



## Rynek stopy procentowej

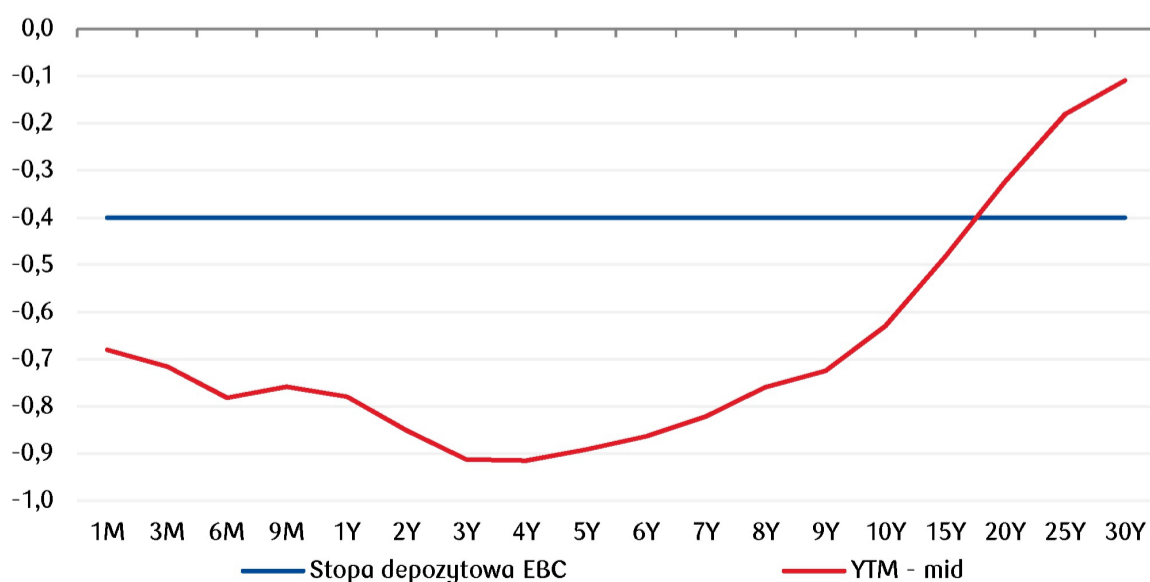
Ostatni tydzień przyniósł silny wzrost rentowności obligacji skarbowych. Przykładowo w sektorze 10-letnim notowania pokonały psychologiczny poziom 2,0%, chociaż jeszcze w połowie sierpnia zanotowały historyczne minima poniżej 1,70%. Przy relatywnie stabilnym krótkim końcu krzywej dochodowości wspomniane zmiany doprowadziły do jej wystromienia. W kraju negatywny wpływ na wyceny miały informacje wskazujące, że część członków RPP rozważa podwyżkę stóp procentowych. Z kolei na świecie obserwowaliśmy pogorszenie się nastrojów, co wynikało z informacji o potencjalnym rozpoczęciu rozmów pomiędzy USA a Chinami, spadku prawdopodobieństwa Brexitu, a także uspokojeniu sytuacji politycznej we Włoszech.

W najbliższych dniach możliwa jest kontynuacja przeceny obligacji skarbowych. Rentowności 2-letnich papierów powinny oscylować w pobliżu 1,55%, natomiast 10-letnich utrzymywać się powyżej 2,0%. Taki scenariusz wzmocnią będą przede wszystkim zbliżające się posiedzenia NBP oraz EBC.

