Bank Polski

Rynek stopy procentowej

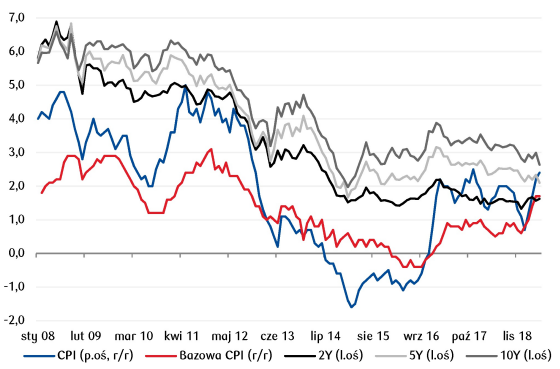
Mirosław Budzicki
Miroslaw.Budzicki@pkobp.pl
+48 22 521 87 94

Wtorkowa sesja przyniosła kontynuację przeceny obligacji skarbowych. Większą zmienność notowań widać było w przypadku dłuższego końca krzywej, co w efekcie doprowadziło do jej wystromienia. Powodem przeceny było pogorszenie się nastrojów na europejskim rynku długu, chociaż w tym kontekście warto wspomnieć, że krajowy rynek długu zachowywał się we wtorek najgorzej w Europie. Biorąc pod uwagę uspokojenie sytuacji politycznej we Włoszech, spadek ryzyka tzw. twardego Brexitu, czy szansę na wznowienie od października rozmów między USA a Chinami spodziewać się można globalnego odpływu kapitału od aktywów bezpiecznych.

Zakładać można, że w perspektywie najbliższych tygodni rentowności 10-letnich obligacji mogą kontynuować trend wzrostowy z celem na 2,20-2,30%. Z kolei krótki koniec krzywej powinien pozostać stabilny. Za takim scenariuszem przemawia m.in. zbliżające się posiedzenie NBP, które potencjalnie może osłabiać krajowy rynek długu.

Wszystko wskazuje na to, że stopy procentowe w kolejnych kwartałach nie ulegną zmianie, jednak coraz istotniejsza dla inwestorów będzie retoryka RPP. W ostatnich miesiącach widać bowiem coraz większą polaryzację stanowisk w Radzie, a w lipcu pojawił się nawet wniosek o podwyżkę stóp, poparty przez dwóch członków. Co więcej kilku przedstawicieli Rady sygnalizowało rosnące ryzyko podwyżki stóp procentowych. Biorąc pod uwagę, że prezes NBP A. Glapiński jest zwolennikiem stabilizacji w polityce pieniężnej, to póki co nie ma szans na zebranie większości (sześciu głosów) koniecznych do przegłosowania wniosku o podwyżkę stóp. Niemniej, zmieniający się bilans ryzyk może doprowadzić do zaostrzenia tonu komentarza po wrześniowym posiedzeniu. Przede wszystkim mowa tu o werbalnym negowaniu możliwości obniżenia stóp procentowych, w co jeszcze niedawno mocno wierzył rynek. Patrząc na notowania rynkowe widać, że inwestorzy oczekują właśnie takiej zmiany w komunikacji banku centralnego. Pokazują to wyceny kontraktów FRA, które przestały wyceniać obniżki stóp w Polsce w perspektywie 2 lat. Dla porównania jeszcze pod koniec sierpnia zakładały w tym horyzoncie aż dwie obniżki o łącznie 50 pb.

