

# Tygodnik ING

USA odsuwają podniesienie ceł na chińskie towary. Duży spadek oczekiwań na podwyżki stóp NBP po danych o inflacji.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Jakub Rybacki, Karol Pogorzelski

3 grudnia 2018



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



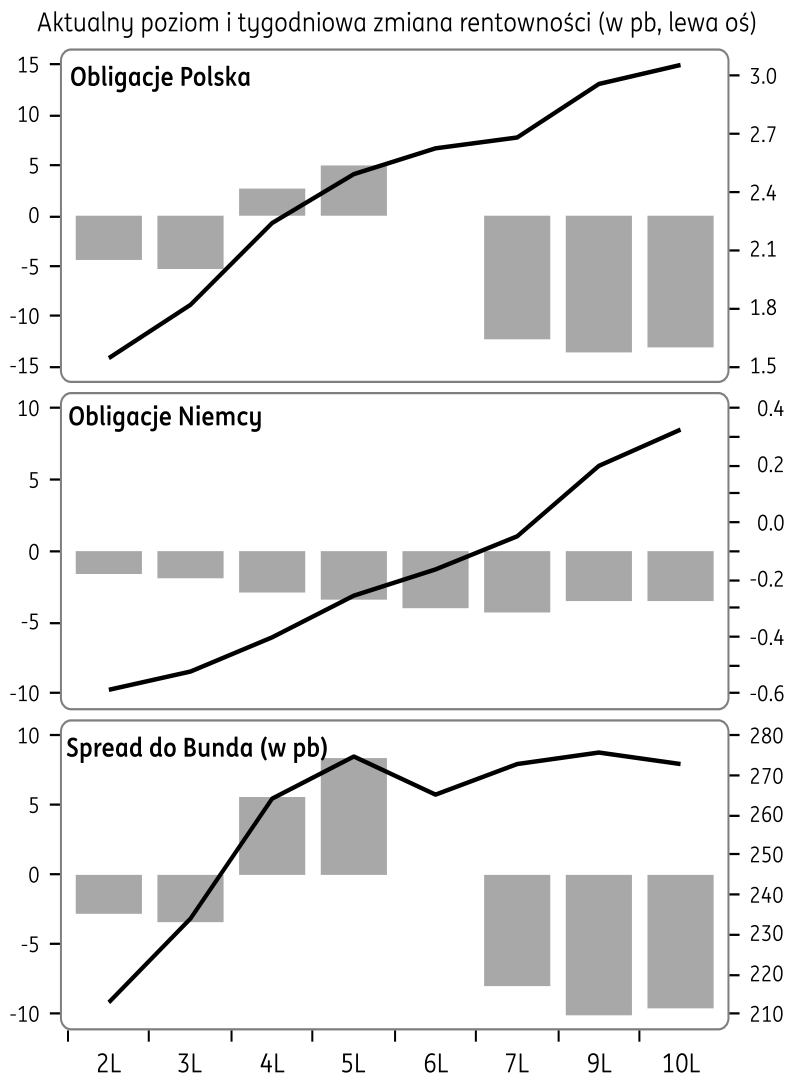
# W skrócie

- Obawy o koniunkturę w strefie euro i spadek oczekiwań na podwyżki stóp Fed w 2019 spowodowały obniżenie się rentowności na niemieckim i amerykańskim rynku w ubiegłym tygodniu (3-4pb w segmencie 10lat). Dochodowości wzrosły z nawiązką w poniedziałek rano po informacji, że USA wstrzymają podniesienie ceł na chińskie produkty. Kurs €/US\$ wahał się wokół 1,13. POLGBs umocniły się na całej krzywej (blisko 15pb na długim końcu). Poza wsparciem z rynków bazowych wycenom pomógł m.in. spadek oczekiwań na podwyżki stóp NBP po zaskakująco niskich danych o inflacji.
- Doniesienia ze szczytu G20 prawdopodobnie przełożą się na wzrost popytu na waluty rynków wschodzących, kosztem m.in. dolara. Spodziewamy się także nieco słabszych danych z USA w tym tygodniu (m.in. payrolls). Dlatego naszym zdaniem para €/US\$ w najbliższych dniach zbliży się do szczytów z tego miesiąca (1,1450). Po słabszym otwarciu na niemieckim i amerykańskim rynku długu w tym tygodniu oczekujemy jedynie kosmetycznego wzrostu rentowności Bundów. Poprawa aktywności, którą w naszej ocenie pokażą publikowane w najbliższych dniach dane z Niemiec prawdopodobnie będzie krótkotrwała, przekaz ze szczytu G20 nie rozwiązuje także problemu niekorzystnych dla koniunktury barier handlowych.
