



Bank Polski

# Biuletyn Rynkowy

Departament Produktów Inwestycyjnych  
PKO Bank Polski

## KOMENTARZ OGÓLNY

### **Inflacja nie schodzi z pierwszego planu**

Rosnąca inflacja pozostaje w centrum uwagi inwestorów. W Polsce w kwietniu odnotowała ona wzrost aż do 4,3% r/r z 3,2% w marcu i znalazła się poza zakładanym przez NBP pasmem odchyleń od celu. Wzrost ten wynikał w dużej mierze z efektów bazy statystycznej (niski punkt odniesienia w postaci cen paliw w trakcie zamknięcia gospodarki w kwietniu ubiegłego roku) oraz zmian cen żywności, czyli czynników, na które decyzje RPP nie mają bezpośredniego wpływu. Nasilił jednak spekulacje o tym, że pierwsza podwyżka stóp od wybuchu pandemii mogłaby mieć miejsce już w tym roku. Zwłaszcza, że w ujęciu miesięcznym w niektórych kategoriach koszyka inflacyjnego (np. meble, auta, sprzęt AGD/RTV) zaczyna być widoczna podwyżka cen za sprawą zwiększonego popytu (przy ograniczonej podaży), na który władze monetarne mogą już oddziaływać. Jednak póki co, większość członków RPP stoi na stanowisku, że o wzroście inflacji decydują czynniki podażowe i jest przeciwna podwyżkom stóp procentowych w tym roku. W naszej ocenie takie stanowisko przeważa i sprawi, że koszt pieniądza w najbliższych kwartałach faktycznie nie ulegnie zmianie. Spekulacje o podwyżkach będą się utrzymywać, podsypane wnioskami o taki ruch ze strony „jastrzębich” przedstawicieli Rady oraz wciąż wysokim poziomem inflacji, której wzrost w naszej ocenie jest trwały. Obecnie rynek wycenia podniesienie kosztu pieniądza w naszym kraju w ciągu roku przynajmniej do 0,5% z 0,1% obecnie.

### **Odreagowanie na rynku obligacji jedynie chwilowe**

Dalszy wzrost inflacji w Polsce i na świecie oraz oczekiwania na ożywienie gospodarcze zahamowały odreagowanie na rynku obligacji skarbowych i doprowadziły do silnego spadku ich wartości w niektórych państwach. Duży ruch nie ominął m.in. naszego kraju i Niemiec. O dalszych zmianach na rynku długu skarbowego w najbliższych miesiącach wciąż będą decydować dane o inflacji, a ponadto ożywienie gospodarcze w ślad za znoszeniem pandemicznych restrykcji na świecie oraz postawa banków centralnych. W najbliższych miesiącach inflacja w wielu krajach prawdopodobnie będzie utrzymywać się na wysokim poziomie szkodząc obligacjom. W podobnym kierunku w przypadku papierów dłużnych traktowanych jak bezpieczne przystanie (np. niemieckich, amerykańskich i polskich) powinna oddziaływać oczekiwana poprawa kondycji światowej gospodarki, dzięki postępującym szczepieniom, choć wciąż istnieje ryzyko związane z sytuacją w Azji (przede wszystkim w Indiach) oraz ewentualnym pojawieniem się nowych szczepów odpornych na szczepionki. Jedynie częściowo przeciwważyc te negatywne dla obligacji skarbowych czynniki może postawa banków centralnych z największych gospodarek, które prawdopodobnie w dalszym ciągu będą starać się ograniczać oczekiwania na podwyżki stóp i możliwie jak najdłużej odwlekać zacieśnianie polityki pieniężnej.

### **Jak inflacja wpływa na rynek akcji?**

Ostatnie dane o inflacji z największych gospodarek przyczyniły się do wzrostu zmienności na giełdach. Z jednej strony bowiem przyspieszenie wzrostu cen podsyca obawy przed podwyżkami stóp, które są negatywne dla większości spółek. Dodatkowo może negatywnie wpływać na nastroje konsumentów. Z drugiej jednak, przy utrzymaniu się dotychczasowej postawy banków centralnych, które nie spieszą się z początkiem ograniczania wsparcia dla gospodarki (jak np. w Polsce), inflację można traktować jako czynnik pozytywny dla rynku akcji, ponieważ ułatwia spółkom podnoszenie cen za swoje produkty i usługi, co podnosi ich wyniki. W związku z tym, że postawa banków centralnych największych państw w najbliższym czasie nie powinna ulegać istotnej zmianie, nawet przy podwyższonej inflacji i ożywieniu gospodarczym, prawdopodobnie dominować będzie pozytywny wpływ inflacji na giełdy.

## POLSKA - AKCJE

### Komentarz rynkowy

Ostatnie tygodnie były udane dla polskich spółek. Indeks WIG20 wybił się górą z przedziału wahań, w którym pozostawał przez kilka miesięcy i znalazł się na najwyższym poziomie od początku pandemii. Indeks ten, w górę ciągnęły m.in. banki, na które pozytywnie wpływał spadek prawdopodobieństwa skrajnie negatywnego rozstrzygnięcia sprawy kredytów frankowych oraz wzrost oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp procentowych. TSUE wskazał, że w kwestii kredytów walutowych decydujący głos powinien należeć do krajowych sądów. Z kolei Sąd Najwyższy ostatecznie nie wydał uchwały w tej sprawie, ponieważ najpierw chce się zapoznać m.in. ze stanowiskiem KNF i NBP. Spółki z sektora bankowego dobrze radzą sobie również w innych krajach. Ta względna siła ma szansę się utrzymać i dalej wspierać WIG20. W tym samym kierunku oddziałują dane z krajowej gospodarki. Pozytywnie nastroja m.in. wzrost nakładów inwestycyjnych firm w I kw. br., który nie był efektem niskiej bazy, tylko odzwierciedleniem odbicia popytu na środki transportu oraz zwiększenia się wydatków na maszyny i urządzenia. Inwestycje firm to kolejny silnik, który obok eksportu i konsumpcji powinien napędzać polską gospodarkę w najbliższych miesiącach.

