

## 1. Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Grzegorz Zatryb

## 2. Zagraniczne rynki akcji

Michał Cichosz

## 3. Polski rynek akcji

Michał Stalmach

## 4. Rynki obligacji

Mateusz Roda



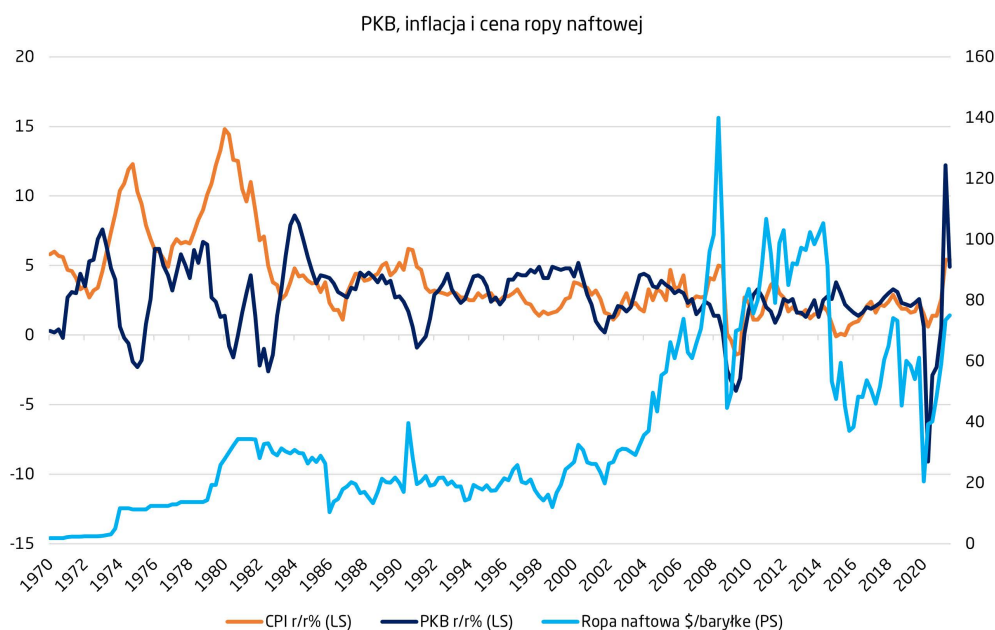
**Grzegorz Zatryb**  
dyrektor departamentu zarządzania funduszami rynków kapitałowych

Jest absolwentem Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego. W instytucjach finansowych pracuje od 1991 roku. Doświadczenie zawodowe zdobywał w bankach, a następnie jako zarządzający w CAIB Securities, oraz BRE Asset Management. W latach 1998-2000 jako Dyrektor Biura Skarbu w TUIR WARTA odpowiadał za zarządzanie aktywami. Współtworzył także WARTA TFI (obecnie KBC TFI). W latach 2002-2008 pracował jako Wiceprezes Zarządu w PTE Skarbiec Emerytura, gdzie do jego zadań należało między innymi zarządzanie częścią dłużną portfela OFE Skarbiec-Emerytura oraz nadzorowanie całości procesu inwestycyjnego. W Skarbiec TFI od 2010 roku.

## Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

### Magiczne stworzenia

Jeden z filmów osadzonych w świecie Harrego Pottera nosi tytuł „Fantastyczne zwierzęta i jak je znaleźć”. Jeszcze rok temu w uniwersum pojęć ekonomicznych rolę fantastycznego zwierzęcia pełniła „inflacja”, o złowrogim owocu jej mariażu z recesją, znanym jako „stagflacja” nie wspominając. Technicznie rzecz biorąc, stagflacja oznacza stan gospodarki w którym ekonomicznemu marazmowi towarzyszy wysoka dynamika cen. W latach 70-tych, gdy termin ten został powołany do życia, przyczyną wzrostu poziomu cen był szok podażyowy związany ze wzrostem cen ropy naftowej. W 1973 jej cena skoczył z około 3 USD do prawie 12 USD za baryłkę, zaś w 1979 z 13,5 USD do 34 USD za baryłkę. Pierwszy szok podniósł inflację w USA z poniżej 3% do 12,5%, zaś drugi z 5 na 15 procent. Towarzystwo temu okresy ujemnego wzrostu trwające odpowiednio 6 i 10 kwartów z minimum -2,6% r/r. Tak więc, gdy patrzymy na wykres, stagflację charakteryzowała dywergencja linii dynamiki cen i PKB, które to linie w pozostałych okresach raczej się na sobie nakładały. Wyjątkiem był 1990 rok, kiedy to wojna w Zatoce Perskiej wywindowała przejściowo ceny ropy o ponad 100%.



Źródło: Skarbiec TFI, Bloomberg.