Mimo, że w środę RPP powinna utrzymać stopy procentowe bez zmian, to już komentarz po posiedzeniu potencjalnie wpłynie będzie negatywnie na wyceny obligacji. Rynek jeszcze wycenia obniżkę stóp o 25 pb. w horyzoncie najbliższych dwóch lat. Taki scenariusz jest uzasadniany głównie słabnącymi oczekiwaniami w biznesie odnośnie rozwoju gospodarki globalnej. Inwestorzy obawiali się, że globalne spowolnienie gospodarcze, w połączeniu z ewentualnym umocnieniem złotego, mogłoby zmusić RPP do poluzowania polityki pieniężnej. W podobnym tonie wypowiadała się też część członków Rady. Powoli jednak bilans ryzyka ulega zmianie. Złoty mocno osłabił się, a polska gospodarka okazała się nadzwyczaj odporna na negatywne trendy globalne. Doszło też do trwałego wzrostu inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP. W konsekwencji już dwóch członków RPP poparło w lipcu wnioski o podwyżkę stóp. Co więcej, część przedstawicieli Rady obserwuje trendy makroekonomiczne przyznając, że ryzyko zaostrenia polityki pieniężnej rośnie. Taka zmiana oczekiwań powinna mieć konsekwencje w postaci zaostrenia tonu retoryki. Chociaż stabilizacja stóp pozostanie bazowym scenariuszem, to już wypowiedzi na konferencji tonować będą oczekiwania na obniżki, jako nieuzasadnione stanem gospodarki. Wspomniana zmiana retoryki mogłaby przyczynić się do wzrostu rentowności papierów oraz krzywych IRS (wciąż notowania swapów na prawie całej długości utrzymują się poniżej stawki WIBOR).

Rozczarowanie przynieść może też czwartkowe posiedzenie EBC. Rynek wycenia obniżkę stopy depozytowej o 20 pb. (wraz z systemem progów - tiering), a inwestorzy liczą na wprowadzenie kolejnej rundy QE. Z wypowiedzi przedstawicieli EBC wynika jednak, że szczególnie luzowanie ilościowe budzi wątpliwości. Warto też pamiętać, że od września ruszą operacje TLTRO-III (będą prowadzone do marca 2021 r.). Przy tak wysokich oczekiwaniach rynkowych trudno liczyć, aby decyzja EBC mogła wesprzeć jeszcze spadki rentowności obligacji w Europie, a bardziej sprzyjać może realizacji zysków.

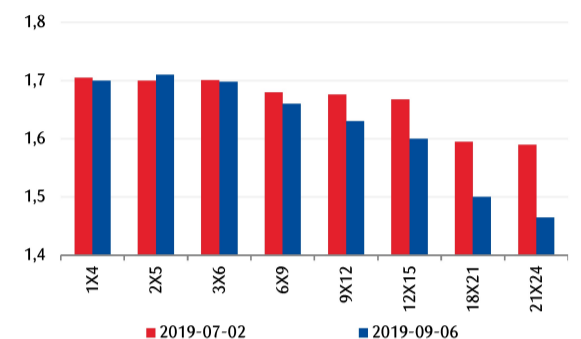
### Wykres dnia: Krzywa IRS w strefie euro pozostaje wyraźnie poniżej stopy depozytowej EBC.



Źródło: Thomson Reuters

**Mirosław Budzicki**  
 Miroslaw.Budzicki@pkobp.pl  
 +48 22 521 87 94

### Od lipcowego posiedzenia RPP na rynku FRA wzrosły oczekiwania na obniżkę stóp procentowych.



Źródło: Thomson Reuters

### Rynek stopy procentowej (% , pb)

Polska		Δ1d	Δ5d
2Y	1,58	2	2
5Y	1,81	1	13
10Y	2,01	2	18
PL 10Y-2Y	43	0	16
PL-Bund 10Y	265	6	11
PL ASW 10Y	31	-2	-2
Rynki bazowe		Δ1d	Δ5d
UST 10Y	1,55	-1	4
Bund 10Y	-0,63	-4	7
UST-Bund 10Y	218	3	-3

Źródło: Thomson Reuters, stan na 06.09

## Rynek walutowy

Ostatnie dni sprzyjały złotemu, choć od czwartku na rynku widać wyraźne wyhamowanie trendu spadkowego EUR/PLN. Para tydzień zakończyła poniżej 4,34 (wcześniej podjęła jednak próbę przełamania wsparcia na poziomie 4,332). Najbliższe dni również powinny sprzyjać naszej walucie. Solidne wyniki gospodarcze w Polsce i tylko niewielki wzrost inflacji (wciąż pozostający poniżej górnego 3,5% przedziału docelowego NBP) dają RPP swobodę dalszego utrzymywania stóp bez zmian. W rezultacie w tym tygodniu złoty powinien pozostać pod dominującym wpływem czynników globalnych. Wśród nich najważniejsze będzie posiedzenie EBC, a oczekiwane poluzowanie polityki monetarnej w strefie euro powinno wspierać dalszą aprecjację złotego (nawet, jeśli EBC nie zdecyduje się na wprowadzenie programu skupu aktywów, na co po części rynek liczy).

