

1. Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Kamil Sobolewski

2. Zagraniczne rynki akcji

Michał Cichosz

3. Polski rynek akcji

Michał Stalmach

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 egzamin CFA, posiada tytuł Financial Risk Manager.

Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

W listopadzie rynki finansowe pozwoliły nam jak przez dziurkę od klucza podejrzeć, co czeka nas w najbliższych miesiącach w finansach, gospodarce i ogólniej - w życiu. Obraz przez dziurkę od klucza nie daje pełnej perspektywy, ale wgląd w przyszłość to i tak ekscytujące doświadczenie. Szczególnie, jeśli widzimy zdrowie, szczęście i pieniądze.

Obraz przyszłości określiło wynalezienie skutecznej szczepionki na koronawirusa przez trzy kolejne firmy farmaceutyczne oraz niewiarygodna ich skuteczność przekraczająca 90%. Na rynkach finansowych zagościło już lato 2021 roku, kiedy żegnamy się z pandemicznym szokiem, wracamy do pracy bardziej efektywnej niż dawniej i konsumujemy nawet więcej niż gdyby pandemia się nigdy nie wydarzyła. Żyjemy pełną piersią bardziej, niż kiedykolwiek.

Tak, sceptycy znajdą mnóstwo argumentów: szczepionka może nie dawać trwałego efektu a wywoływać skutki uboczne, ponowne otwarcie gospodarek nie jest wcale przesądzone, społeczna reakcja na reopening wcale nie musi przywrócić starych nawyków konsumpcyjnych, wysoki poziom konsumpcji wymaga decyzji politycznych w poszczególnych krajach, które jeszcze nie zostały podjęte, przygniata nas ciężar olbrzymich długów zaciągniętych na wojnę z pandemią a odroczone skutki społeczne pandemii mogą prowadzić do zawirowań politycznych z rewolucją lub wojną włącznie. To wszystko prawda, ale dziś mamy hossę na sterydach. Sterydami są gigantyczne kwoty przekazane przez banki centralne za pośrednictwem rządów ludziom i przedsiębiorstwom, nie mające pokrycia w zrealizowanej produkcji. Hossę napędza trwająca na rynkach finansowych interwencja banków centralnych, które od marca „odebrały” aktywa od panikujących inwestorów, a dziś nie kwapią się do „oddania” ryzykownych aktywów inwestorom, mimo ich rosnącego apetytu. Rynki finansowe, hossa, mają być kierownicą dla światowej gospodarki, która pozwoli jej z rozpędem wyjść z pandemicznego poślizgu. Cel jest szczytny i uświęca środki.

Od zerkania przez dziurkę od klucza naszą uwagę odwracał nawrót pandemii i kolejne ograniczenia aktywności w Europie oraz narastająca obawa, że Stany Zjednoczone spotka podobne doświadczenie. Wybory prezydenckie i parlamentarne w USA pełniły w listopadzie rolę szyldu, ograniczającego nasze pole widzenia. Większość demokratów w Sejmie i Senacie przy demokratycznym prezydencie miałyby istotne znaczenie dla gospodarki, prowadząc do zwiększenia programów wsparcia, ale też zwiększenia podatków i regulacji w sektorze przedsiębiorstw i bankowym. Błękitną ofensywę zakłócił wynik wyborów do Senatu, gdzie niepewność utrzyma się do styczniowej dogrywki w stanie Georgia. Jeśli w tym stanie w drugiej turze zwycięży dwóch kandydatów demokratycznych, o werdykcie Senatu decydować będzie wiceprezydent Kamala Harris, znana ze swych lewicowych poglądów, co oznacza Senat intensywnie niebieski. W przeciwnym razie, Republikanie będą utrudniać rządzącym realizację politycznych zamierzeń.

Co zatem czeka nas na rynkach finansowych?

„Mimo potężnych ryzyk, w dłuższym okresie najbardziej prawdopodobny wydaje mi się wariant optymistyczny, a scenariusze ryzyka, choć potencjalnie bardzo bolesne, są relatywnie mało prawdopodobne.” Ten cytat z poprzedniego komentarza pozostaje w mocy. Nie popadajmy jednak w euforię. Czy jeśli rynki finansowe są kierownicą w kryzysie, to w okresie odrodzenia gospodarki będą ją tylko odzwierciedlać? Czy może we wspomnianym lecie 2021 roku staną się narzędziem służącym do jej schładzania?

