



piątek, 11 czerwca 2021

## Stopy EBC i parametry skupu obligacji bez zmian

Na wczorajszym spotkaniu Rada Prezesów EBC postanowiła utrzymać bardzo łagodne nastawienie swojej polityki pieniężnej. Zgodnie z decyzją stopy procentowe i skala oraz tempo skupu aktywów w ramach PEPP w kolejnym kwartale mają pozostać na poziomie z II kw. W opublikowanej wczoraj projekcji inflacji dynamika PKB na przestrzeni lat 201-2022 została podniesiona odpowiednio o 0,5 i 0,6 pp. Podniesiono także ścieżkę inflacji, która dla lat 2021-2022 została przesunięta w górę o odpowiednio o 0,4 i 0,3 pp. Główne parametry dla roku 2023 pozostały bez zmian. W strukturze projekcji zwraca uwagę podniesienia dynamiki inwestycji oraz przyjęcie założenia wyższych o 0,1 pp. stóp procentowych w roku 2023. W trakcie konferencji prezes Christine Lagarde zwróciła uwagę, że pomimo poprawy koniunktury oraz przyspieszenia inflacji w ostatnich miesiącach (przejściowego zdaniem EBC), presja inflacyjna w gospodarce strefy euro pozostaje osłabiona. Zdaniem prezes EBC sytuacja ta nie zmieni się w horyzoncie projekcji, ze względu na sporą skalę niewykorzystanych mocy produkcyjnych. Naszym zdaniem zawartość komunikatu i uwagi wygłoszone na konferencji przełożą się na utrzymanie podstawowych parametrów polityki pieniężnej, co najmniej w horyzoncie kolejnych dwóch kwartałów. Sądzymy, że obecnie dyskontowane spowolnienia tempa skupu aktywów w IV kw. jest obciążone niepewnością pandemiczną. Naszym zdaniem będzie to skłaniać EBC do bardzo ostrożnego postępowania w kwestii ograniczenia skupu aktywów w końcu roku nawet w wypadku utrzymania się podwyższonych wskaźników inflacji.

## Amerykański CPI powyżej prognoz

W ujęciu m/m SA dynamika CPI w maju wyniosła 0,6% zamiast spodziewanych 0,4% wobec 0,8% w poprzednim miesiącu. Oznacza to, że inflacja w USA od początku roku wzrosła o 2,4%, czyli już 0,4 p.p. powyżej celu, a nie minęła jeszcze połowa 2021 roku. Wzrosty zawdzięczamy w dużej mierze inflacji bazowej, która pobiła rynkowe oczekiwania o 0,3 p.p. i wyniosła w maju 0,7% m/m SA. W ujęciu r/r te dwa wskaźniki wynoszą już odpowiednio 4,9% oraz 3,8%, przy czym dynamika r/r inflacji bazowej jest najwyższa od 1992 roku, a inflacji ogółem od 2008 r., gdy miała miejsce bańka cenowa na rynku ropy. Do wzrostów cen ponownie istotnie kontrybuowały używane samochody (+7,3% m/m) i to właśnie one wraz z czynnikami niebazowymi (żywność i energia +10% r/r) tłumaczą większość zmian. Może sugerować to, że zgodnie z narracją wielu przedstawicieli Fed, sytuacji drastycznego wzrostu cen ma charakter przejściowy, zaś wysokie wartości dynamik rocznych to również zasługa efektów bazy. Potwierdzeniem przejściowego charakteru ostatniego wzrostu inflacji może być także to, że od jakiegoś czasu wzrost cen najmu oraz usług medycznych wyhamował. Niemniej z rekordowymi (choć coraz bardziej wątpliwym w realizacji) planem fiskalnym prezydenta Bidena, „zerowymi” stopami procentowymi oraz z podażą pieniądza na poziomie +18% r/r istnieje spore ryzyko rozlania się inflacji na pozostałe kategorie koszyka.