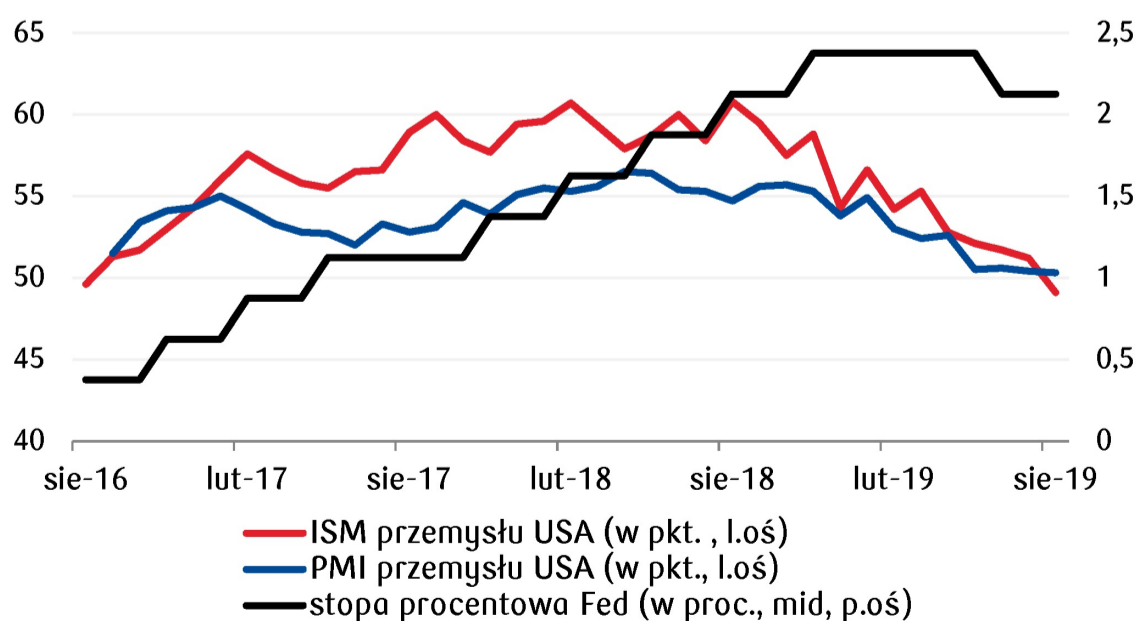
W ostatnim tygodniu pozytywny wpływ na notowania złotego wywierały przede wszystkim nastroje na rynku globalnym (większy apetyt na ryzyko), ale też i lokalne dane, które pomimo wyraźnego spowalniania Niemiec (głównego partnera handlowego Polski) nadal pokazują solidne odczyty (PKB, PMI). Na rynkach bazowych rosną obawy przed spowolnieniem amerykańskiej gospodarki. Uważnie obserwowany raport Instytutu Zarządzania Podażą wykazał, że w zeszłym miesiącu aktywność produkcyjna w największej gospodarce świata spadła po raz pierwszy od trzech lat w związku z napięciami handlowymi pomiędzy USA a Chinami (w sierpniu indeks IP ISM spadł poniżej neutralnego poziomu 50 do 49,1). W ubiegłym miesiącu spadł też komponent ISM dot. zatrudnienia, a dane z rynku pracy (wg NFP) zaskoczyły negatywnie (w sierpniu przybyło 130 tys. nowych miejsc pracy wobec 158 tys. oczekiwanych), co potwierdziło, że ten sektor amerykańskiej gospodarki obecnie rozwija się w najwolniejszym tempie od kilku dziesięcioleci.

Kluczowe dla polityki pieniężnej Fed dane nadal nie zachwycają, co wzmacnia oczekiwania na bardziej agresywne złagodzenie polityki przez amerykańską Rezerwę Federalną przed końcem roku. Do tego wciąż rozczarowują dane docierające z Niemiec. Po słabych zamówieniach w produkcji (w lipcu spadek o 2,7% m/m), sama produkcja przemysłowa również wkracza w coraz głębszą recesję (w lipcu spadek o 0,6% m/m). W związku z tym stopy procentowe w strefie euro prawdopodobnie pozostaną niskie jeszcze przez dłuższy czas, co działa obecnie i będzie działać korzystnie na złotego.

