

1. Okiem Stratega: o ryzykach, szansach i portfelu inwestycyjnym w dobie pandemii

Kamil Sobolewski

2. Polski rynek akcji

Michał Stalmach

3. Zagraniczne rynki akcji

Michał Cichosz

4. Rynki obligacji

Mateusz Roda



Kamil Sobolewski
strateg i zarządzający
funduszami

Absolwent kierunku Finanse i Bankowość na SGH, Polsko- Niemieckiego Forum Akademickiego przy SGH oraz studiów doktoranckich w Instytucie Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk. Zdał egzaminy CFA, posiada tytuł Financial Risk Manager.

Okiem Stratega: o ryzykach, szansach i portfelu inwestycyjnym w dobie pandemii

Jak to ładnie ujęła prof. Carmen Reinhart, z punktu widzenia polityki gospodarczej, walka z pandemią przypomina wojnę, tzn. najpierw eliminujemy przeciwnika zaciągając na ten cel pokaźne długi, potem zajmujemy się spłatą tych długów. Różnica jej zdaniem polega na łatwości ograniczenia wydatków: po zaprzestaniu wojny dzieje się to niejako automatycznie, gdyż wydatki militarne przestają być konieczne, zaś podczas zamknięcia gospodarek wydatki mają charakter socjalny, czyli ograniczyć je można stopniowo, nie tyle po zakończeniu wojny z pandemią, co po poprawie sytuacji gospodarczej.

Skutkiem gwałtownego obniżenia się sytuacji materialnej gospodarstw domowych są napięcia społeczne, co może nie jest odczuwane w Polsce i innych krajach rozwiniętych równie silnie jak w krajach biednych lub mniej opiekuńczych, gdzie oznacza falę głodu, a nie tylko obniżonej konsumpcji. Bieda i izolacja prowadzą do frustracji, oby nie do rewolucji czy anarchii, które są dziś chyba najpoważniejszym ryzykiem. Prawdopodobną, początkowo mniej dotkliwą jego odmianą jest radykalizacja polityki na poziomie krajowym i międzynarodowym. Oby wybory w USA nie były potwierdzeniem tej obawy.

Rynki finansowe stały się narzędziem polityki gospodarczej, a może i polityki po prostu, wykorzystywanym do ograniczenia negatywnych trendów gospodarczych i społecznych. Przyrost ilości pieniądza przy spadku ilości wytwarzanych dóbr i usług powinien spowodować, że spadnie realna wartość nabywczej pieniądza. Stanie się to prawdopodobnie dopiero wtedy, gdy spadająca niepewność zachęci ludzi do konsumowania, a nie oszczędzania posiadanych środków. Trudno oszacować siłę tego mechanizmu, ale spadek siły nabywczej pieniądza z tego tytułu może okazać się ledwo zauważalny w tłumie innych czynników, albo może mieć charakter procesu, wtedy nazwiemy go inflacją, albo szoku, wtedy nazwiemy go utratą zaufania do pieniądza. Taki szok wydaje się poważnym, ale mało prawdopodobnym ryzykiem, inflacja zaś wydaje mi się poważnym i prawdopodobnym elementem, który warto wziąć pod uwagę już dziś, wybierając aktywne fundusze dłużne czy poszukując dywersyfikacji np. w klasie surowce.

Wydaje mi się, że władze przestały dążyć do ograniczenia liczby zakażeń. Dążenie to oznacza, bowiem poważne konsekwencje ekonomiczne i społeczne, a działa tylko na krótki okres. Zachorowania nawracają po otwarciu gospodarek, więc gdyby chciano do skutku ograniczać ich liczbę, silnie negatywne konsekwencje gospodarcze, społeczne, a także zdrowotne (w dziedzinach takich jak onkologia, kardiologia itd.) miałyby wymiar trwały. Ta polityka miałaby sens w przypadku, gdyby uzyskanie szczepionki lub leku w ciągu najbliższego półrocza było wydarzeniem niemal pewnym. Niestety tak nie jest. Dlatego moim zdaniem władze opierają się na założeniu, że uda się osiągnąć odporność stadną i dążą do jak najszybszego zakończenia pandemii, a powodem wdrażania ograniczeń w kontaktach i aktywności jest dzisiaj utrzymanie wydolności służby zdrowia.

