



Bank Polski

# Biuletyn Rynkowy

Departament Produktów Inwestycyjnych  
PKO Bank Polski

## KOMENTARZ OGÓLNY

### **Na co inwestorzy zwracają uwagę?**

Od kilku miesięcy w centrum uwagi inwestorów znajdują się te same czynniki, zmienia się tylko ich waga. Po tym jak minęła wiosenna fala zachorowań na COVID-19 w Europie, uczestnicy rynku skupili się na inflacji. Obecnie ponownie więcej uwagi poświęca się pandemii niż dynamice wzrostu cen. Rosną obawy, że szybko rozprzestrzeniający się wariant delta spowoduje silną zwiększenie liczby nowych zachorowań na świecie i zatrzyma ożywienie gospodarcze obserwowane po ostatniej fali. Przekłada się to na spadek rentowności (wzrost wartości) obligacji skarbowych krajów rozwiniętych traktowanych jak bezpieczna przystań, takich jak USA, czy Niemcy. Co ciekawe początkowo nie prowadziło to do spadków indeksów giełdowych. Takie zachowanie rynków można tłumaczyć tym, że w ocenie inwestorów kolejna fala skutecznie powstrzyma banki centralne przed szybkimi podwyżkami stóp, ale istotnie nie zaszkodzi gospodarce, która z każdą falą pandemii staje się coraz bardziej odporna. Nadzieje na taki scenariusz zwiększa niższa śmiertelność niż w poprzednich okresach pogorszenia sytuacji pandemicznej.

### **Inflacja wciąż wysoka**

Inflacja przestała być kluczowym czynnikiem, co jednak nie oznacza, że uczestnicy rynku już nie będą na nią zwracać uwagę. W Polsce w najbliższych miesiącach prawdopodobnie pozostanie na podwyższonych poziomach, po tym jak w czerwcu spadła do 4,4% r/r z 4,7% w maju. W USA ceny rosną szybciej niż w Polsce – tam w minionym miesiącu inflacja znalazła się na poziomie 5,4% r/r, najwyższym od 13 lat, podczas gdy w maju wynosiła 5%. Co ciekawe nie zaszkodziło to amerykańskim obligacjom skarbowym. Prezes Fed zdołał przekonać rynek, że podwyżka stóp w USA nie nastąpi zbyt szybko, choć zaczyna myśleć o ograniczeniu programu skupu aktywów. W momencie gdy sytuacja pandemiczna ulegnie poprawie, a tempo wzrostu cen pozostanie wysokie, obligacje skarbowe mogą ponownie znaleźć się pod presją.

### **Sytuacja w Chinach wskazówką?**

Z uwagi na to, że Chiny zostały jako pierwsze dotknięte przez pandemię, wskaźniki z tamtejszej gospodarki często traktowane są jako prognostyk tego, co może dziać się w innych krajach za kilka miesięcy. Ostatnie dane sugerowały spowolnienie tempa odbicia gospodarczego, co nieco psuło nastroje, jednak ostatecznie pojawiły się pozytywne zaskoczenia, jak chociażby dane o sprzedaży detalicznej za czerwiec. Ponadto władze monetarne zdecydowały się na szybkie wsparcie dla gospodarki poprzez obniżkę stopy rezerw obowiązkowych. W efekcie sytuacja w Chinach przestała dawać jednoznaczne wskazówki na temat tego, co może wydarzyć się w najbliższych miesiącach w krajach, które później rozpoczęły walkę z pandemią.

## POLSKA - AKCJE

### Komentarz rynkowy

Polskie indeksy giełdowe w ostatnich tygodniach stabilizowały się. WIG pozostawał w pobliżu ustanowionego w czerwcu historycznego szczytu. Z jednej strony notowania akcji na GPW były wspierane przez pozytywne sygnały z otoczenia makro, z drugiej popyt hamowały nieco obawy przed rozprzestrzenieniem się wariantu delta na świecie i zakłócenia w światowych łańcuchach dostaw. Inflacja w Polsce chwilowo zeszła na drugi plan po tym, jak w maju prawdopodobnie osiągnęła tegoroczny szczyt. Za sprawą tych czynników sektor, który ostatnio wiodł prym we wzrostach – bankowy, tym razem radził sobie słabiej, natomiast do łask wróciły spółki z branży IT. Krajowe indeksy giełdowe wspierane poprawiającą się sytuacją w gospodarce zachowują potencjał do wzrostów. Ryzyko dla tego scenariusza stanowią obawy przed rozprzestrzenieniem się wariantu delta, jednak jak pokazał ostatni rok, kolejne fale zachorowań coraz mniej szkodzą wzrostowi gospodarczemu. Ten trend powinien się utrzymać zwłaszcza biorąc pod uwagę rosnący odsetek osób zaszczepionych. Dlatego nawet istotny wzrost liczby chorych nie powinien znacząco wpłynąć na kondycję gospodarki i GPW.

