

## Rynek stopy procentowej

Na rynku stopy procentowej podczas wtorkowej sesji doszło do zaskakująco silnego wzrostu rentowności obligacji skarbowych. Osłabienie notowań papierów nastąpiło przede wszystkim na dłuższym końcu krzywej. Co ciekawe, przez większą część sesji europejskiej w Europie widać było raczej dominację spadających rentowności papierów (choć ostatecznie kończyła się lekkim ich wzrostem). Silniejszą przecenę widać było natomiast w USA, gdzie 10-letnie papiery wybiły się ponad psychologiczny poziom 2,5%.

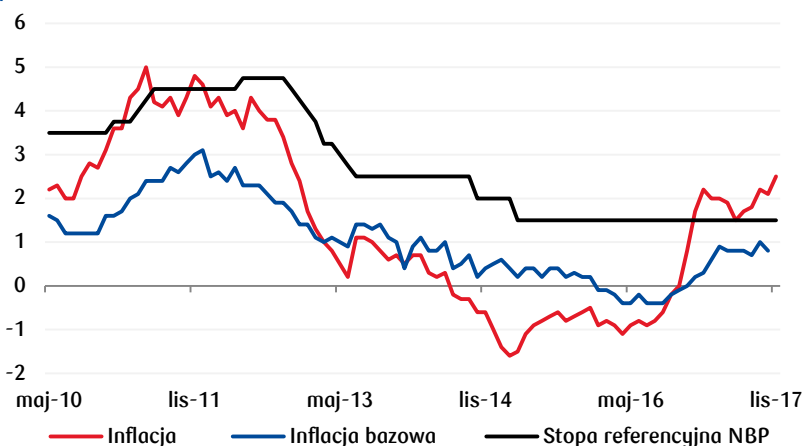
We wtorek w kraju głównym wydarzeń dnia były zmiany w składzie rządu. Niemniej rynek zareagował na nie neutralnie i nic nie wskazuje na to, aby miały one mieć istotny wpływ na notowania w kolejnych dniach.

We wtorek rozpoczęło się dwudniowe posiedzenie RPP. Choć nikt nie spodziewa się zmiany polityki pieniężnej, to jednak ton wypowiedzi przedstawicieli Rady będzie miał znaczenie dla uczestników rynku w średnim terminie. Biorąc pod uwagę ostatnie zmiany otoczenia makroekonomicznego trudno spodziewać się istotniejszej modyfikacji dotychczasowej retoryki. Niewykluczone, że zamiar utrzymania stóp procentowych bez zmian w 2018 r. zostanie tym razem wzmocniony (obecnie rynek praktycznie w całości wycenia podwyżkę o 25 pb. pod koniec tego roku), co oddziaływałoby w kierunku spadku krzywych dochodowości na krótkim końcu. Niemniej, przy i tak już niskich rentownościach papierów skarbowych należy założyć, że wpływ RPP będzie bardzo ograniczony.

Od ostatniego grudniowego posiedzenia banku centralnego nastąpiło kilka wydarzeń, które wzmacniają bardziej umiarkowane nastawienie w polityce pieniężnej. Wśród nowych argumentów pojawił się m.in. grudniowy spadek inflacji do poziomu 2,0% r/r (wstępne dane). Choć był on oczekiwany i wynikał z „efektu statystycznego”, to jednak prawdopodobnie scenariusz zakładający stabilizację inflacji w kolejnych miesiącach na tym niższym poziomie. Daje to Radzie silny argument za utrzymaniem dotychczasowej komunikacji. Do tego należy też pamiętać, że wzrost ścieżki inflacji w Polsce pod koniec zeszłego roku był wywołany głównie wzrostem cen surowców, co zasadniczo nie powinno wpływać na politykę pieniężną (istnieje ryzyko, że w 2018 r. ceny ropy naftowej w średnim terminie spadną, tym razem z kolei obniżając ścieżkę inflacji). Póki co rosnąca presja płacowa nie przekłada się na wzrost presji inflacyjnej, na co zresztą wskazują najważniejsze banki centralne świata. W takiej sytuacji NBP ma większy komfort i może dalej monitorować zmiany trendów makroekonomicznych.