Wzrosty na EM napędzały też nadzieje na deeskalację konfliktu handlowego z Chinami (po tym jak Waszyngton i Pekin zgodziły się na podtrzymanie negocjacji na „najwyższym poziomie” w przyszłym miesiącu) oraz optymizm związany z uchwaleniem w parlamencie Wielkiej Brytanii projektu ustawy blokującej możliwość tzw. twardego Brexitu. Rynki optymizm czerpały również z doniesień z Azji, gdzie dane PMI pokazały największy od trzech miesięcy wzrost aktywności sektora usług Chin, a władze Hongkongu wycofały się z projektu zmian w prawie, który nasilił masowe protesty zagrażających gospodarce tego kluczowego dla światowego handlu kraju. Do tego chińska Rada Państwa wezwała do działań mających wesprzeć gospodarkę, na co bank centralny odpowiedział obniżką stopy rezerw obowiązkowych do najniższego poziomu od 2007 roku. Wracając do Europy, nerwowość inwestorów złagodziły też malejące obawy o rozwój sytuacji politycznej we Włoszech, po tym jak w czwartek zaprzysiężony został nowy rząd G.Contego. Wszystko to spowodowało, że nastroje na EM mocno poprawiły się w ostatnich dniach, co było również wyraźnie odczuwalne na polskim rynku walutowym.

Jeśli chodzi o czynniki krajowe, złotego wspierała zeszłotygodniowa publikacja wskaźnika PMI aktywności polskiego przemysłu, który w sierpniu wzrósł do 48,8 pkt., najwyższego poziomu od maja, przekraczając konsensus rynkowy o ponad 1 pkt. Choć indeks pozostaje poniżej neutralnego poziomu 50, to jednak spowolnienie w sektorze następuje w wyraźnie wolniejszym tempie (dotyczy to nowych zamówień i produkcji). Wskaźniki PMI dla przemysłu nieznacznie odbiły również w innych częściach Europy Środkowo-Wschodniej, co dodatkowo sprzyjało popytowi na ryzykowne waluty.

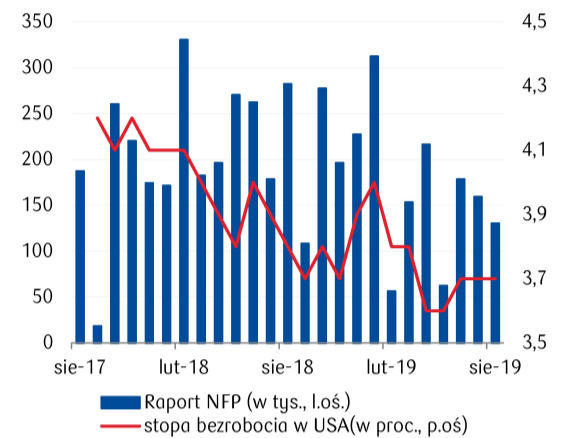
### Wykres dnia: Nasilające się obawy przed spowolnieniem amerykańskiej gospodarki wspierają oczekiwania na dalsze zacieśnianie polityki monetarnej Fed.



Źródło: Thomson Reuters

Joanna Bachert  
Joanna.Bachert@pkobp.pl  
+48 22 521 41 16

### W sierpniu dane rządowe z rynku pracy zaskoczyły spadkiem (NFP na poziomie 130 tys. wobec 158 oczekiwanych).



Źródło: Thomson Reuters

Notowania kursów		Δ1d	Δ5d
EUR/PLN	4,33	-0,01	-0,04
USD/PLN	3,93	0,00	-0,05
CHF/PLN	3,97	-0,01	-0,04
EUR/USD	1,10	0,00	0,00
EUR/CHF	1,09	0,00	0,00