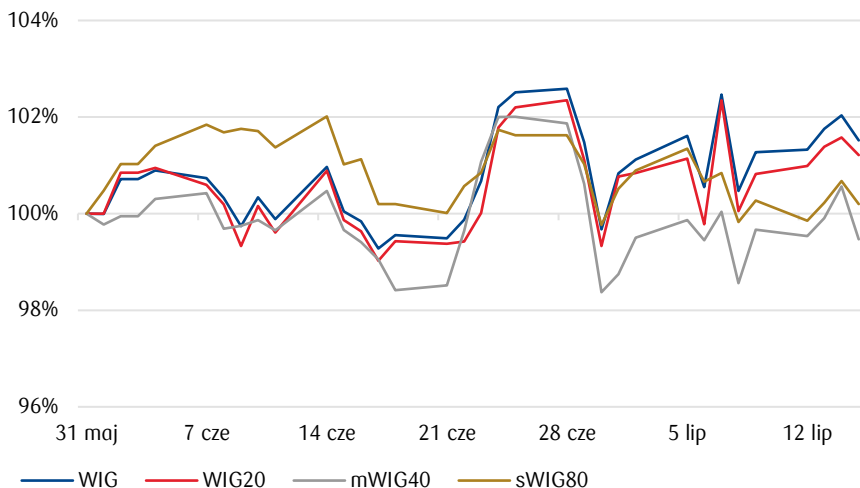
### Argumenty przemawiające za wzrostem notowań:

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

### Argumenty przemawiające za spadkiem notowań:

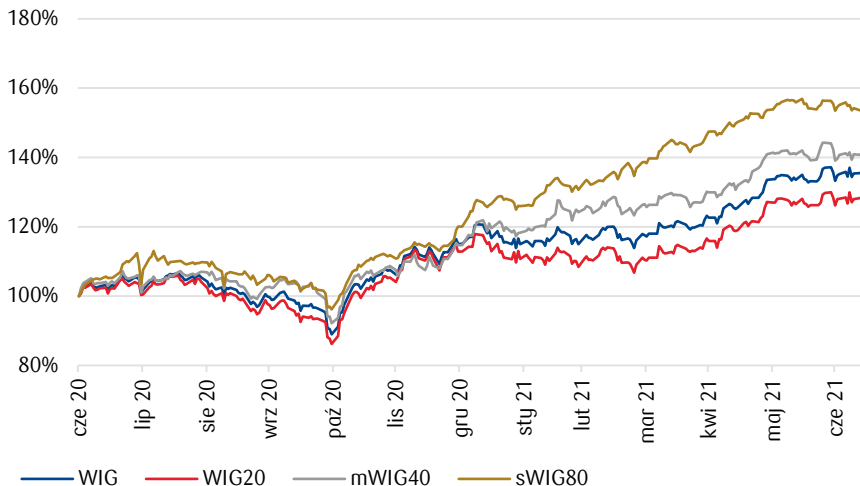
- Wysoka inflacja producentów
- Podwyższona wrażliwość na wahania nastrojów inwestycyjnych na świecie
- Ewentualne negatywne dla banków skutki uchwały Sądu Najwyższego w sprawie kredytów walutowych

### Wybrane indeksy GPW w czerwcu i lipcu 2021:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021

### Wybrane indeksy GPW od lipca 2020:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021

# BIULETYN RYNKOWY

## POLSKA – OBLIGACJE SKARBOWE

### Komentarz rynkowy

Przełom czerwca i lipca przyniósł dość silny spadek rentowności (wzrost wartości) polskich obligacji skarbowych w reakcji na niższe od prognoz dane o inflacji z Polski i w ślad za obligacjami z rynków rozwiniętych. Rentowność 10-latek zeszła do z okolic 1,8% do 1,6% po tym, jak tempo wzrostu cen konsumentów spadło w czerwcu do 4,4% r/r z 4,7% w maju. NBP podwyższył prognozowaną ścieżkę inflacji i PKB, jednak Rada Polityki Pieniężnej wciąż jest daleka od sugerowania szybkich podwyżek stóp procentowych. Przewodniczący RPP A. Głapiński wskazał, że zmiana w polityce pieniężnej najwcześniej mogłaby mieć miejsce w listopadzie. Nie oznacza to jednak, że od razu wtedy koszt pieniądza wzrośnie, ponieważ wcześniej ze strony Rady padały sugestie, że najpierw zacznie ona ograniczać skup aktywów. Dlatego też w naszym bazowym scenariuszu stopy procentowe w Polsce do końca roku pozostaną bez zmian. Nie ucichnie jednak dyskusja na temat ich podnoszenia, podsycana przez utrzymującą się na wysokim poziomie inflację. Dyskusja ta może szkodzić polskim obligacjom skarbowym.

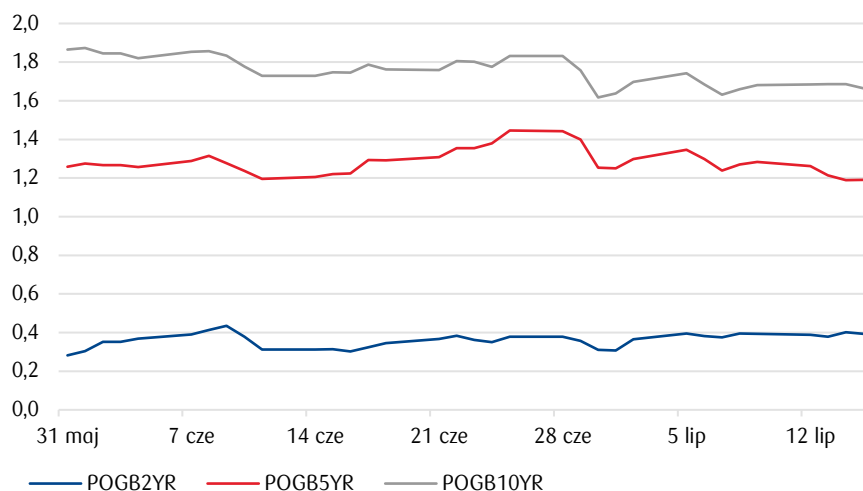
### Argumenty przemawiające za wzrostem notowań:

- Skup obligacji skarbowych na rynku wtórnym przez NBP
- Możliwa niższa podaż polskich obligacji skarbowych w dalszej części roku
- Dobra kondycja budżetu państwa
- Dotychczasowe obniżki stóp przez RPP

### Argumenty przemawiające za spadkiem notowań:

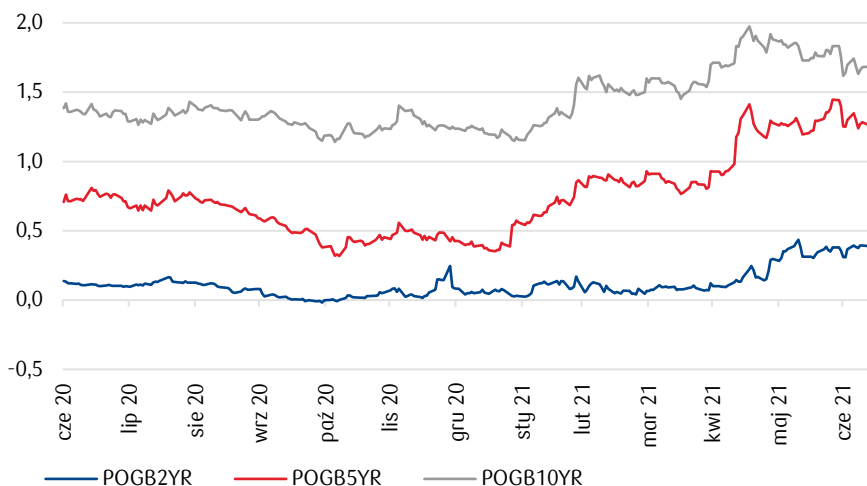
- Utrzymywanie się inflacji na podwyższonych poziomach
- Podwyżki stóp na Węgrzech i w Czechach
- Wzrost wydatków budżetowych w ramach walki z negatywnymi skutkami pandemii i prawdopodobnie niższe przychody budżetowe skutkujące wyższą podażą obligacji skarbowych

### Rentowności obligacji skarbowych w czerwcu i lipcu 2021:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021

### Rentowność obligacji skarbowych od lipca 2020:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021

## RYNKI ROZWIINIĘTE – OBLIGACJE SKARBOWE

### Komentarz rynkowy

W ostatnich tygodniach rentowności obligacji skarbowych krajów rozwiniętych spadały (ich wartość rosta) pod wpływem obaw przed wzrostem zachorowań na COVID-19 na skutek rozprzestrzeniania się wariantu delta. Rentowność amerykańskich 10-latek zeszła chwilowo pod 1,3%, podczas gdy jeszcze na początku czerwca znajdowała się w pobliżu 1,6%. W przypadku niemieckich 10-latek miał miejsce ruch z -0,15% do -0,3%. Korektę tego ruchu obserwowaliśmy przyspieszył tam do 5,4% r/r z 5% w maju i był największy od 13 lat. Obawy przed inflacją powinny skutecznie powstrzymać rentowności amerykańskich obligacji skarbowych od silniejszych spadków i prowadzić do ich odbicia. W strefie euro presja inflacyjna pozostaje wyraźnie mniejsza, jednak również tutaj trudno będzie o utrzymanie niskich poziomów rentowności w związku z ożywieniem w gospodarce po odmrożeniu gospodarki. Wydarzenia z ostatnich tygodni pokazały jednak, że obligacje skarbowe krajów rozwiniętych okresowo pozostaną wrażliwe na informacje z frontu walki z pandemią.

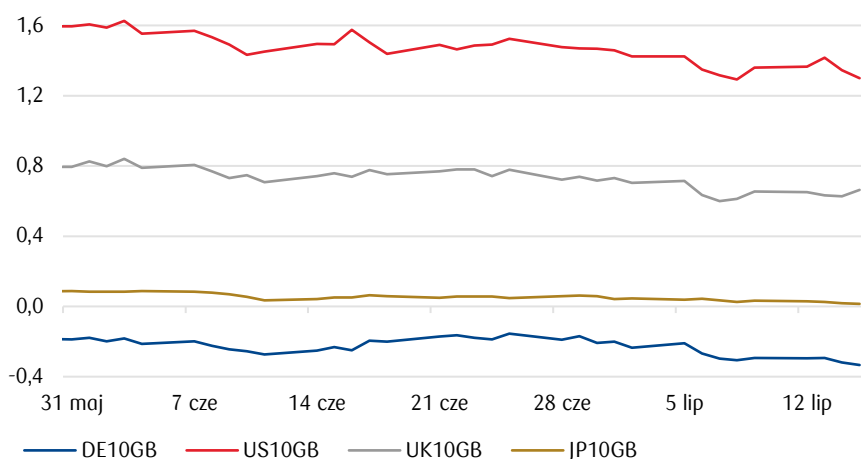
### Argumenty przemawiające za wzrostem notowań:

- 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:

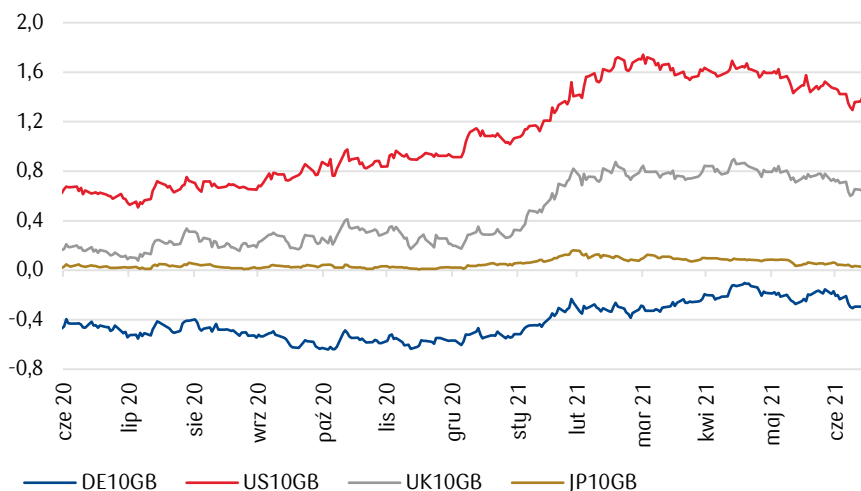
- Obawy przed wysoką inflacją na świecie
- Wzrost cen surowców
- Wzrost wydatków budżetowych krajów rozwiniętych w ramach walki z negatywnymi skutkami pandemii przy oczekiwanych niższych przychodach
- Lekki odpływ kapitału z bezpiecznych przystani w okresach poprawy nastrojów na rynkach

### Rentowności obligacji skarbowych w czerwcu i lipcu 2021:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021

### Rentowność obligacji skarbowych od lipca 2020:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021

# BIULETYN RYNKOWY

## EUROPA ZACHODNIA - AKCJE

### Komentarz rynkowy

Zachodnioeuropejskie indeksy giełdowe w II poł. czerwca i w I poł. lipca stabilizowały się przy ostatnich maksimach. Niemiecki DAX zdołał nawet nieznacznie poprawić historyczny rekord. Inwestorzy oczekiwali na początek sezonu publikacji raportów spółek za II kw., który powinien pokazać powrót wyników do poziomów sprzed pandemii. Za sprawą niskiej bazy, będącej skutkiem pandemicznych restrykcji w II kw. 2020 r., prognozy zakładają wzrost zysku spółek z indeksu STOXX600 aż o 110% r/r a przychodów o 20% r/r. Oczekiwania te w ostatnim czasie wyraźnie się zwiększyły, co rodzi małe ryzyko rozczarowania.

Na silniejszą zwyżkę indeksów w ostatnich tygodniach nie pozwalała m.in. niepewność związana ze wzrostem zachorowań na COVID-19 w niektórych krajach na starym kontynencie. Nie powinna ona jednak podkopać wiary w dalsze ożywienie gospodarcze w Europie, a co za tym idzie trwale zaszkodzić akcjom tamtejszych spółek.

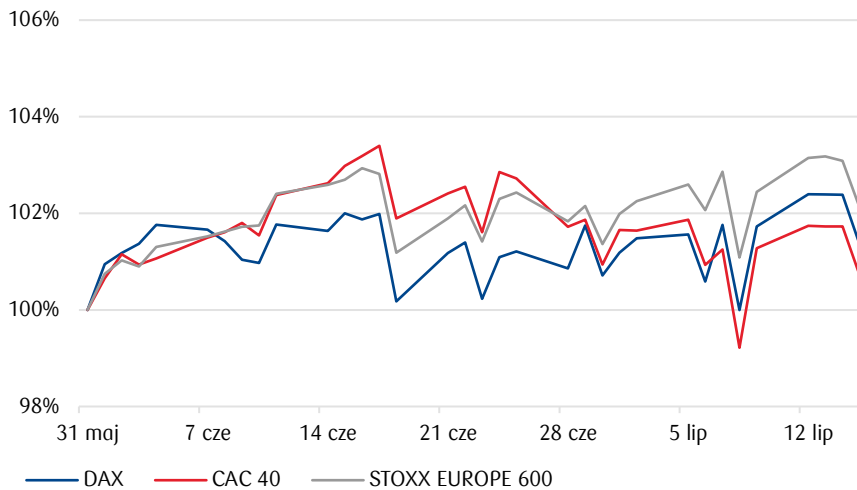
### Argumenty przemawiające za wzrostem notowań:

- Pakiety stymulacyjne ograniczające negatywny wpływ restrykcji przeciwpandemicznych na kondycję firm
- Poprawa nastrojów wokół sektora bankowego
- Oczekiwana poprawa wyników spółek w II kw.

### Argumenty przemawiające za spadkiem notowań:

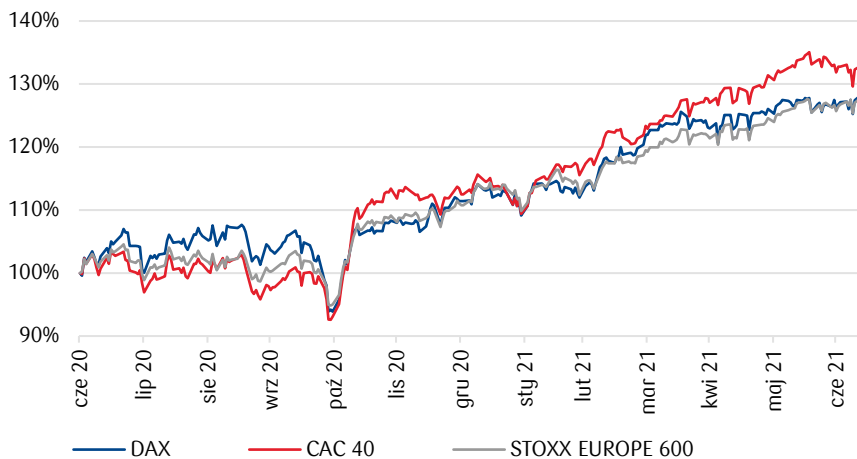
- Negatywny wpływ dotychczas wprowadzonych restrykcji
- Ewentualne sygnały z EBC o początku wycofywania się z łagodnej polityki pieniężnej