- Spodziewamy się, że w tym tygodniu para €/PLN zbliży się do dolnego zakresu ostatnich wahań (4,27). Wycenie złotego powinien pomóc m.in. spadek obaw przed protekcjonizmem po szczycie G20. W naszej ocenie kurs utrzyma się w ramach obecnej konsolidacji (w granicach 4,27-35) do końca roku – na większe umocnienie złotego nie wskazuje ryzyko pogorszenia koniunktury w kraju. W tym tygodniu oczekujemy dalszego spadku rentowności POLGBs mimo osłabienia papierów na rynkach bazowych. Wycenom prawdopodobnie pomoże dalszy spadek oczekiwań na podwyżki stóp w Polsce (spodziewamy się m.in. łagodnego przekazu po kończącym się w środę posiedzeniu RPP) oraz spekulacje, że MF ponownie ulokuje na rynku środki na zapadające w przyszłym roku kupony (które banki prawdopodobnie przeznaczą na zakup POLGBs).

## Kalendarz makroekonomiczny

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
5 XII	USA	14:15	Badanie ADP	XI	195tys.	205tys.	227tys.
		16:00	ISM dla usług	XI	59,0pkt.	59,0pkt.	60,3pkt.
	Polska	-	Decyzja RPP		1,5%	1,5%	1,5%
6 XII	Niemcy	8:00	Zamówienia w przemyśle r/r	X	-3,3%	-3,5%	-2,2%
7 XII	Niemcy	8:00	Produkcja przemysłowa r/r	X	2,5%	1,9%	0,8%
	Strefa euro	11:00	PKB r/r	III kw.	1,7%	1,7%	1,7%
	USA	14:30	Zatrudnienie poza rolnictwem	XI	200tys.	212tys.	250tys.
			Wynagrodzenia m/m	XI	0,3%	0,3%	0,2%
			Stopa bezrobocia	XI	3,7%	3,7%	3,7%

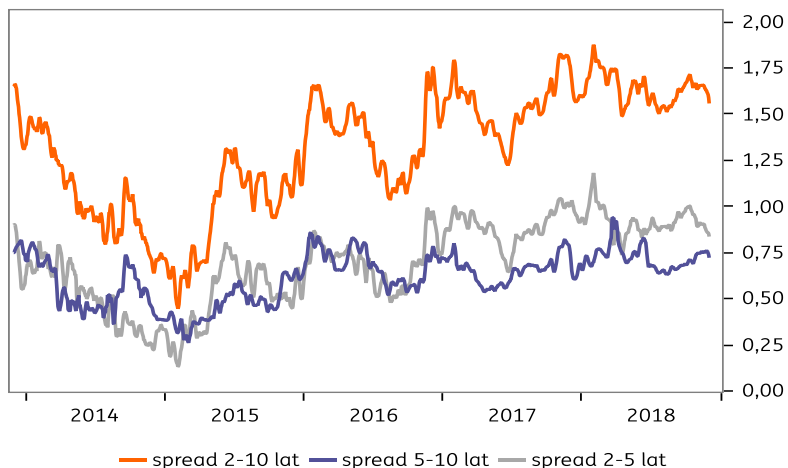
# Rynek obligacji – wzrosty rentowności po G20.