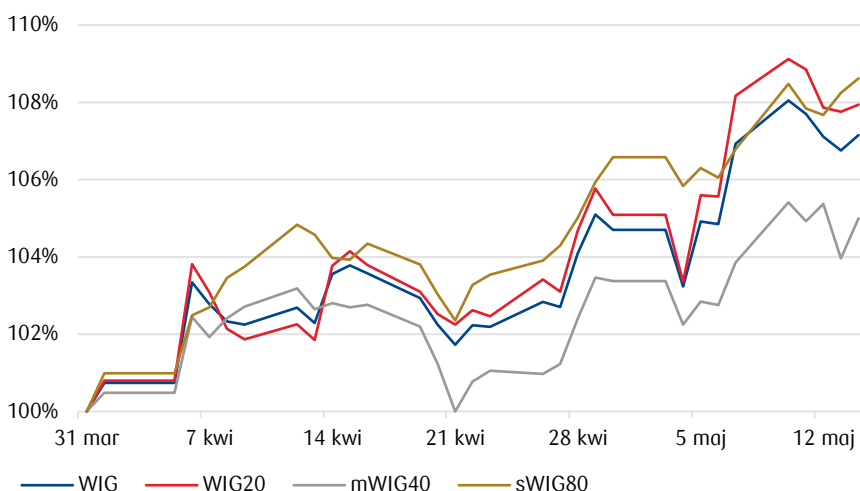
### Argumenty przemawiające za wzrostem notowań:

- Wzrost inwestycji firm
- Względna siła polskiej gospodarki i rynku pracy
- Działania rządu i NBP ograniczające negatywny wpływ restrykcji wprowadzonych w ramach walki z koronawirusem
- Znoszenie restrykcji w gospodarce

### Argumenty przemawiające za spadkiem notowań:

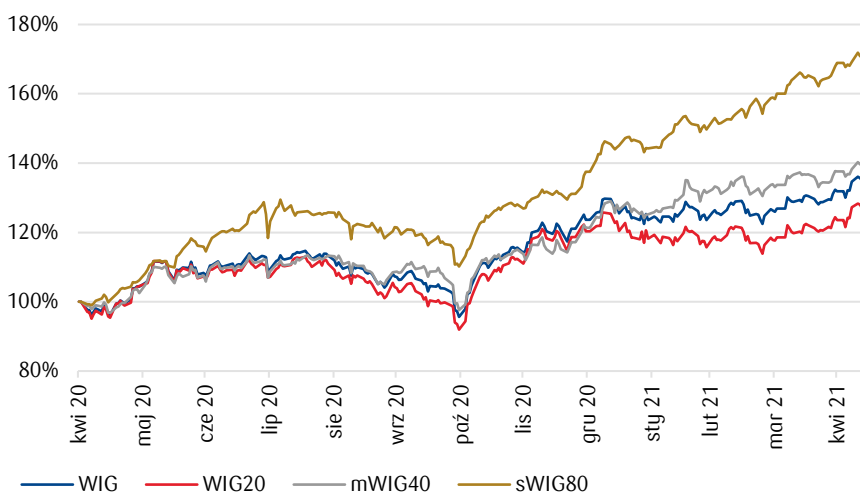
- Dotychczasowe restrykcje wprowadzone w ramach walki z COVID-19
- Podwyższona wrażliwość na wahania nastrojów inwestycyjnych na świecie
- Ewentualne negatywne dla banków skutki uchwały Sądu Najwyższego w sprawie kredytów walutowych

### Wybrane indeksy GPW w kwietniu i maju 2021:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

### Wybrane indeksy GPW od kwietnia 2020:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

# BIULETYN RYNKOWY

## POLSKA – OBLIGACJE SKARBOWE

### Komentarz rynkowy

Od końca kwietnia do połowy maja polskie 5- i 10-letnie obligacje skarbowe dynamicznie traciły na wartości. Rentowność tych drugich odnotowała wzrost z 1,6% aż do 2%. Impuls do tego ruchu dał m.in. wzrost inflacji w Polsce w kwietniu do 4,3% r/r z 3,2% w marcu. Dynamika wzrostu cen prawdopodobnie będzie utrzymywać się na wysokim poziomie (ponad pasmem odchyień od celu inflacyjnego NBP) przez cały 2021 r., jednak raczej nie będzie to wystarczający argument dla RPP do tego, by podnieść stopy procentowe w tym roku. Mogą pojawiać się jednak wnioski o podwyżkę i nasilające się spekulacje na ten temat. Już teraz uczestnicy rynku zakładają podwyżkę do przynajmniej 0,5% w ciągu roku (z 0,1% obecnie). W krótkim terminie wzrost rentowności (spadek wartości) może chwilowo wyhamować w związku z dużą skalą dotychczasowego ruchu. W dłuższej perspektywie jednak oczekiwana wysoka inflacja i ożywienie gospodarcze będą tworzyć negatywną presję na rynku polskiego długu skarbowego.