Powyższy wykres pokazuje, że zbyt wcześnie jeszcze mówić o stagflacji, oczywiście jednak obawy dotyczą przyszłości i wynikają z rysujących się już teraz niepokojących trendów. Światło na to rzucają liczone przez Citibank wskaźniki zaskoczeń: ekonomiczny i inflacyjny. Od II kwartału br. dane dotyczące aktywności gospodarczej zaskakują negatywnie, z kolei zaś inflacja okazuje się być wyższa niż spodziewana. Dotyczy to m.in. grup państw należących do G-10 czy też zaliczanych do rynków wschodzących. Warto dodać, że o ile dane o aktywności, choć gorsze od oczekiwań są obiektywnie całkiem przyzwoite, o tyle inflacja (nadal mowa o USA) osiągnęła dynamikę nie widzianą od sierpnia 2008 roku. Notabene w przypadku Polski inflacja była zbliżona do obecnego poziomu po raz ostatni w maju 2001 roku. Stopa referencyjna wynosiła wówczas 17%, zaś rentowność obligacji 10-letnich 11,5%...

Wysoka inflacja jest zjawiskiem, którego za swojego dorosłego życia nie doświadczyło całe pokolenie, stąd też trudno dziwić się reakcji rynków. Wygląda na to, że wyszły one z fazy zaprzeczenia i obecnie zaczynają uprzytamniać sobie rzeczywistą sytuację (analogicznie do podziału faz żałoby wg C.M. Sanders). Odruchem jest w takiej sytuacji (jak widać wyżej autor także mu uległ) przykładanie historycznych analogii. Ich przydatność jest jednak siłą rzeczy mocno ograniczona, a to z uwagi na różnice w otoczeniu. Na przykład banki centralne, które w większości dopiero po pierwszym szoku naftowym zaczęły przestawać być rządowymi agendami, a model niezależności władz monetarnych dopiero się rodził. Takie narzędzie jak luzowanie ilościowe nawet nie przyszły nikomu do głowy. Stopień globalizacji był na początku lat 70-tych nieporównanie niższy, japońskie produkty nadal nie miały najlepszej renomy, zaś „made in china” mogło co najwyżej dotyczyć pamiątek z egzotycznych wakacji w Państwie Środka. Trwała zimna wojna, wyścig technologiczny między supermocarstwami nie został jeszcze rozstrzygnięty i nikt nie słyszał o rynkach wschodzących.

Obecnie mówi się o stagflacji raczej w kontekście relatywnym, chociaż moim zdaniem największą obawą jest utrata mocy sprawczej przez banki centralne. Rynki od kilkunastu lat funkcjonują pod ochronnym parasolem władz monetarnych, których motto można zapożyczyć do byłego szefa EBC: „whatever it takes”. Co jednak mogą one zrobić, gdy dodruk pieniądza skutkuje tylko wyższą inflacją, nie wzmacniając gospodarek, a za sprawą galopujących cen, wręcz im szkodząc? Gorzej jeszcze: w okresach szoków naftowych to banki centralne, wspierane dogmatami monetaryzmu, podjęły walkę z inflacją i wygrały ją. Kto zastąpi teraz banki centralne w tłumieniu inflacji jeżeli nie ma już społecznego przyzwolenia na recesję i bezrobocie i populisci tylko czekają by przejąć władzę? Po Wielkim Kryzysie w 2008 różnego autoramentu populisci zyskali trwałe miejsce w politycznych salonach, a konsekwencje ich działań są niestety bardzo namacalne. Teraz populizm startowałby z nowego, wyższego poziomu, do tego wsparty myślą lewicową w obszarze gospodarczym, żeby wspomnieć tylko popularny „Kapitał w XXI wieku” Thomasa Piketty’ego.

Od wielu lat światowa gospodarka przemierza białe obszary na mapie rozwoju, opisane jako „Hic sunt dracones”, żeby wrócić do tytułowych magicznych zwierząt. Gdy poruszamy się w ciemności, po omacku, niezbyt dobrym jest założenie, iż teren po którym wędrujemy wygląda tak samo jak ten, który dobrze znamy. Gdy ruszyły pierwsze programy luzowania ilościowego powszechny był strach przed wybuchem inflacji, który nie nastąpił. Kiedy inflacja niedawno zaczęła rosnąć, lekceważąco dodano jej przymiotnik „tymczasowa”, zapewne zakładając na podstawie minionej dekady, że QE inflacji nie powoduje.

Obecne przyspieszenie inflacji ma swoje źródło po stronie podażowej, szejków z lat 70-tych zastąpił Covid-19. Czterdzieści kilka lat temu wysoka inflacja dała podwaliny liberalnej rewolucji w ekonomii i na rynkach finansowych, wspomniane wcześniej wybicie się banków centralnych na niepodległość było tylko jednym elementem zmiany. Upadł system z Bretton Woods a neoliberalna szkoła chicagowska rozpoczęła zwycięski pochód w teorii ekonomii. Potem przyszedł „Big Bang” na rynkach finansowych i rozkwit międzynarodowej współpracy gospodarczej, wejście chińskiego smoka a potem byłego bloku wschodniego na globalną arenę. Wiele wskazuje na to, że tamten porządek będzie musiał ulec zmianie, a takie zmiany nigdy nie są przyjemne. Żeby utrzymać ten komentarz w grupie tekstów, które stawiają więcej pytań niż dają odpowiedzi, pozostanę przy uniwersalnej radzie: lepiej zapnijmy pasy.