Źródło: Thomson Reuters, stan na 09.09

## Informacje rynkowe - rynek stopy procentowej

### Notowania skarbowych papierów wartościowych, stan na 06.09

	2Y	5Y	10Y
Polska	1,58	1,81	2,01
Δ1d	2	1	2
Δ5d	2	13	18

	2Y	5Y	10Y
Niemcy	-0,85	-0,89	-0,63
Δ1d	1	-2	-4
Δ5d	8	6	7

	2Y	5Y	10Y
USA	1,53	1,42	1,55
Δ1d	-1	-1	-1
Δ5d	2	3	4

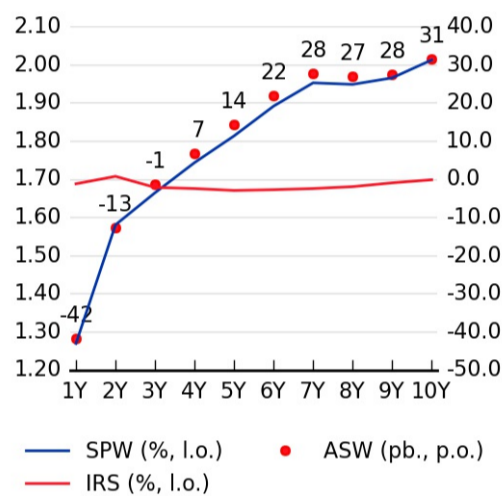
### Notowania kontraktów IRS, stan na 06.09

	2Y	5Y	10Y
PLN	1,71	1,67	1,70
Δ1d	2	3	3
Δ5d	10	18	20

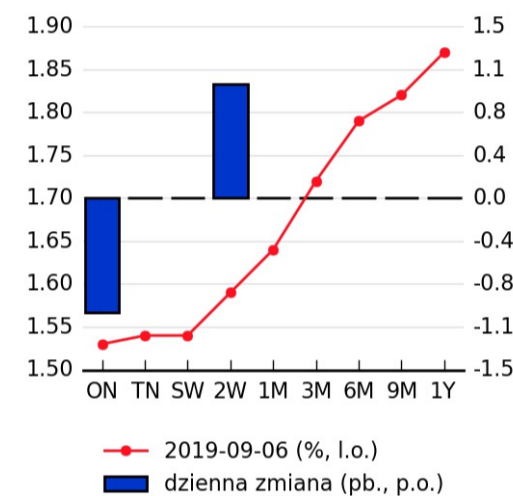
	2Y	5Y	10Y
EUR	-0,53	-0,49	-0,21
Δ1d	-1	-2	-5
Δ5d	3	4	7