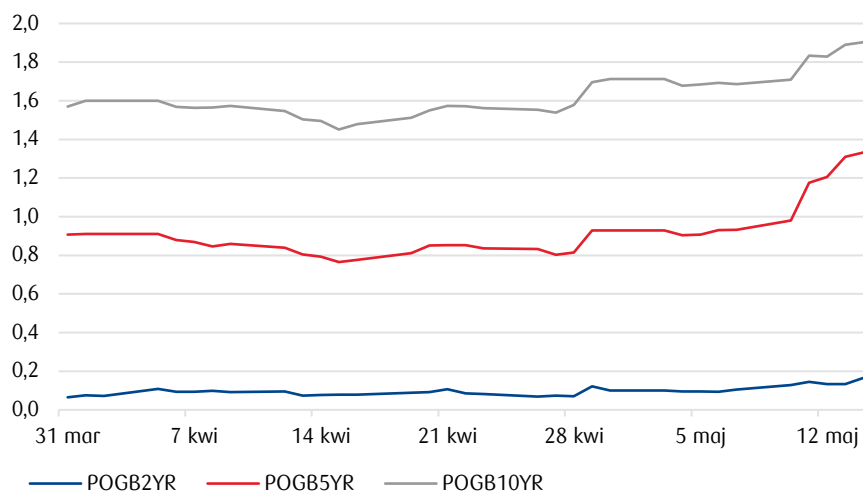
### Argumenty przemawiające za wzrostem notowań:

- Skup obligacji skarbowych na rynku wtórnym przez NBP
- Dotychczasowe obniżki stóp przez RPP
- Niewzruszona postawa RPP, mimo wzrostu inflacji

### Argumenty przemawiające za spadkiem notowań:

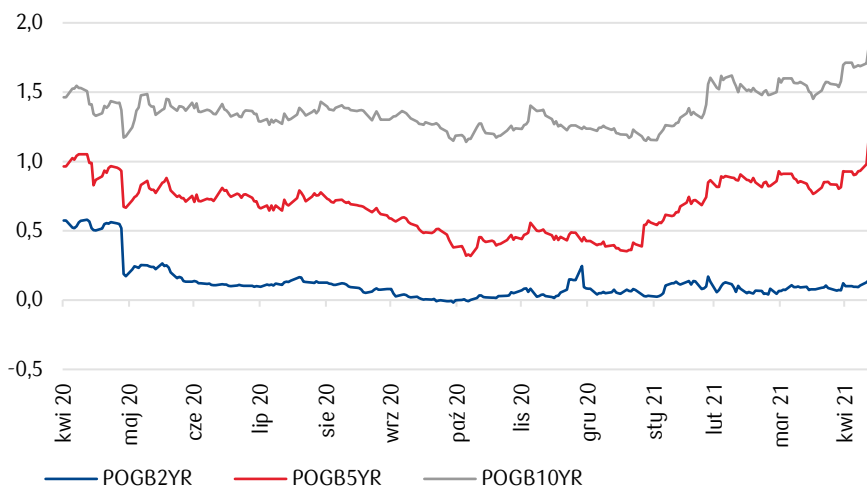
- Możliwy dalszy wzrost inflacji w Polsce i na świecie
- Wzrost wydatków budżetowych w ramach walki z negatywnymi skutkami pandemii i prawdopodobnie niższe przychody budżetowe skutkujące wyższą podażą obligacji skarbowych

### Rentowności obligacji skarbowych w kwietniu i maju 2021:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

### Rentowność obligacji skarbowych od kwietnia 2020:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

## RYNKI ROZWINIĘTE – OBLIGACJE SKARBOWE

### Komentarz rynkowy

Zachowanie obligacji skarbowych krajów rozwiniętych w ostatnich tygodniach było zróżnicowane. Niemieckie papiery dłużne traciły na wartości za sprawą obaw przed inflacją oraz poprawiających się perspektyw tamtejszej gospodarki. Bundesbank prognozuje, że przejściowo dynamika cen może w Niemczech wzrosnąć do 4% r/r, a znoszenie restrykcji sprawi, że gospodarka odrobi pandemiczne straty jeszcze w tym roku, a nie jak do tej pory zakładano, w przyszłym. Mimo to Europejski Bank Centralny wciąż podkreśla, że jest zdecydowanie za wcześnie na wycofywanie ultra łagodnej polityki pieniężnej. Te zapewnienia mogą jednak być niewystarczające do tego, by w najbliższym czasie zatrzymać wzrosty rentowności niemieckich obligacji skarbowych, które mimo ostatniej wyżki pozostają ujemne.

Tego typu zapewnienia w ostatnich tygodniach wystarczyły natomiast, by zatrzymać wzrosty rentowności amerykańskich obligacji skarbowych. Przedstawiciele Rezerwy Federalnej zapewniają, że silny wzrost presji inflacyjnej jest przejściowy. W kwietniu inflacja konsumentów wzrosła tam do 4,2% r/r. Amerykańskim władzom monetarnym łatwiej było zatrzymać spadek wartości obligacji skarbowych niż europejskim, ponieważ już wcześniej na tamtejszym rynku długu miał miejsce duży ruch. W dłuższym okresie, przy utrzymującej się presji inflacyjnej i ożywieniu gospodarczym rentowności długu USA prawdopodobnie jednak powrócą do wzrostów.

