżetowej z 2018 (1,7%PKB). Komisja Europejska prognozuje jej spadek do 1%PKB. Kontynuacja tej tendencji w 2020 i założenie deficytu oznaczać będzie silniejszy impuls (w relacji do PKB) niż np. 5-ka Kaczyńskiego w Polsce. Dyskusja na temat ekspansji fiskalnej najprawdopodobniej kontynuowana będzie przed posiedzeniem rządu 20 września.

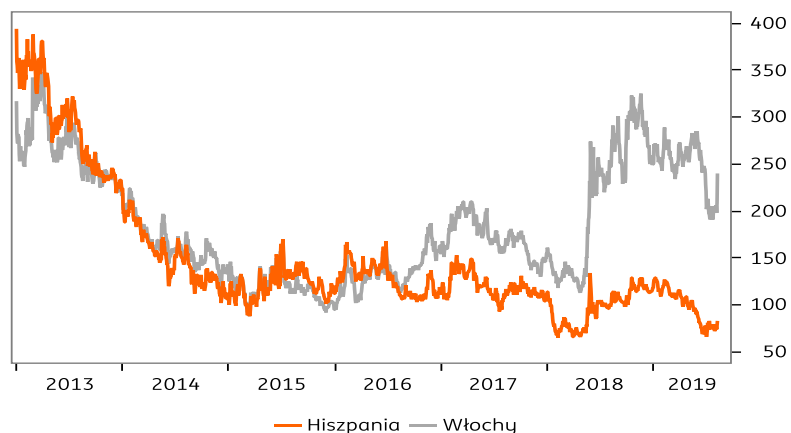
Włochy: Ryzyko przedterminowych wyborów.

Poparcie dla głównych partii politycznych we Włoszech (%)



Źródło: Termometro Politico, średnia z 5 ostatnich sondaży

Spready 10-letnich obligacji rządowych (pb).



Źródło: Macrobond

- Liga Północna dąży do rozbicia koalicji rządowej z Ruchem 5 Gwiazd. Sondaże (wykres 1) wskazują, że w przypadku przedterminowych wyborów partia M.Salviniego jest bliska osiągnięcia 40% poparcia, które może gwarantować samodzielne rządy. Ugrupowanie opowiada się za zwiększeniem ekspansji fiskalnej m.in. wprowadzeniem niższych, liniowych stawek podatku PIT, przeciwdziałaniu podwyżkom VAT. Samodzielne rządy ugrupowania wzbudzają rynkowe obawy o destabilizację zadłużenia sektora publicznego (obecnie ok 131%PKB), co może powodować gwałtowne wzrosty rentowności włoskiego długu.
- Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem są w naszej ocenie przedterminowe wybory. Te najprawdopodobniej odbędą się pod koniec października. Zamieszanie polityczne spowodowałoby przesunięcie uchwalenia budżetu, nie można wykluczyć natychmiastowych spój z Komisją Europejską i agencjami ratingowymi. W takich warunkach spread obligacji włoskich do Niemiec może wzrosnąć nawet o ok. 65pb (obecnie 240pb).
- Nawet w przypadku wycofania się M.Salviniego z decyzji i podtrzymania koalicji spodziewamy się wzrostu premii za ryzyko kredytowe o ok 15pb – dla uczestników rynku istotne będzie ryzyko ponownej eskalacji sporu w razie kolejnych awansów w sondażach.
- Teoretycznie stosunkowo trwały gabinet może zbudować koalicja Ruchu 5 Gwiazd i Partia Demokratyczna. W rozmowy zaangażowany jest m.in. były premier M.Renzi jednak ich sukces jest wątpliwy – oba ugrupowania są dość ideowo odległe od siebie. Niemniej realizacja takiego scenariusza zmniejszy napięcie na włoskie aktywa (dochodowości spadną nawet o ok. 35pb)