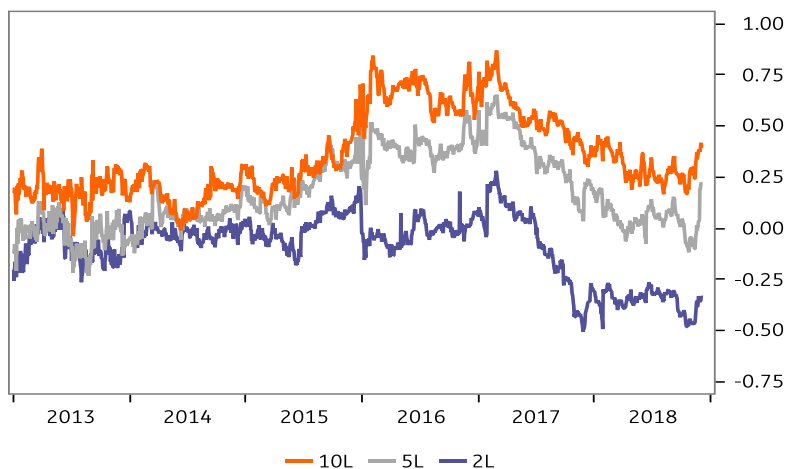
- Umocnienie obligacji na rynkach bazowych w ostatnich tygodniach to w dużej mierze efekt spadku wycenianej przez rynek ścieżki stóp Fed (w listopadzie obniżyła się o 15pb) oraz rosnących obaw o koniunkturę w strefie euro w 2019 - w ostatnim miesiącu mediana prognoz PKB obniżyła się o 0,2pp do 1,6%. W ciągu ostatnich 2 tygodni istotnie zawęził się spread obligacji Włoch do niemieckich (w przypadku 10latek o około 40pb) – wzrosty oczekiwania, że włoski rząd co najmniej opóźni wprowadzenie kosztownych reform.
- Po słabszym otwarciu na niemieckim rynku długu, spodziewamy się niewielkiego wzrostu rentowności Bundów w tym tygodniu. Zmiany wywołała deklaracja prezydenta USA, który zapowiedział odroczenie podwyżek ceł na chińskie towary o wartości US\$200mld o 90 dni. W naszej ocenie nie rozwiąże ona konfliktu handlowego - rozbieżności interesów są zbyt duże, aby możliwe było szybkie uzyskanie kompromisu. Podobnie dane o produkcji przemysłowej z Niemiec: w naszej ocenie potwierdzą odbicie dynamiki w październiku, ale jedynie z uwagi na efekty jednorazowe. W efekcie dalej utrzyma się silny popyt na bezpieczne aktywa.
- W naszej ocenie rentowności będą rosnąć mocniej dopiero w kolejnych tygodniach, nawet (o około 10pb w grudniu dla 10-latek). Według doniesień Reutera EBC na najbliższym posiedzeniu dokona jedynie kosmetycznych zmian swojej polityki inwestycyjnej. Inwestorzy liczyli natomiast na wydłużanie zapadalności portfela banku, co hamowałoby wzrost rentowności długich obligacji. Co więcej poprawa aktywności w europejskim sektorze motoryzacyjnym może znaleźć odzwierciedlenie w kolejnych danych ze strefy euro na przełomie roku.