W mocy pozostają przemyślenia, których niezmiennie trzymam się przez cały 2020 rok:

- portfel inwestycyjny odpowiadający profilowi ryzyka klienta, z alokacją, czyli podziałem na klasy aktywów i geografie, zbliżoną do średniocyklicznej,
- ograniczenie udziału w portfelu aktywów nie płynnych, 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.

Zagraniczne rynki akcji

W listopadzie na rynkach dominowały informacje odnośnie szczepionek na koronawirusa i wynikającej z nich potencjalnej rotacji inwestorów ze spółek „growth” do „value”. Trochę w tle natomiast mieliśmy najintensywniejszą część publikacji wyników spółek za 3Q, które z jednej strony potwierdziły dominujące trendy widoczne w segmentach innowacyjnych. Ale co ciekawe, pokazały one również że branże realnie dotknięte pandemią potrafiły w większej części niż wieszczono zmitigować negatywny wpływ obecnego otoczenia na ich biznes dając tym samym argumenty, że i w tradycyjnych biznesach można upatrywać nadziei na szybszą poprawę sytuacji.

Analizując sezon wyników kwartalnych za 3Q, czyli to co jest naszym zdaniem najważniejsze w ocenie perspektyw dla całego rynku, ponad 95% ze spółek z S&P 500 zdążyło już opublikować swoje raporty. Na poziomie zysków ponad 84% publikacji pobiło oczekiwania analityków rynkowych, a w przypadku przychodów odsetek ten wyniósł 78%. Warto zwrócić uwagę szczególnie na wysoki odsetek firm bijących oczekiwania przychodów, który jest rekordowy w historii (5-letnia średnia wynosi 61%). W ujęciu indeksowym zyski w Q3 spadły o 6,3%, ale ciekawostka jest taka, że gdyby wyłączyć branże lotniczą, oil & gas oraz hotelową, zyski reszty spółek z S&P 500 wzrosłyby o 4,3% r/r. Na poziomie sektorowym mieliśmy powtórkę z trendów z ostatnich kwartałów. Największe pozytywne niespodzianki odnotowano w sektorze spółek technologicznych oraz konsumenckich (odpowiednio 94% i 93%), natomiast najslabiej było w branżach kapitałochłonnych: użyteczności publicznej oraz energetycznej (jedynie 25% oraz 52%).

Znów byliśmy świadkami niesamowitego rozwarstwienia pomiędzy sektorami w ujęciu nominalnej dynamiki przychodów. Segment spółek medycznych pokazał wzrost przychodów o ponad +10,5% podczas gdy najsłabszy sektor energetyczny odnotował spadek aż o 25%, 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.



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.

Natomiast zero-jedynkowa polemika growth czy value odmieniana w ostatnim czasie przez wszystkie możliwe przypadki w mediach branżowych jest błędnym myśleniem. Te dwa zwierzęta, które rynek na siłę próbuje zantagonizować, mogą i będą wg nas spokojnie ze sobą koegzystować z bardzo prostego powodu. W świecie inwestycyjnym mamy obecnie zarówno ogromny deficyt wzrostu jak i dochodu. Oba te największe problemy portfelowe światowych inwestorów mogą przez najbliższe lata równolegle adresować właśnie strategie growth i value. Zachowanie się spółek w listopadzie (przy napływających informacjach o szczepionkach) pokazuje, że można było sówicie zrobić zarówno na spółkach wzrostowych jak i value.

Miesiąc temu w komentarzu wskazywaliśmy, że inwestorzy którzy sprzedali wcześniej swoje pozycje w wyniku strachu przed wyborami w USA będą gonić pociąg który odjedzie im z peronu i taki scenariusz się dokładnie wykonał w ostatnich tygodniach. Patrząc na grudzień, wchodzimy w okres praktycznie bez publikacji wyników kwartalnych ze spółek, który to często wiąże się z chęcią realizacji zysków oraz realizacją zysków na rynkach i nie zdziwię się jeśli tym razem będzie podobnie. Jednakże w dłuższym terminie nie zmienia się nic: relatywna atrakcyjność akcji versus obligacje jako remedium ochrony wartości pieniądza dawno nie była tak korzystna jak obecnie.