Na przykładzie polskim, 25 tys. stwierdzanych zakażeń to ok. 200 tys. faktycznych zakażonych dziennie, więc po 4 miesiącach w tym tempie kontakt z chorobą powinna mieć za sobą ponad połowa populacji, a temat powinien przestać nas absorbować nawet w razie braku leku i szczepionki. Ryzykiem jest sytuacja, w której okazałoby się, że odporność jest krótkotrwała, co ogranicza zarówno możliwość odporności stadnej, jak i wynalezienia skutecznej szczepionki.

Tutaj chciałbym przejść do szans. Szansą jest szybkie wynalezienie szczepionki lub leku.

Z punktu widzenia konkurencyjności gospodarki, kraje, które szybko uporają się z zadaniem, uzyskają najbardziej korzystną pozycję wyjściową w kolejnym ożywieniu gospodarczym i będą w stanie, jako pierwsze zareagować na gwałtownie odradzający się popyt.

Motywacja władz gospodarczych do odbudowania gospodarki w szybkim tempie wydaje mi się skrajnie mocna, a nadzwyczajna sytuacja uruchomiła kreatywność władz i nieobecne dotąd społeczne przyzwolenie na nadzwyczajne środki. Te nadzwyczajne środki to na przykład:

1. Program Next Generation EU, czyli milcząca zgoda niemieckiego podatnika na finansowanie z budżetu UE wydatków w całej Unii, bez klucza kapitałowego, z uwzględnieniem krajów będących poza strefą euro, z pieniędzy Europejskiego Banku Centralnego, w poczet długów ponad proporcjonalnie przypadających na Niemcy.
2. Rozpoczęte w Europejskim Banku Centralnym prace nad elektroniczną monetą, potencjalnie powiązane z ograniczeniem roli lub eliminacją pieniądza fizycznego oraz uruchomieniem nowego arsenału dla polityki pieniężnej (mocno ujemne stopy procentowe), o czym więcej pisałem w poprzednim komentarzu.
3. Przyzwolenie FED na wzrost inflacji ponad dotychczas akceptowany standard, skomunikowane, jako elastyczny cel inflacyjny i skutek historycznie niższej inflacji, które w zasadzie oznacza opodatkowanie bogatych i wsparcie zadłużonych.

Wspólnym elementem wprowadzanych działań jest ich pozytywny wpływ na zachowanie się, szczególnie najbardziej ryzykownych, aktywów finansowych. Zysk wyrażony w tracącym na wartości pieniądzu nie jest może szczytem marzeń, ale „lepszy rydz niż nic.”

Podsumowując, mimo potężnych ryzyk, w dłuższym okresie najbardziej prawdopodobny wydaje mi się wariant optymistyczny, a scenariusze ryzyka, choć potencjalnie bardzo bolesne, są relatywnie mało prawdopodobne. W mocy pozostają moje przemyślenia sformułowane jeszcze przed pandemią, w styczniu br., z horyzontem kolejnych 12 miesięcy:

- portfel inwestycyjny odpowiadający profilowi ryzyka klienta, z alokacją, czyli podziałem na klasy aktywów i geografie, zbliżoną do średniocyklicznej,
- ograniczenie udziału w portfelu aktywów niepłynnych, a w portfelu funduszy inwestycyjnych ścisła preferencja produktów najpłynniejszych, łatwych do spieniężenia i wyceny,
- unikanie produktów pasywnych czy benchmarkowych, zamiast tego wybór funduszy aktywnych, takich gdzie zarządzający ma możliwość, umiejętności i motywację, by korzystać z szans czy nieefektywności oferowanych przez rynek,
- zaskórniak, czyli pewna kwota odłożona na trudny czas nie po to, by ją zainwestować w trakcie bessy, ale po to, by w trakcie ewentualnego ponownego gospodarczego i rynkowego zamieszania ograniczyć emocje i obawy o charakterze egzystencjalnym, zachować się racjonalnie i konsekwentnie.