Dodatkowo za odwiekaniem w czasie ewentualnych podwyżek stóp procentowych przemawia aprecjacja złotego, która trwa od kilku miesięcy (pomijając ostatnie dwie sesje). Umocnienie złotego z jednej strony neutralizuje efekt rosnących na świecie cen surowców energetycznych, a z drugiej strony negatywnie wpływa na dynamikę wzrostu gospodarczego. Ewentualne rozbudzenie oczekiwań na podwyżki stóp przez NBP dodatkowo wspierałoby ten trend, czego z pewnością członkowie Rady będą chcieli uniknąć.

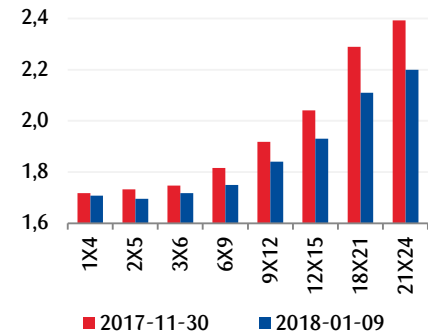
Wykres dnia: RPP w najbliższych kwartałach tolerować będzie negatywne realne stopy procentowe.



Źródło: Thomson Reuters

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

Na rynku FRA oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w Polsce w 2018 r. wyraźnie spadły.



Źródło: Thomson Reuters

Stopa procentowa

Polska		Δ1d	Δ5d
2Y	1,64	3	-7
5Y	2,60	5	-7
10Y	3,31	7	0
PL 10Y-2Y	167	5	7
PL-Bund 10Y	285	4	0
PL ASW 10Y	42	4	7
Rynki bazowe		Δ1d	Δ5d
UST 10Y	2,55	7	9
Bund 10Y	0,47	4	0
UST-Bund 10Y	209	4	9

Źródło: Thomson Reuters, stan na 9.01

## Rynek walutowy

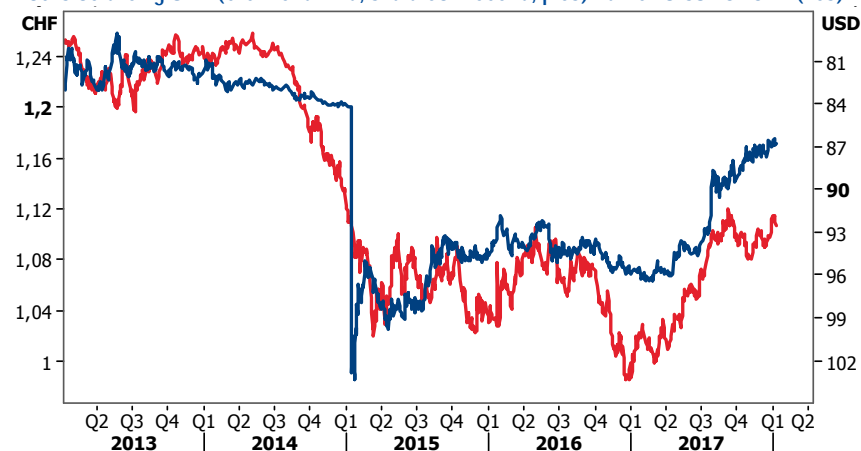
Od pierwszych godzin wtorkowego handlu euro nadal osłabiało się względem dolara i to pomimo opublikowanych solidnych danych z Niemiec, które przypominały o mocnych fundamentach największej gospodarki strefy euro. Produkcja przemysłowa wzrosła w listopadzie o 3,4% m/m (prognozowano 1,8%) osiągając najwyższą dynamikę od ponad ośmiu lat, zaś wartość wyrównanego sezonowo eksportu urosła o 4,1% m/m (prognozowano 1,2%). Wzrost niemieckiej produkcji przemysłowej i zwiększenie nadwyżki handlowej (do 22,3 mld EUR) dają powód do zadowolenia sugerując, że gospodarka naszych zachodnich sąsiadów rok 2017 zakończyła bardzo dobrze. Co więcej prognozy wskazują na możliwe utrzymanie tego wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. Komisja Europejska przewiduje, że dynamika PKB Niemiec w 2018 r. sięgnie 2,1%, Bundesbank mówi o 2,5%, zaś instytut Ifo o 2,6%.