## Rentowności w dół po nerwowym czwartku

„Super czwartek” (konferencja EBC + publikacja CPI w USA) wygenerował znaczną zmienność na bazowych rynkach długu. Krzywe UST oraz niemiecka zaczęły dzień od powolnych wzrostów w oczekiwaniu na konferencję EBC, by po publikacji istotnie wyższych niż szacowano danych o inflacji za oceanem za maj ruszyć gwałtownie do góry. Jednak końcówka dnia przyniosła odwrócenie kierunku ruchu i spadki dochodowości neutralizujące z nadładkiem poranne wzrosty. Przyczyną były rosnące obawy o osiągnięcie kompromisu dotyczącego pakietu wydatków fiskalnych. Ostatecznie krzywa UST obniżyła się o 1 pb. do 0,14% (2Y), 5 pb. do 1,44% (10Y) i 4pb. do 2,13% (30Y), po tym jak w ciągu dnia w segmencie 10-30Y znajdowała się 8-9 pb. powyżej czwartkowego zamknięcia. W przypadku krzywej niemieckiej ruch wyniósł -1 pb. w segmencie 2-10Y, przesuwając krzywą do odpowiednio -0,68% (2Y) i -0,26% (10Y), zaś w segmencie 30Y +1 pb. do 0,32%. Trajektorja ruchu krzywej niemieckiej była podobna do amerykańskiej, jednak, ze względu na wcześniejsze zamknięcie obligacje niemieckie nie korzystały już na popołudniowej obligacyjnej hossie za oceanem.

Dziś od rana obserwujemy mieszaną reakcję rynków akcji oraz utrzymywanie się presji na niższe rentowności na bazowych rynkach długu. W przypadku rynku niemieckiego jest to nadrabianie wieczornych „zaległości”. Naszym zdaniem taka sytuacja utrzyma się w dalszej części dnia w obliczu

Bank Gospodarstwa Krajowego  
ul. Chmielna 73, 00-801 Warszawa

Kontakt: Biuro Badań i Analiz tel. (+48 22) 596-59-13

Biuletyn sporządzili: Piotr Dmitrowski, Konrad Soszyński, Paweł Ropiak

| Fixing NBP |        | Zmiana |
|------------|--------|--------|
| EUR        | 4,4800 | 0,58%  |
| USD        | 3,6821 | 0,76%  |
| CHF        | 4,1084 | 0,76%  |
| GBP        | 5,1876 | 0,08%  |
| JPY (100)  | 3,3630 | 0,75%  |

| Waluty Bazowe |        | Zmiana |
|---------------|--------|--------|
| EURUSD        | 1,2171 | -0,07% |
| EURJPY        | 133,11 | -0,34% |
| EURGBP        | 0,8589 | -0,44% |
| EURCHF        | 1,0895 | -0,16% |
| USDJPY        | 109,33 | -0,27% |

| Waluty Regionu |        | Zmiana |
|----------------|--------|--------|
| CZKPLN         | 0,1762 | 0,03%  |
| HUFPLN         | 1,2915 | 0,05%  |
| PLNRON         | 1,1003 | 0,03%  |

| Rynki długu   |       | Zmiana |
|---------------|-------|--------|
| Polska OK0423 | 0,37  | -0,069 |
| Polska DS0726 | 1,26  | -0,041 |
| Polska DS1030 | 1,78  | -0,056 |
| Niemcy 10L    | -0,25 | =      |
| Francja 10L   | 0,12  | =      |
| USA 10L       | 1,44  | -0,055 |

| Stopy banków centralnych | stopa bieżąca | zmiana    |
|--------------------------|---------------|-----------|
| Polska                   | 0,10          | 29 maj 20 |
| Strefa Euro              | 0,00          | 16 mar 16 |
| USA                      | 0-0,25        | 16 mar 20 |

| WIBOR | %    | Zmiana |
|-------|------|--------|
| O/N   | 0,11 | 0,01   |
| 1M    | 0,18 | -      |
| 3M    | 0,21 | -      |
| 6M    | 0,25 | -      |

| Rynki kapitałowe |         | Zmiana |
|------------------|---------|--------|
| WIG              | 66507,2 | 0,59%  |
| FTSE 100         | 7088,2  | 0,10%  |
| DAX              | 15571,2 | -0,06% |
| DJI              | 34466,2 | 0,06%  |
| TOPIX            | 1956,7  | -0,02% |
| Szanghaj         | 3610,9  | 0,54%  |