Polski rynek akcji

Szczepionka raz, szczepionka dwa, szczepionka trzy! WIG z najlepszą miesięczną stopą zwrotu od ponad dekady. Dotychczasowi maruderzy liderami listopadowych wzrostów.

Ale urwa! To chyba najlepszy komentarz do zachowania WIG w listopadzie. Szeroki indeks zyskał w ubiegłym miesiącu 19,4% (!), co było najlepszym wynikiem w od kwietnia 2009 roku. Biorąc pod uwagę miesięczne stopy zwrotu z WIG-u od 2000 roku, był to właśnie drugi najlepszy miesiąc w tym okresie.

Kluczowym wydarzeniem listopada było ogłoszenie przez spółkę Pfizer wyników badań trzeciej fazy badań klinicznych nad szczepionką przeciw COVID-19. Jej efektywność (ok. 90%) okazała się zdecydowanie lepsza niż oczekiwał rynek. Nadzieja na szybkie odrodzenie gospodarki i „powrót do normalności” spowodowały silną rotację od spółek antycyklicznych (powiązanych ze spółkami typu „work from home”) do spółek cyklicznych i szczególnie dotkniętych tegorocznym kryzysem. Tydzień po wynikach Pfizera swoje wyniki ogłosiła również Moderna (95% efektywność). Z kolei trzeci z rzędu poniedziałek przyniósł nam informacje z firmy AstraZeneca, choć w tym przypadku efektywność okazała się znacznie niższa (od 70% do 90% w zależności od dawki). Poza efektywnością duże znaczenie ma sposób przechowywania i trwałość. Szczepionki mRNA muszą być przechowywane w temperaturze od -20 stopni (Moderna) do aż -80 stopni (Pfizer), co bardzo utrudnia logistykę. Z kolei szczepionka AstraZeneci może być transportowana i przechowywana w zwykłej lodówce lub nawet temperaturze pokojowej.

Szczepionkowy „newsflow” skutkowałam hiper - to chyba odpowiednia miara w tym zakresie, poprawą sentymentu wśród inwestorów po dwóch spadkowych miesiącach. Liderami listopadowych wzrostów na GPW byli najwięksi dotychczasowi przegrani pandemii to jest banki (39,0% wzrostu w ubiegłym miesiącu), spółki odzieżowe (34,7%) oraz petrochemiczne (34,4%). Wszystkie wskazane sektory, nawet pomimo spektakularnych wzrostów w ubiegłym miesiącu, pozostają grubo pod kreską biorąc pod uwagę stopy zwrotu od początku roku. Listopadowe „championy” to najwięksi tegoroczni „maruderzy”, z przecenami wynoszącymi odpowiednio: banki -35,2%, petrochemia -30,2% oraz „odzieżówka” -26,5%.

Z kolei relatywnie bardzo słabo radzili sobie w ubiegłym miesiącu tegoroczni liderzy hossy. Indeks grupujący producentów gier wzrósł w tym otoczeniu o zaledwie 2,6%, zwiększając tegoroczną „zdobycz” do 73,1%.

Tym samym mieliśmy w listopadzie zwrot o 180% w kierunku „starej ekonomii” i spółek cyklicznych, choć niektórzy powiedzieli by zapewne że była to zmiana o 360% :) W związku z powyższym nie powinno zaskakiwać, że prym wiódł WIG20 (20,7%), a im mniejszy indeks, tym stopa zwrotu była niższa (mWIG40 i sWIG80 zyskały odpowiednio 16,6% oraz 15,4%).



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.

Po miesiącach relatywnej słabości, tym razem WIG20 zdeklasował MSCI EM. Licząc w USD stopa zwrotu dla indeksu rynków rozwijających wyniosła 9,0% wobec dla naszych blue chips 27,7% (!). W efekcie połowa tegorocznej „luki” została domknięta, jednak dalej w tym porównaniu rodzimy rynek wypada co najmniej blado (od początku roku to odpowiednio -13,3% przy +9,5%).