Polski rynek akcji

ALÉ Porwało inwestorów, „dubel” i rekordowe obroty na GPW przy bardzo słabym zachowaniu krajowych indeksów

Spektakularny. Tak chyba jednym słowem najlepiej opisać debiut Allegro. Jeszcze miesiąc temu rozważaliśmy, kto będzie hegemonem (spółką o największej kapitalizacji) GPW, jednak potentat e-commerce nie pozostawił wątpliwości. Dość powiedzieć, że obecnie wycena spółki to 2,4 krotność drugiego w hierarchii CD Projektu, a w szczycie sięgała 100 mld PLN! (Obecnie ok. 90 mld PLN to dwukrotność ceny w ofercie pierwotnej).



Michał Stalmach
zarządzający
funduszami akcyjnymi

Absolwent Akademii Leona Koźmińskiego, gdzie z wyróżnieniem ukończył kierunek Finanse i Bankowość. 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.

Pozostaje życzyć sobie kolejnych tego typu debiutów (choć oczywiście skala oferty jest nie do powtórzenia), co budowałoby większe zaufanie inwestorów indywidualnych odnośnie możliwości zarabiania na rodzimym rynku kapitałowym.

Jak przystało na aukcyjnego giganta, nawet pomimo opóźnienia startu notowań nowego emitenta o 15 min względem rozpoczęcia sesji, pierwsze minuty upłynęły właśnie na przedłużającej się aukcji, a fachowo to ujmując - równoważeniu. W końcu notowania otworzyły się 51% powyżej ceny z IPO, ostatecznie kończąc dzień 63% zwyżką!

Kończąc temat Allegro na bazie transakcji pakietowych z dnia debiutu (opiewały na 193 mln sztuk przy łącznie 250 mln oferowanych akcji) uważamy, że w ramach IPO 77% akcji trafiło do inwestorów zagranicznych, głównie amerykańskich. Stąd nasza ocena, że notowania będą w większym stopniu skorelowane z zachowaniem Nasdaq niż WIG20, co często dobrze widać, kiedy do gry wchodzi Amerykanie (zmiany kierunku notowań w okolicach godziny 15).

„ALE” w zasadzie pisząc o październikowych obrotach również nie sposób Allegro pominąć. W dniu debiutu spółki, obroty na GPW wyniosły ponad 5 mld PLN, zbliżając się do rekordowych wartości obserwowanych w momencie włączenia Polski do indeksu rynków rozwiniętych FTSE Russell (wrzesień 2018 - 5,4 mld PLN), w tym 4 mld PLN! przypadły właśnie na akcje debiutanta. Całkowite obroty na GPW w październiku wyniosły rekordowe 37,7 mld PLN (w tym 13,8 mld PLN na ALE PW), co daje średni dzienny obrót na poziomie 1,7 mld PLN. Jako ciekawostka, łączne obroty na rynku NewConnect wyniosły w październiku 2,7 mld PLN, tj. o 107% więcej m/m... oraz 14 razy więcej r/r.

Przechodząc do tematów mniej przyjemnych, ostatni tydzień października był najgorszym od czasu spadków obserwowanych w marcu tego roku. Główne przyczyny takiego stanu rzeczy to rosnące obawy o rozprzestrzenianie się koronawirusa i wprowadzanie kolejnych ograniczeń i lockdownów w krajach Europy Zachodniej oraz ciążyący rynek brak porozumienia w sprawie pakietu fiskalnego, którego nie udało uchwalić się przed wyborami. W efekcie WIG stracił 10,8%, cofając się do poziomów z kwietnia.

Wśród głównych „winowajców” rażącego słabością lokalnego rynku znalazły się energetyka (WIG-Energia -21,4%), spółki odzieżowe (WIG-Odzież -19,3%) oraz petrochemiczne (WIG-Paliwa -17,2%). Po raz kolejny słabością raził sektor finansowy. W październiku indeks WIG-Banki stracił 14,7%, zachowując się wyraźnie słabiej niż jego europejski odpowiednik Euro STOXX Banks, który zniżył w tym otoczeniu tylko o 2%. ... w efekcie nasz bankowy indeks jest notowany na poziomach nie widzianych od czerwca 2009 roku. PZU (-12,9%) notowało w październiku historyczne minima.

Z kolei prymusem w ubiegłym miesiącu okazały się akcje KGHM-u, który pozostaje naszym faworytem w gronie spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa. Kurs wspierają notowania miedzi - najwyższe od 2012 roku (licząc w PLN, zbliżone poziome obserwowane były również przez chwilę w połowie 2018 roku).

