

## Rynek stopy procentowej

Na rynku stopy procentowej ostatni tydzień przyniósł silne spadki rentowności obligacji skarbowych mimo, że wyceny wydawały się bardzo wysokie. Trudno było nawet znaleźć argumenty przemawiające za wzrostem rentowności, poza przereagowaniem. W kraju szybki wzrost PKB i poprawa sytuacji sektora finansów publicznych przekładają się na niższe podaże papierów skarbowych i na poprawę prognoz agencji ratingowych. Do tego NBP podtrzymał scenariusz braku zmian stóp procentowych do końca 2018 r. Jakby tego było mało, na świecie EBC i Fed kolejny raz zgodziły się na spadki rentowności gołębimi wypowiedziami, a próby militarne Korei Północnej nasiliły wzrost awersji do ryzyka (w efekcie doszło do spadku rentowności OS).

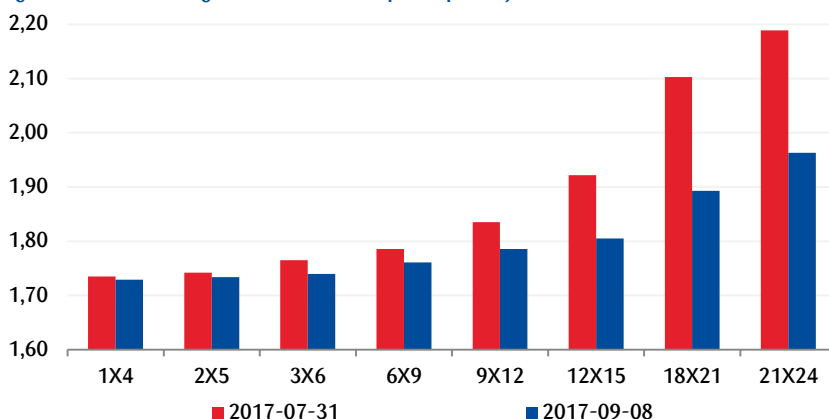
Obserwując te wszystkie czynniki, trudno nie być optymistą, ale jeśli spojrzeć na fundamenty, to już otoczenie rynkowe nie wydaje się być tak korzystne. Wyzwaniem będzie też bardzo niski poziom rentowności obligacji. Przykładowo w sektorze 10-letnim notowania Bundów spadły w piątek na krótko poniżej 0,3%, US Treasuries zbliżyły się do 2,00%, zaś japońskich spadły poniżej zera.

W perspektywie najbliższych tygodni jedynym czynnikiem, który może jeszcze oddziaływać w kierunku spadków rentowności obligacji skarbowych będzie trudna do szybkiego wyjaśnienia sytuacja na półwyspie koreańskim. Poza tym, potencjał do dalszych spadków dochodowości wyczerpuje się, a w wielu obszarach wręcz widać potencjał do dużej przeceny na rynku długu, której uaktywnienie pozostaje raczej kwestią czasu.

Zaczynając od NBP, to trudno wyobrazić sobie, aby Rada mogła zdecydować się na obniżenie stóp procentowych w świetle oczekiwanego przyspieszenia koniunktury gospodarczej przynajmniej w perspektywie najbliższych kilku kwartałów. Jedynie taki scenariusz uzasadniałby dalszy spadek rentowności na krótkim końcu krzywej. Co więcej, to nawet prezes NBP A. Głapiński na konferencji prasowej powiedział, że w połowie 2018 r. może pojawić się ożywiona dyskusja nt. podwyżki stóp procentowych. Chociaż sam opowiada się za utrzymaniem polityki pieniężnej do końca przyszłego roku bez zmian, to nie wyklucza, że zostanie przegłosowany. Ten scenariusz wspierają będą publikowane dane makroekonomiczne. W tym tygodniu poznamy bilans handlowy oraz inflację (w tym inflację bazową). Chociaż zapewne dane pokażą brak presji inflacyjnej, to jednak działalność eksportowa powinna pozostać mocna. Do tego na rynku pierwotnym podaż papierów skarbowych w IV kw. br. powinna wzrosnąć nawet powyżej 10 mld PLN miesięcznie, co rynek może zacząć dyskontować pod koniec września. W tym kontekście zbliżająca się czwartkowa aukcja zamiany będzie miała raczej neutralny wpływ na rynek (jej wartość można szacować na 6 mld PLN).