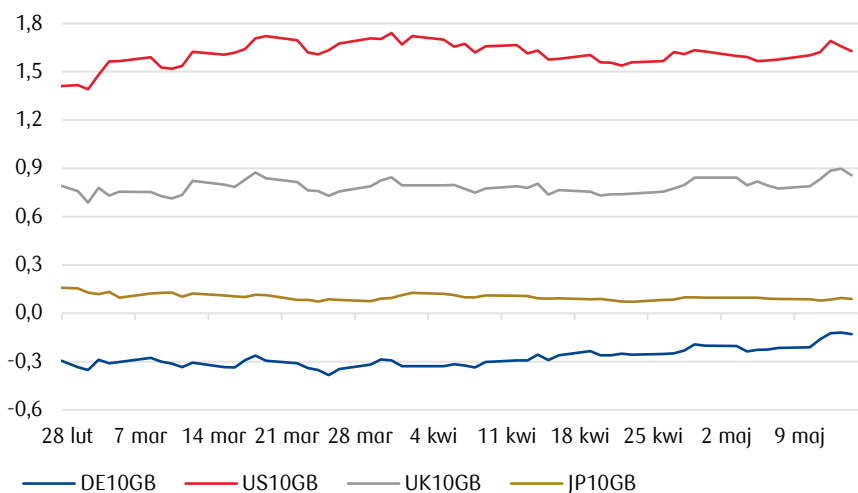
### Argumenty przemawiające za wzrostem notowań:

- Programy skupu aktywów przez EBC i Fed
- Determinacja banków centralnych do utrzymania wsparcia dla gospodarek nawet do 2022 r.
- Skutki ostatniej fali pandemii

### Argumenty przemawiające za spadkiem notowań:

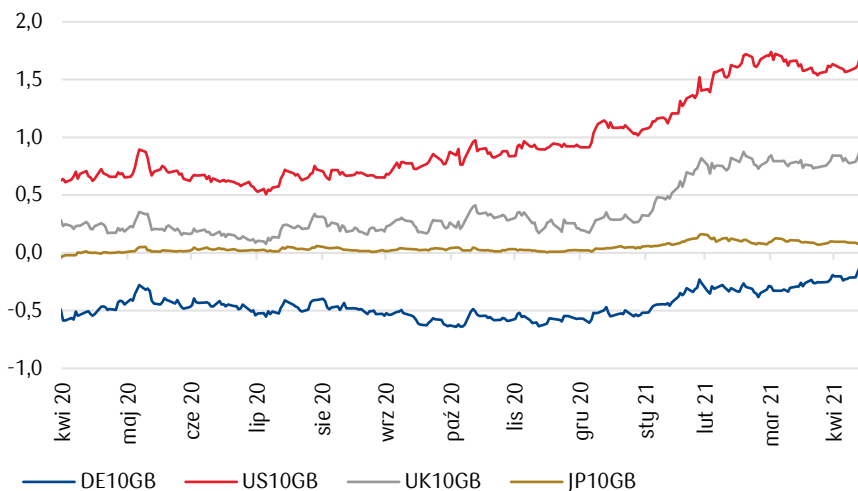
- Obawy przed wzrostem inflacji na świecie
- Wzrost cen surowców
- Wzrost wydatków budżetowych krajów rozwiniętych w ramach walki z negatywnymi skutkami pandemii przy oczekiwanych niższych przychodach
- Lekki odpływ kapitału z bezpiecznych przystani w okresach poprawy nastrojów na rynkach

### Rentowności obligacji skarbowych w kwietniu i maju 2021:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

### Rentowność obligacji skarbowych od kwietnia 2020:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

## EUROPA ZACHODNIA - AKCJE

### Komentarz rynkowy

W ostatnim miesiącu wzrosła zmienność zachodnioeuropejskich indeksów giełdowych, jednak pozostawały one w konsolidacji na wysokich poziomach. Na większą korektę spadkową nie pozwalały oczekiwania na poprawę kondycji europejskiej gospodarki w ślad za znoszeniem restrykcji oraz utrzymujący się napływ kapitału do tradycyjnych sektorów, posiadających relatywnie duży udział w indeksach starego kontynentu. W najbliższych tygodniach zachowanie tych indeksów będzie prawdopodobnie podobne – próby głębszej korekty spadkowej będą przeplatane atakami na historyczne maksima. W dłuższej perspektywie otoczenie gospodarcze powinno przemawiać za ruchem w górę – zarówno przemysł, który pozostaje silny, jak i odradzające się usługi. Towarzyszyć temu będzie ultra łagodna polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego i działania fiskalne dodatkowo wspierające wzrost. Czynniki te powinny pozytywnie wpływać na wyniki spółek. Sezon publikacji raportów za I kw. wśród europejskich spółek można uznać jako udany. Zarówno pod względem przychodów, jak i zysku ok. 70% podmiotów zdołało do tej pory przebić rynkowe prognozy, co jak na europejskie spółki jest bardzo dobrym wynikiem.

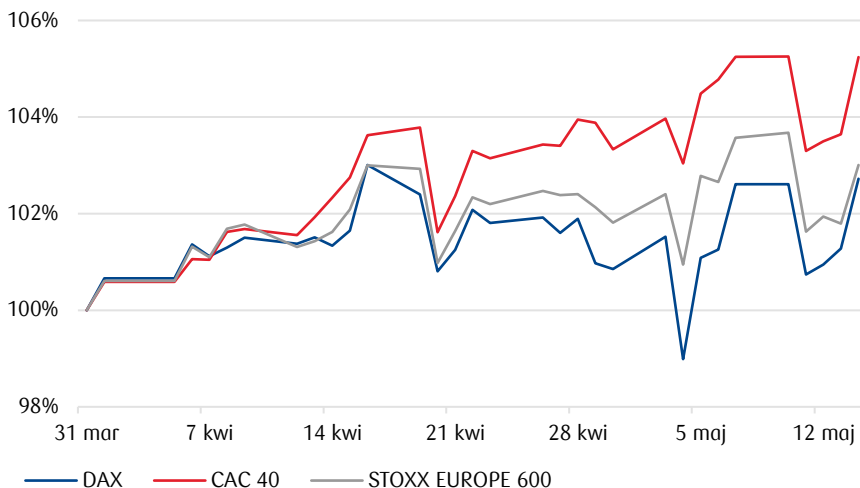
### Argumenty przemawiające za wzrostem notowań:

- Pakiety stymulacyjne ograniczające negatywny wpływ restrykcji wprowadzonych w ramach walki z pandemią na kondycję firm
- Poprawa nastrojów wokół sektora bankowego
- Udany sezon wyników za I kw.