# Rynek obligacji – POLGBs zyskały dzięki spadkowi IRS

## Nachylenie krzywej PLN – tygodniowa średnia ruchoma

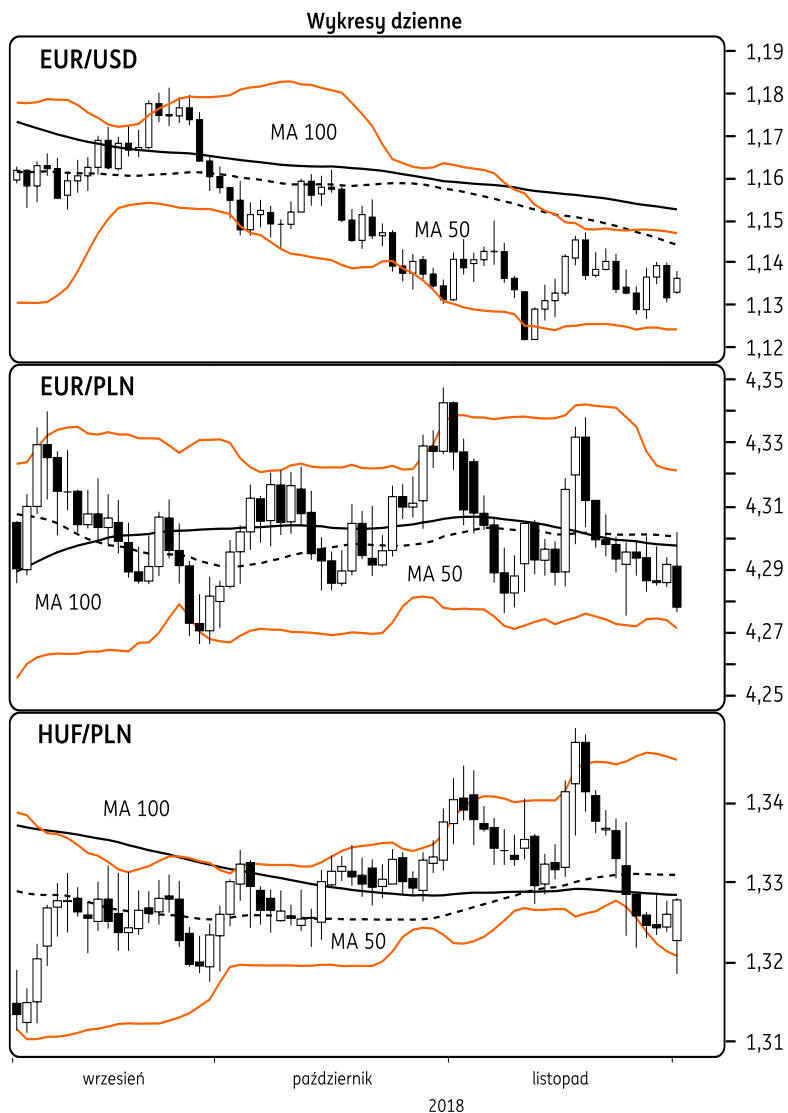


## Spread POLGBs do stawek IRS



- W ubiegłym tygodniu nastąpił znaczny spadek wycenianej przez rynek ścieżki stóp NBP po silnym spadku CPI (z 1,8% do 1,2%r/r, wobec konsensusu 1,6%, ING 1,4%r/r). Stawki IRS obniżyły się o 7-16pb (najmocniej na długim końcu). Według FRA inwestorzy wyceniają 1 podwyżkę stóp w ciągu 2 lat. Za spadkiem IRS nie podążyły POLGBs – asset swap podniósł się na całej krzywej (o 2-3pb). Na ubiegłotygodniowej aukcji zamiany MF uplasowało obligacje za blisko PLN7mld.
- W tym tygodniu oczekujemy dalszego spadku rentowności POLGBs mimo osłabienia papierów na rynkach bazowych. Wycenom prawdopodobnie pomoże obniżanie się oczekiwań na podwyżki stóp w Polsce. Spodziewamy się łagodnego przekazu podczas środowej konferencji RPP. Prezes Glapinski powtórzy, że w jego opinii do podwyżek stóp nie dojdzie w 2019, a prawdopodobnie także w 2020. Wycenom długu pomogą również spekulacje, że Ministerstwo Finansów ponownie ulokuje na rynku środki na zapadające w przyszłym roku kupony z SPW (które banki prawdopodobnie przeznaczą na zakup POLGBs) w ramach tzw. coupon swap. Jeżeli dane o wykonaniu budżetu potwierdzą prognozy Ministerstwa Finansów wskazujące bardzo niski deficyt w 2018, to do wzrostu rentowności może praktycznie nie dojść mimo spodziewanego zaostrzenia polityk Fed i EBC.
- Wzrostu rentowności krajowych papierów ze środka i długiego końca krzywej spodziewamy się w 2019 (ok 10-15pb). Uważamy, że w przyszłym roku nie uda się utrzymanie tak niskiego deficytu i nastąpi wzrost podaży netto. Co więcej w 2019 i 2020 zapada po około PLN 20mld obligacji znajdujących się w posiadaniu nierezydentów (w większości o krótkim horyzoncie inwestycyjnym), dla których obecne poziomy cenowe są wysokie.