Z kolei na świecie trudno wyobrazić sobie, aby banki centralne jeszcze mocniej wspierały rynek stopy procentowej wypowiedziami swoich przedstawicieli. Z nieoficjalnych informacji agencji Reutera wynika, że EBC dyskutował na wrześniowym posiedzeniu kilka scenariuszy zakończenia QE. Wymieniane warianty (jak zakończenie *taperingu* w ciągu 6-9 miesięcy, czy obniżenie skali skupu do 20-40 mld EUR) sugerowałyby szybsze zakończenie programu niż to wycenia rynek. Szybsze kroki EBC mogą też wspierać mocniejsze od oczekiwań dane makroekonomiczne w strefie euro. Ponadto w USA rynek przestał już wyceniać podwyżki stóp w perspektywie końca 2018 r., chociaż część członków FOMC cały czas opowiada się za kontynuacją cyklu podwyżek. Gdyby one nastąpiły nawet w minimalnej skali, to i tak doprowadziłyby do przeceny UST.

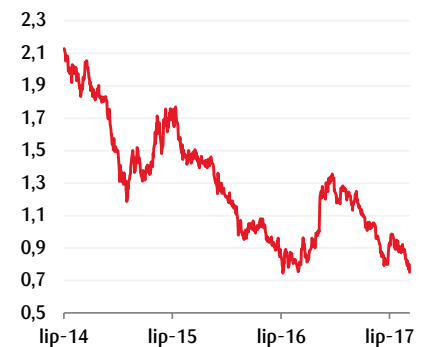
## Wykres dnia: Cała krzywa FRA w Polsce spadła poniżej 2,0%.



Źródło: Thomson Reuters

Mirosław Budzicki  
[miroslaw.budzicki@pkobp.pl](mailto:miroslaw.budzicki@pkobp.pl)  
 + 48 22 521 87 94

Brak wiary w podwyżki stóp procentowych w USA prowadzi do wypłaszczenia się krzywej dochodowości dla obligacji amerykańskich (2Y10Y, pb., UST).



Źródło: Thomson Reuters

## Stopa procentowa

Polska		Δ1d	Δ5d
2Y	1,69	0	-4
5Y	2,50	2	-14
10Y	3,16	1	-15
PL 10Y-2Y	147	1	-12
PL-Bund 10Y	285	1	-10
PL ASW 10Y	52	2	-1
Rynki bazowe		Δ1d	Δ5d
UST 10Y	2,05	1	-12
Bund 10Y	0,31	1	-5
UST-Bund 10Y	174	1	-7

Źródło: Thomson Reuters, stan na 8.09



Rynek walutowy

Joanna Bachert

[joanna.bachert@pkobp.pl](mailto:joanna.bachert@pkobp.pl)

+48 22 521 41 16

Po spotkaniach decyzyjnych RPP i EBC w centrum uwagi krajowych graczy pozostawała już tylko piątkowa decyzja Moody's dot. ratingu naszego kraju. Po ostatnich optymistycznych rewizjach tej agencji ratingowej, a dotyczących polskiej gospodarki (min. podniesienie tegorocznego szacunku dla PKB do 4,3% z 3,2%) nastroje inwestorów na rynku PLN wyraźnie się poprawiły, jednak trudno było oczekiwać istotnych zmian w zakresie samego ratingu. I rzeczywiście Moody's po tym jak w maju podwyższył perspektywę ratingu Polski na poziomie A2 do stabilnej z negatywnej nie dokonał aktualizacji oceny wiarygodności naszego kraju. Agencja w ogóle nie opublikowała raportu.