### Wybrane indeksy regionu w czerwcu i lipcu 2021:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021

### Wybrane indeksy regionu od lipca 2020:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021

# BIULETYN RYNKOWY

## AMERYKA PÓŁNOCNA - AKCJE

### Komentarz rynkowy

W ostatnich tygodniach na giełdach w USA dominowały wzrosty. Główne indeksy po raz kolejny ustanowiły historyczne maksima. Zwyżkę napędzały oczekiwania na udany sezon publikacji wyników spółek za II kw. Według prognoz zysk wzrośnie o ponad 60% r/r, a przychody o niespełna 20% r/r. Silne zmiany, podobnie jak w przypadku spółek z Europy Zachodniej, są efektem niskiej bazy z 2020 r., kiedy działalność wielu firm była ograniczona za sprawą pandemii. Na podstawie pierwszych publikacji raportów kwartalnych jeszcze trudno ocenić, czy amerykańskie spółki tradycyjnie w zdecydowanej większości przebiją oczekiwania.

Silny wzrost inflacji w USA nie przyniósł dużej reakcji amerykańskiego rynku akcji. Przy niezmiennym postawie Fed, który hamuje oczekiwania na podwyżki stóp, dane te nie rodzą dużych obaw, a wręcz mogą być postrzegane jako szansa dla spółek na poprawę wyników. Taki scenariusz komplikuje jednak fakt, że szybki wzrost cen może utrudnić wprowadzenie dużego pakietu fiskalnego planowanego przez J. Bidena w ramach wsparcia inwestycji infrastrukturalnych. Taki pakiet bowiem mógłby jeszcze podbić inflację. Niezależnie od działań J. Bidena amerykańskie spółki planują zwiększenie środków przeznaczonych na inwestycje, co w długim terminie stworzy przestrzeń do poprawy wyników i wesprze tamtejszy rynek akcji.

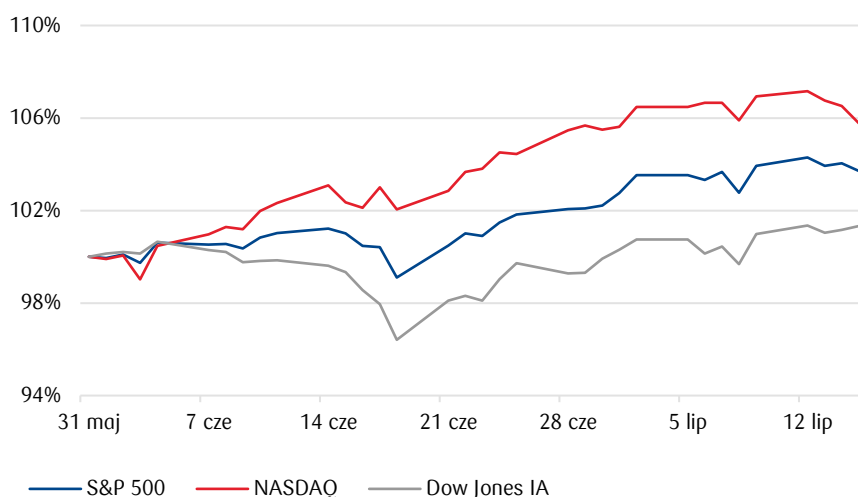
### Argumenty przemawiające za wzrostem notowań:

- Solidne tempo wzrostu amerykańskiej gospodarki
- Zdecydowane działania Fed i rządu wspierające rynki finansowe i gospodarke
- Kolejne rządowe pakiety fiskalne

### Argumenty przemawiające za spadkiem notowań:

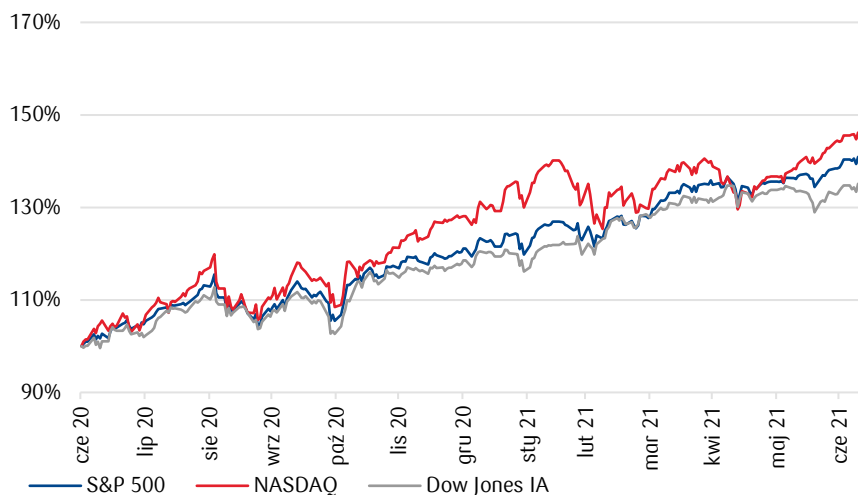
- Negatywny wpływ pandemii na kondycję przedsiębiorstw
- Akcje z indeksu S&P500 najdroższe od czasu bańki internetowej