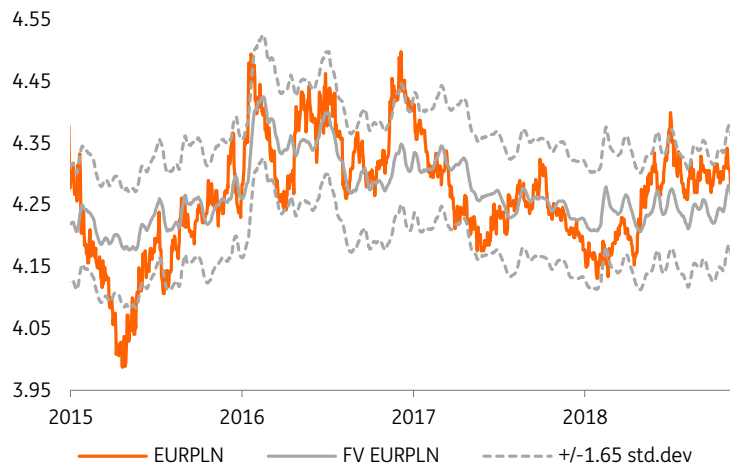
# Rynek walutowy – krótkoterminowe osłabienie dolara.



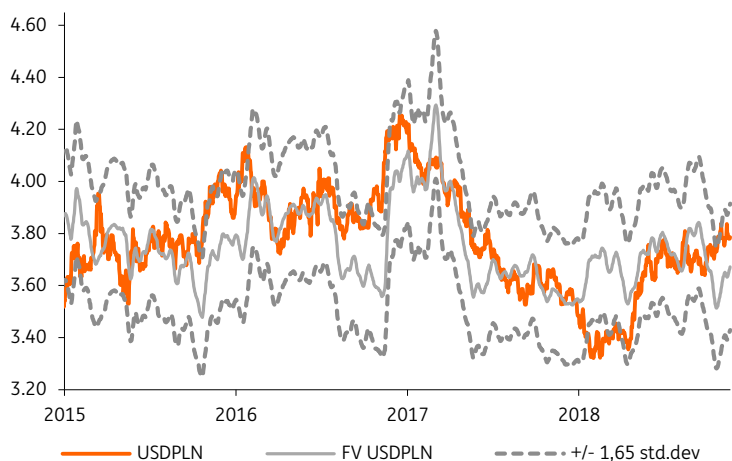
- W ubiegłym tygodniu para  $\text{€}/\text{US\$}$  znalazła się w konsolidacji wokół 1,1350. Minutes Fed potwierdziły, że FOMC nie będzie „automatycznie” podnosić stóp, a skupi się na danych. Sugeruje to niższy decylny poziom stóp w USA, ale po wcześniejszym komentarzu prezesa Fed wiadomość było już wyceniane przez rynek.
- Doniesienia ze szczytu G20 prawdopodobnie przełożą się na wzrost popytu na waluty rynków wschodzących, kosztem m.in. dolara. Spodziewamy się także nieco słabszych danych z USA w tym tygodniu (m.in. payrolls). Dlatego naszym zdaniem para  $\text{€}/\text{US\$}$  w najbliższych dniach zbliży się do szczytów z tego miesiąca (1,1450). Nie oczekujemy jednak wyłamania się ponad 1,15. Obawy o koniunkturę w strefie euro pozostają silne, inwestorów niepokoi także ryzyko podniesienia amerykańskich ceł na europejski sektor motoryzacyjny.
- W naszej ocenie dolar zyska na przełomie roku, a para  $\text{€}/\text{US\$}$  zbliży się do okolic 1,12-13 na koniec grudnia. Uważamy, że grudniowa projekcja Fed potwierdzi zamiar dalszych podwyżek, choć raczej w niższej skali niż sugerował to wrześniowy wykres dot-plot. Kolejny słaby wynik krajowego PMI wskazuje także, że ew. poprawa aktywności w europejskim przemyśle będzie krótkotrwała.
- W naszej ocenie w 2pół19  $\text{€}/\text{US\$}$  wzrośnie ponad 1,17. Rozkład sił w Kongresie USA nie wskazuje aby możliwe było kolejne duże poluzowanie fiskalne. W efekcie amerykańską gospodarkę czeka spowolnienie, gdy w 2pół19 wygaśnie efekt impulsu fiskalnego wywołanego obniżkami podatków. Głębokie osłabienie może generować oczekiwania na obniżki stóp Fed po 2019 (widoczne w spadku spreadu dolarowych IRS 2 za 10 lat).