Notowania z końca ostatniego dnia roboczego, zmiana w stosunku do poprzedniego notowania (dla stóp banków centralnych - od ostatniego posiedzenia).

Źródła informacji: Bloomberg, Thomson Reuters, PAP, GUS, NBP, NYMEX, GPW



piątek, 11 czerwca 2021

„zaakceptowania” przez rynki komunikacji EBC oraz dyskontowania pogarszających się perspektyw dla szybkiego uruchomienia pakietu fiskalnego w USA. W kalendarzu mamy dziś publikację (prawdopodobnie lepszych) danych o nastrojach konsumentów Michigan. Naszym zdaniem jednak zachowanie rynku długu coraz silniej jest determinowane spekulacjami na temat przyszłotygodniowego spotkania Fed, który prawdopodobnie podąży ścieżką wyznaczoną wczoraj przez EBC.

### SPW zyskuje, dyskontując komunikat RPP

Krzywa SPW nie pomaszerowała wczoraj rano za rynkami bazowymi ze względu na próbę dostosowania do środowego, ogłoszonego późnym popołudniem komunikatu po posiedzeniu RPP. Krzywa SPW obniżyła się na całej długości, o 7 pb. dla 2Y do 0,37%, 5 pb. dla 5Y do 1,23% oraz 6 pb. dla 10Y do 1,77%. Podobnie obniżyła się krzywa swapowa. To dostosowanie znalazło także odzwierciedlenie w krzywej FRA, która obniżyła się także o 7 pb. na długim końcu (18x21). Dodatkowym paliwem dla kupujących mogło być oczekiwanie na piątkową konferencję NBP, na której prezes Głapiński zapewne potwierdzi swoje gołębie nastawienie.

Dzisiaj spodziewamy się kontynuacji zniżek dochodowości w ślad za rynkami bazowymi oraz w oczekiwaniu na konferencję prezesa NBP. Wspierać zniżki powinna także zaplanowana na dzisiaj aukcja zamiany. Czynnikiem ryzyka jest zawartość zaplanowanych na dzisiaj do publikacji *minutes* RPP, w których będziemy mogli usłyszeć wyraźniejszy głos zwolenników zaostrzenia polityki monetarnej w Radzi. Uważamy jednak, że czynnik ten

nie będzie w stanie przewyższyć widocznej w otoczeniu presji na zniżki dochodowości.

### EURUSD minimalnie w dół

W czwartek euro osłabiło się wobec wszystkich walut z koszyka G10, zaś kurs EURUSD obniżył się o 0,1 centa do 1,2170. U źródła niewielkiego umocnienia dolara było zaskoczenie w górę danymi inflacyjnymi w Stanach. Konferencja EBC pozostała praktycznie bez wpływu na wycenę EURUSD.

Dzisiaj od rana obserwujemy nieznaczne wzrosty EURUSD. Naszym zdaniem brak ważniejszych z punktu widzenia rynku walutowego publikacji w dzisiejszym kalendarzu będzie sprzyjał stabilizacji EURUSD w okolicach 1,2180. Nowe impulsy mogą przynieść dopiero przyszłotygodniowe publikacje kolejnych danych inflacyjnych z Europy (HICP) i USA (PPI) oraz konferencja FOMC.