### Argumenty przemawiające za spadkiem notowań:

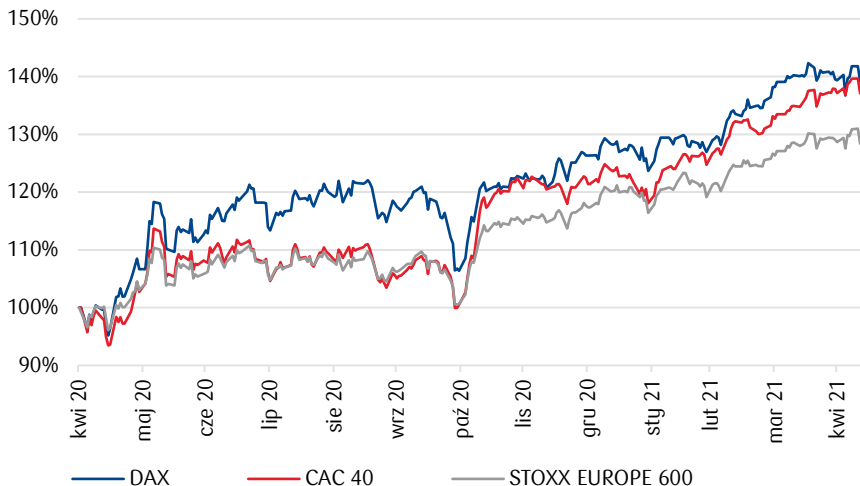
- Negatywny wpływ dotychczas wprowadzonych restrykcji
- Ewentualne sygnały z EBC o początku wycofywania się z łagodnej polityki pieniężnej

### Wybrane indeksy regionu w kwietniu i maju 2021:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

### Wybrane indeksy regionu od maja 2020:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

## AMERYKA PÓŁNOCNA - AKCJE

### Komentarz rynkowy

Amerykańskie indeksy giełdowe w ostatnich tygodniach konsolidowały się na wysokich poziomach. Z jednej strony wspierał je tradycyjnie udany sezon wyników kwartalnych tamtejszych spółek – aż blisko 90% z nich zdołało przebić prognozy zysku. Na podstawie dotychczas przedstawionych raportów szacuje się, że zysk wzrósł o ponad 50% r/r, podczas gdy przed sezonem zakładano, że będzie to 30%. Z kolei przychody mogą się zwiększyć o ok. 13%, przy wcześniej oczekiwanych 9%. Z drugiej strony indeksom w USA szkodziło pogorszenie nastrojów amerykańskich konsumentów związane z obawami inflacyjnymi. W najbliższych tygodniach na giełdach w USA mogą utrzymywać się zwiększone wahania w trakcie których strach przed inflacją mieszał się będzie z oczekiwaniami na dalszą wyraźną poprawę kondycji gospodarki. Wspomniany strach skutecznie starają się zmniejszać przedstawiciele Fed, którzy wskazują, że przyspieszenie wzrostu cen jest tymczasowe.

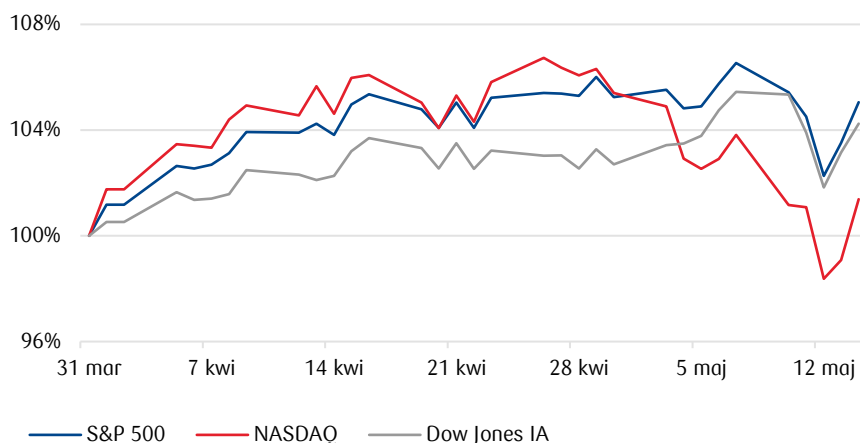
### Argumenty przemawiające za wzrostem notowań:

- Szczepienia przeciwko COVID-19 w USA w solidnym tempie i oczekiwane ożywienie gospodarki w II połowie roku
- Zdecydowane działania Fed i rządu wspierające rynki finansowe i gospodarkę
- Kolejne rządowe pakiety fiskalne

### Argumenty przemawiające za spadkiem notowań:

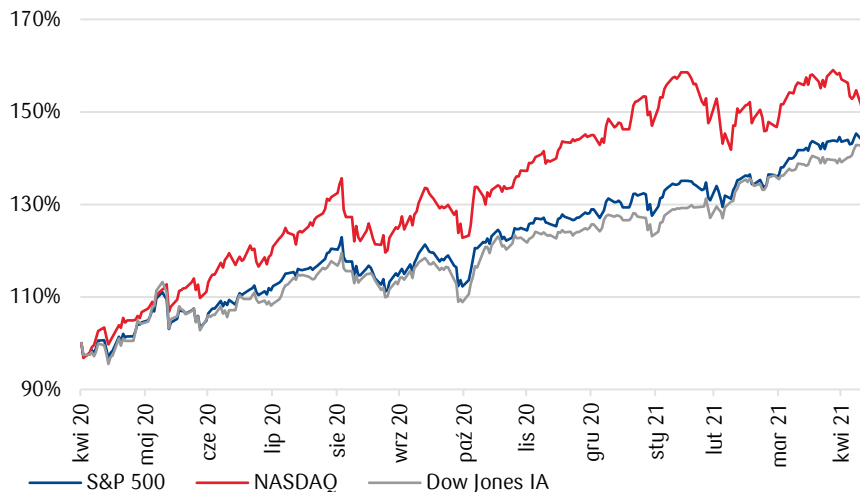
- Negatywny wpływ pandemii na kondycję przedsiębiorstw
- Akcje z indeksu S&P500 najdroższe od czasu bańki internetowej