Grupując indeksy względem poziomu obrotów i kapitalizacji, ponownie mieliśmy do czynienia z regułą im większy, tym słabiej, przy czym tym razem dotyczyło to wielkości spadków. I tak WIG20 stracił w październiku 11,3%, mWIG40 10,3%, natomiast sWIG80 9,2%. Jeszcze słabiej, ba nie bójmy się użyć słowa fatalnie, prezentuje się w zestawieniu z MSCI EM. W tym przypadku stopy zwrotu (obydwie w USD) to odpowiednio -13,6% wobec +2,1%. Oczywiście w przypadku drugiego z wymienionych jest to głównie efekt wzrostów MSCI China (+5,3% w październiku).

Na bazie opublikowanych dotychczas wyników za III kwartał (obecny okres raportowania trwa do końca listopada), sytuacja kształtuje się podobnie jak w poprzednim okresie raportowania. Zdecydowanie dominują pozytywny zaskoczenia, zarówno wśród spółek poprawiających wyniki wobec 2019 roku, jak i tych gdzie spadki mają mniejszą skalę niż oczekiwania formułowane wcześniej oraz prognozy analityków. Kluczowe pozostaną jednak jak zwykle komentarze i oceny rządów odnośnie przyszłości, IV kwartału oraz planów na 2021 rok.



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.

W sierpniu obserwowaliśmy w Polsce nasilenie dziennej skali zachorowań na COVID-19 do rekordowych 900 przypadków. Ewidentnie twierdzenie o zmniejszeniu transmisji wirusa w sezonie wakacyjnym upadło, zamiast oczekiwanych dwóch fal mamy cały czas do czynienia z pierwszą, która przybrała na sile. Widzimy to nie tylko w Polsce, ale i na całym świecie. Wzrosty zachorowań w kraju wiązane są przede wszystkim z wyjazdami wakacyjnymi czy imprezami rodzinnymi.

Zagraniczne rynki akcji

Październik na światowych rynkach przyniósł kontynuację nastrojów z września. Tym samym największe indeksy giełdowe na świecie zanotowały kilkuprocentowe spadki z tą różnicą, że w odróżnieniu od września tym razem do rynki amerykańskie były pod mniejszą presją w stosunku do tych na naszym kontynencie. Pomimo tego, że weszliśmy w fazę publikacji wyników kwartalnych firm za 3Q, to jednak nagłówki dotyczące drugiej fali pandemii w Europie oraz niepewność związana z wyborami prezydenckimi w USA zdominowały totalnie uwagę inwestorów na świecie w ostatnich tygodniach.

Skupiając się na tym, co jest wg nas najważniejsze czyli kondycji amerykańskich firm, w ostatnio publikowanych wynikach, 64% ze spółek z S&P 500 zdążyło już opublikować swoje raporty. Zarówno na poziomie przychodów oraz zysków póki co ponad 80% publikacji pobiło oczekiwania analityków rynkowych. Warto zwrócić uwagę szczególnie na bardzo wysoki odsetek firm bijących oczekiwania przychodów, który jest rekordowy w historii (5-letnia średnia wynosi 61%). To pokazuje jak nisko zawieszona jest poprzeczka prognoz analityków oraz inwestorów. Na poziomie sektorowym mieliśmy powtórkę z trendów z ostatnich kwartałów. Największe pozytywne niespodzianki odnotowano w sektorze spółek medycznych, technologicznych oraz konsumenckich (wszędzie powyżej 90%), natomiast najslabiej było w branżach kapitałochłonnych: użyteczności publicznej oraz energetycznej (jedynie 30%). Znow byliśmy świadkami niesamowitego rozwarstwienia pomiędzy sektorami w ujęciu nominalnej dynamiki przychodów. Segment spółek medycznych pokazał wzrost przychodów o ponad +9% podczas gdy najslabszy sektor energetyczny odnotował spadek aż o 33%, a drugi od końca przemysłowy o ponad 15%. Innowacyjne podmioty z cyfrową dystrybucją dalej rozwijają się na raportowanych wynikach znacznie szybciej aniżeli tradycyjne biznesy i przy obecnym otoczeniu wirusowym raczej nic nie ma prawa się w tym aspekcie zmienić w najbliższej przyszłości.