Po rekordowym październiku (37,7 mld PLN), w listopadzie obroty na GPW spadły do 30,5 mld PLN. Trudno się dziwić, w październiku na same akcje debiutanta Allegro przypadło 13,8 mld PLN, podczas gdy w listopadzie było to już „tylko” 4,7 mld PLN. Niemniej jednak mierząc rok do roku, dynamika wzrostu wolumenów wyniosła aż 100,9%, zaś licząc od początku roku (ytd) jest to 44,5%.

Wraz z listopadem skończył się również sezon publikacji raportów okresowych za III kwartał. W ostatnich wynikach w jeszcze większym stopniu niż miało to miejsce w II kwartale, dominowały pozytywne zaskoczenia. Na bazie naszych obserwacji medianowe „pobicie” prognoz wyniosło wysokie kilka procent, a relacja pozytywnych do negatywnych zaskoczeń to prawie 3 do 1. Optymistyczne wnioski tyczą się zarówno spółek, które poprawiały wyniki r/r, jak i tych, gdzie dynamiki spadków okazały się niższe niż formułowane prognozy. Wśród pozytywnie wyróżniających się należy wskazać sektor finansowy, przemysł (w tym budownictwo i materiały budowlane) oraz IT.

Szacujemy, że skumulowane zyski na poziomie netto (oczyszczone o zdarzenia jednorazowe) dla stu najbardziej płynnych spółek, stanowiących nasze spektrum inwestycyjne spadną w tym roku o około jedną czwartą. Warto zaznaczyć, że w wynikach za drugi i trzeci kwartał dominowały pozytywne zaskoczenia, a powyższa dynamik spadku była ograniczana, gdzie w maju sięgała nawet 40%. Z kolei indeks WIG spadł od początku roku spadł o 5,5%. Na pierwszy rzut oka może wydawać się, że zachowanie rynków jest lepsze niż wynikałoby z wyników spółek. Należy jednak pamiętać o tegorocznym spadku wymaganych stóp zwrotu. Licząc modelowo obniżka stopy referencyjnej o 140 pb w nieskończoność przekłada się na wzrost wyceny WIG-u o 15%. Czyli powyższe tłumaczyłoby zachowanie rynku. Jak wiadomo, giełdy wyceniają przyszłość, a oczekiwania na przyszły rok wskazują na dynamiczne odbicie wyników. Zakładam, że skumulowane zyski spółek w przyszłym roku wzrosną o około 20 procent, ale dopiero w 2022 roku przebijemy poziom z 2019.

Rynki Obligacji

Rynki obligacji poruszały się w listopadzie głównie pod wpływem wyników wyborów w USA, pandemicznych obostrzeń i liczby zakażeń, ale obraz został mocno pokolorowany przez trzy dawki optymizmu o zakończeniu prac nad szczepionką przez trzech producentów. Listopad rozpoczął się od wyborów, na które rynek szykował się wzrostem rentowności w oczekiwaniu na tzw. „Blue Wave”. Rozpoczęcia liczenia głosów i spływające wyniki przełożyły się na wysoką zmienność na obligacjach amerykańskich sięgając kilkunastu p.b. w ciągu pierwszej dobrej po zakończeniu głosowania. Ciągłe aktualizacje liczenia głosów okazały się rozczarowaniem ze względu na gasnące szanse na przejęcie przez Demokratów kontroli nad Senatem. Po początkowym wystrzale rentowności na ponad 90 p.b. rynek wrócił do poziomu w okoli 75 p.b. Posiadaczy krótkich pozycji wsparły jednak informacje o szczepionkach. Reakcja na pierwszą była najmocniejsza, a rynki bazowe osiągnęły po niej maksima rentowności w listopadzie. W przypadku obligacji amerykańskich było to 0,97%, a obligacji niemieckich -0,46%. Kolejne informacje o szczepionkach były już bardziej spodziewane i nie spowodowały poprawy szczytów, a rentowności wróciły do konsolidacji na niższych poziomach, gdy rynek przypomniał sobie o bieżących problemach. Ostatecznie na zamknięcie miesiąca rentowności amerykańskich 10-latek spadły z 0,87% do 0,84%, a niemieckich wzrosły z -0,63% do -0,57%, co spowodowało zawężenie się spreadu między rentownościami obligacji dwóch głównych rynków bazowych o 0,09% do poziomu 141 p.b.