### Wybrane indeksy regionu w kwietniu i maju 2021:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

### Wybrane indeksy regionu od kwietnia 2020:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

# BIULETYN RYNKOWY

## NOWA EUROPA - AKCJE

### Komentarz rynkowy

Ostatnie tygodnie na giełdach krajów Nowej Europy upłynęły pod znakiem wzrostów. Odrabiały one wcześniejszą słabość wspierane perspektywą poprawy kondycji europejskiej gospodarki. Odbicie nie ominęło tureckiego parkietu, ale wciąż nie można mówić o odbudowaniu zaufania do tureckiego rynku, które zostało nadwątlone po marcowej decyzji prezydenta o zmianie prezesa banku centralnego. Pokazują to chociażby notowania liry, która wciąż jest rekordowo słaba. Inne kraje Nowej Europy pozostają beneficjentami stopniowego otwierania się gospodarek starego kontynentu i utrzymującej się siły przemysłu. Czynniki te powinny je wspierać również w najbliższych miesiącach.

### Argumenty przemawiające za wzrostem notowań:

- Relatywnie najtańszy region spośród rynków wschodzących
- Działania rządów na świecie ograniczające negatywny wpływ pandemii na gospodarkę

### Argumenty przemawiające za spadkiem notowań:

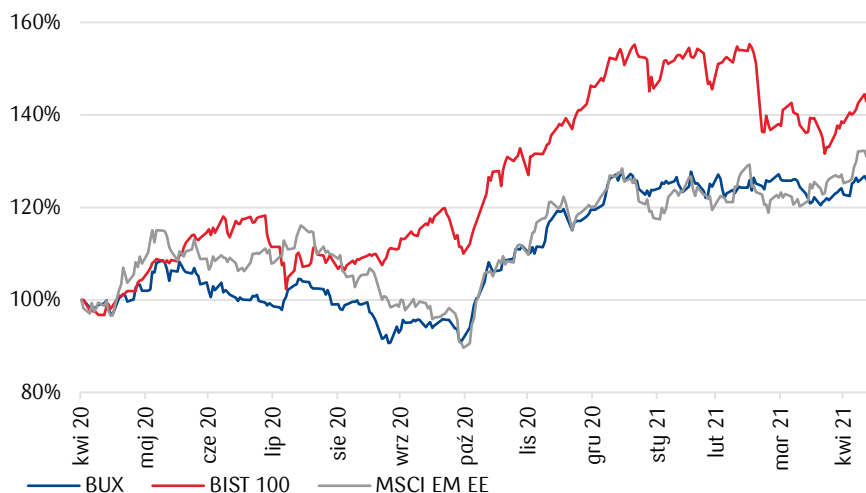
- Wciąż ograniczone zaufanie inwestorów do tureckich aktywów
- Wysoka wrażliwość na zmiany nastrojów inwestycyjnych na świecie
- Negatywne skutki pandemii

### Wybrane indeksy regionu w kwietniu i maju 2021:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

### Wybrane indeksy regionu od kwietnia 2020:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021



## RYNKI WSCHODZĄCE – AKCJE

### Komentarz rynkowy

Na giełdach największych krajów wschodzących w ostatnich tygodniach miała miejsce konsolidacja. Poprawiły się nieco nastroje wokół chińskich spółek technologicznych po tym, jak FTSE Russell przywrócił udział Xiaomi w swoich indeksach, a Stany Zjednoczone usunęły ten podmiot z czarnej listy. Obecność na tej liście m.in. sprawiała, że Amerykanie nie mogli kupować akcji Xiaomi. Pod koniec maja odbicie obserwowaliśmy również w notowaniach spółek z Indii, mimo poważnych problemów tego kraju z opanowaniem pandemii. O zwwyżce decydowały m.in. pogłoski o planie wsparcia dla gospodarki. Co ciekawe silny wzrost zachorowań w Indiach nie przestraszył inwestorów zagranicznych – odpływ kapitału z rynku akcji w kwietniu 2021 r. był zdecydowanie mniejszy niż w marcu 2020 r., co daje nadzieję na to, że po tym jak pandemia straci na sile, inwestorzy zagraniczni wesprą wzrosty indeksów giełdowych w Indiach.