Jeśli chodzi o wybory w USA obserwując na chłodno to co się dzieło w głowach uczestników rynku, wydaje się że większość podeszła z bardzo dużym przekonaniem, że podobnie jak 4 lata temu lepiej zabrać pieniądze ze stołu do dnia głosowania i nie brać na siebie ryzyka potencjalnego wyniku licząc że da się później odkupić pozycje taniej tak jak to było w 2016. Skutkiem takiego stadnego podejścia, bo dawno inwestorzy nie zagłosowali nogami w jakimś temacie tak gremialnie, było bardzo duże wyprzedanie indeksów amerykańskich już przed samym dniem wyborów. Niezależnie od finalnego rozstrzygnięcia, kto będzie następnym prezydentem USA (na moment pisania tego komentarza go nie znamy), takie naciągnięcie sprężyny przy ogromnej ilości pieniądza czekającego „na wszelki wypadek” poza rynkiem prawdopodobnie spowoduje w listopadzie „short squeeze” oraz odwracanie spekulacyjnych krótkich pozycji z ostatnich tygodni. Zazwyczaj tak bywa, że gdy na jednej stacji wszyscy wysiedli z pociągu żeby „przeczekać” a pociąg zaczyna bez nich ruszać dalej, to wtedy zaczyna się pościg żeby nie zostać przypadkiem na peronie. Ten obrazek może nam towarzyszyć w listopadzie, który sezonowo jest bardzo dobrym miesiącem obfitującym w bardzo liczne publikacje wyników ze spółek, które jak wcześniej omawialiśmy dają dużo argumentów na mocną końcówkę roku. Koniec końców, inwestorzy stają przed tym samym problemem, co ostatnio, czyli gdzie mają dać sobie szansę na ochronę wartości kapitału przed inflacją, skoro na pasywnych inwestycjach w instrumenty dłużne nie będą w stanie jej otrzymać. Moim zdaniem relatywna atrakcyjność akcji, jako remedium ochrony wartości pieniądza dawno nie była tak korzystna jak obecnie.

**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.

Rynki obligacji

Październik na rynkach obligacji przebiegał pod dyktando rozwijającej się epidemii oraz kreślenia scenariuszy wyników wyborczych w USA wraz z negocjacjami dotyczącymi stymulacji fiskalnej. Pierwsze z nich, w szczególności w Europie zmusiło rządy wielu krajów do nakładania coraz to ostrzejszych restrykcji i ograniczania życia społeczno - gospodarczego, co konsekwentnie psuło nastroje rynkowe. W USA pomimo wysokich wskaźników zakażeń nastroje na rynku reagowały w większym stopniu na nadzieje na porozumienie w sprawie pakietu fiskalnego i wycenę oczekiwań na zwycięstwo Bidena i odbicie Senatu przez Demokratów. W efekcie dwa główne rynki bazowe podążały w przeciwnych kierunkach. Rentowność niemieckich dziesięcioletek spadła z -0,52% do -0,63%. Rentowność analogicznych obligacji amerykańskich wzrosła z 0,68% do 0,87%. Oznacza to, że spread (różnica) między rentownościami 10-latek tych krajów rozszerzył się o 30 p.b.

Pomimo nasilającej się pandemii spready kredytowe na europejskim rynku obligacji skarbowych pozostały prawie bez zmian. Można wnioskować, że wynika to z oczekiwań na kolejne ruchy ze strony EBC. Spready 10-letnich obligacji włoskich i hiszpańskich do niemieckich uległy kosmetycznym zmianom. O 3p.b. rozszerzył się spread obligacji greckich, a o około 5p.b. zawęził się spread i portugalskich 10-latek.

Udany miesiąc ma za sobą większość obligacji w twardej walucie w krajach Europy Środkowo-Wschodniej i Bałkanów. Wraz ze spadkiem rentowności w strefie euro podążały obligacje eurove regionu. Spready pozostały na podobnym poziomie lub minimalnie się rozszerzyły. W październiku zawężyły się spready kredytowe obligacji meksykańskich i brazylijskich. Oznacza to, że okres wzrostu spreadów zaczął i zakończył się we wrześniu.