Kalendarz makroekonomiczny

	Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
	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)		
	19 sie	20 sie	21 sie	22 sie	23 sie
POL		zatrudnienie, wyangrodzenia	produkcja przemysłowa, PPI	sprzedaż detaliczna, minutes RPP	M3
USA			minutes FOMC, sprzedaż nieruchomości - rynek wtórny	indeksy PMI	sprzedaż nieruchomości - rynek pierwotny
Europa	HICP			indeksy PMI	
	26 sie	27 sie	28 sie	29 sie	30 sie
POL	biuletyn GUS				PKB, CPI
USA	zamówienia - dobra trwałe	indeks Conf. Board		PKB - 2 szac.	dochody / wydatki
Europa	indeks Ifo	PKB (DE), indeksy INSEE (FR)		CPI (DE), PKB (FR)	HICP - szac.
	2 wrz	3 wrz	4 wrz	5 wrz	6 wrz
POL	PMI				
USA	PMI - sektor przemysłowy	ISM - sektor przemysłowy		Raport ADP	zatrudnienie, wynagrodzenia
Europa			sprzedaż detaliczna (EZ)	zamówienia (DE)	PKB (EZ), produkcja (DE)
	9 wrz	10 wrz	11 wrz	12 wrz	13 wrz
POL			decyzja RPP		CPI, CA
USA		indeks NFIB, raport JOLTS	PPI	CPI	sprzedaż detaliczna
Europa	bilans handlowy (DE)	produkcja (FR)		decyzja EBC	

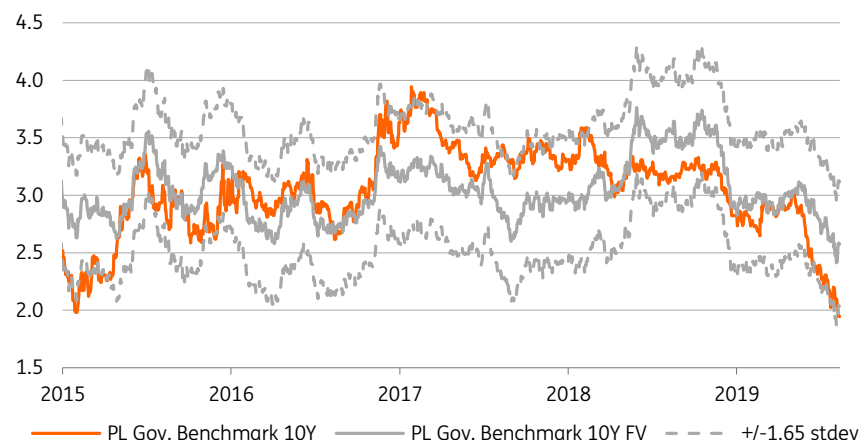
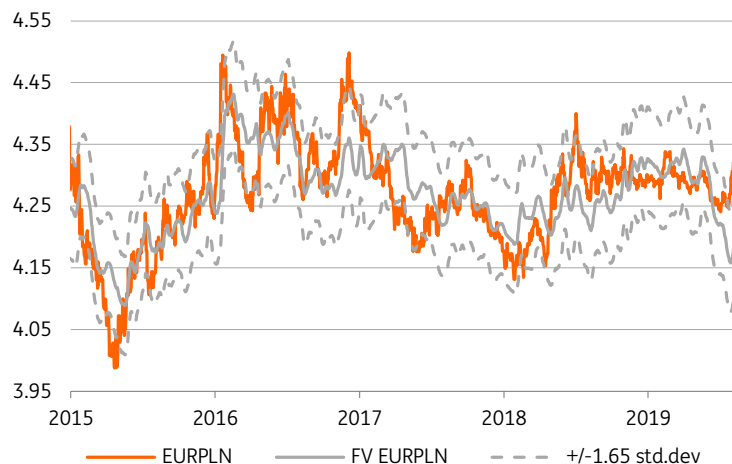
Prognozy walutowe

Prognozy walutowe

	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19	sty 20	lut 20	mar 20	kwi 20	maj 20	cze 20	lip 20	sie 20
US\$/PLN	3.86	3.82	3.78	3.74	3.73	3.72	3.71	3.70	3.69	3.68	3.67	3.67
€/PLN	4.32	4.31	4.31	4.30	4.30	4.30	4.31	4.31	4.31	4.31	4.31	4.31
CHF/PLN	4.11	4.11	4.10	4.10	4.00	3.90	3.81	3.79	3.77	3.75	3.75	3.75
GBP/PLN	4.70	4.69	4.68	4.67	4.71	4.75	4.78	4.82	4.86	4.90	4.96	5.02

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 zbyt słaba wobec walut gospodarek rozwiniętych. Wycena wobec walut regionu jest zgodna ze wskazaniem modelu.
- Dochodowości obligacji skarbowych są niższe od wskaźników 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.