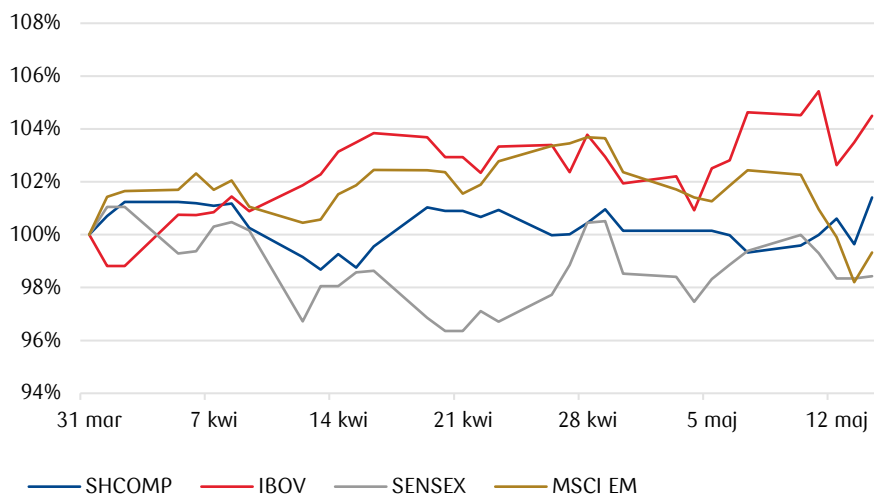
### Argumenty przemawiające za wzrostem notowań:

- Wzrost cen surowców
- Relatywna siła sektora przemysłowego
- Powrót spółki Xiaomi do indeksów FTSE Russell i usunięcie jej z czarnej listy w USA

### Argumenty przemawiające za spadkiem notowań:

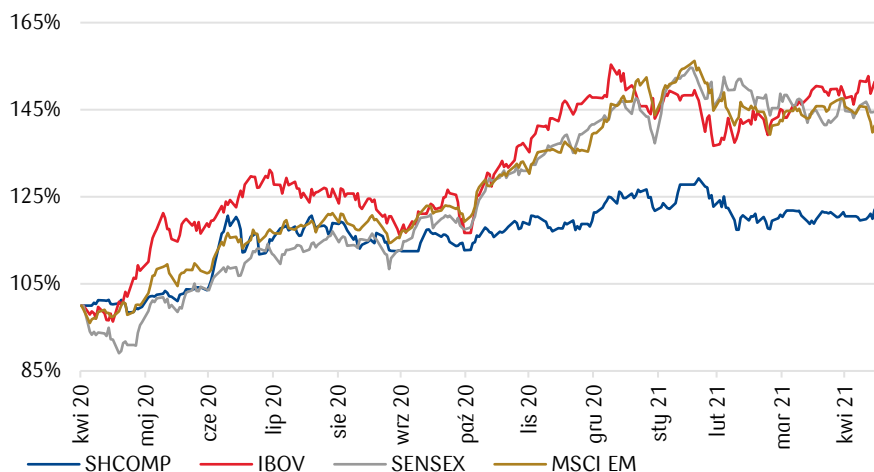
- Dotkliwa kolejna fala pandemii w Brazylii i Indiach
- Negatywna presja w notowaniach spółek internetowych w Chinach pod wpływem działań antymonopolowych rządu

### Wybrane indeksy regionu w kwietniu i maju 2021:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

### Wybrane indeksy regionu od kwietnia 2020:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

## JAPONIA – AKCJE

### Komentarz rynkowy

W połowie maja japońskie indeksy giełdowe odnotowały dość silne spadki. Decydowały o tym m.in. obawy przed inflacją oraz zmagania z pandemią w Azji. Ponadto inwestorów rozczarowała nieco bierność Banku Japonii w trakcie zniżki na giełdzie. Później odbicie hamowały nieco gorsze od prognoz dane o PKB tego kraju za I kw. i obawy, że z powodu pandemii gospodarka kraju kwitnącej wiśni w II kw. dalej nie najlepiej będzie sobie radzić. W nieco dłuższej perspektywie jednak oczekiwane znoszenie restrykcji na świecie powinno pozytywnie wpływać na tę nastawioną na eksport gospodarkę, a co za tym idzie również na tamtejsze spółki. Nadziejemy na to dają m.in. dobre dane o eksporcie tego kraju za kwiecień.

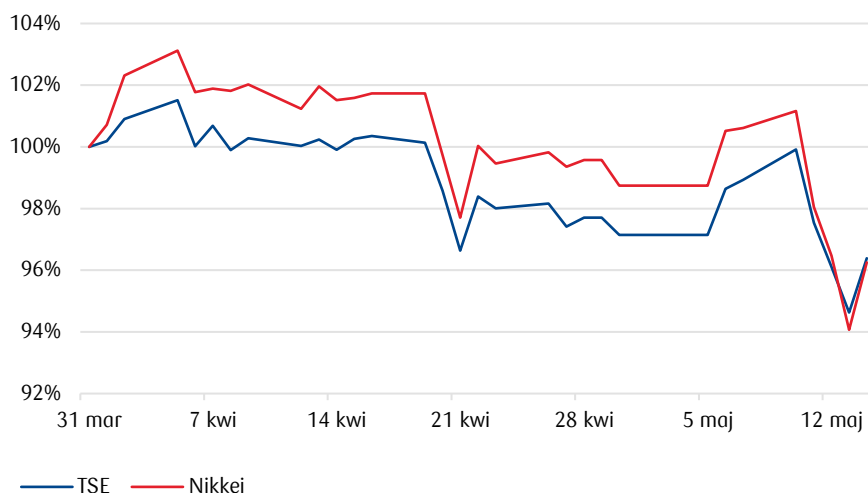
### Argumenty przemawiające za wzrostem notowań:

- Porozumienie pomiędzy USA, a Japonią odnośnie inwestycji w łańcuchy dostaw półprzewodników
- Solidne dane z gospodarki, w tym o eksporcie