### Wybrane indeksy regionu w czerwcu i lipcu 2021:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021

### Wybrane indeksy regionu od lipca 2020:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021

## NOWA EUROPA - AKCJE

### Komentarz rynkowy

Na giełdach Nowej Europy w ostatnich tygodniach dominował trend boczny. Pozytywnie wyróżniły się indeksy z Rosji wspierane trwałym wzrostem cen ropy ponad poziom 70 USD za baryłkę. Zwyżkę tę w najbliższym czasie będzie prawdopodobnie hamować możliwe porozumienie krajów OPEC w sprawie zwiększenia wydobycia surowca. W takich warunkach zachowanie rosyjskich indeksów powinno być już zbliżone do pozostałych benchmarków z regionu. Niezmiennie słabością wykazuje się turecki parkiet. Zaufanie do tego rynku może jednak w najbliższym czasie nieco wzrosnąć, bowiem mimo obaw inwestorów i zapowiedzi prezydenta, tamtejszy bank centralny nie obniża stóp. W efekcie chwilowo może nawet wyróżniać się względną siłą na tle innych indeksów Nowej Europy.

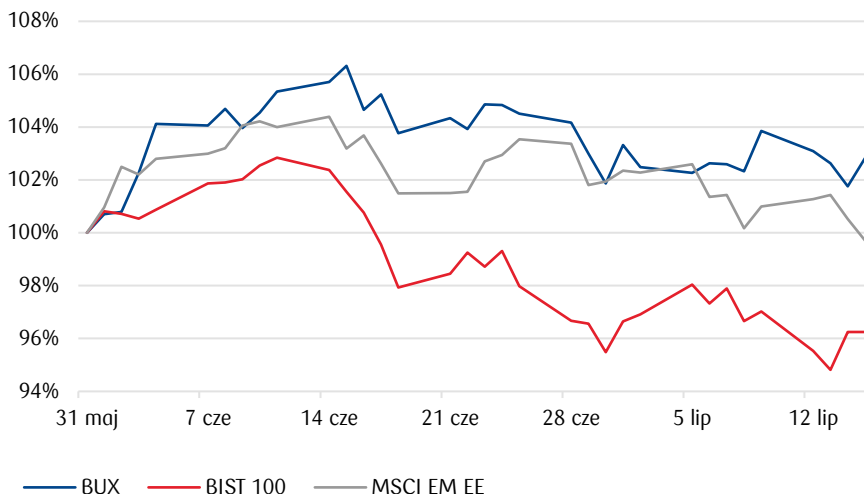
### Argumenty przemawiające za wzrostem notowań:

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

### Argumenty przemawiające za spadkiem notowań:

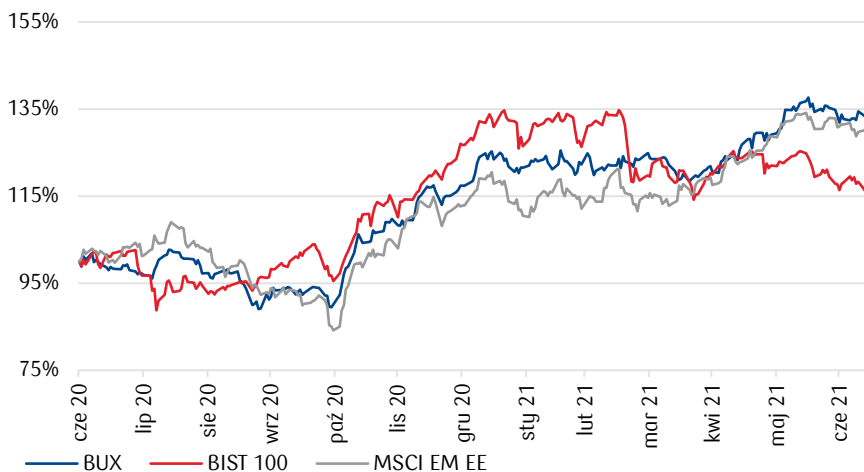
- Wciąż ograniczone zaufanie inwestorów do tureckich aktywów
- Podwyżka stóp na Węgrzech i w Czechach
- Wysoka wrażliwość na zmiany nastrojów inwestycyjnych na świecie
- Negatywne skutki pandemii

### Wybrane indeksy regionu w czerwcu i lipcu 2021:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021

### Wybrane indeksy regionu od lipca 2020:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021



# BIULETYN RYNKOWY

## RYNKI WSCHODZĄCE – AKCJE

### Komentarz rynkowy

Indeks MSCI Emerging Markets był w ostatnich tygodniach ciągnięty w dół przez chińskie akcje. Giełdom Państwa Środka szkodziły obawy przed wzmocnieniem regulacji wobec tamtejszego sektora technologicznego i spowolnieniem wzrostu gospodarczego. W najbliższym czasie nastroje wokół chińskiego rynku akcji powinny się jednak nieco poprawić po tym, jak napłynęły lepsze od prognoz dane o sprzedaży detalicznej w Chinach, a tamtejszy bank centralny podjął działania wspierające gospodarkę m.in. poprzez obniżkę stopy rezerw obowiązkowych dla banków. Wśród największych krajów wschodzących pozytywnie wyróżniły się indeksy z Indii. Sygnały napływające z tamtejszego rynku są jednak niejednoznaczne. Z jednej strony szybkie dane z gospodarki wskazują na ożywienie po tym, jak zaczęła spadać liczba nowych zachorowań na COVID-19., co przemawia na korzyść spółek z Indii. Z drugiej strony pozytywny scenariusz gospodarczy jest już w dużej mierze uwzględniony w wycenach na tamtejszych giełdach, które biją historyczne rekordy. Ponadto spada tempo szczepienia, przez co kraj ten może być dość silnie wrażliwy na kolejną falę zachorowań. W efekcie w najbliższym czasie może być już trudno o względną siłę indyjskiego rynku akcji.