Indeksy obligacji w walutach lokalnych zaliczyły kosmetyczne zmiany w odniesieniu miesięcznym, a wzrosty na tych rynkach można było odnotować w trakcie miesiąca. Podobnie było na rynkach obligacji high-yield, który zaliczyły wzrosty do połowy miesiąca, by zakończyć październik na poziomach bardziej zbliżonych do tych z końca września.

W październiku rozpoczęto finansowanie programu unijnego SURE, czyli wsparcia w celu zmniejszenia zagrożeń związanych z bezrobociem. Jest to program o charakterze zwrotnym, który ma współfinansować lub refinansować programy postojowe i skróconego czasu pracy. Maksymalna wartość tego programu została ustalona na 100 mld euro. Polska według bieżącego podziału ma być nominalnie trzecim największym beneficjentem i ma otrzymać 11,2 mld euro. Będzie to finansowało polskie potrzeby pożyczkowe na rok 2021. Na pierwszej zrealizowanej aukcji wyemitowano obligacje 10-letnie o wartości 10mld oraz 20-letnie o wartości 7 mld euro. Aukcja przyciągnęła rekordowy popyt o wartości ponad 233 mld euro.

W październiku odbyło się posiedzenie EBC. Nie dokonano na nim zmian parametrów polityki pieniężnej. Stopy mają pozostać na bieżącym lub niższym poziomie dopóki inflacja trwale nie powróci do celu. Potwierdzono kontynuację programów skupu aktywów PEPP oraz APP oraz podkreślono elastyczność, co może oznaczać zwiększenie i/lub wydłużenie programów skupu. W grudniu poznamy efekty przeglądu i kształt spodziewanego luzowania polityki pieniężnej. Szefowa EBC powiedziała, że obecny ujemny poziom inflacji ma charakter techniczny (np. obniżka VAT w Niemczech) i przejściowy oraz, że inflacja utrzyma się poniżej zera do początku 2021 roku. W październiku nie było posiedzenia FED, które jest zaplanowane na 5 listopada.

Na amerykańskim rynku pracy poprawa wyhamowuje. Dane o nowo powstałych miejscach pracy poznamy w piątek, oczekiwania są na poziomie 600 tys. Odczyty październikowe tygodniowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych mieściły się w przedziale 750 - 850 tys. nieznacznie lepiej niż we wrześniu.

Pod koniec miesiąca poznaliśmy dane o PKB za 3 kwartał ze strefy euro oraz USA. Oba odczyty były powyżej oczekiwań. W USA odbicie kwartał do kwartału w ujęciu rocznym wyniosło 33,1% vs. spadek w 2Q o 31,4%. Te liczby trzeba podzielić przez 4, by uzyskać miarę podobną jak w Europie. Najmocniej odbiła konsumpcja, potwierdzając skuteczność polityki fiskalnej. W strefie euro 3Q przyniósł wzrost 12,7% k/k wobec spadku -11,8% w 2Q20. W ujęciu r/r (kwartał względem tego samego kwartału roku poprzedniego) PKB spadł „zaledwie” o 4,3% wobec spadku o 14,8% drugim kwartale.

Wskaźniki PMI dalej różnicują ożywienie w USA i EU. W Europie lepiej radzi sobie przemysł, którego odczyt PMI wzrósł z 53,7 do 54,8 i wynika w szczególności z bardzo dobrych wyników z gospodarki niemieckiej. Usługi na ze względu na coraz większe obostrzenia dalej dołują. Odczyt PMI usługowy dla strefy euro spadł z 48 do 46,9. W Ameryce pomimo epidemii ożywienie postępuje zarówno w przemyśle i usługach, gdzie odczyty PMI wskazały wzrosty z 53,2 do 53,4 i 54,6 do 56,9 odpowiednio dla przemysłu i usług.

Na rynku krajowym poznaliśmy dane gospodarcze za miesiąc kończący trzeci kwartał, stojący pod znakiem odbicia w gospodarce. Dane były pozytywne i powyżej oczekiwań zarówno w ujęciu m/m jak i r/r. Odczyt sprzedaży detalicznej za wrzesień wyniósł 2,7% r/r, a produkcja sprzedana wzrosła o 5,9%. Trzeci kwartał był zatem lepszy niż wcześniej oczekiwano, lecz w kolejnych miesiącach może być już dużo trudniej o dobre wyniki, a coraz to nowe obostrzenia mogą spowodować, że lepszy od oczekiwań trzeci kwartał zostanie przysłonięty gorszym niż wcześniej prognozowano czwartym kwartałem.