	2Y	5Y	10Y
USD	1,51	1,35	1,42
Δ1d	2	2	0
Δ5d	1	5	6

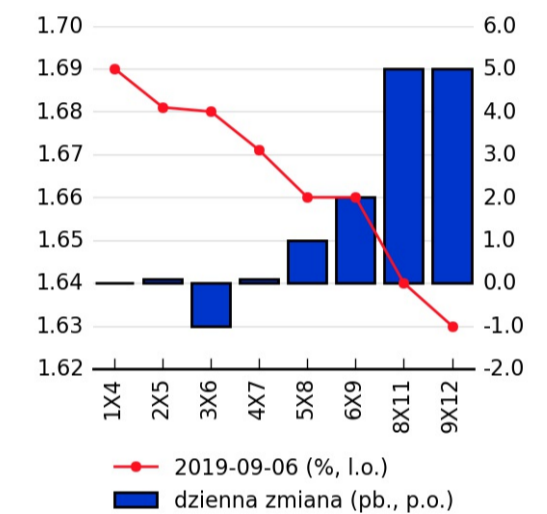
### Polski rynek stopy procentowej



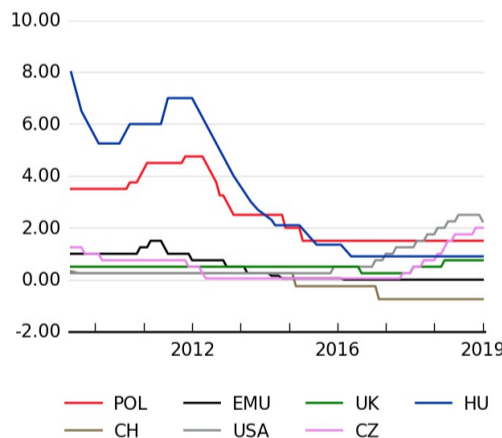
### Krzywa WIBOR



### Krzywa FRA



### Główne stopy procentowe



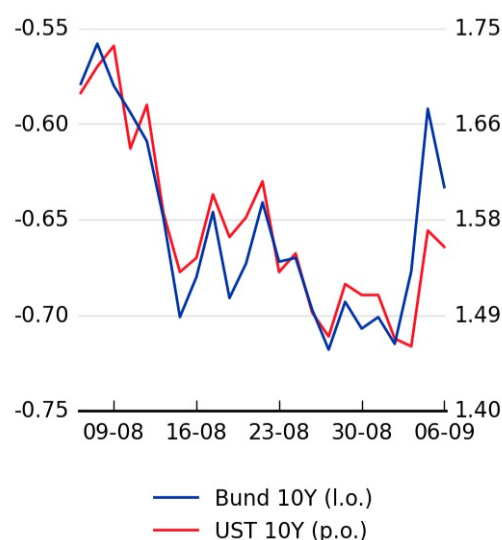
Kraj	Stopy
USA	2,00-2,25%
Strefa euro	0,00%
Japonia	-0,10%
Wielka Brytania	0,75%
Szwajcaria	-0,75%
Polska	1,50%
Węgry	0,90%
Czechy	2,00%

### Prognozy rentowności obligacji\*

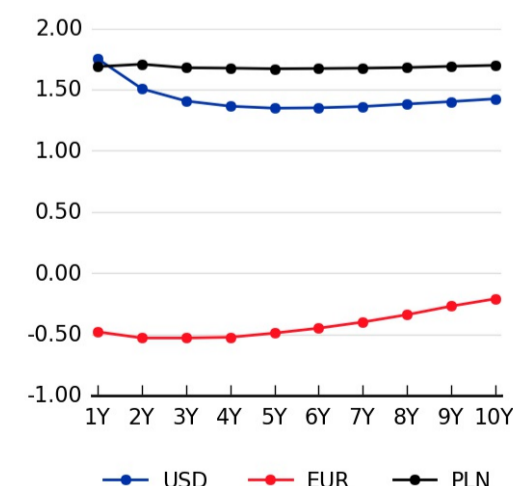
Tenor	3Q19	4Q19
PL 1Y	1,40	1,45
PL 2Y	1,55	1,60
PL 5Y	1,90	2,10
PL 10Y	2,30	2,50

\*) prognozy PKO BP z dnia 03-07-2019 r.

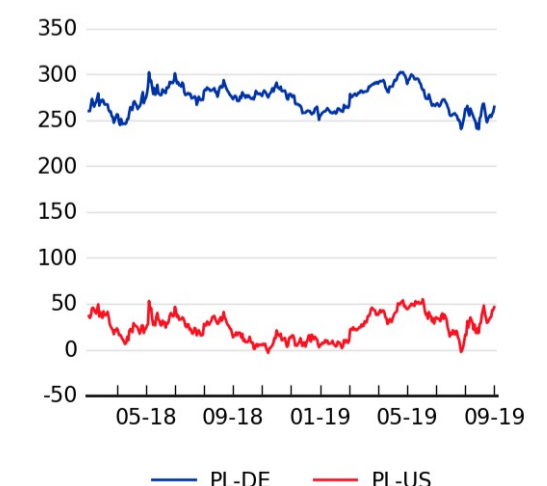
### Rentowność obligacji (%)



### Krzywe IRS (%)



### Spread dla 10Y obligacji (pb.)



Źródło: Thomson Reuters

## Informacje rynkowe – waluty, akcje, surowce

Para walutowa	bid dnia	offer dnia
EUR/PLN	4,332	4,347
USD/PLN	3,930	3,941
CHF/PLN	3,972	3,993
EUR/USD	1,101	1,103
EUR/CHF	1,088	1,091
USD/JPY	106,740	107,050

stan na: 06.09

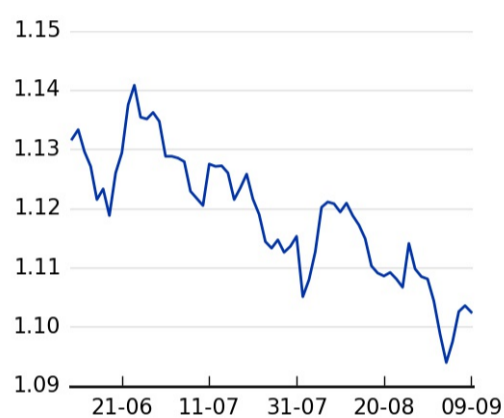
Notowania kursów walut w NBP	
EUR	4,3392
USD	3,9315
CHF	3,9753
GBP	4,8348
CZK	0,1679
RUB	0,0596