Powiew optymizmu na rynki przełożył się na spready kredytowe obligacji. W strefie euro najmocniej zawężyły się spready - obligacji włoskich i greckich do niemieckich. 10-letnia różnica rentowności w przypadku tych pierwszych spadła z 139 p.b. do 120 p.b., a w przypadku Grecji z 158 p.b. do 121 p.b. O 11 i 13 p.b. zawężyły się spready obligacji hiszpańskich i portugalskich i wynosiły na koniec listopada odpowiednio 65 i 60 p.b.



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.

Listopad był bardzo dobrym miesiącem dla obligacji w walutach bazowych krajów Europy Środkowo Wschodniej i Bałkanów. Przykładowo rentowności 11-letnich obligacji Rumunii w euro spadła o prawie 30 p.b. Spadały też rentowności obligacji Węgier o długim horyzoncie do wykupu. Jeszcze lepiej prezentowały się obligacje krajów spoza Unii Europejskiej np. Serbii, czy Czarnogóry. Optymizm rynkowy dawał wiatr w żagle obligacjom w walutach bazowych krajów Ameryki Łacińskiej. Spready kredytowe obligacji meksykańskich i brazylijskich zawężyły się w segmencie 10-20 lat nawet po 30-40 p.b. W takim środowisku bardzo dobrze zachowały się rynki obligacji high-yield, które przyniosły stopy zwrotu przekraczające 3%.

W listopadzie przeprowadzono drugą emisję obligacji Unii Europejskiej w celu finansowania programu SURE, czyli programu wsparcia w celu zmniejszenia zagrożeń związanych z bezrobociem. Po raz drugi popyt znacząco przekroczył zrealizowaną podaż. Sprzedano 8,5 mld EUR wartości nominalnej przy popycie przekraczającym 114 mld EUR.

Listopad był miesiącem bez posiedzenia EBC. Na początku miesiąca odbyło się posiedzenie FED, a do końca miesiąca poznaliśmy również minutes z tego posiedzenia. FED jest gotowy zwiększyć stymulację, jeżeli będzie to konieczne. Od tego czasu, zachorowania w USA bardzo wzrosły, co z jednej strony może zwiększać szansę na bardziej akomodacyjną politykę, ale z drugiej strony od czasu posiedzenia potwierdzono gotowość trzech szczepionek, co daje więcej optymizmu w kontekście przyszłości. Warianty ewentualnego dalszego luzowania mogą być różne: zwiększenie skupu, wydłużenie średniego terminu zapadalności, czy wydłużenie okresu prowadzenia skupu.

Wraz z rozwojem zakażeń i obostrzeniami ograniczona zostaje poprawa na amerykańskim rynku pracy. Dwa ostatnie odczyty o nowych wnioskach o zasiłek dla bezrobotnych odwróciły tendencję malejącą i były wyższe niż poprzedzające dane. Oczekiwana ilość nowo powstałych miejsc pracy w sektorze pozarolniczym za listopad jest już poniżej 500tys. Pomimo rosnącej ilości nowych przypadków w USA w ciągu listopada wskaźniki wyprzedzające są tam lepsze niż w Europie, gdzie szczyt zachorowań drugiej fali został osiągnięty w pierwszej połowie listopada. W Europie stosunkowo lepsze oczekiwania są do przemysłu, którego odczyt PMI spadł z 54,8 do 53,8 i jest zasługą mocnych odczytów z gospodarki niemieckiej. Usługi dalej przegrywają z obostrzeniami, a PMI usługowy spadł kolejny miesiąc rzędu, tym razem z 46,9 do 41,7. W Ameryce ciągle lepsze odczyty są w usługach, gdzie PMI usługowy wzrósł z 56,9 do 57,7. Tylko trochę gorzej wypadł przemysł, w którym dynamika poprawy wzrasta, a odczyt wzrósł z 53,4 do 56,7.