### EURPLN wraca w okolice 4,47

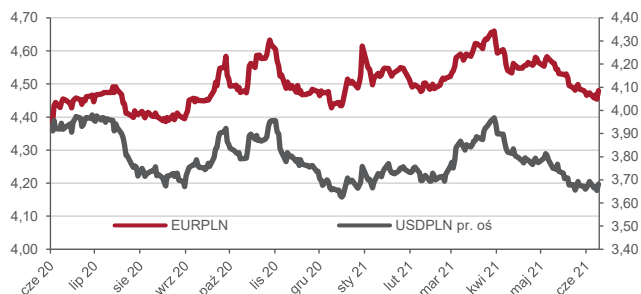
Kurs EURPLN pozostał w czwartek praktycznie niezmienny wahając się pomiędzy 4,46 i 4,49. Osłabienie złotego obserwowaliśmy rano, zaś aprecjację wraz z południowym umocnieniem SPW.

Dzisiaj czeka nas konferencja prezesa NBP, która może przełożyć się na dalsze osłabienia złotego, szczególnie gdyby prezes zdecydował się na wyraźniejsze zaakcentowanie wątku wspierania koniunktury poprzez kurs walutowy. W tym otoczeniu oraz wobec mieszanych sygnałów z giełd szanse na powrót EURPLN do prób bicia oporu na 4,44 istotnie maleją.

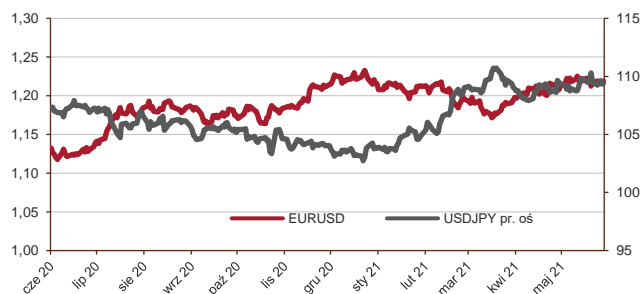
## Kalendarz publikacji danych makroekonomicznych

| Data       | Godz  | Kraj | Publikacja                     | Okres | Jednostka | Prognoza | Konsensus | Poprzednio |
|------------|-------|------|--------------------------------|-------|-----------|----------|-----------|------------|
| 11.06.2021 | 12:00 | PL   | Aukcja zamiany MF              |       |           |          |           |            |
| 14.06.2021 | 11:00 | EU   | Produkcja przemysłowa r/r      | kwi   | %         | -        | 36,9      | 10,9       |
| 14.06.2021 | 14:00 | PL   | Bilans obrotów bieżących       | kwi   | Mln EU    | 1230     | -         | 938        |
| 15.06.2021 | 10:00 | PL   | Inflacja CPI r/r               | maj   | %         | 4,8      | -         | 4,8        |
| 15.06.2021 | 14:30 | US   | Indeks FED Empire State        | cze   | -         | -        | 22        | 24,3       |
| 15.06.2021 | 14:30 | US   | PPI m/m                        | maj   | %         | -        | 0,5       | 0,6        |
| 15.06.2021 | 14:30 | US   | Sprzedaż detaliczna m/m        | maj   | %         | -        | -0,4      | 0          |
| 15.06.2021 | 15:15 | US   | Wykorzystanie mocy wytwórczych | maj   | %         | -        | 75,1      | 74,9       |
| 15.06.2021 | 15:15 | US   | Produkcja przemysłowa, m/m     | maj   | %         | -        | 0,7       | 0,7        |
| 15.06.2021 | 16:00 | US   | Zapasy w biznesie              | kwi   | %         | -        | -0,1      | 0,3        |