Choć dobre wiadomości dla niemieckiej gospodarki są też dobrymi wiadomościami dla polskiej gospodarki, co wynika przede wszystkim z silnych relacji handlowych, to jednak coraz słabsze euro wobec dolara (we wtorek kurs EURUSD spadł do blisko 1,1913) znalazło przełożenie w dalej spadających notowaniach złotego (EURPLN przełamał opór na 4,19).

W tym tygodniu notowaniom złotego dodatkowo ciężać może też zainicjowane wczoraj dwudniowe posiedzenie RPP, pomimo że impulsy lokalne w ostatnim czasie pozostawały zepchnięte na dalszy plan. Nie oczekuje się żadnych istotnych zmian w komunikacie po posiedzeniu. Jest mocno prawdopodobne, że determinacja RPP w utrzymaniu stóp na bieżącym poziomie co najmniej do IV kw. br. zostanie ponownie wyraźnie podkreślona. Zachowaniu gołębiej postawy Rady sprzyjać będzie grudniowy spadek inflacji CPI do 2,0% z 2,5% zanotowanego miesiąc wcześniej. Cały pierwszy 1Q 2018 będzie najprawdopodobniej z inflacją poniżej celu NBP, co powinno wywierać presję na osłabienie złotego wobec euro w kolejnych miesiącach tego okresu. Pod koniec zeszłego roku rynek mocno „nakręcał się” na możliwą pod koniec 2018 roku podwyżkę stóp NBP pomimo, że prezes Adam Glapiński wyraźnie zaprzeczał takim prognozom. Teraz, po słabszych grudniowych danych inflacyjnych gołębi członkowie RPP mogą mocniej przekonywać do swoich założeń. Tym samym łagodna RPP razem z oczekiwanym dalszym umocnieniem dolara będą deprecjonować złotego względem głównych walut. Na koniec 1Q2018 kurs EURPLN powinien wynosić 4,23.

Tymczasem, jedną z najbardziej umacniających się we wtorek walut był japoński jen. Po informacji, że w ramach operacji rynkowych Bank Japonii (BoJ) zgłosił mniejszy niż ostatnio popyt na papiery długoterminowe, zainteresowanie JPY istotnie podniosło się. Na rynku automatycznie wzrosły oczekiwania, że bank może zacząć zmniejszać wsparcie dla gospodarki już w tym roku, co skokowo zepchnęło kurs USDJPY o pół figury do poziomu 112,5 (najniższego od pięciu dni). Po tym jak Fed a następnie EBC przystąpiły do normalizacji polityki monetarnej, podobnych działań rynek zaczyna spodziewać się po BoJ szczególnie, że poprawia się perspektywa osiągnięcia celu inflacyjnego. Niemniej od 0,6% zanotowanych w listopadzie do celowanych 2,0% jest jeszcze daleko, co może oznaczać, że zmiany w polityce banku centralnego Japonii w 2018 są mało prawdopodobne. Mimo to inwestorzy wypatrują sygnałów wycofywania BoJ z łagodnej polityki, co pozytywnie przekłada się na notowania jena.