## Michał Cichosz

zarządzający funduszami  
akcyjnymi

Absolwent Akademii Ekonomicznej w Poznaniu na specjalności Inwestycje Kapitałowe oraz Strategie Finansowe Przedsiębiorstw. Od 2009 roku posiada tytuł Chartered Financial Analyst (CFA). Karierę zawodową rozpoczął w Domu Maklerskim BZ WBK w 2005 roku. W latach 2008-2010 pracował w Aviva Investors Poland. W latach 2011-2015 w Skarbiec TFI zatrudniony na stanowisku zarządzającego w Departamencie Zarządzania Aktywami. W latach 2015-2018 zarządzający w Trigon TFI. Od grudnia 2018 roku w Skarbiec TFI.

## Zagraniczne rynki akcji

Październik na światowych rynkach akcji przyniósł bardzo solidne wzrosty, co spowodowało, że wrześniowa korekta została zupełnie zniesiona, a największe indeksy na świecie odnotowały nowe szczyty w tym roku. Amerykański rynek mierzony agregatami S&P 500 oraz Nasdaq zyskał 7%, a największy indeks europejskich akcji Eurostoxx 600 dał zarobić inwestorom 4,5%

Tradycyjnie powodem, który skutecznie odwrócił uwagę uczestników rynku od niekończących się debat na temat kondycją światowej gospodarki, wskaźników inflacji oraz hipotez co zrobią banki centralne był rozpoczynający się za oceanem sezon wyników ze spółek za 3Q. Podobnie jak to miało miejsce w kilku poprzednich kwartałach obraz kondycji „corporate america” okazał się znacznie jaśniejszy niż szacowali analitycy.

Do końca października zdążyło już opublikować swoje wyniki 56% firm wchodzących w skład S&P 500. Póki co obecny sezon utrzymuje pozytywne tendencje z ostatnich kwartałów jeśli chodzi o procent spółek bijących oczekiwania analityków jak i samą skalę nadwyżki. Precyzyjnie rzecz biorąc, aż 88% spółek odnotowała wyższe zyski aniżeli konsensus prognoz, co jest czwartym najlepszym wynikiem w historii od kiedy FactSet zaczął publikować tę statystykę w 2008 roku. Co więcej, zaraportowane zyski na akcję były wyższe od prognoz aż o 17,2% na tle 5-letniej średniej na poziomie 7,8%. W sumie zyski zaraportowane wzrosły r/r aż o 36% (trzeci najlepszy rezultat od 2010).

Jeszcze ważniejszym parametrem według nas jest spojrzenie na poziom przychodów. Tutaj również mamy powody do optymizmu bo aż 75% firm przebiło prognozy rynkowe. Średnio przychody raportowane okazały się o +1,6% lepsze od prognoz analityków versus +1,4% dla 5-letniej średniej. W ujęciu sektorowym największym pozytywnym kontrybutorem do tych statystyk okazały się branże: Energy, Health Care i Financials.

Sam poziom dynamiki przychodów r/r o +15,8% jest drugim od 2008 roku, wyższy wzrost odnotowaliśmy jedynie w Q2 obecnego roku w związku z efektem niskiej bazy z tytułu wiosennego lockdownu na świecie rok temu. Wszystkie jedenaście sektorów odnotowały pozytywną dynamikę przychodów w 3Q.

To co ponownie bardzo cieszy to szerokość pozytywnych zaskoczeń, gdyż widzimy je zarówno po stronie innowacyjnych segmentów rynku jak i firm z tradycyjnych gałęzi gospodarki, które po zimnym kuble wody na głowę w poprzednim roku wyciągają wnioski i rekalkulują swoje strategie oraz doinwestowują biznes w nowoczesne narzędzia żeby uciec konkurencji.

Pod powierzchnią dużych agregatów w interesujących nas mocno segmentach innowacyjnych znów obserwujemy bardzo pozytywne efekty w spółkach softwarowych. Przy okazji publikowanych przez nie wyników wielokrotnie wskazywany jest w komentarzach pozytywny efekt uchwalenia wysokich budżetów na cyfryzację biznesu u klientów, co stanowi ogromny i niezbędny katalizator dla akceleracji innowacji w biznesie. Kolejny raz pozytywną konsekwencją, którą obserwujemy jest trend przyspieszenia wzrostu tzw. „billings” oraz „bookings” w spółkach z segmentu SaaS (Software as a Service). Te miary pokazują nam nierozpoznane jeszcze przychody przyszłych okresów, które pojawią się tam w przyszłych kwartałach. Indykuje to przyspieszenie dynamik wzrostu w niedalekiej przyszłości w tych firmach. Warto dodać, że spółki softwarowe sprzedające produkt cyfrowy naturalnie jako jeden z niewielu sektorów nie są obciążone ryzykiem braku zapasów czy komponentów w łańcuchu dostaw, z którymi to boryka się teraz większość gałęzi globalnej ekonomii.