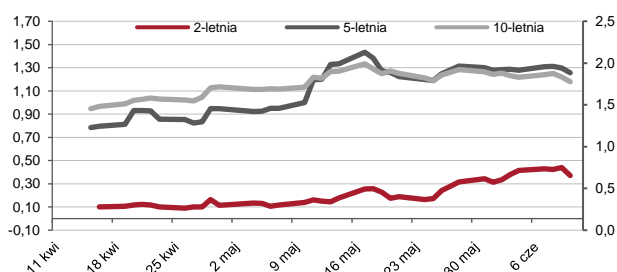
## Fixing NBP



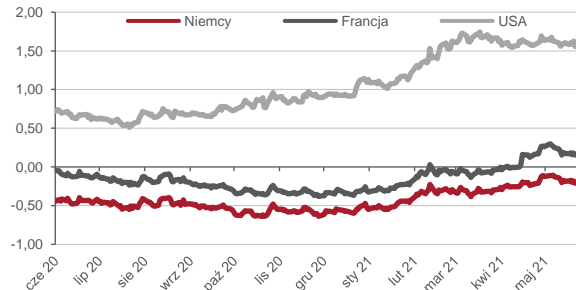
## Bazowe pary walutowe



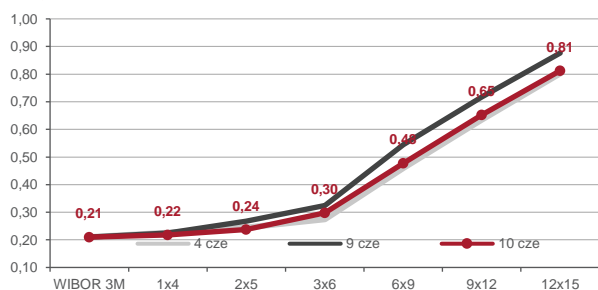
## Rentowności obligacji polskich



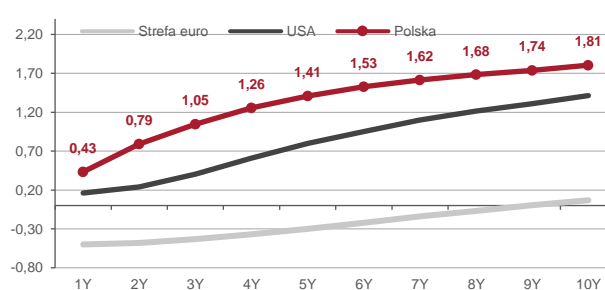
## Rentowności obligacji 10-letnich



## Krzywa FRA



## Krzywa IRS



### Współpraca z klientami (dealerzy korporacyjni)

Aleksandra Szafrńska, tel. (+48 22) 475-30-18  
Przemysław Domanowski, tel. (+48 22) 475-30-93  
Piotr Pryczek, tel. (+48 22) 475-30-08  
Michał Kudosz, tel. (+48 22) 475-30-71  
Paweł Pikuła, tel. (+48 22) 475-30-20  
Marcin Pięłowski, tel. (+48 22) 475-30-09

### Organizacja Emisji

Robert Zima, tel. (+48 22) 475-89-50  
Mariusz Makowski, tel. (+48 22) 475-60-12  
Konrad Gmurkowski, tel. (+48 22) 475-60-11

### Instytucje Finansowe

Joanna Wróbel, tel. (+48 22) 475-85-63  
Anna Rywacka, tel. (+48 22) 475-93-66  
Iwona Burzyńska-Trzonek, tel. (+48 22) 475-85-60

**Regionalni Eksperti ds. Produktów Skarbowych**

Grzegorz Giebułtowski – Region Gdańsk, Olsztyn, tel. (+48 22) 475-66-31  
 Tomasz Dziedzic – Region Kraków, Katowice, Kielce, Rzeszów, tel. (+48 22) 475-66-32  
 Katarzyna Jasińska – Region Warszawa, Łódź, tel. (+48 22) 475-66-35  
 Filip Kalinowski – Region Poznań, Szczecin, Toruń, tel. (+48 22) 475-66-34  
 Hanna Nowak – Region Wrocław, Opole, Zielona Góra, tel. (+48 22) 475-66-33  
 Małgorzata Wojtkowiak – Region Warszawa, Lublin, Białystok, tel. (+48 22) 475-66-36