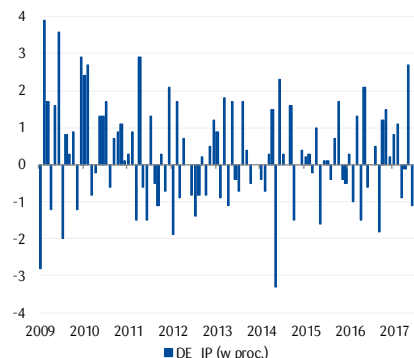
**Wykres dnia: Wraz z umacnianiem się dolara rosną szanse na spadek kursu EURCHF. Poniżej indeks dolarowy DXY (czerwona linia, skala odwrócona, p.oś) na tle kursu EURCHF (l.oś).**



Źródło: Thomson Reuters

Joanna Bachert  
[joanna.bachert@pkobp.pl](mailto:joanna.bachert@pkobp.pl)  
 +48 22 521 41 16

W listopadzie produkcja przemysłowa Niemiec osiągnęła najwyższą dynamikę wzrostu od ponad ośmiu lat na poziomie 3,4% m/m. Dane dają powód do zadowolenia wskazując, że największa gospodarka strefy euro rok 2017 zakończyła bardzo dobrze.



Źródło: Thomson Reuters

## Rynek walutowy

Notowania kursów		Δ 1d	Δ 5d
EUR/PLN	4,19	0,02	0,03
USD/PLN	3,51	0,03	0,06
CHF/PLN	3,57	0,00	0,02
EUR/USD	1,19	0,00	-0,01
EUR/CHF	1,17	0,00	0,00

Źródło: Thomson Reuters, stan na 10.01

## Pozostałe informacje rynkowe – stopa procentowa

Notowania skarbowych papierów wartościowych (SPW), stan na dzień 9.01

	2Y	5Y	10Y
PLN	1,64	2,60	3,31
Δ 1d	3	5	7
Δ 5d	-7	-7	0

	2Y	5Y	10Y
Bund	-0,61	-0,20	0,47
Δ 1d	0	2	4
Δ 5d	0	-1	0

	2Y	5Y	10Y
UST	1,97	2,33	2,55
Δ 1d	1	4	7
Δ 5d	5	8	9

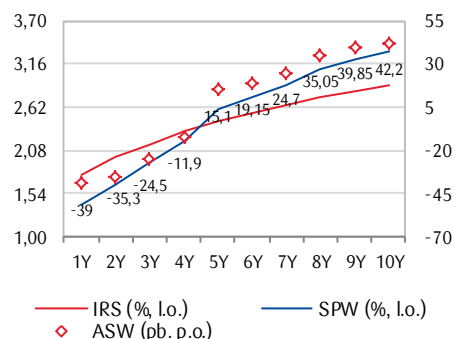
Notowania kontraktów IRS, stan na dzień: 9.01

	2Y	5Y	10Y
PLN	2,00	2,45	2,89
Δ 1d	2	3	3
Δ 5d	-4	-7	-7

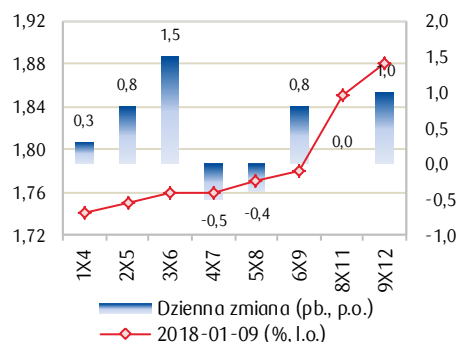
	2Y	5Y	10Y
EUR	-0,15	0,32	0,90
Δ 1d	0	2	3
Δ 5d	0	0	-1