### Argumenty przemawiające za spadkiem notowań:

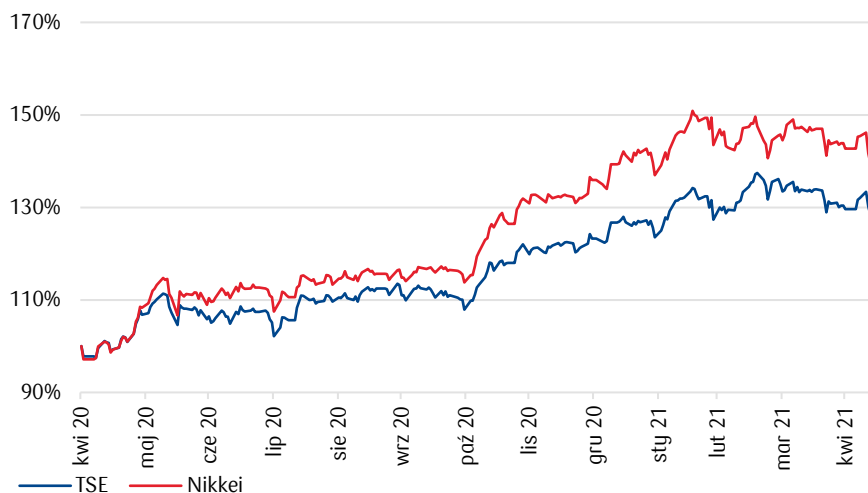
- Obawy przed powrotem restrykcji w niektórych japońskich miastach
- Zakłócenia w globalnych łańcuchach produkcyjnych

### Wybrane indeksy regionu w kwietniu i maju 2021:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

### Wybrane indeksy regionu od kwietnia 2020:

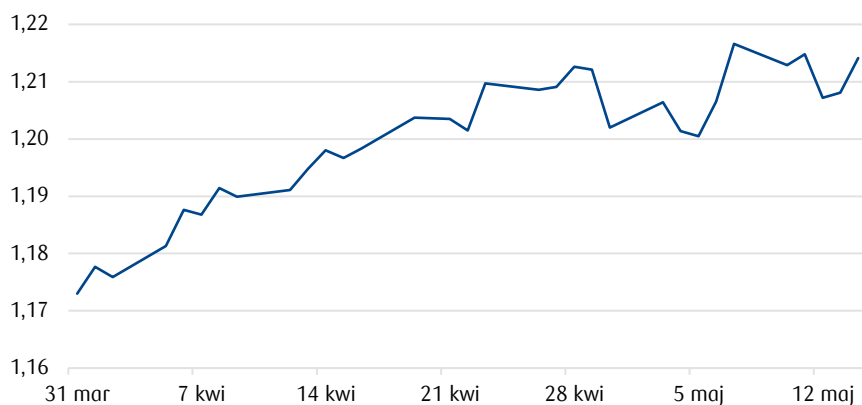


Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

## WALUTY

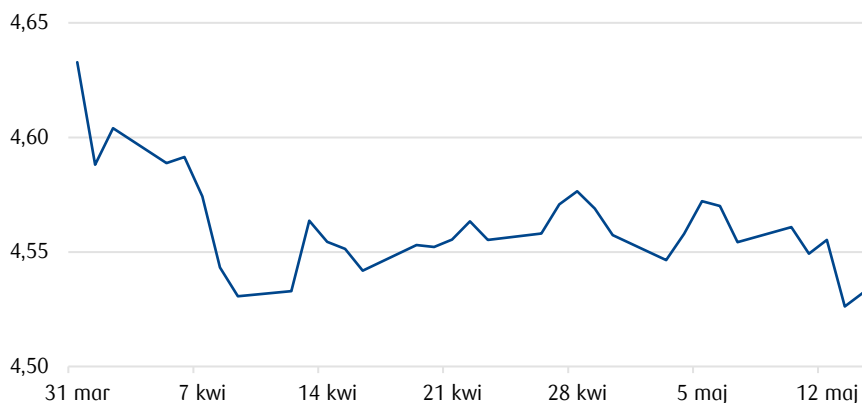
Kursy w kwietniu i maju 2021:

### EURUSD



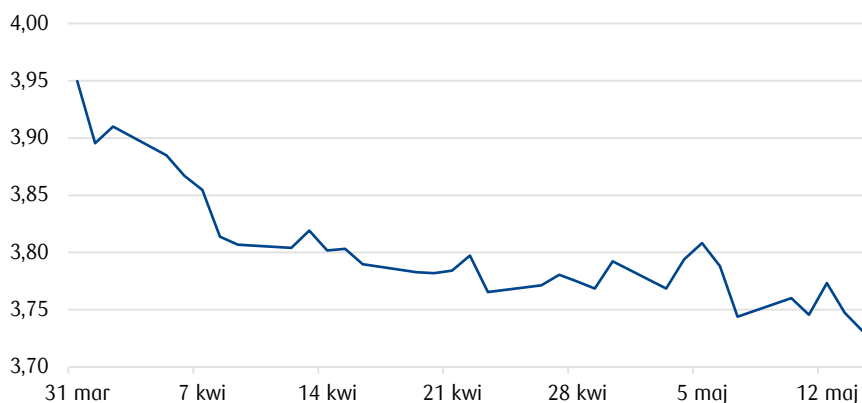
Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

### EURPLN



Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

### USDPLN



Źródło: Bloomberg, dane do 15 maja 2021

#### Argumenty przemawiające za

##### WZROSTEM kursu EURUSD:

- Nielimitowany skup aktywów przez Fed
- Wysokie wydatki budżetowe w USA

#### Argumenty przemawiające za

##### SPADKIEM kursu EURUSD:

- Dolar bezpieczną przystanią w czasie zawirowań na rynkach
- Skup aktywów przez EBC

#### Argumenty przemawiające za

##### WZROSTEM kursu EURPLN:

- Realnie istotnie ujemne stopy procentowe w Polsce
- Determinacja RPP do utrzymywania stóp bez zmian

#### Argumenty przemawiające za

##### SPADKIEM kursu EURPLN:

- Sygnały relatywnej siły polskiej gospodarki
- Narastanie presji inflacyjnej w Polsce

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez 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.