Poznany w październiku odczyt inflacji bazowej w Polsce za wrzesień znowu wskazał jej wzrost do poziomów lipcowych, czyli 4,3% r/r. Wstępny odczyt inflacji CPI za październik tym razem zaskoczył kosmetycznie w dół i wyniósł 3% vs. oczekiwane 3,1%. W najbliższym czasie ścieżka inflacji powinna zmierzać w kierunku celu inflacyjnego i swoje minimum mieć w pierwszym kwartale 2021, w efekcie wysokiej bazy z początku tego roku.

Lokalny rynek obligacji był w tym miesiącu mocniejszy niż rynki bazowe. Rentowność dziesięcioletnich obligacji spadła z 1,31% do 1,19%, pięcioletnich z 0,59% do 0,38%, a dwuletnich z 0,08% do 0%. Na rynku stopy procentowej stopa 10-letnia pozostała bez zmian na poziomie 0,95%, stopa 5 - letnia spadła kosmetycznie z 0,51% do 0,5% oraz 2-letniej 0,24% do 0,2%. Ruch krzywej stopy był więc kosmetyczny porównując do bardzo silnego ruchu na obligacjach, w szczególności w segmencie 5-letnim. Oznacza on zawężenie się spreadu ASW (asset swap) w tenorze 5-letnim z 8 do -12 p.b. Z 36 do 24 p.b. zmniejszył się też ten spread na zapadalnościach 10-letnich.

W sierpniu Ministerstwo Finansów przeprowadziło dwie aukcje zamiany. Na pierwszej sprzedano nowe obligacje za prawie za 3,83 mld zł przy popycie 4,57 mld zł. Największa uwaga skupiła się na pięcioletnim papierze stałokuponowym, ale też nowo emitowanej obligacji zmiennokuponowej o zapadalności listopad 2026. Porównywalnie dobrze wypadł papier stałokuponowy 10-letni. Na drugiej aukcji sprzedano obligacje za 4,56 mld zł przy popycie 5,72 mld zł. W tym przypadku największym powodzeniem cieszył się 10-letni papier stałokuponowy, którego kupon zapadł w tym okresie i stanowił on prawie połowę wartości aukcji.

W październiku przetarg obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa dwukrotnie przeprowadził BGK. Na pierwszej aukcji sprzedano papier zapadający w lipcu 2025 o wartości 3,3 mld zł. Na drugiej wyemitowano papiery 10- i 13 - letnie o wartości nominalnej 2,93 mld zł.

W minionym miesiącu NBP przeprowadził bardzo niewielką aukcję skupu obligacji skarbowych i gwarantowanych o wartości 320 mln zł.

Ministerstwo Finansów podało, że stopień sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych wynosi blisko 100% oraz jest już sfinansowane ponad 10% potrzeb pożyczkowych brutto na przyszły rok. W listopadzie odbędą się dwie aukcje zamiany, 6 i 26 listopada. Przetargi zorganizuje również BGK, które odbędą się 10 i 25 dnia miesiąca. Na obu mają być oferowane obligacje 10- i 13-letnie, a także jest możliwość wyemitowania nowej serii obligacji. NBP przeprowadzi jedną aukcję odkupu papierów wartościowych, 18 listopada.

Jesień przynosi poprawę na rynku obligacji korporacyjnych. Emitenci chętniej wychodzą z ofertami na rynek, jednak zdecydowanie łatwiej zebrać popyt na obligacjach bankowych, instytucji finansowych, spółek Skarbu Państwa oraz listów zastawnych. Zdecydowanie trudniej jest na papierach mniejszych emitentów z większości segmentów narażonych na ryzyko koniunktury, pomimo oferowania wyższych marż. W październiku udało się to m.in. kilku deweloperom.

Cały czas czekamy na ostateczny wynik wyborów w USA. To co dyskutowały rynki poprzez wzrost rentowności, czyli odbicie Senatu i zwycięstwo Bidena ma już bardzo małe szanse powodzenia. Oznacza to, że nadzieja na szybkie uruchomienie dużego pakietu fiskalnego została po raz kolejny zgazona.