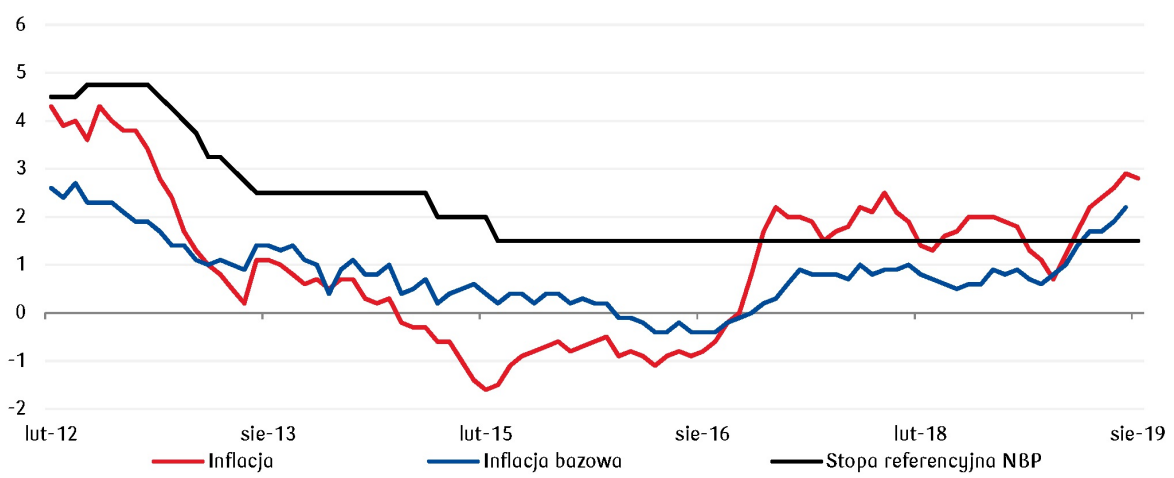
Podwyższony poziom inflacji może ciągnąć w górę rentowności obligacji, szczególnie tych na krótkim końcu krzywej.



Źródło: Thomson Reuters

Spadające prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych wynika głównie ze zmieniającej się sytuacji makroekonomicznej. Nie materializują się scenariusze, które mogłyby Radzie dawać podstawy do poluzowania monetarnego. Przede wszystkim nie widzimy aprecjacji złotego mimo utrzymującego się dużego dysparytetu stóp procentowych. Co więcej, przykładowo w lipcu z polskiego rynku długu odpłynęło blisko 6 mld PLN. Dodatkowo krajowe dane makroekonomiczne nie pokazują negatywnego wpływu spowolnienia w gospodarce europejskiej na polskie firmy. Polski eksport rośnie dynamicznie, a transfery społeczne będą dodatkowo wspierać gospodarkę w kolejnych kwartałach. To też zwiększa ryzyko szybszego wzrostu inflacji. Ma to o tyle znaczenie, że w sierpniu wskaźnik CPI wzrósł o 2,8% r/r, przebijając oczekiwania ekonomistów. W kolejnych kwartałach możliwy jest dalszy wzrost cen m.in. ze względów regulacyjnych i podażowych (chodzi głównie o ceny żywności).

Wykres dnia: RPP może zacząć zwracać większą uwagę na wzrost inflacji, która na trwale przekroczyła cel inflacyjny NBP.



Źródło: Thomson Reuters

Rynek stopy procentowej (%, pb)

Polska		Δ1d	Δ5d
2Y	1,56	-3	1
5Y	1,94	7	26
10Y	2,17	8	35
PL 10Y-2Y	61	11	34
PL-Bund 10Y	272	5	18
PL ASW 10Y	37	3	4
Rynki bazowe		**Δ1d**	**Δ5d**
UST 10Y	1,70	8	24
Bund 10Y	-0,55	3	16
UST-Bund 10Y	225	5	7

Źródło: Thomson Reuters, stan na 10.09

Bank Polski

Rynek walutowy

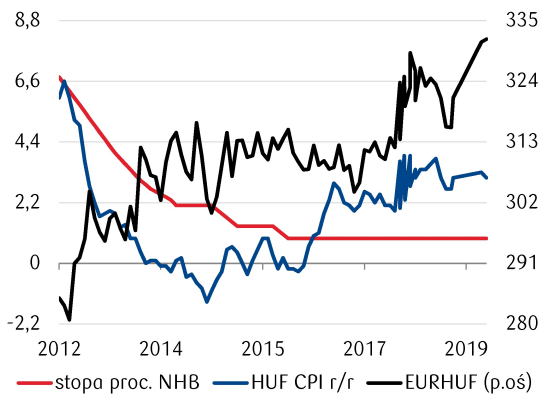
Joanna Bachert
Joanna.Bachert@pkobp.pl
+48 22 521 41 16