Patrząc naprzód, listopad przyniesie intensywną kontynuację publikacji raportów kwartalnych, z tą różnicą, że po tym jak październik był zdominowany przez raporty z największych spółek na świecie (tzw. blue chips), to w nadchodzących tygodniach raportować będzie więcej spółek z segmentu średniej i mniejszej kapitalizacji. Tradycyjne „makro-straszaki” w najbliższych tygodniach raczej będą mniej istotnym tłem na światowych rynkach dopóki sezon publikacji wyników nie ulegnie wygaszeniu.



**Michał Stalmach**  
zarządzający  
funduszami akcyjnymi

Absolwent Akademii Leona Koźmińskiego. Posiada licencję maklera papierów wartościowych, aktualnie uczestnik programu CFA. Karierę zawodową rozpoczął w 2009 roku w DM BOŚ. W 2016 roku dołączył do Nationale-Nederlanden PTE. Od października 2017 roku wzmocnił Skarbiec TFI, jako Zarządzający funduszem Skarbiec Małych i Średnich spółek oraz częścią akcyjną funduszu Skarbiec III Filar. Od października 2019 jako Zarządzający Skarbiec Akcja i Skarbiec Waga.

## Polski rynek akcji

**Niemal tak jak po nocy nastaje świt, tak po słabym sezonowo wrześniu przychodzi udany październik, duży spadek obrotów w październiku z powodu... Allegro.**

Dobre zachowanie WIG w październiku (4,6%) to przede wszystkim efekt „najcięższego” sektora w indeksie czyli banków. Nieoczekiwana przez większość uczestników rynku podwyżka stóp procentowych przez RPP o 40 punktów bazowych oraz napędzająca oczekiwania na kolejne podwyżki stóp zbliżająca się do 7 procent inflacja, pchnęła indeks WIG-Banki (27% wzrostu w październiku i 97% od początku roku) na historyczne maksima.

Warto odnotować, że inflacja konsumencka w październiku (6,8%), jest najwyższym poziomem od 20 lat (w maju 2001 roku inflacja sięgała 6,9%) ... zaś realna stopa procentowa (na bazie 10-letnich obligacji skarbowych) wynosiła w tym momencie przeszło -4%!

W październiku obroty na GPW spadły rok do roku aż o 31%! Na pierwszy rzut oka wydawać by się mogło, że to wynik który powinien wzbudzić niepokój uczestników rynku, niemniej jednak wyjaśnienie tej kwestii jest bardzo proste i zawiera się w dwóch słowach - IPO Allegro. W dniu ubiegłorocznego debiutu spółki obroty na Allegro wyniosły 4 mld PLN, a w całym październiku 2020 13,8 mld PLN. Wyłączając obroty na akcjach spółki zarówno z ubiegłego miesiąca jak i „bazy”, obroty na „reszcie” były rok do roku o 33% wyższe. Z kolei porównując do września br. obroty były wyższe o 28%, tak więc nie należy mówić o słabym miesiącu.

Sezon publikacji wyników za II kwartał zakończył się we wrześniu, aż już w listopadzie nastąpi kumulacja raportowania za III kwartał. Dotychczas poznaliśmy wyniki (finalne bądź szacunkowe) dla około 1/3 interesujących nas spółek i średnio na jedno negatywne zaskoczenie przypadają dwa pozytywne. Z kolei bazując na danych serwisu Bloomberg dla 41 podmiotów z WIG, zagregowane zaskoczenie na sprzedaży wyniosło 6% a na zyskach 16%. Niemniej jednak, jak to zawsze bywa z ostatecznym podsumowaniem przyjdzie nam jeszcze poczekać, choć cieszyć może udany początek.

Miesiąc temu wskazywaliśmy, że dużym zastrzykiem gotówki dla lokalnego rynku może okazać się wezwanie na Cyfrowy Polsat. Zakładając, że transakcja dojdzie do skutku po zaproponowanej cenie, a wszyscy krajowi inwestorzy finansowi wezmą w nim udział, „wróci” do nich 5 mld PLN. Obecnie biorąc pod uwagę m.in. kurs CPS, napływy do funduszy oraz komunikację ze spółki (w tym ocenę Zarządu nt. wartości godziwej akcji), wydaje nam się, że scenariusz dojścia wezwania do skutku jest raczej mało prawdopodobny, a wśród „oddających” akcje widzielibyśmy przede wszystkim inwestorów zagranicznych, którzy mogą skorzystać z opcji wyjścia.