**Biuro Badań i Analiz**

Mateusz Walewski – Dyrektor Biura, tel. (+48 22) 596-59-13  
 Piotr Dmitrowski – Menedżer ds. analiz, tel. (+48 22) 522-92-17  
 Konrad Soszyński – Menedżer ds. analiz, tel. (+48 22) 599-84-64  
 Agnieszka Kowalczyk – Menedżer ds. ewaluacji, tel. (+48 22) 596-59-13  
 Rafał Boguszewski – Ekspert ds. ewaluacji, tel. (+48 22) 599-82-44  
 Maciej Rozkrut – Ekspert ds. analiz sektorowych, tel. (+48 22) 599-84-61  
 Oliwia Samołyk – Ekspert ds. analiz rynków  
 Adam Piąt – Menedżer ds. analiz rynków  
 Paweł Ropiak – Specjalista ds. analiz, tel. (+48 22) 475-84-62

**Informacje i zastrzeżenia prawne**

Niniejsza publikacja (dalej: „Publikacja”) stanowi „publikację handlową” w rozumieniu art. 36 ust. 2 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 (dalej: „Rozporządzenie 565”). Publikacja nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych ani nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsza Publikacja nie stanowi (a) badań inwestycyjnych w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia 565; bądź (b) doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt. 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi; bądź (c) usługi badawczej w rozumieniu § 2 pkt 22 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych, bądź (d) zachęty do nabywania, zbywania, działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji; bądź (e) porady inwestycyjnej, podatkowej, prawnej, lub innego typu; bądź (f) oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nią objęte; bądź (g) oferty w rozumieniu kodeksu cywilnego.

Publikacja jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej.

Niniejsza Publikacja wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na moment jej sporządzenia i mogą ulegać zmianie. Autorzy nie uwzględniają w Publikacji jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej, ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów Publikacji. Zawarte w Publikacji opinie autorów zostały sporządzone przez nich w sposób samodzielny. Publikacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w momencie jej sporządzenia lub pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Banku aktualnych na moment jej sporządzenia i nie będzie podlegała aktualizacji. Bank nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej Publikacji ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Publikacja nie może być traktowana jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jej podstawie lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

Brak jest powiązań oraz okoliczności, które mogłyby mieć negatywny wpływ na obiektywność Publikacji. Polityka przeciwdziałania konfliktom interesów w ramach świadczenia Usług Inwestycyjnych lub Usług Dodatkowych przez Bank zawiera opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów.

Niniejsza Publikacja jest prawnie chroniona zgodnie z ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych. Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszej Publikacji, w całości lub w części, lub wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Banku jest zabronione.

Ewentualne oceny formułowane w Publikacji zostały dokonane po zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności analizy fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia przyszłych parametrów rynkowych bazując na obiektywnych czynnikach. Wynikiem analizy fundamentalnej towarzyszy ryzyko, że zmiany rynkowe bywają determinowane również przez niefundamentalne czynniki. Analiza porównawcza polega na porównywaniu wycen rynkowych aktywów o podobnych charakterystykach w celu zidentyfikowania bezwzględnego i względnego przewartościowania lub niedowartościowania. Analiza porównawcza niesie ryzyko związane z wyciąganiem błędnych wniosków przy porównywaniu nietożsamyh aktywów. Analiza rynkowa jest zorientowana na przewidywaniu zmian popytu i podaży na dane aktywo. Bazuje ona jednak na częściowej wiedzy rynkowej oraz często opóźnionych danych, co przekłada się na ryzyko dla formułowanych wniosków. Analiza techniczna polega na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych w celu określenia, w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Niesie ona jednak ryzyko wynikające z tego, że zjawiska z przeszłości nie muszą się powtórzyć w przyszłości.

Bank Gospodarstwa Krajowego z siedzibą w Warszawie, Al. Jerozolimskie 7, 00-955 Warszawa; Infolinia: 801 598 888, +48 22 599 8888 Faks: +48 22 627 03 78 e-mail: bgk@bgk.pl

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Banku jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.