Wtorkowa sesja na krajowym rynku walutowym przyniosła stabilizację nastrojów. Notowania kursu EUR/PLN utrzymywały okolice 4,33-4,34. Na rynku głównej pary walutowej toczy się gra pod wrześniowe posiedzenia EBC (12.09) i FOMC (18.09), para EUR/USD pozostawała więc równie relatywnie stabilna, z notowaniami w okolicach 1,105. Ostatnie doniesienia z Europy (dane makro oraz informacje o możliwym poluzowaniu polityki fiskalnej w Niemczech) mogą lekko zmniejszać presję na EBC, co skutkowało chwilowym wzrostem kursu EUR/USD do blisko 1,107. Nadal spodziewane jest jednak luzowanie w postaci cięcia stóp procentowych, ale M.Draghi może być już ostrożny w sygnalizowaniu dalszych posunięć, chociażby oczekiwanego przez rynki wznowienia skupu aktywów. Niepewność pojawiła się wraz z niedawnymi komentarzami ze strony części członków EBC, którzy stwierdzili, że oczekiwania rynkowe względem skali ekspansji pieniężnej pozostają za bardzo wygórowane. M.in. w takim tonie wypowiadał się szef Banku Holandii, Klaasa Knota, który wskazał, że obecny stan gospodarki nie uzasadnia ponownego uruchomienia programu QE. Ponadto, rynki mają też w pamięci retoryki zarówno Riksbanku, RBA jak i Banku Kanady podczas zeszłotygodniowych posiedzeń, które okazały się bardziej jastrzębie niż wskazywały na to wcześniejsze prognozy. Jest więc duża szansa, że brak ogłoszenia skupu aktywów może być rozczarowaniem dla rynków i w rezultacie w tym tygodniu wspomoże wzrost EUR/USD.

Wtorek gospodarczo był dniem inflacyjnym. Indeksy CPI za sierpień opublikowano w Chinach (2,8% r/r), Czechach (2,9% r/r) i na Węgrzech (3,1% r/r). Rozczarowały jedynie odczyty docierające z Budapesztu, które wsparły przekonanie inwestorów, że bank centralny Węgier utrzyma łagodną politykę pieniężną. Jeszcze w maju inflacja konsumencka na Węgrzech sięgała 3,9% r/r i była najwyższa od siedmiu lat, trzy miejsce później spadła do 3,1%. Po publikacji danych forint zaczął tracić na wartości (notowania EUR/HUF wzrosły powyżej 331 do najwyższego poziomu od pierwszych dni września). W ocenie inwestorów, przy spadającej inflacji, Bank Węgier może w swej polityce zacząć uwzględniać działania globalnych banków centralnych i przy łagodzeniu polityki przez EBC rosną szanse na to, że jego kolejny ruch będzie raczej gołębi, choć może nie będzie to od razu luzowanie polityki.