Niestety po kilku miesiącach względnego spokoju epidemia COVID-19 daje o sobie ponownie znać przy okazji rozpoczynającej się czwartej fali zachorowań. Ostatnie raporty mówią już o blisko 16 tysiącach przypadków dziennie w kraju, co jest jedną z najwyższych wartości na świecie (!) pomiędzy Ukrainą (27,3 tys.) a Brazylią (13,3 tys.). Wybrane kraje europejskie zaczynają ponownie wdrażać selektywne restrykcje, a nasi sąsiedzi Łotysze, pełny 4-tygodniowy lockdown.

W tym momencie zwracamy się ku wskaźnikowi „wyszczepienia” społeczeństwa, który w naszym wypadku jest zdecydowanie niższy od średniej i wynosi tylko 53% wobec 76% dla Unii Europejskiej. Jest jeszcze zbyt wcześnie, aby stanowczo stwierdzić jakie jest ryzyko lockdown’u w Polsce, jak epidemia rozwinie się w naszym kraju i jaki wpływ na to ma niski współczynnik szczepień. To co jest pewne, to że niska wartość tego współczynnika nie pomoże nam w walce z pandemią.

Wracając, jak co miesiąc, do horyzontu inwestycyjnego obejmującego kilka najbliższych miesięcy, uważamy że utrzymuje się korzystne otoczenie dla polskiej giełdy. Pomimo blisko 30% wzrostu indeksu WIG od początku roku, poziomy wycen utrzymują się na neutralnych poziomach (11,3x dla WIG (na bazie prognoz na kolejne 12 miesięcy) przy 10-letniej średniej na poziomie 12,5x, co stanowi obecnie 42% dyskonta do MSCI World i 12% wobec MSCI EM). Jak to możliwe?



**Mateusz Roda**  
zarządzający funduszami  
dłużnymi

Absolwent Finansów i Rachunkowości na SGH. Jest doradcą inwestycyjnym (numer licencji 609) oraz maklerem papierów wartościowych (licencja numer 2899). Doświadczenie zawodowe zdobywał w Pekao Investment Banking. Od października 2017 pracuje jako zarządzający w Skarbiec TFI S.A.

Odpowiedź jest niezwykle prosta - zyski. Wyniki spółek kontynuują passę pozytywnych zaskoczeń, poprawiając się w znacznie szybszym tempie niż pierwotnie oczekiwano. Przechodząc do „twardych” liczb, bieżące prognozy dla spółek z WIG na 2021 rok są aż o u 48%! wyższe niż oczekiwania formułowane na początku roku.

Kolejne argumenty „za” to napływy do funduszy (gdzie w dalszym ciągu nie obserwujemy przyspieszenia ruchu z depozytów bankowych do TFI, co wskazuje, że jesteśmy daleko od „przeżrzenia” sentymentu) czy utrzymujące się wysokie obroty na GPW.

Ryzykiem dla kontynuacji wzrostów na GPW pozostaje głównie otoczenie zewnętrzne, w tym w szczególności rosnące ceny energii w Europie, spowolnienie wzrostu oraz słabe nastroje konsumentów w USA czy problemy produkcyjne w Chinach oraz zacieśniające polityki banków centralnych zmierzające, tj. podwyżki stóp procentowych i ograniczenia programów skupów aktywów.