# Rynek walutowy – €/PLN blisko 4,30 do końca roku.

€/PLN - model relative value



US\$/PLN – model relative value



- W ubiegłym tygodniu zmienność pary €/PLN znacząco się obniżyła, a kurs utrzymał się blisko 4,30. Złoty wyhamował także umocnienie wobec węgierskiego forinta (HUF/PLN zahamował na 1,32).
- Spodziewamy się, że w tym tygodniu para €/PLN zbliży się do dolnego zakresu ostatnich wahań (4,27). Wycenie złotego powinien pomóc m.in. spadek obaw przed protekcjonizmem po szczycie G20 oraz zakładany przez nas wzrost kursu €/US\$ (co historycznie często łączyło się z umocnieniem złotego). Wyceniana przez rynek ścieżka stóp NBP obniżyła się znacząco po piątkowym danych o CPI. Dlatego naszym zdaniem łagodny przekaz z odbywającej się w środę konferencji RPP nie będzie mieć dużego przełożenia na wycenę złotego.
- W naszej ocenie kurs utrzyma się w ramach obecnej konsolidacji (w granicach 4,27-35) co najmniej do końca roku – na większe umocnienie złotego nie wskazuje ryzyko pogorszenia koniunktury w kraju (co sugerują m.in. opublikowane dziś PMI), czy perspektywa podniesienia ceł na chińskie towary, czy auta z UE do USA.
- Nasz scenariusz bazowy zakłada, że przez większą część 2019 kurs €/PLN utrzyma się blisko 4,30. Wg naszych szacunków długoterminowy poziom równowagi €/PLN to 4,20-25. Niepewne otoczenie międzynarodowe i perspektywa spowolnienia koniunktury w kraju sugeruje, że złoty powinien pozostać słabszy niż wynika to z naszego modelu w najbliższych kwartałach (co najmniej do 2020).

# Kalendarz makroekonomiczny

	Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
	3 gru	4 gru	5 gru	6 gru	7 gru
POL	PMI		decyzja RPP		
USA	ISM - sektor przemysłowy		Raport ADP, ISM - sektor usług, produktywność	zamówienia - dobra trwałe	payrolls, bezrobocie
Europa			PMI - finalny szac., sprzedaż detaliczna (UE)	zamówienia przemysłowe (DE)	prod. przemysłowa (DE, FR), koszty pracy (DE), PKB (UE)
	10 gru	11 gru	12 gru	13 gru	14 gru
POL					CPI. CA, aukcja obligacji
USA	raport JOLTS	indeks NFIB, PPI	CPI	ceny eksportu/ importu	prod. przemysłowa, sprzedaż detaliczna
Europa	bilans handlowy (DE), indeks Sentix (EZ)	indeks ZEW (DE), rynek pracy (UK)	prod. przemysłowa, zatrudnienie (UE)	Decyzja EBC, HICP (DE)	Płace (FR), rejestracje samochodów (UE)
	17 gru	18 gru	19 gru	20 gru	21 gru
POL		zatrudnienie, płace	prod. przemysłowa, PPI	Minutes RPP	sprzedaż detaliczna
USA		rynek nieruchomości - pozwolenia	decyzja FOMC, sprzedaż nieruchomości - rynek wtórny		PKB - 3 szac.
Europa	HICP (UE)	indeks Ifo	PPI (DE)	Decyzja BoE, sprzedaż detaliczna (UK)	PKB (UK)
	24 gru	25 gru	26 gru	27 gru	28 gru
POL	M3	Święto	Święto		
USA		Święto	Święto	sprzedaż nieruchomości - rynek pierwotny	
Europa		Święto	Święto		CPI (Niemcy)
	31 gru	1 sty	2 sty	3 sty	4 sty
POL		Święto	PMI		CPI - szac.
USA		Święto		Raport ADP, ISM - sektor przemysłowy	payrolls, bezrobocie
Europa		Święto			indeksy PMI - 2 szac.