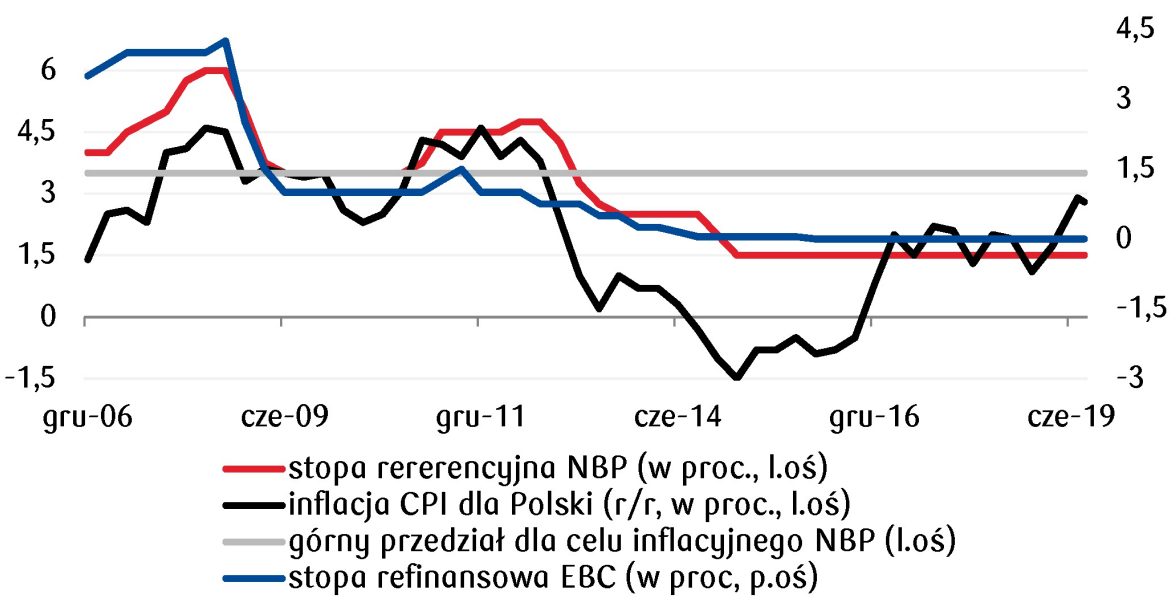
W środę, uwagę krajowych inwestorów przyciągać będzie posiedzenie decyzyjne RPP. Wciąż solidne wyniki gospodarcze Polski (pomimo widocznego spowalniania Niemiec – naszego głównego partnera) i tylko niewielki wzrost inflacji (pozostający poniżej górnego przedziału dla celu NBP), dają RPP swobodę dalszego utrzymania stóp bez zmian. Nie można jednak wykluczyć, że obserwując obecne trendy makroekonomiczne jastrzębia część Rady będzie utrzymywać, że ryzyko zaostrzenia polityki pieniężnej rośnie. W lipcu Rada odrzuciła wniosek Zubelewicza i Gatnara o podwyżkę stóp procentowych, członkowie ci wskazywali na groźbę dalszego wzrostu inflacji, zwyżki cen nieruchomości, oczekiwania przełożenia się stymulacji fiskalnej na ceny oraz na brak pola do łagodzenia polityki w razie mocniejszego spowolnienia. Chociaż i teraz większość członków komitetu decyzyjnego stwierdzi zapewne, że koszt kredytu prawdopodobnie pozostanie niezmieniony przez następne kilka kwartałów, sama debata na temat wyższej stopy procentowej powinna działać na korzyść złotego, mając dodatkowo na uwadze wysokie prawdopodobne cięcia stóp w strefie euro już w trakcie kolejnego dnia i przyszłotygodniowe w USA.

Spadająca inflacja na Węgrzech osłabia forinta wspierając przekonanie inwestorów, że bank centralny będzie utrzymywał łagodną politykę pieniężną.



Źródło: Thomson Reuters

Wykres dnia: Krajowa inflacja CPI na tle wysokości stóp procentowych EBC i NBP.



Źródło: Thomson Reuters

Notowania kursów		Δ1d	Δ5d
EUR/PLN	4,33	0,00	-0,01
USD/PLN	3,92	0,00	-0,04
CHF/PLN	3,95	0,00	-0,06
EUR/USD	1,11	0,00	0,01
EUR/CHF	1,10	0,00	0,01