## Rynki obligacji

Za nami bardzo gorące tygodnie jeśli chodzi o polski rynek obligacji skarbowych. Na moment pisania komentarza nie sposób nie odnieść się do tego co wydarzyło się również w pierwszym tygodniu listopada, w którym miało miejsce posiedzenie RPP. W październiku doszło do pierwszego, dużego zaskoczenia, albowiem RPP 6 października zdecydowała się podnieść stopy procentowe. Najważniejsza z punktu widzenia rynku obligacji, stopa referencyjna została podniesiona o 40 p.b. z 0,1% do 0,5%. Było to duże zaskoczenie dla rynku, ponieważ członkowie RPP, wskazywali wielokrotnie otrzymanie makroekonomicznych projekcji w listopadzie jako moment do decyzji o tym, czy i o ile podnieść stopy procentowe. RPP zaskoczyła rynek, a sama komunikacja m.in. na konferencji prezesa NBP nie wskazywała jeszcze tak wyraźnej zmiany retoryki. W październiku usłyszeliśmy, że podwyżka ma zapobiec odkotwiczeniu się oczekiwań inflacyjnych i wzrostowi inflacji w średnim terminie. Część uczestników rynku zakładała, więc, że październikowa podwyżka była przyspieszeniem decyzji w listopadzie. Oczywiście realia makroekonomiczne wskazywały już wcześniej na zacieśnianie polityki pieniężnej, jednak RPP przyzwyczyła inwestorów do ignorowania inflacji i nadawania jej znamion przejściowej, więc dłaczego w październiku miało być inaczej. Ten element zaskoczenia mocno negatywnie przełożył się na płynność oraz nerwowość na polskim rynku obligacji. W trakcie miesiąca poznaliśmy jeszcze finalny odczyt inflacji za wrzesień który wskazał na wzrost 5,9% (vs. 5,8% w wstępnym odczycie). Kalkulowanie i licytacja rozpoczęła się jednak przed odczytem inflacji CPI za październik, który wskazał aż 6,8%, po raz kolejny powyżej konsensusu rynkowego. Dynamika m/m wskazała 1% wzrost cen. Po tym odczycie stopień przekonania do podwyżki listopadowej wzrósł, a wycena w kontraktach FRA zaczęła sugerować, że bliżej rynkowi jest do podwyżki o 50 p.b. Posiedzenie RPP 3 listopada przyniosło kolejne zaskoczenie dla rynku, który nie doszacował jastrzębiego skrętu RPP. Pierwsza od momentu rozpoczęcia pandemii konferencja prezesa Głapińskiego zaraz po posiedzeniu potwierdziła to co mogła sugerować podwyżka stopy referencyjnej o 75 p.b. z 0,5% do 1,25%. Prezes NBP zadeklarował, że RPP zrobi wszystko by doprowadzić inflację do celu inflacyjnego w średnim terminie. Wskazał, że bieżąca podwyżka nie spowoduje, że inflacja się obniży w ciągu kilku najbliższych miesięcy. Póki co znajdujemy się w trendzie wzrostowym inflacji, a kolejne miesiące przyniosą wyższe odczyty z prawdopodobnym szczytem na początku 2022 roku. W komunikacie po posiedzeniu przedstawiono wyniki listopadowej projekcji inflacji i PKB. Centralny scenariusz dla inflacji przy założeniu niezmiennych stóp procentowych na 2022 wskazuje, że wyniesie ona 5,8%, a w 2023 3,6% w porównaniu do 3,3% i 3,4% w projekcji lipcowej. Na najbliższe dwa lata obniżona została nieznacznie projekcja wzrostu PKB.

Zmiana narracji RPP, dokonane podwyżki stóp oraz dane o inflacji zmieniły sytuację na polskiej krzywej stóp procentowych. Rynek wycenia, że RPP pomimo braku jasnego przekazu będzie dalej podnosić stopy procentowe i to w bardzo dynamicznym tempie.

Kontrakty FRA wskazują, że do marca stopy zostaną podniesione o kolejne 125 p.b., co oznacza stopę referencyjną na poziomie 2,5%. Następna podwyżka wyceniona jest w okolicach połowy roku o 25 p.b. a potem w drugiej połowie roku o następne 25 p.b. co przełożyłoby się na stopę referencyjną na poziomie 2,75%, chociaż w maksimum rynek wycenił poziom 3%. Taka wycena podwyżek stóp procentowych przełożyła się istotnie na kształt krzywej stóp procentowych oraz krzywej dochodowości obligacji. Od końca września do 5 listopada stopa 2-letnia wzrosła z poziomu 1,25% do 2,83%, 5-letnia z 1,88% do 2,88%, a 10-letnia z 2,22% do 2,88%. W maksimum wszystkie punkty przekroczyły 3%. Rentowności obligacji 2-letnich wzrosły z 0,74% do 2,62%, 5-letnich z 1,56% do 2,74%, a 10-letnich z 2,2% do 2,86%. Silnie spadły również obligacje zmiennokuponowe. 3-letnie 0,5%, 5-letnie blisko 1%, a te o dłuższym horyzoncie zapadalności ponad 1,5%.

Zdecydowanie spokojniej było na bazowych rynkach obligacji, gdzie przeważał lekki trend wzrostowy rentowności i tendencja do płaszczenia się krzywych. Rentowności obligacji amerykańskich 2-letnich wzrosły w październiku z 0,28% do 0,5%, 5-letnich z 0,97% do 1,18%, 10-letnich z 1,49% do 1,55%, a 30-letnich spadły z 2,04% do 1,93%. Rentowność niemieckich 10-latek wzrosła z poziomu -0,2% do -0,11%.

Październik był ciężkim miesiącem dla rynków obligacji peryferii strefy euro, których spready do obligacji niemieckich wzrosły. Najmocniej ucierpiały obligacje włoskie, gdzie spread obligacji 10-letni zwiększył się o 20 p.b. Środowisko rosnących rentowności lekko negatywnie przełożyło się na obligacje krajów Europy Środkowo-Wschodniej i Bałkanów w walutach bazowych. Część spreadów się rozszerzyła, a część pozostała na zbliżonym poziomie do tego co miesiąc wcześniej, a wzrost rentowności był zbliżony do tego co zadziało się na stopie bazowej. Październik przyniósł niewielkie spadki na rynku obligacji z segmentu high - yield.