	2Y	5Y	10Y
USD	2,15	2,35	2,52
Δ 1d	2	5	7
Δ 5d	6	9	10

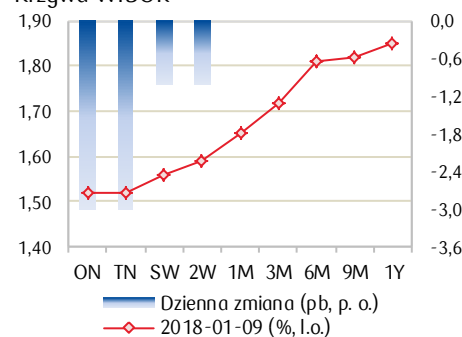
### Polski rynek stopy procentowej



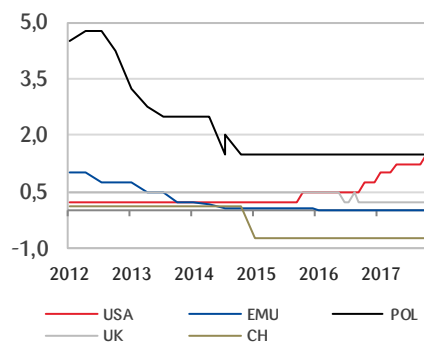
### Krzywa FRA



### Krzywa WIBOR



### Stopy procentowe banków centralnych



### Główne stopy procentowe

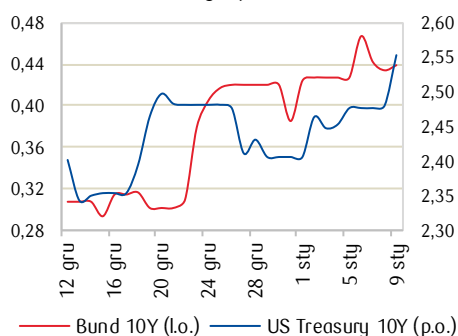
Państwo	Stopy procentowe
USA	1,25-1,50%
Strefa euro	0,00%
Japonia	-0,10%
UK	0,50%
Szwajcaria	-0,75%
Polska	1,50%
Węgry	0,90%
Czechy	0,05%

### Prognozy BSR dot. stóp procentowych\*

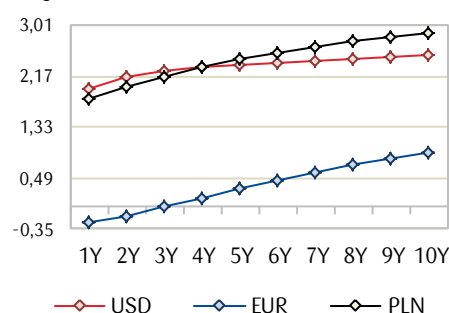
Tenor	1Q18	2Q18
PL 1Y	1,50	1,50
PL 2Y	1,85	1,85
PL 5Y	2,75	2,75
PL 10Y	3,40	3,40

\*) prognozy z 20-gru-2017 roku

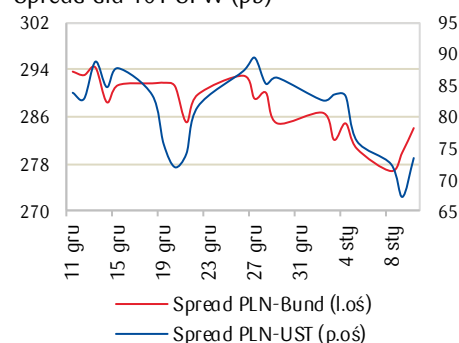
### Dochodowości obligacji (%)



### Krzywe IRS (%)



### Spread dla 10Y SPW (pb)



Źródło: Thomson Reuters

Pozostałe informacje rynkowe – waluty, akcje, surowce

Para walutowa	bid	offer
EUR/PLN	4,1689	4,1939
USD/PLN	3,4824	3,5173
CHF/PLN	3,5574	3,5777
EUR/USD	1,1914	1,1978
EUR/CHF	1,1687	1,1742
USD/JPY	112,35	113,21

notowanie dnia na: 9.01

Notowania kursów walut w NBP	
EUR/PLN	4,1779
USD/PLN	3,4992
CHF/PLN	3,5622
GBP/PLN	4,7347
CZK/PLN	0,1637
RUB/PLN	0,0613