Tymczasem złoty pozostaje w trendzie horyzontalnym. Od kilku dni kurs EURPLN oscyluje w okolicach ok. 4,23-4,26 i to pomimo wyraźnej aprecjacji eurodolara. W piątek jeszcze w pierwszych godzinach sesji europejskiej kurs EURUSD przełamał opór na 1,209 pomimo, że dzień wcześniej prezes EBC próbował go osłabić. Podczas konferencji prasowej M. Draghi wyraźnie wskazał bowiem na ryzyka dla prognoz (a co oznacza, że również dla osiągnięcia celów banku centralnego) z tytułu zmienności kursu euro. Ani słowem nie wspomniał jednak o poziomie eurodolara, który we wrześniu wyznacza kolejne tegoroczne maksima. Choć prezes Draghi wyraził pewne obawy odnośnie podwyższonej zmienności na rynku, to jednocześnie przedstawił obecny stan gospodarki strefie euro w bardzo dobrym świetle, co częściowo znalazło zapewne odzwierciedlenie w rosnących notowaniach euro do dolara.

Złoty podczas piątkowej sesji „trzymał się” poziomów ok. 4,245-4,255, a to oznacza, że pomimo nieznacznej jego przeceny, do jakiej doszło we wcześniejszych dniach nadal pozostaje relatywnie silny. Na to, co się obecnie dzieje z polskim złotym głównie wpływają czynniki zewnętrzne.

W piątek poznaliśmy dane dot. handlu zagranicznego Chin, które pokazały, że silny juan (kurs USDCNY) powoli negatywnie zaczyna oddziaływać na chińskich eksporterów. Jak wynika ze statystyk, w sierpniu dynamika wzrostu chińskiego eksportu spadła do 5,5% r/r wobec 7,2% odnotowanych miesiąc wcześniej. Wzrostem o 13,3% pozytywnie zaskoczyła zaś dynamika importu, co może odzwierciedlać wysoką dynamikę popytu. Słabiej od prognoz wypadł również niemiecki eksport i najprawdopodobniej też z powodu silnej waluty. W lipcu wartość wyrównanego sezonowo eksportu w Niemczech wzrosła o 0,2% m/m, podczas gdy analitycy oczekiwali wzrostu rzędu 1,25%. Przy wzroście importu o 2,2% w lipcu nadwyżka w bilansie handlowym Niemiec wyniosła 19,5 mld EUR wobec 21,2 mld miesiąc wcześniej.

W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów znajdują się dane inflacyjne, swoje raporty opublikuje Polska, Wielka Brytania i USA. Szczególnie bacznie obserwowane będą zapewne dane amerykańskie, analizowane w kontekście szukania odpowiedzi na pytanie: czy w tym roku możliwa jest jeszcze jedna podwyżka stóp procentowych za oceanem? Jeśli odczyt inflacji sierpniowej okaże się wyższy niż zanotowany w lipcu może to częściowo odbudować oczekiwania rynku na dalsze zacieśnianie polityki monetarnej w USA, a tym samym osłabić złotego i inne waluty EM. Nie można więc wykluczyć, że dane staną się okazją do obniżenia kursu EURUSD poniżej 1,20 i podniesienia EURPLN do ok. 4,26.

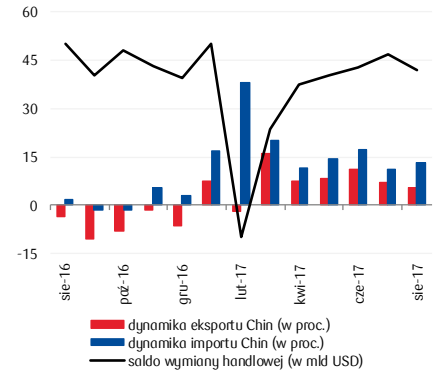
Tymczasem najbliższe posiedzenie Fed zaplanowano na 19-20 września i oczekuje się, że przejdzie ono do historii, jako to podczas którego Rezerwa Federalna rozpoczęła zacieśnianie ilościowe (takie są przewidywania wielu ekonomistów). Wg wcześniejszych zapowiedzi Fed nie zacznie sprzedawać obligacji, a jedynie stopniowo ograniczy reinwestowanie funduszy pochodzących z wykupu posiadanych papierów. To oznacza to, że Rezerwa Federalna nie stanie się nagle stroną podażową na rynku obligacji, lecz jedynie zacznie ograniczać swój popyt.