stan na: 06.09

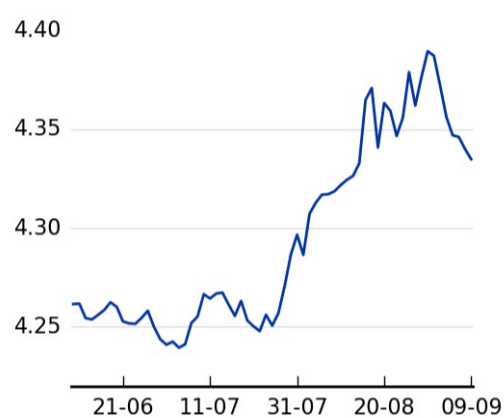
Prognozy Walutowe*		
	3Q19	4Q19
EUR/PLN	4,31	4,35
USD/PLN	3,85	3,95
CHF/PLN	3,88	3,95
EUR/USD	1,12	1,10
EUR/CHF	1,11	1,10

\*) prognozy PKO BP z dnia 13-08-2019 r.

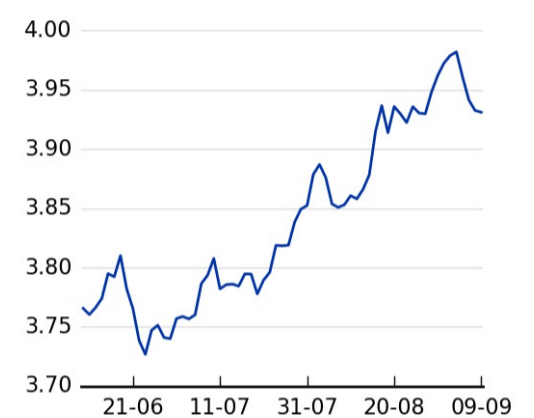
### EUR/USD



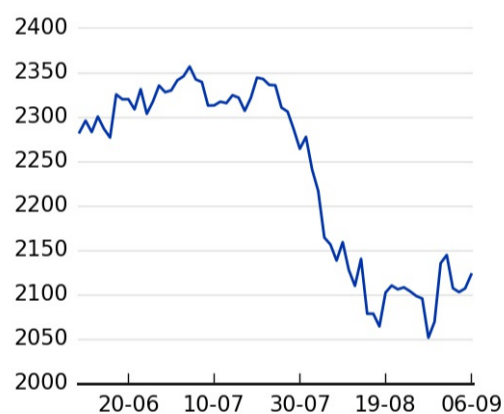
### EUR/PLN



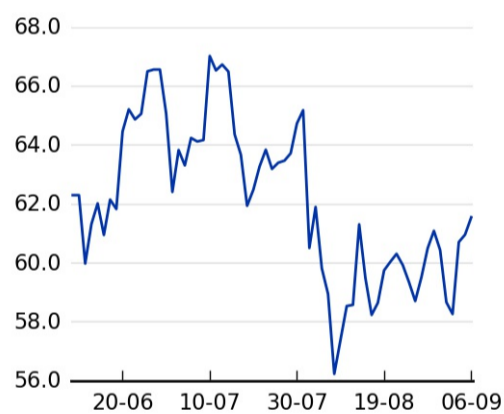
### USD/PLN



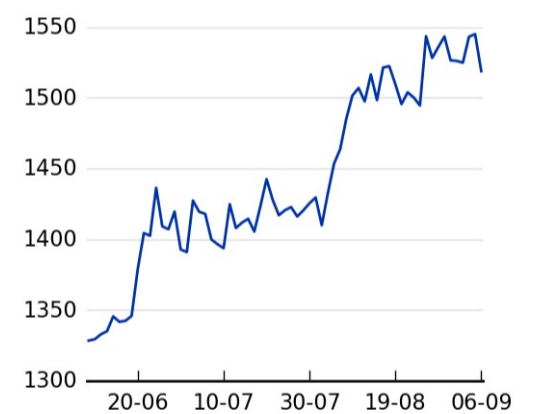
### WIG20



### Ropa naftowa (Brent)



### Złoto



## KALENDARIUM NAJWAŻNIEJSZYCH WYDARZEŃ W KRAJU I NA ŚWIECIE

Poniedziałek, 9 września 2019 roku	Godz.	Kraj	Ostatnie dane	Prognoza rynkowa
Eksport/import (się)	08:00	GER	-0,1% m/m; 0,5% m/m	-0,5% m/m; -0,3% m/m
Indeks Sentix nastrojów (wrz)	10:30	EZ	-13,7 pkt	-14 pkt.