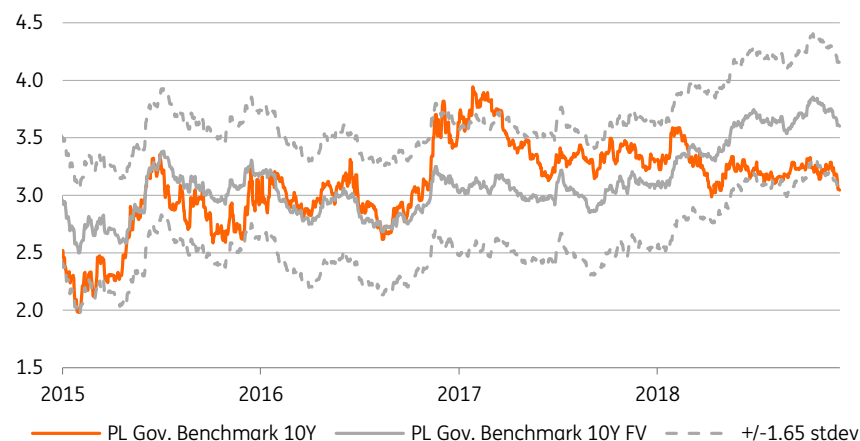
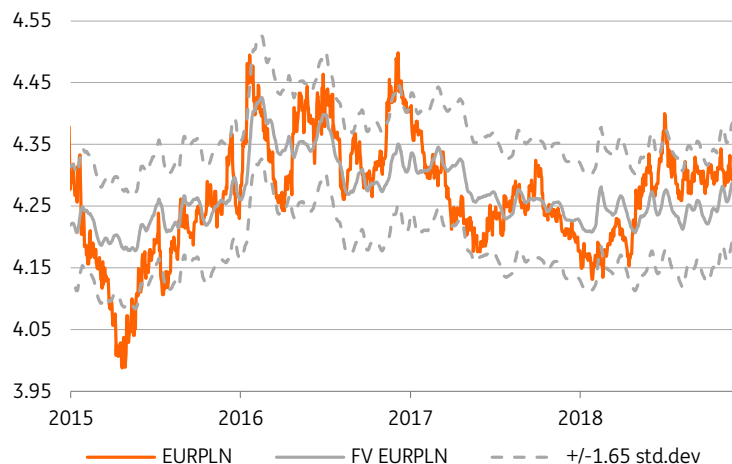
# Prognozy walutowe

## Prognozy walutowe

	gru 18	sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19
US\$/PLN	3.74	3.72	3.70	3.69	3.66	3.63	3.60	3.59	3.57	3.56	3.52	3.48
€/PLN	4.30	4.28	4.26	4.24	4.24	4.25	4.25	4.26	4.26	4.27	4.28	4.29
CHF/PLN	3.77	3.72	3.67	3.62	3.57	3.51	3.46	3.49	3.52	3.56	3.52	3.48
GBP/PLN	4.94	4.92	4.90	4.87	4.88	4.88	4.89	4.91	4.94	4.97	5.00	5.03

## 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 głównych walut gospodarek rozwiniętych. Model wskazuje, że w regionie CEE PLN jest zbyt silny wobec CZK.
- Dochodowości obligacji skarbowych są niższe od wskazań modelu.