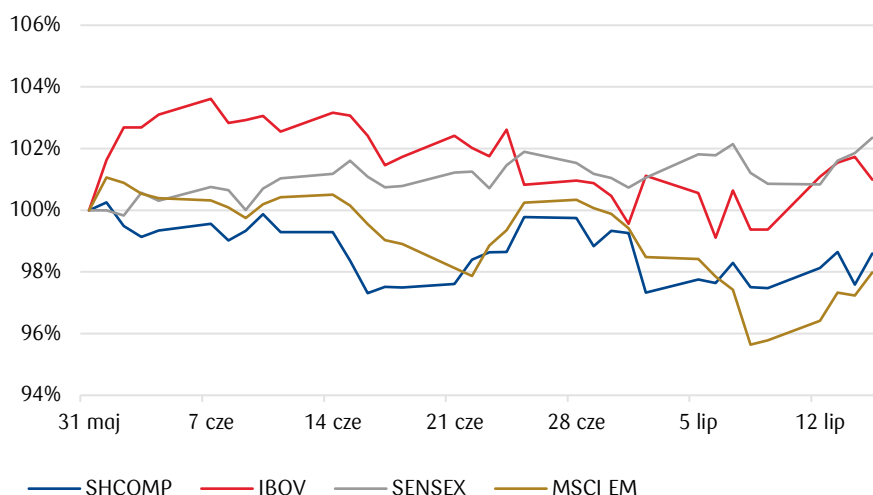
### Argumenty przemawiające za wzrostem notowań:

- Wzrost cen surowców
- Relatywna siła sektora przemysłowego
- Spadek liczby zachorowań w Indiach

### Argumenty przemawiające za spadkiem notowań:

- Dotkliwa ostatnia fala pandemii w Brazylii i Indiach
- Napięcia na linii państwa zachodnie-Chiny

### Wybrane indeksy regionu w czerwcu i lipcu 2021:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021

### Wybrane indeksy regionu od lipca 2020:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021

## JAPONIA – AKCJE

### Komentarz rynkowy

Japoński rynek akcji w ostatnich tygodniach był jednym z najstabilniej radzących sobie wśród krajów rozwiniętych. Inwestorzy negatywnie reagowali na wzrost liczby nowych zachorowań na COVID-19 w tym kraju i niskie tempo szczepień. Decyzja o tym, że igrzyska olimpijskie w Japonii odbędą się bez udziału publiczności początkowo przyniosła spadki na tamtejszych parkietach, jednak ich skala nie była duża. Nie jest to jednoznacznie negatywna informacja dla rynku ponieważ brak kibiców z pewnością ułatwi walkę z pandemią.

Japońskie indeksy giełdowe wykazywały się słabością nie tylko w ostatnich tygodniach. Również licząc od początku roku zdecydowana większość indeksów z krajów rozwiniętych radziła sobie dużo lepiej. Za sprawą tego wyceny japońskich spółek stały się relatywnie atrakcyjne. Mnożnik cena/zysk bazujący na prognozowanych wynikach dla spółek z indeksu Nikkei zbliżył się do 10-letniej średniej. W przypadku większości indeksów z krajów rozwiniętych mnożnik ten obecnie znacząco odbiega od średniej

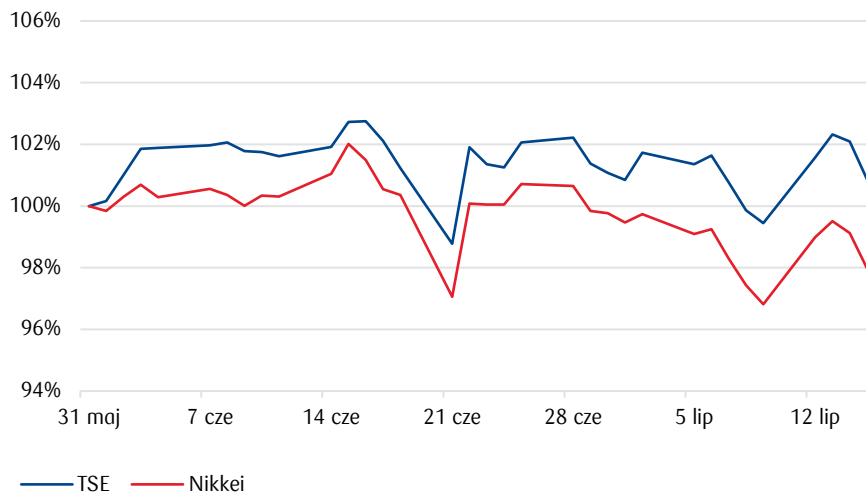
### Argumenty przemawiające za wzrostem notowań:

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

### Argumenty przemawiające za spadkiem notowań:

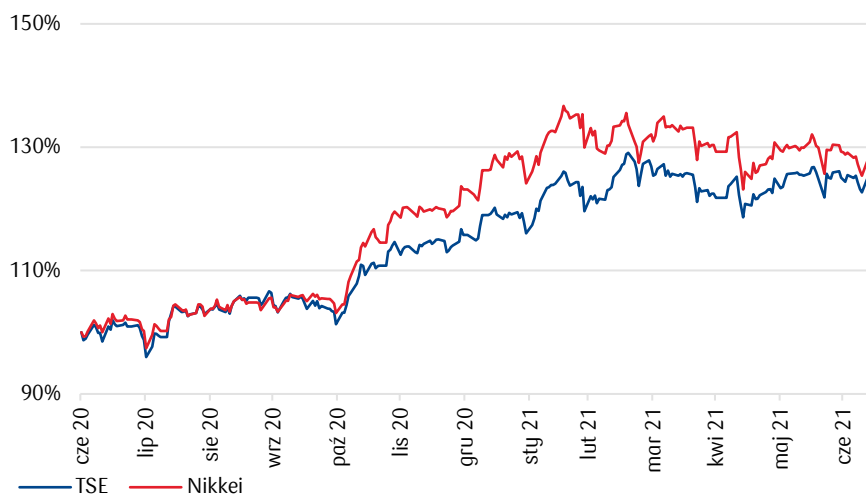
- Obawy przed powrotem restrykcji w niektórych japońskich miastach
- Zakłócenia w globalnych łańcuchach produkcyjnych

### Wybrane indeksy regionu w czerwcu i lipcu 2021:



Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021

### Wybrane indeksy regionu od lipca 2020.:



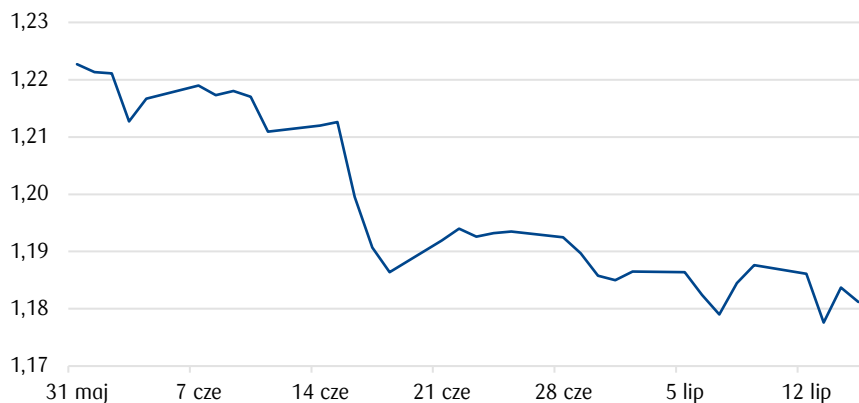
Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021

# BIULETYN RYNKOWY

## WALUTY

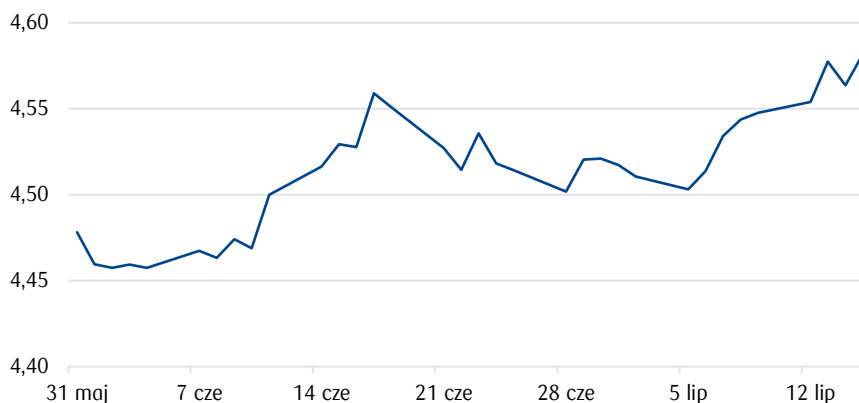
Kursy w czerwcu i lipcu 2021:

### EURUSD



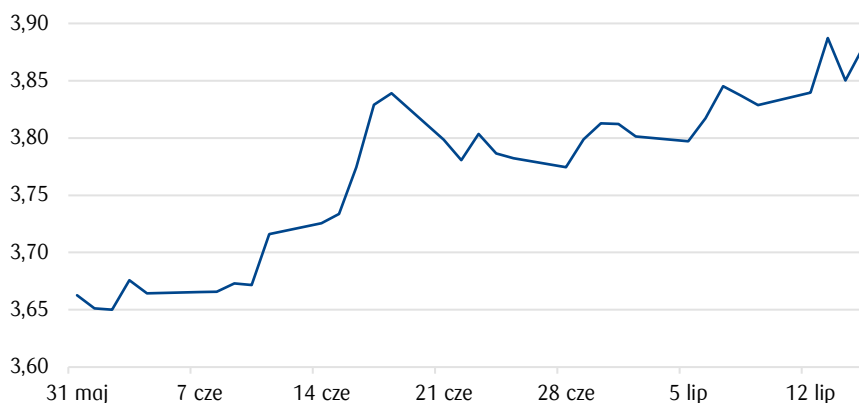
Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021

### EURPLN



Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 2021

### USDPLN



Źródło: Bloomberg, dane do 15 lipca 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.