Źródło: Thomson, Reuters, Bloomberg, PAP, GUS

## BIURO STRATEGII RYNKOWYCH

**Dyrektor Biura**

Mariusz Adamiak, CFA

+48 22 521 23 23    mariusz.adamiak@pkobp.pl

**Rynek Stopy Procentowej**Mirosław Budzicki  
Arkadiusz Trzciołek+48 22 521 87 94    miroslaw.budzicki@pkobp.pl  
+48 22 521 61 66    arkadiusz.trzciolek@pkobp.pl**Rynek Walutowy**Joanna Bachert  
Jarosław Kosaty+48 22 521 41 16    joanna.bachert@pkobp.pl  
+48 22 521 65 85    jaroslaw.kosaty@pkobp.pl**Surowce, Rynek Ryzyka Kredytowego**

Artur Płuska

+48 22 521 50 46    artur.pluska@pkobp.pl

Sporządzenie niniejszej publikacji zostało ukończone 09 września 2019, 07:00.

**Informacje i zastrzeżenia**

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydziałem jednostką PKO BP S.A. (Bank). BSR nie zawiera i nie pośredniczy w zawieraniu transakcji na rynku finansowym. Publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Informacje zawarte w Publikacji nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Bank dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w Publikacji informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Publikacja powstała na podstawie niezależnych badań analitycznych prowadzonych w BSR na podstawie ogólnodostępnych źródeł informacji o charakterze ekonomiczno-rynkowym. Ewentualne opinie analityków zawarte w Publikacji zostały sporządzone przez nich w sposób niezależny i mogą ulegać zmianie.

Ewentualna ocena instrumentów finansowych zawarta w Publikacji dokonywana jest przy zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia wartości godziwej danego instrumentu finansowego. Główne zalety: bazuje na obiektywnych czynnikach; główne słabości: istotny lub nawet dominujący wpływ na wartość rynkową, szczególnie w krótkim terminie, mogą wywierać czynniki pozafundamentalne. Metoda porównawcza obejmuje porównanie wycen rynkowych zbliżonych do siebie instrumentów finansowych w celu zidentyfikowania bezwzględnego i względnego przewartościowania lub niedowartościowania. Główne zalety: identyfikacja względnych nieefektywności rynkowych; główne słabości: porównywanie instrumentów finansowych, które nie są tożsame rodzi ryzyko nadmiernego uproszczenia i w konsekwencji wyciągnięcia błędnych wniosków. Metoda rynkowa służy do określania przewidywanych zmian w podaży i popycie na dany instrument finansowy wynikających z różnorodnych przyczyn m.in. na podstawie analizy pozycji portfelowych lub zagregowanej opinii uczestników rynku względem danego instrumentu finansowego; główne słabości: fragmentaryczność i opóźnienie danych będących podstawą analizy. Metoda techniczna jest metodą uzupełniającą, przydatną w szczególności w identyfikowaniu krótkoterminowych trendów. Polega głównie na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych, w celu określenia w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Główne zalety: względnie krótki czas analizy; główne słabości: zjawiska z przeszłości nie muszą powtórzyć się w przyszłości. W przypadku pytań lub wątpliwości dotyczących wymienionych metodologii zalecany jest kontakt z analitykami BSR.

Akcjonariuszem posiadającym powyżej 5% wyemitowanego kapitału zakładowego jest Skarb Państwa. Bank może być animatorem emitenta, rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych wymienionych w Publikacji jak również posiadać je w swoim portfelu. Bank na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej publikacji. Niezależnie od informacji przekazanych przez Bank, przed zawarciem każdej transakcji Klient powinien dokonać całościowej oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści i ewentualnych strat, warunków i skutków prawnych, księgowych i podatkowych transakcji, wpływu czynników rynkowych na wartość inwestycji i wynik transakcji oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć ryzyko związane z daną transakcją. Instrumenty finansowe oraz transakcje, których są przedmiotem mogą być nieodpowiednie do indywidualnej sytuacji niektórych Klientów. Ostateczna decyzja o zawarciu transakcji, okresu inwestycji i wielkości zaangażowanych środków każdorazowo należy wyłącznie do Klienta.

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 zł.