Źródło: Thomson Reuters, stan na 11.09

Bank Polski

Informacje rynkowe - rynek stopy procentowej

Notowania skarbowych papierów wartościowych, stan na 10.09

	2Y	5Y	10Y
Polska	1,56	1,94	2,17
Δ1d	-3	7	8
Δ5d	1	26	35

	2Y	5Y	10Y
Niemcy	-0,81	-0,85	-0,55
Δ1d	1	2	3
Δ5d	8	9	16

	2Y	5Y	10Y
USA	1,66	1,56	1,70
Δ1d	9	9	8
Δ5d	20	23	24

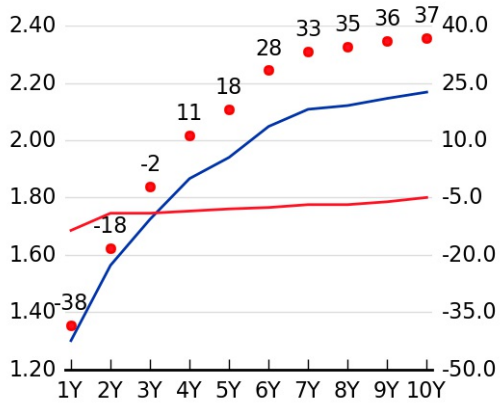
Notowania kontraktów IRS, stan na 10.09

	2Y	5Y	10Y
PLN	1,75	1,76	1,80
Δ1d	2	3	5
Δ5d	13	26	31

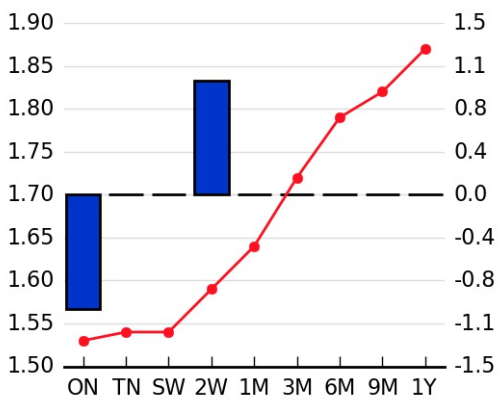
	2Y	5Y	10Y
EUR	-0,51	-0,44	-0,12
Δ1d	1	3	4
Δ5d	5	8	15

	2Y	5Y	10Y
USD	1,62	1,50	1,59
Δ1d	6	9	7
Δ5d	20	25	26

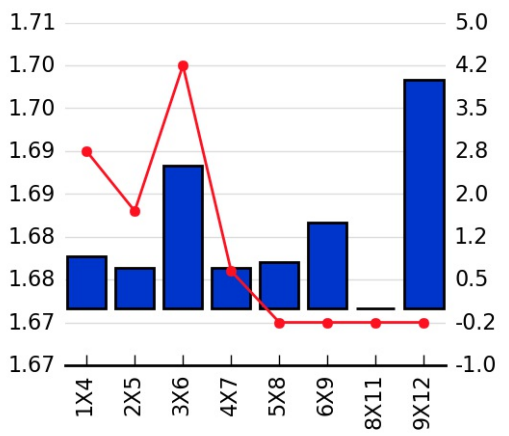
Polski rynek stopy procentowej



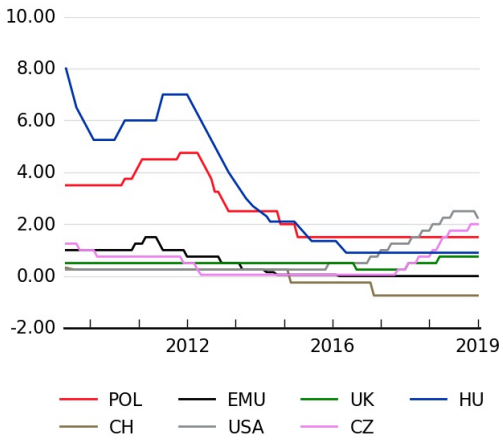
Krzywa WIBOR



Krzywa FRA



Główne stopy procentowe



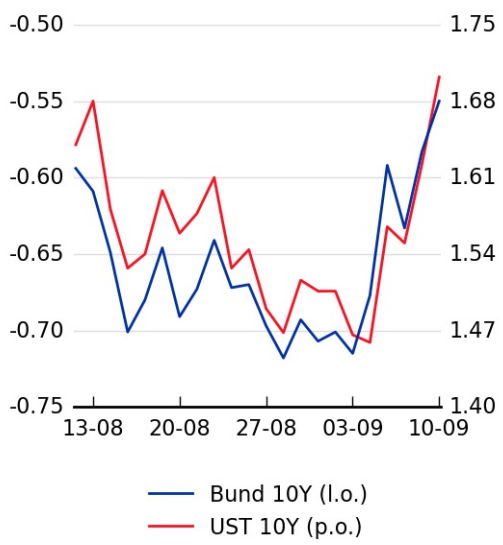
Kraj	
USA	2,00-2,25%
Strefa euro	0,00%
Japonia	-0,10%
Wielka Brytania	0,75%
Szwajcaria	-0,75%
Polska	1,50%
Węgry	0,90%
Czechy	2,00%