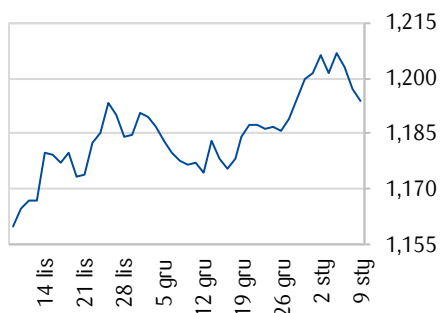
stan na dzień: 9.01

Prognozy BSR dot. kursów walut\*

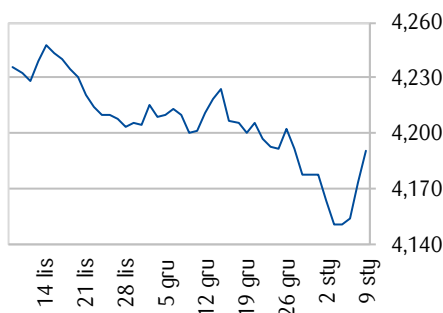
	1Q18	2Q18
EUR/PLN	4,23	4,25
USD/PLN	3,62	3,7
CHF/PLN	3,65	3,7
EUR/USD	1,17	1,15
EUR/CHF	1,16	1,15

\*) prognozy z 20-gru-2017 roku

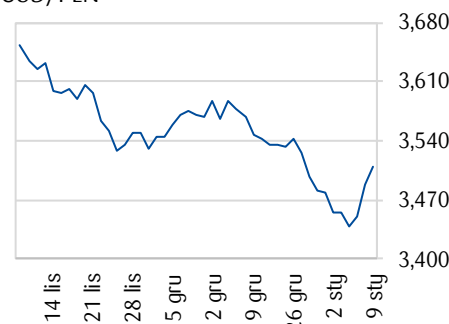
EUR/USD



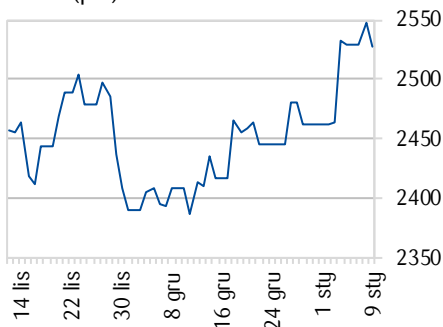
EUR/PLN



USD/PLN



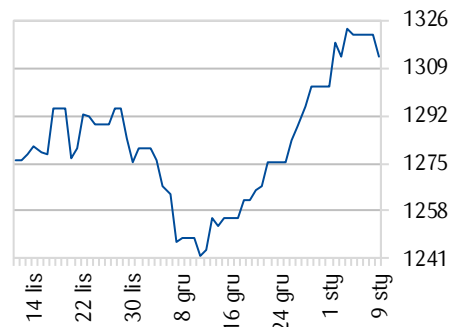
WIG20 (pkt)



Ropa naftowa (USD/bbl)



Złoto (USD/oz)



KALENDARIUM NAJWAŻNIEJSZYCH WYDARZEŃ W KRAJU I NA ŚWIECIE

Data publikacji	Godz.	Kraj	Ostatnie dane	Prognoza rynkowa
<u>Środa, 10 stycznia 2017 roku</u>				
Inflacja CPI, grudzień	9:00	CZE	2,6% r/r	
Decyzja RPP dot. poziomu stóp procentowych	-	POL	1,50%	1,50%
Konferencja prasowa po posiedzeniu RPP	16:00	POL	-	-
<u>Czwartek, 11 stycznia 2018 roku</u>				
Produkcja przemysłowa, listopad	11:00	EMU	0,2% m/m; 3,7% r/r	0,6% m/m; 3,2% r/r
Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 6.01	14:30	USA	250 tys.	245 tys.
Zapis z dyskusji podczas posiedzenia EBC w grudniu 2017 r.	14:30	EMU		

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.