Na krajowym rynku poznaliśmy dane za październik, które nie zawierają efektów najmocniejszych obostrzeń, które obowiązywały przez cały listopad. Pokazują one solidne dane z rynku pracy. Pogorszenie dynamik widać w produkcji sprzedanej, która zwolniła z 5,9% r/r we wrześniu do 1% w październiku, a także dynamiki sprzedaży detalicznej, która spadła z 2,7% do -2,1% r/r. Z danych za listopad poznaliśmy wstępny odczyt inflacji, której dynamika spadła z 3,1% do 3%. Odczyt ten wskazuje jednak ciągle wysoki poziom inflacji bazowej na poziomie powyżej 4% będący efektem podwyżek cen usług w ciągu roku oraz cen administrowanych na początku roku. W 1Q21 oczekuje się spadku CPI nawet poniżej celu inflacyjnego, ze względu na efekt wysokiej bazy z początku bieżącego roku, który w pewnym stopniu będzie ograniczony kolejnymi podwyżkami cen energii w nowym roku.

W listopadzie poznaliśmy odczyt PKB Polski za 3Q tego roku. Wskazanie na poziomie -1,5% r/r było wynikiem lepszym od oczekiwań i nieporównywalnie lepszym niż odczyt za 2Q (który wyniósł -8,4%). Do dodatniej dynamiki wróciła konsumpcja prywatna, która była wyższa o 0,4% w stosunku do poziomów sprzed roku. Ujemna dynamika wyhamowała w inwestycjach, które spadły o 9% w stosunku do wartości w analogicznym okresie 2020. Wzrost notowany był również w konsumpcji publicznej, która wzrosła o 3,2% oraz eksporcie netto.

Na początku listopada poinformowano o przełożeniu posiedzenia RPP. Wraz z tą informacją pojawiły się spekulacje o możliwych modyfikacjach w zakupie obligacji przez NBP. Informacja po posiedzeniu NBP nic takiego nie zawierała i oczekiwania rozeszły się jeszcze szybciej nie się budowały. Listopad jest miesiącem aktualizacji projekcji NBP. Od lipca perspektywy wzrostu w ocenie NBP uległy znaczącej poprawie. Projekcję dynamiki PKB w tym roku zmieniono z wartości -5,4% do -3,6% oraz obniżono na rok przyszły z 4,9% do 2,7% zwiększając dynamiki na rok 2022. Projekcja ekonomiczna NBP wskazała na podniesienie się ścieżki inflacji CPI w każdym z lat 2020-2022 i obecnie wskazuje odpowiednio dynamiki 3,5%, 2,5% i 2,6%.

Po tym komunikacie bardzo spadła szansa na możliwość dalszego łagodzenia polityki pieniężnej za pomocą stóp procentowych. Scenariuszem bazowym dla rynku jest ich utrzymanie w najbliższym horyzoncie. Przemysł ten wspiera polityka rządu, który planuje kolejne tarcze osłonowe i programy wsparcia realizowane przez PFR i BGK. Polityka fiskalna powinna więc wyřęczyć politykę monetarną z podejmowania dalszych działań.

Rynek stopy procentowej po informacjach o szczepionce zaczął mocno przesuwac się w górę, a krzywa zaczęła się stromić. Stopy dwuletnie wzrosły z 0,2% do 0,27%, 5-letnie z 0,5% do 0,64%, a 10-letnie z 0,95% do 1,14% i są to poziomy najwyższe od marca tego roku.

Lokalny rynek obligacji był w tym miesiącu nieznacznie słabszy niż rynki bazowe, co wynikało raczej z rosnących stóp w swapach niż mniejszego apetytu na polskie obligacje. Rentowności wzrosły znacznie mniej niż rynek stopy procentowej co spowodowało kolejny miesiąc istotnego zawężenia się spreadu asset swap. Rentowność 2-letnich obligacji wzrosła z 0% do 0,05%, 5-letnich z 0,38% do 0,44%, a 10-letnich z 1,19% do 1,24%. Oznacza on zawężenie się spreadu ASW w tenorze 5-letnim z -12 p.b. do -20 p.b., a w 10-letnim z 24 p.b. do 10 p.b. W listopadzie kolejny ruch w górę zrobiły obligacje zmienokuponowe. Najwięcej dały zarobić te o dłuższych horyzontach zapadalności.