**Wykres dnia: USD tonie. Indeks dolarowy DXY przełamał długoterminową linię wsparcia zbliżając się do poziom najniższego od stycznia 2015 roku.**



Źródło: Thomson Reuters

Silny juan uderza już chińskich eksporterów. W sierpniu dynamika eksportu spadła do 5,5% z 7,2% miesiąc wcześniej.



Źródło: Thomson Reuters

Rynek walutowy

Notowania kursów		Δ 1d	Δ 5d
EUR/PLN	4,24	-0,01	-0,01
USD/PLN	3,53	0,02	-0,05
CHF/PLN	3,74	0,01	-0,02
EUR/USD	1,20	-0,01	0,01
EUR/CHF	1,14	0,00	0,00

Źródło: Thomson Reuters, stan na 11.09

## Pozostałe informacje rynkowe – stopa procentowa

Notowania skarbowych papierów wartościowych (SPW), stan na dzień 8.09

	2Y	5Y	10Y
PLN	1,69	2,50	3,16
Δ 1d	0	2	1
Δ 5d	-4	-14	-15

	2Y	5Y	10Y
Bund	-0,76	-0,38	0,31
Δ 1d	0	1	1
Δ 5d	-3	-4	-5

	2Y	5Y	10Y
UST	1,26	1,63	2,05
Δ 1d	0	1	1
Δ 5d	-8	-11	-12

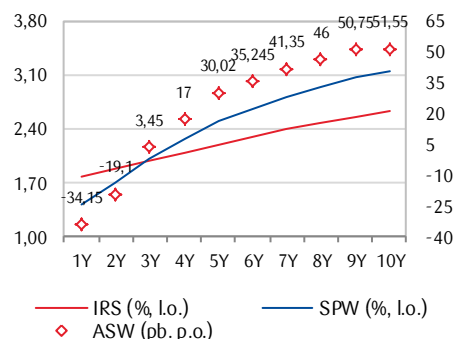
Notowania kontraktów IRS, stan na dzień: 8.09

	2Y	5Y	10Y
PLN	1,88	2,20	2,64
Δ 1d	0	0	0
Δ 5d	-4	-11	-14

	2Y	5Y	10Y
EUR	-0,20	0,14	0,77
Δ 1d	1	1	1
Δ 5d	-1	-2	-1

	2Y	5Y	10Y
USD	1,49	1,70	1,99
Δ 1d	0	0	1
Δ 5d	-5	-8	-10

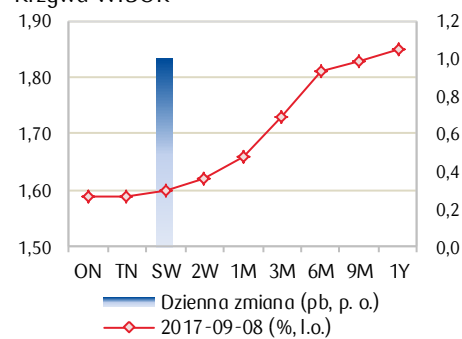
### Polski rynek stopy procentowej



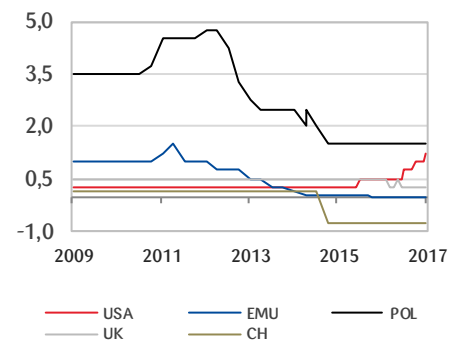
### Krzywa FRA



### Krzywa WIBOR



### Stopy procentowe banków centralnych



### Główne stopy procentowe

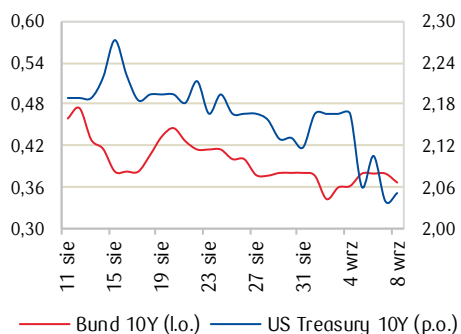
Stany Zjednoczone	1,00-1,25%
Strefa euro	0,00%
Wielka Brytania	0,25%
Szwajcaria	-0,75%
Japonia	-0,10%
Polska	1,50%
Węgry	0,90%
Czechy	0,05%