Prognozy rentowności obligacji*

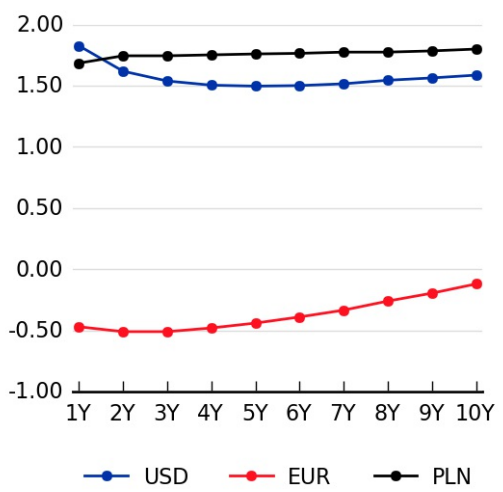
Tenor	3Q19	4Q19
PL 1Y	1,40	1,45
PL 2Y	1,55	1,60
PL 5Y	1,90	2,10
PL 10Y	2,30	2,50

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

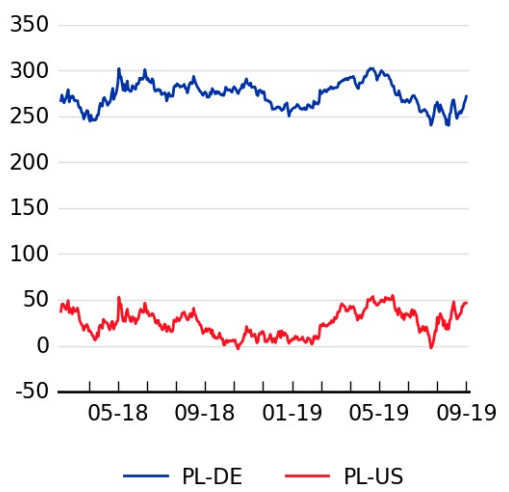
Rentowność obligacji (%)



Krzywe IRS (%)



Spread dla 10Y obligacji (pb.)



Źródło: Thomson Reuters

Bank Polski

Informacje rynkowe – waluty, akcje, surowce

Para walutowa	bid dnia	offer dnia
EUR/PLN	4,326	4,337
USD/PLN	3,918	3,927
CHF/PLN	3,948	3,960
EUR/USD	1,103	1,106
EUR/CHF	1,094	1,097
USD/JPY	107,470	107,810

stan na: 10.09

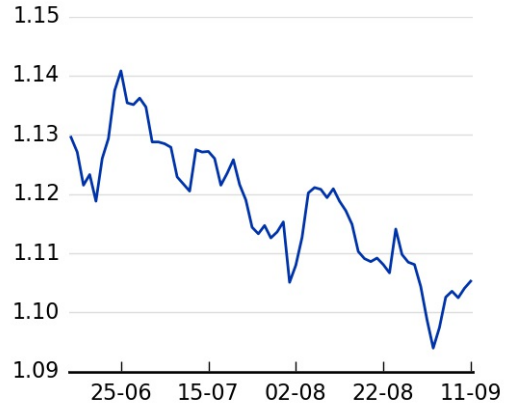
Notowania kursów walut w NBP	
EUR	4,3350
USD	3,9273
CHF	3,9620
GBP	4,8406
CZK	0,1676
RUB	0,0600

stan na: 10.09

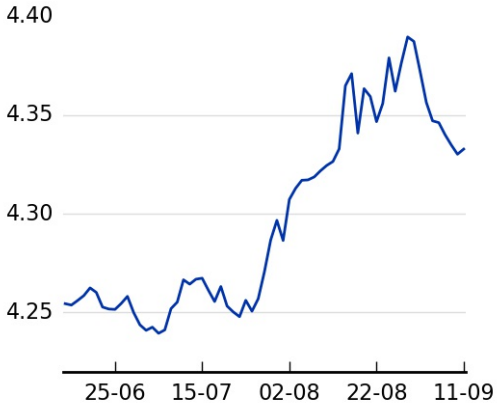
Prognozy Walutowe*		
	3Q19	4Q19
EUR/PLN	4,31	4,35
USD/PLN	3,85	3,95
CHF/PLN	3,88	3,95
EUR/USD	1,12	1,10
EUR/CHF	1,11	1,10

