

1. Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Kamil Sobolewski

2. Zagraniczne rynki akcji

Bartosz Szymański

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 egzaminy CFA, posiada tytuł Financial Risk Manager.

Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Okiem stratega: żyjemy w ciekawych czasach

Wrzesień w globalnej i lokalnej gospodarce upłynął pod znakiem kolejnych zaskoczeń wysoką inflacją oraz zwalnianiem wzrostu gospodarczego. Ekonomistom zajął w oczy groźba stagflacji, zjawiska, które miało pozostać już tylko w podręcznikach, i to nawet nie podręcznikach ekonomii, a historii.

Przypominam sobie outlook Skarbca na 2021 rok, w którym pisałem o dwóch „Godotach”, czyli wielkich nieobecnych, mitycznych postaciach, w których realne istnienie przestaliśmy wierzyć, groźbach całkowicie ignorowanych: kryzysie i inflacji.

Kiedy w 2020 roku w światową gospodarkę uderzył pandemiczny kryzys, przeszliśmy kolejny raz fazę uświadomienia, jak krótka jest nasza pamięć o tym, że kryzysy, z różnych powodów, zdarzają się z pewną znaczną częstotliwością. Nawet wtedy, kiedy banki centralne dysponują uniwersalnym, jak się wtedy wydawało, lekarstwem na kryzys: możliwością skupu aktywów i finansowania w ten sposób wydatków, np.: wydatków rządowych i prywatnych, w ogromnej skali. Rynki w czasie kryzysu w realnej gospodarce posłużyły jako narzędzie do realizacji intencji rządów i banków centralnych. Intencją było zdławienie kryzysu. Nie zważano na skutki uboczne.

W outlooku Skarbca na 2021 rok pisałem, że teraz pora na drugiego Godota - inflację. Od początku roku wskazywałem nie tylko zjawisko cykliczne wynikające z zaburzenia równowagi na rynku dóbr i usług, które dzisiaj obserwujemy, a które jest skutkiem ubocznym zwalczania kryzysu za wszelką cenę. Wskazywałem też na strukturalną zmianę środowiska gospodarczego z deflacyjnego na inflacyjne. O powodach tej strukturalnej zmiany pisałem w poprzednich tegorocznych edycjach „okiem stratega”: demografia, odwrócenie globalizacji, mniej deflacyjny wpływ ekspansji korporacji i firm przeprowadzających w kolejnych branżach technologiczne rewolucje, tzw. market disruptors. Wskazywałem też na uzależniający charakter monetarno-fiskalnej stymulacji, której pandemia uitorowała drogę przez ciasne korytarze ludzkich czy społecznych przyzwyczajzeń, prowadząc skokowo do przyzwolenia na ich bezprecedensową skalę. Pisałem o tym, że politycy takiego narzędzia kupowania popularności sami z siebie, bez poważnego powodu, nie odpuszczą. Inflacja w okresie ostatniego roku była „dobrą inflacją” - taką, która towarzyszy poprawie sytuacji gospodarczej, w której, kto zgodnie z moimi przemyśleniami obstarwił hośną surowcową, zarobił doskonale, a kto zainwestował w akcje czy obligacje, poważnie nie ucierpiał. Inflacją teoretycznie przejściową.

Dzisiejsza groźba stagflacji to w istocie koszmarna wizja małżeństwa dwóch Godotów: uporczywej inflacji i kryzysu. To obawa przed inflacją wymykającą się spod kontroli, która nie dość, że uderza w siłę konsumenta i zdolność firm do przenoszenia rosnących kosztów na ceny, prowadząc do erozji marż, to jeszcze musi być „gaszona” polityką gospodarczą, która mocniej podkopuje fundamenty wzrostu, prowadząc w dłuższym terminie do kryzysu.

Kiedy ten kryzys nadejdzie, warunki uporczywej inflacji uniemożliwią zastosowanie panaceum, do którego globalna gospodarka przyzwyczała się niczym lekoman do ketanolu. Jak będzie wyglądał kryzys bez tradycyjnej odtrutki? Ile stracą w nim akcje i obligacje? Jak długo utrzyma się dobra koniunktura na surowcach? Czy inflacyjny kryzys będzie wypadkiem przy pracy, czy środkiem do celu? A jeśli jest zamierzony, to do jakiego celu prowadzi? Czy kupować złoto?