### Prognozy BSR dot. stóp procentowych\*

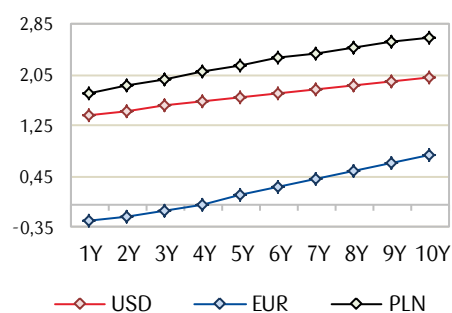
Tenor	3Q17	4Q17
PL 1Y	1,60	1,70
PL 2Y	1,90	2,05
PL 5Y	2,75	2,95
PL 10Y	3,40	3,65

\*) prognozy z 04-lip-2017 roku

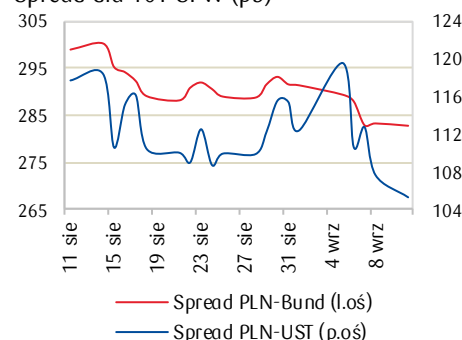
### Dochodowości obligacji (%)



### Krzywe IRS (%)



### Spread dla 10Y SPW (pb)



Źródło: Thomson Reuters

Pozostałe informacje rynkowe – waluty, akcje, surowce

Para walutowa	bid	offer
EUR/PLN	4,2419	4,2590
USD/PLN	3,5124	3,5395
CHF/PLN	3,7114	3,7393
EUR/USD	1,2014	1,2095
EUR/CHF	1,1358	1,1438
USD/JPY	107,31	108,52

notowanie dnia na: 8.09

Notowania kursów walut w NBP	
EUR/PLN	4,2511
USD/PLN	3,5239
CHF/PLN	3,7194
GBP/PLN	4,6301
CZK/PLN	0,1629
RUB/PLN	0,0618

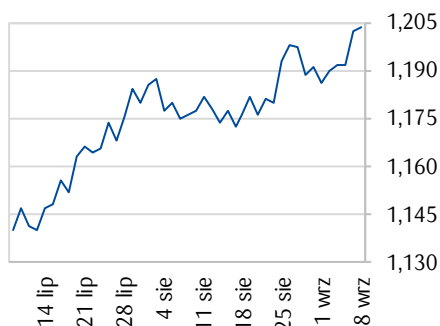
stan na dzień: 8.09

Prognozy BSR dot. kursów walut\*

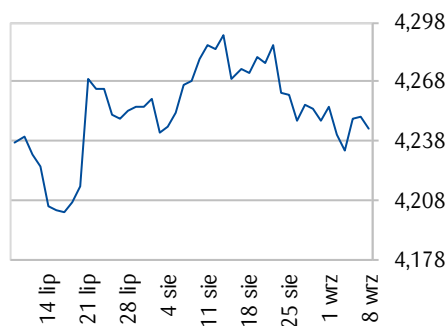
	3Q17	4Q17
EUR/PLN	4,30	4,37
USD/PLN	3,68	3,83
CHF/PLN	3,84	3,94
EUR/USD	1,17	1,14
EUR/CHF	1,12	1,11