# Strategia rynkowa

## Zestawienie rekomendacji

Instrument	Data	Pozycja	Wejście	Stop-loss	Take profit	Realizacja	Wynik
€/PLN	22 V 2017	Kup	4,17	4,12	4,23	Take profit po 4,23 (przesunięty z 4,29)	1,4%
€/PLN	13 VI 2017	Sprzedaj	4,23	4,26	4,17	Zamknięta po 4,21	0,5%
€/US\$	25 VII 2017	Sprzedaj	1,17	1,18	1,1350	Zamknięta po 1,1720.	-0,2%
CZKGB 2L		Sprzedaj	-0,27%	-0,40%	0,05%	Stop-loss	-13pb
POLGB10	8 VII 2017	Sprzedaj	3,29%	3,21%	3,50%	Stop-loss	-8pb
POLGB10	12 IX 2017	Sprzedaj	3,20%	3,12%	3,35%	Zamknięta po 3,35%	15pb
€/PLN	16 X 2017	Kup	4,24	4,2550	4,29	Stop loss	-0,3%
€/US\$	23 X 2017	Kup	1,1650	1,15	1,20	Zamknięta po 1,1940	2,5%
POLGB5	30 X 2017	Sprzedaj	2,63%	2,55%	2,85%	Stop loss	-8pb
FRA 21x24	18 XII 2017	Kup	2,25%	2,19%	2,45%	Zamknięta po 2,33% w dniu 2 I 2018	8pb
FRA 18x24	18 XI 2017	Kup	2,25%	2,19%	2,45%	Zamknięta po 2,31% w dniu 2 I 2018	6pb
USD/PLN	2 I 2018	Kup	3,47	3,44	3,56	Stop loss	-0,8%
€/CZK	2 I 2018	Sprzedaj	25,5	27,7	25	Pozycja z 2017, zamknięta po 25,7	-0,8%
HUF/PLN	2 I 2018	Kup	1.348	1.335	1.39	Pozycja z 2017, stop loss	-1%
€/PLN	2 I 2018	Kup	4,17	4,13	4,25	Pozycja z 2017, take profit przesunięty na 4,24	1,7%
€/PLN	9 IV 2018	Kup	4,2	4,18	4,25	Stop loss	-0,5%
€/PLN	24 IV 2018	Kup	4,155	4,13	4,23	Take profit	1,8%
HUF/PLN	24 IV 2018	Kup	1.337	1.335	1.355	Take profit	1,3%
€/PLN	28 V 2018	Sprzedaj	4,32	4,36	4,25	Pozycja zamknięta po 4,26	1,4%
US\$/PLN	5 VI 2018	Sprzedaj	3,76	3,82	3,54	Pozycja zamknięta po 3,62	3,7%

- **W pierwszej połowie 2018 roku na strategiach na rynku FX zarobiliśmy około 7,7%.** Największy zysk (ponad 3%) wygenerowała pozycja na US\$/PLN, którą zajęliśmy w czerwcu licząc na korektę po bardzo silnym umocnieniu dolara podczas kryzysu rządowego we Włoszech.
- **W całym ubiegłym roku na rynku FI zyskaliśmy 88pb. Na strategiach FX zyskaliśmy około 8,7%.**

## Zespół analiz makroekonomicznych

---

Rafał Benecki  
Główny Ekonomista

T 22 820 4696

E [Rafal.Benecki@ingbank.pl](mailto:Rafal.Benecki@ingbank.pl)

Piotr Popławski  
Starszy Ekonomista

T 22 820 4078

E [Piotr.Poplawski@ingbank.pl](mailto:Piotr.Poplawski@ingbank.pl)

Jakub Rybacki  
Ekonomista

T 22 820 4608

E [Jakub.Rybacki@ingbank.pl](mailto:Jakub.Rybacki@ingbank.pl)

Karol Pogorzelski  
Ekonomista

T 22 820 4891

E [Karol.Pogorzelski@ingbank.pl](mailto: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.