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

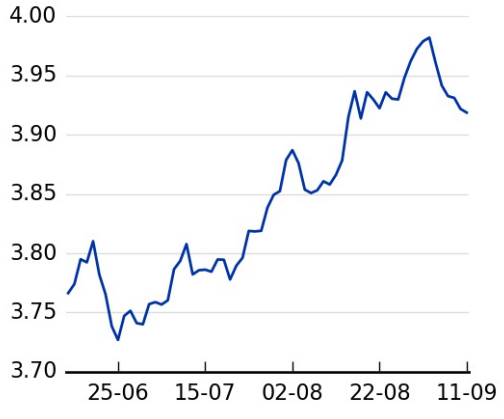
EUR/USD



EUR/PLN

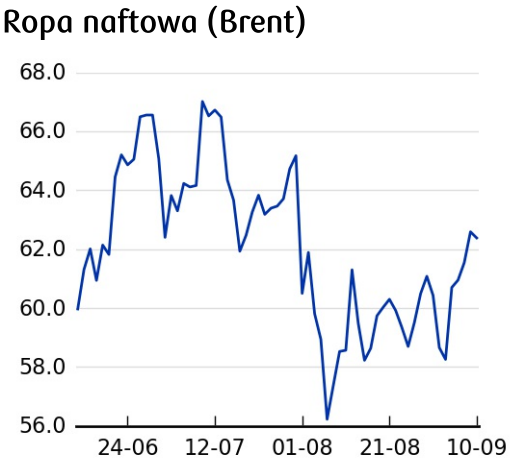


USD/PLN

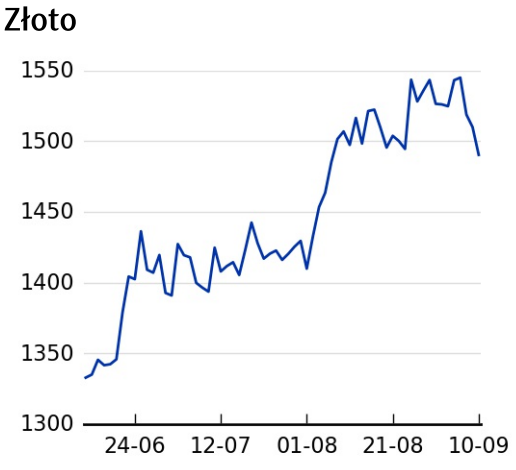


WIG20

Ropa naftowa (Brent)



Złoto



KALENDARIUM NAJWAŻNIEJSZYCH WYDARZEŃ W KRAJU I NA ŚWIECIE

Środa, 11 września 2019 roku	Godz.	Kraj	Ostatnie dane	Prognoza rynkowa
Stopa referencyjna NBP		POL	1,5%	1,5%
Inflacja PPI (sie)	14:30	USA	1,7% r/r	1,7% r/r
Konferencja po posiedzeniu RPP	16:00	POL	-	-

Źródło: Thomson, Reuters, Bloomberg, PAP, GUS

Bank Polski

BIURO STRATEGII RYNKOWYCH

Dyrektor Biura
Mariusz Adamiak, CFA +48 22 521 23 23 mariusz.adamiak@pkobp.pl

Rynek Stopy Procentowej
Mirosław Budzicki +48 22 521 87 94 miroslaw.budzicki@pkobp.pl
Arkadiusz Trzciołek +48 22 521 61 66 arkadiusz.trzciolek@pkobp.pl

Rynek Walutowy
Joanna Bachert +48 22 521 41 16 joanna.bachert@pkobp.pl
Jarosław Kosaty +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 11 września 2019, 07:00.

Informacje i zastrzeżenia

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydzieloną 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.