\*) prognozy z 11-wrz-2017 roku

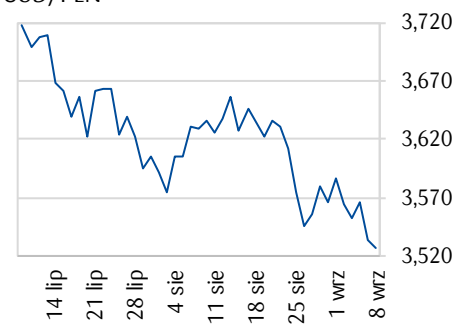
EUR/USD



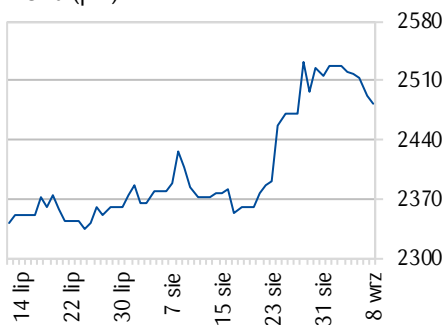
EUR/PLN



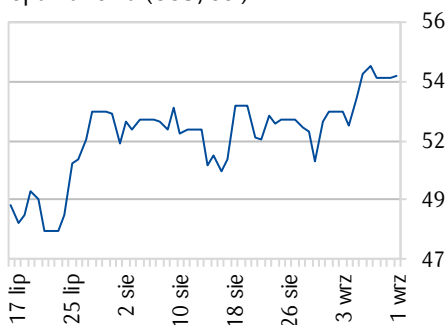
USD/PLN



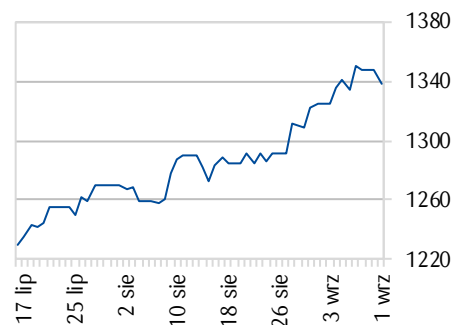
WIG20 (pkt)



Ropa naftowa (USD/bbl)



Złoto (USD/oz)



KALENDARIUM NAJWAŻNIEJSZYCH WYDARZEŃ W KRAJU I NA ŚWIECIE

Data publikacji	Godz.	Kraj	Ostatnie dane	Prognoza rynkowa
Poniedziałek, 11 września 2017 roku				
Wskaźnik inflacji CPI, sierpień (ost.)	14:00	POL	1,8% r/r (wst)	1,8% r/r

Źródło: Thomson Reuters, Bloomberg, PAP, GUS, MF, NBP

## BIURO STRATEGII RYNKOWYCH

### PKO Bank Polski SA

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

tel. (22) 521 75 99

fax (22) 521 76 00

#### Dyrektor Biura

Mariusz Adamiak, CFA

(22) 580 32 39

mariusz.adamiak@pkobp.pl

#### Rynek Stopy Procentowej

Mirosław Budzicki

(22) 521 87 94

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

Arkadiusz Trzciołek

(22) 521 61 66

arkadiusz.trzciolek@pkobp.pl

#### Rynek Walutowy

Joanna Bachert

(22) 521 41 16

joanna.bachert@pkobp.pl

Jarosław Kosaty

(22) 521 65 85

jaroslaw.kosaty@pkobp.pl

#### Analizy Ilościowe

Artur Płuska

(22) 521 50 46

artur.pluska@pkobp.pl

## DEPARTAMENT SKARBU

#### Zespół Klienta Strategicznego:

(22) 521 76 43-50

#### Zespół Klienta Korporacyjnego:

(22) 521 76 35-42

(22) 521 76 56

(22) 521 76 57

#### Zespół Klienta Detalicznego:

(22) 521 76 28-34

(22) 521 76 355

#### Institucje finansowe:

(22) 521 76 20

(22) 521 76 25

(22) 521 76 26

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego.

Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. PKO BP SA dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w niniejszym materiale informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości zawarte w materiale nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. PKO BP SA i jej spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa; Sąd Rejonowy dla m. St. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; Kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.