Taki układ sił premiuje to, co pozwala jednocześnie rosnąć akcjom i obligacjom. Mniejszy stymulus oznacza mniejsze szansę na szybki wzrost inflacji, a republikański Senat nie powinien przepuścić zwiększenia obciążeń podatkowych dla korporacji i najbogatszych, co jest dobrą wiadomością dla akcji. Dodatkowo powinniśmy liczyć na FED, który przy braku rychłego wprowadzenia pakietu fiskalnego będzie musiał zająć się podtrzymaniem ożywienia gospodarczego. Podobne zmartwienia będzie miał EBC, który zapewne przy okazji przeglądu swoich narzędzi polityki pieniężnej zapowie kolejne działania w celu wsparcia rynku finansowego i gospodarki ze względu na dalszy brak końcowego porozumienia w unijnych programach wsparcia, w szczególności Next Generation EU.

Po wyborach rynki powinny wrócić do analizy skutków gospodarczych walki z pandemią oraz finansowania przez banki centralne kolejnych emisji długu na pokrycie rządowych deficytów.

PRZEGLĄD RYNKÓW

DANE NA 31.10.2020

INDEKSY ŚWIATOWE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
S&P500	3269,96	-2,77%	1,2%	7,7%
DJIA	26501,60	-4,61%	-7,1%	-2,0%
NASDAQ	10911,59	-2,29%	21,6%	31,6%
CAC40	4594,24	-4,36%	-23,1%	-19,8%
FTSE100	5577,27	-4,92%	-26,1%	-23,1%
DAX	11556,48	-9,44%	-12,8%	-10,2%
NIKKEI225	22977,13	-0,90%	-2,9%	0,2%
SHANGHAI COMP	3224,53	0,20%	5,7%	10,1%
RTS	1066,60	-9,50%	-31,1%	-25,0%
ISE 100	1112,37	-2,87%	-2,8%	13,0%
BOVESPA	93952,40	-0,69%	-18,8%	-12,4%
SENSEX	39614,07	4,06%	-4,0%	-1,3%

STOPY PROCENTOWE (ZMIANA W P.B.)

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIBOR 3M	0,22	0	-149	-149
Polska 2 lata PLN	0,00	-8	-149	-143
Polska 5 lat PLN	0,38	-20	-143	-134
Polska 10 lat PLN	1,19	-12	-93	-78
Polska 10 lat EUR	-0,09	-4	-25	-16
Polska 10 lat USD	0,79	-3	-140	-132
USA 10 lat	0,87	19	-104	-82
Niemcy 10 lat	-0,63	-11	-44	-22
High Yield USD	5,78	1	58	8
High Yield EUR	-0,09	-10	-32	-17

INDEKSY POLSKIE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIG20 TR	2776,59	-11,3%	-29,1%	-30,5%
WIG	44097,98	-10,8%	-23,7%	-23,7%
mWIG40 TR	4234,05	-10,3%	-16,7%	-12,2%
sWIG80 TR	16660,65	-9,2%	9,3%	16,1%
MSCI Poland	1005,03	-14,1%	-33,5%	-35,1%

SUROWCE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
ROPA BRENT	37,46	-8,5%	-43,2%	-37,8%
ZŁOTO	1 878,81	-0,4%	23,8%	24,2%
SREBRO	23,66	1,8%	32,5%	30,7%
MIEDŹ	304,75	0,5%	9,0%	15,5%
ALUMINIUM	1 853,50	6,5%	3,6%	5,2%
GAZ ZIEMNY	3,35	32,7%	53,2%	27,4%

POLSKA Y/Y

USA Y/Y

STREFA EURO Y/Y

UE Y/Y

	najnowsze	poprzednie	najnowsze	poprzednie	najnowsze	poprzednie	najnowsze	poprzednie
PKB	-8,40	1,90	-2,90	-9,00	-4,30	-14,80	-3,90	-13,90
Inflacja	3,00	3,20	1,40	1,30	-0,30	-0,30	0,30	0,40
Sprzedaż detaliczna	2,70	0,40	5,40	2,80	3,70	-0,10	3,50	0,40
Produkcja przemysłowa	5,90	1,50	-7,28	-7,01	-7,20	-7,10	-6,20	-6,90
Stopa bezrobocia	6,10	6,10	7,90	8,40	8,30	8,30	7,50	7,50

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.