Pod koniec października odbyło się posiedzenie EBC, które nie przyniosło istotnych zmian w komunikacji. Prezes Lagarde przyznała, że inflacja dłużej niż przewidywano pozostanie na podwyższonym poziomie, jednak obniży się w 2022 roku. Ponadto wskazała, że nie są i jeszcze długo nie będą spełnione warunki do podwyżek stóp procentowych. O przyszłości programu pandemicznego skupu aktywów dowiemy się w grudniu.

Jesteśmy już po listopadowym posiedzeniu FED, na którym zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi FED rozpoczął tapering, czyli zmniejszanie tempa skupu aktywów. Do października FED kupował aktywa o wartości 120 mld \$ miesięcznie, a od listopada ma zmniejszać te skupy o 15 mld \$ miesięcznie, co przy utrzymaniu tempa oznacza, że skup wygaśnie w czerwcu 2022 roku. Prezes Powell przekonywał też rynek, że nie należy wiązać taperingu z sygnałem do podwyżki stóp procentowych. Wskazał na ostrzejsze warunki jakie muszą zostać spełnione, żeby rozpocząć podwyżki - pełne zatrudnienia i osiągnięcie celu inflacyjnego. Warunkiem rozpoczęcia taperingu był znaczący postęp w osiągnięciu tych celów. Ponadto przyznał, że ograniczenia podażowe trwają dłużej niż wcześniej oczekiwano i trudno jasno wskazać, kiedy miałyby się skończyć oraz jaki będą miały wpływ na inflację.

Kontynuacja agresywnej ścieżki podwyżek stóp procentowych została podtrzymana w Czechach, gdzie po podwyżce we wrześniu o 75 p.b. w listopadzie główna stopa została podniesiona o 125 p.b. do poziomu 2,75%. Dynamikę podwyżek zmniejszył Węgierski Bank Centralny, który główną stopę podniósł o 15 p.b. z 1,65% do 1,8%.

W październiku Ministerstwo Finansów przeprowadziło jedną aukcję zamiany mimo zapowiadanych dwóch. Pierwsza została odwołana po zaskakującej podwyżce stóp procentowych. Na pierwszej sprzedano obligacje skarbowe o wartości nominalnej ponad 4,2 mld zł, przy popycie na poziomie ponad 5,4 mld zł.

Największe zainteresowanie przyciągnęły 10-letnia obligacja zmiennokuponowa oraz 5-letnia stałokuponowa. W minionym miesiącu dwa przetargi obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa przeprowadził BGK. Na pierwszej aukcji sprzedano obligacje za 600 mln zł nominału, a na drugiej za ponad 550 mln zł. NBP przeprowadził jedną planowaną aukcję zakupu, na której odkupił z rynku obligacje o wartości nominalnej 578 mln zł, w tym 278 mln zł obligacji gwarantowanych przez SP.

W bieżącym miesiącu Ministerstwo Finansów przeprowadziło już aukcje zamiany 4 listopada i ma zamiar przeprowadzić jeszcze jedną 25 listopada. Dwie aukcje sprzedaży obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa ma zrealizować BGK - 8 i 29 listopada. Jedną aukcję odkupu, zaplanowaną na 17 listopada planuje NBP.

Dalsza część listopada powinna przynieść na rynku polskich obligacji nieco uspokojenia i znalezienia równowagi. Prawdopodobnie największe fajerwerki na rynku lokalnym oraz rynkach bazowych już za nami. Do następnych trzeba poczekać do grudnia.

# PRZEGLĄD RYNKÓW

## DANE NA 31.10.2021

### INDEKSY ŚWIATOWE

|               | kurs      | miesiąc | ytd    | rok   |
|---------------|-----------|---------|--------|-------|
| S&P500        | 4605,38   | 6,91%   | 22,6%  | 40,8% |
| DJIA          | 35819,56  | 5,84%   | 17,0%  | 35,2% |
| NASDAQ        | 15498,39  | 7,27%   | 20,3%  | 42,0% |
| CAC40         | 6830,34   | 4,76%   | 23,0%  | 48,7% |
| FTSE100       | 7237,57   | 2,13%   | 12,0%  | 29,8% |
| DAX           | 15688,77  | 2,81%   | 14,4%  | 35,8% |
| NIKKEI225     | 28892,69  | -1,90%  | 5,3%   | 25,7% |
| SHANGHAI COMP | 3547,34   | -0,58%  | 2,1%   | 10,0% |
| RTS           | 1843,83   | 3,72%   | 32,9%  | 72,9% |
| ISE 100       | 1522,04   | 8,22%   | 3,1%   | 36,8% |
| BOVESPA       | 103500,70 | -6,74%  | -13,0% | 10,2% |
| SENSEX        | 59306,93  | 0,31%   | 24,2%  | 49,7% |