W listopadzie Ministerstwo Finansów przeprowadziło dwie aukcje zamiany. Na pierwszej sprzedano nowe obligacje za prawie za 3,1 mld zł przy popycie 3,9 mld zł. Ponad połowę aukcji zrealizowano na 4,5 letnim papierze stałokuponowym. Na drugiej aukcji sprzedano obligacje za 3,75 mld zł przy popycie 4,7 mld zł. Ponownie największy udział miała stałokuponowa 4,5 latka. Na drugiej aukcji została po raz pierwszy wyemitowana nowa obligacja zmienokuponowa zapadająca w listopadzie 2031. W listopadzie dwukrotnie przetarg obligacji gwarantowanych przez SP przeprowadził BGK. Na pierwszej aukcji sprzedano papier zapadający w czerwcu 2030 o wartości nominalnej blisko 2,6 mld zł. Na drugiej aukcji ponownie wyemitowano papiery 10-letni oraz po raz pierwszy wyemitowano obligacje 20-letnią o zapadalności listopad 2040, których zrealizowano odpowiedni prawie 2,9 mld zł oraz blisko 2,6 mld zł nominalu. W minionym miesiącu NBP przeprowadził bardzo niewielką aukcję zakupu, na którym odkupił obligacje o wartości 236,5 mln zł.

Ministerstwo Finansów podało, że stopień prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych wynosi około 13%. Na koniec listopada na rachunkach budżetowych jest około 109 mld zł. W tym miesiącu odbędzie się jedna aukcja zamiany - 11 grudnia. Przetarg zorganizuje również BGK, odbędzie się on 9 grudnia oraz ewentualnie 17 grudnia. Na obu mogą być oferowane obligacje 10-, 13-letnie i 20-letnie, a na potencjalnym drugim również nowa seria obligacji. NBP przeprowadzi jedną aukcję zakupu papierów wartościowych, 16 grudnia.

Jesień przyniosła poprawę na rynku obligacji korporacyjnych. Emitenci chętniej wychodzą z ofertami na rynek, łatwiej zebrać popyt na obligacjach bankowych, instytucji finansowych, spółek Skarbu Państwa oraz listów zastawnych. Trudniej jest na papierach mniejszych emitentów z większości segmentów narażonych na ryzyko koniunktury, pomimo oferowania wyższych marż.

Informacje o szczepionce wniosły na rynki dużo optymizmu. Czy będzie kontynuowany w grudniu i jak długo potrwa...? Wydaje się, że rynki, gdzie zawężyły się spready kredytowe mogą utrzymać się na obecnych poziomach. Przy zwiększonym apetycie na ryzyko premia za ryzyko kredytowe może się nawet zmniejszać, jednak jeśli pozytywny sentyment przełoży się na wzrosty rentowności na rynkach bazowych to spadki rentowności na obligacjach z premią pozostają ograniczone. Z pomocą mogą w grudniu przyjść banki centralne. 10 grudnia jest posiedzenie EBC, od którego rynek oczekuje zwiększenia pandemicznego programu skupu (PEPP). Z wypowiedzi przedstawicieli EBC można wywnioskować, że dostrzegają ryzyka na dalsze ożywienie w strefie euro i postarają się zaproponować rozwiązania wspierające gospodarkę. Niemniej wydaje się, że dużo łatwiej będzie rynki rozczarować niż pozytywnie zaskoczyć. W przypadku FED, który zobaczymy 16 grudnia nie ma jednoznacznych oczekiwań. Do posiedzenia jeszcze dwa tygodnie, tym samym wpływające dane gospodarcze, negocjacje nad pakietem fiskalnym oraz rozprzestrzenianie się pandemii może zmienić nastawienie FED. Szczepionki i mocne dane gospodarcze za październik i listopad trochę zmniejszyły szansę na dalsze luzowanie monetarne w tym roku. Lokalny rynek ze względu na powolne luzowanie obostrzeń może dalej pozytywnie reagować presją na wzrost stóp długoterminowych i rentowności. Z drugiej strony trzeba pamiętać, że z końcem roku popyt bankowy może szukać miejsca na ulokowanie środków, tak aby uniknąć podatku bankowego. W przypadku przedsiębiorstw możemy być również świadkami w jakimś stopniu, ucieczki od depozytów, na które coraz częściej banki nakładają opłaty.