### STOPY PROCENTOWE (ZMIANA W P.B.)

|                   | kurs  | miesiąc | ytd | rok  |
|-------------------|-------|---------|-----|------|
| WIBOR 3M          | 0,74  | 51      | 53  | 52   |
| Polska 2 lata PLN | 1,99  | 125     | 191 | 199  |
| Polska 5 lat PLN  | 2,40  | 83      | 197 | 201  |
| Polska 10 lat PLN | 2,84  | 66      | 160 | 165  |
| Polska 10 lat EUR | 0,03  | 0       | 14  | 13   |
| Polska 10 lat USD | 1,48  | 46      | 74  | 69   |
| USA 10 lat        | 1,55  | 6       | 64  | 68   |
| Niemcy 10 lat     | -0,11 | 9       | 46  | 52   |
| High Yield USD    | 4,23  | 18      | 4   | -155 |
| High Yield EUR    | 0,24  | 15      | 38  | 33   |

### INDEKSY POLSKIE

|             | kurs     | miesiąc | ytd   | rok   |
|-------------|----------|---------|-------|-------|
| WIG20 TR    | 4502,60  | 4,1%    | 23,9% | 62,2% |
| WIG         | 73586,32 | 4,6%    | 29,0% | 66,9% |
| mWIG40 TR   | 7748,12  | 8,8%    | 47,1% | 83,0% |
| sWIG80 TR   | 28422,19 | 1,0%    | 36,1% | 70,6% |
| MSCI Poland | 1593,95  | 4,6%    | 21,6% | 58,6% |

### SUROWCE

|            | kurs     | miesiąc | ytd    | rok    |
|------------|----------|---------|--------|--------|
| ROPA BRENT | 84,38    | 7,5%    | 62,9%  | 125,3% |
| ZŁOTO      | 1 783,38 | 1,5%    | -6,1%  | -5,1%  |
| SREBRO     | 23,90    | 7,8%    | -9,5%  | 1,0%   |
| MIEDŹ      | 436,80   | 6,8%    | 24,1%  | 43,3%  |
| ALUMINIUM  | 2 712,25 | -4,8%   | 37,1%  | 46,3%  |
| GAZ ZIEMNY | 5,43     | -7,5%   | 113,7% | 61,8%  |

### POLSKA Y/Y

### USA Y/Y

### STREFA EURO Y/Y

### UE Y/Y

|                       | POLSKA Y/Y |            |            |            | USA Y/Y   |            |            |            | STREFA EURO Y/Y |            |            |            | UE Y/Y    |            |            |            |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|-----------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|-----------|------------|------------|------------|
|                       | najnowsze  | za okres   | poprzednie | za okres   | najnowsze | za okres   | poprzednie | za okres   | najnowsze       | za okres   | poprzednie | za okres   | najnowsze | za okres   | poprzednie | za okres   |
| PKB                   | 11,20      | 2 kw. 2021 | -0,80      | 1 kw. 2021 | 4,90      | 3 kw. 2021 | 12,20      | 2 kw. 2021 | 3,70            | 3 kw. 2021 | 14,20      | 2 kw. 2021 | 3,90      | 3 kw. 2021 | 13,70      | 2 kw. 2021 |
| Inflacja              | 6,80       | paź 21     | 5,90       | wrz 21     | 5,40      | wrz 21     | 5,30       | sie 21     | 4,10            | paź 21     | 3,40       | wrz 21     | 3,60      | wrz 21     | 3,20       | sie 21     |
| Sprzedaż detaliczna   | 11,10      | wrz 21     | 10,70      | sie 21     | 13,90     | wrz 21     | 15,40      | sie 21     | 2,50            | wrz 21     | 1,50       | sie 21     | 3,20      | wrz 21     | 2,30       | sie 21     |
| Produkcja przemysłowa | 8,80       | wrz 21     | 13,00      | sie 21     | 4,62      | wrz 21     | 5,66       | sie 21     | 5,10            | sie 21     | 8,00       | lip 21     | 5,30      | sie 21     | 8,40       | lip 21     |
| Stopa bezrobocia      | 5,60       | wrz 21     | 5,80       | sie 21     | 4,60      | paź 21     | 4,80       | wrz 21     | 7,40            | wrz 21     | 7,50       | sie 21     | 6,70      | wrz 21     | 6,90       | sie 21     |

Dane w kolumnie PKB „poprzednie” są o kwartał starsze. Dane w kolumnach Inflacja, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa i stopa bezrobocia „poprzednie” są o miesiąc starsze.

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie powinien być rozumiany jako materiał o charakterze doradczym lub jako podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Nie powinien też być rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem opinii autorów w dniu publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Skarbiec TFI SA nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania. Wymagane prawem informacje dotyczące subfunduszy, w tym o czynnikach ryzyka inwestycyjnego znajdują się w prospekcie informacyjnym SKARBIEC FIO i Kluczowych Informacjach dla Klientów, dostępnych w siedzibie SKARBIEC TFI SA w serwisie skarbiec.pl i w sieci sprzedaży. Subfundusze nie gwarantują osiągnięcia określonego celu i wyniku inwestycyjnego, a uczestnik ponosi ryzyko utraty części wpłaconych środków.