PRZEGLĄD RYNKÓW

DANE NA 30.11.2020

INDEKSY ŚWIATOWE

| | kurs | miesiąc | ytd | rok |
|---------------|-----------|---------|--------|--------|
| S&P500 | 3621,63 | 10,75% | 12,1% | 15,3% |
| DJIA | 29638,64 | 11,84% | 3,9% | 5,7% |
| NASDAQ | 12198,74 | 11,80% | 36,0% | 40,8% |
| CAC40 | 5518,55 | 20,12% | -7,7% | -6,5% |
| FTSE100 | 6266,19 | 12,35% | -16,9% | -14,7% |
| DAX | 13291,16 | 15,01% | 0,3% | 0,4% |
| NIKKEI225 | 26433,62 | 15,04% | 11,7% | 13,5% |
| SHANGHAI COMP | 3391,76 | 5,19% | 11,2% | 18,1% |
| RTS | 1281,97 | 20,19% | -17,2% | -10,9% |
| ISE 100 | 1283,58 | 15,39% | 12,2% | 20,1% |
| BOVESPA | 108893,30 | 15,90% | -5,8% | 0,6% |
| SENSEX | 44149,72 | 11,45% | 7,0% | 8,2% |

STOPY PROCENTOWE (ZMIANA W P.B.)

| | kurs | miesiąc | ytd | rok |
|-------------------|-------|---------|------|------|
| WIBOR 3M | 0,22 | 0 | -149 | -149 |
| Polska 2 lata PLN | 0,07 | 7 | -142 | -132 |
| Polska 5 lat PLN | 0,44 | 6 | -137 | -130 |
| Polska 10 lat PLN | 1,24 | 5 | -88 | -77 |
| Polska 10 lat EUR | -0,10 | -1 | -26 | -22 |
| Polska 10 lat USD | 0,76 | -3 | -143 | -140 |
| USA 10 lat | 0,84 | -3 | -108 | -94 |
| Niemcy 10 lat | -0,57 | 6 | -39 | -21 |
| High Yield USD | 4,70 | -107 | -49 | -88 |
| High Yield EUR | -0,13 | -4 | -36 | -29 |

INDEKSY POLSKIE

| | kurs | miesiąc | ytd | rok |
|-------------|----------|---------|--------|--------|
| WIG20 TR | 3351,82 | 20,7% | -14,4% | -14,7% |
| WIG | 52639,45 | 19,4% | -9,0% | -8,5% |
| mWIG40 TR | 4938,50 | 16,6% | -2,9% | 0,2% |
| sWIG80 TR | 19230,89 | 15,4% | 26,2% | 29,4% |
| MSCI Poland | 1218,03 | 21,2% | -19,4% | -19,8% |

SUROWCE

| | kurs | miesiąc | ytd | rok |
|------------|----------|---------|--------|--------|
| ROPA BRENT | 47,59 | 27,0% | -27,9% | -23,8% |
| ZŁOTO | 1 776,95 | -5,4% | 17,1% | 21,4% |
| SREBRO | 22,64 | -4,3% | 26,8% | 33,0% |
| MIEDŹ | 342,05 | 12,2% | 22,3% | 29,5% |
| ALUMINIUM | 2 042,25 | 10,2% | 14,1% | 14,7% |
| GAZ ZIEMNY | 2,88 | -14,1% | 31,7% | 26,3% |

POLSKA Y/Y

USA Y/Y

STREFA EURO Y/Y

UE Y/Y

| | najnowsze | poprzednie | najnowsze | poprzednie | najnowsze | poprzednie | najnowsze | poprzednie |
|-----------------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|
| PKB | -1,50 | -8,40 | -2,90 | -9,00 | -4,40 | -14,80 | -4,30 | -13,90 |
| Inflacja | 3,00 | 3,10 | 1,20 | 1,40 | -0,30 | -0,30 | 0,30 | 0,30 |
| Sprzedaż detaliczna | -2,10 | 2,70 | 5,70 | 5,90 | 2,20 | 4,40 | 2,10 | 4,10 |
| Produkcja przemysłowa | 1,00 | 5,70 | -5,34 | -6,73 | -6,80 | -6,70 | -5,80 | -6,00 |
| Stopa bezrobocia | 6,10 | 6,10 | 6,90 | 7,90 | 8,40 | 8,50 | 7,60 | 7,60 |

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.