Moim zdaniem na razie stagflacja, a tym bardziej inflacyjny kryzys, stanowią jedynie groźbę, scenariusz, który wprawdzie oddziałuje na wyobraźnię i emocje aktorów życia gospodarczego i rynkowego, ale daleko mu (w czasie) do materializacji.

Strach przed tym scenariuszem wystarczył do wywołania we wrześniu dawno niewidzianej sytuacji: skoordynowanej bessy na aktywach finansowych: i akcjach, i obligacjach. Wygrywającą klasą aktywów, w skali zarówno września, jak i od początku roku, okazały się cykliczne surowce (czyli surowce oprócz metali szlachetnych) - tak jak przepowiadałem w outlooku Skarbca na 2020 rok. Jeśli dołożymy do tego obrazka kłopoty wielkiego chińskiego dewelopera, oraz umiarkowaną skalę korekty na rynkach akcji, można powiedzieć, że nic się nie stało. Ale to nieprawda.

Warunki do inwestowania zmieniły się na niesprzyjające. Stopy wolne od ryzyka są realnie silnie ujemne, a podejmowanie ryzyka, czy na rynku obligacji, czy na rynku akcji, zaczyna się wiązać z okresowo ujemną stopą zwrotu. Jak zachować się w tej sytuacji?

Moim zdaniem warto rozważyć redukcję udziału akcji w portfelu do poziomu strategicznego lub poniżej (odnoszę się do „strategicznych” poziomów, bo one będą dla każdego inwestora inne, dla jednych może to być 20%, dla innych 80%), pozbycie się indeksowych lub trzymających się benchmarku funduszy dłużnych, szczególnie długoterminowych i korporacyjnych, dodanie do portfela akcji i obligacji domieszki surowców cyklicznych. Gospodarka wydaje mi się na tyle silna, że wytrzyma zacieśnienie polityki gospodarczej, które będzie przebiegać z zamiarem „oszczędzenia” gospodarki. Tyle tylko, że to scenariusz obarczony rosnącym ryzykiem, które w ten sposób przynajmniej trochę ubezpieczamy.

Spodziewam się dalszego wzrostu rynkowych rentowności i spadku cen obligacji. Obligacje o znacznym ryzyku kredytowym nie będą moim zdaniem bezpieczną przystanią, a podwójną pułapką, bo ich wynagrodzenie za ryzyko jest historycznie niskie i fundamentalnie zbyt niskie. Akcje będą, jak mi się wydaje, podlegać presji na wzrost cen z tytułu poprawy fundamentów, oraz presji na spadek cen z powodu kompresji mnożników. Poważniejszych tąpnięć spodziewałbym się jednak dopiero za kilka kwartałów, kiedy dojdzie do materializacji stagflacyjnych obaw. Ucieczka w spółki o niskich mnożnikach (by uniknąć kompresji mnożników) okaże się jednak ślepą uliczką w dłuższym terminie, bo niezależnie od krótkoterminowej zmienności, lepsze stopy zwrotu przyniosą akcje spółek zwiększających swój udział w globalnym torcie, a nie takich, których produkty są w fazie schyłkowej, których zarządy nie mają pomysłu na przyszłość albo których zadłużenie w warunkach rosnących rentowności będzie kamieniem na szyi. Najmniej korzystnie do rozpoczęcia dzisiaj lub kontynuowania inwestycji wyglądają moim zdaniem aktywa nie płynne, w tym polski rynek obligacji korporacyjnych. Hossa surowcowa przestanie moim zdaniem działać jak rozpedzona lokomotywa, a zamieni się w trend obciążony podwyższoną zmiennością, wyznaczaną przez wygasanie jednych i pojawianie się innych tzw. szoków podaży, które będą dalej występować z podwyższoną częstością, bo w swojej istocie są wstrząsami wtórnymi po sztucznie podtrzymanym popycie w okresie pandemii, któremu nie towarzyszyła produkcja dóbr i usług.

Przy wyborze funduszy idą czasy selekcji. Idą czasy wyboru aktywnych zarządzających, którzy mają statutowe możliwości, analityczne kompetencje, pozytywną motywację i prężne zaplecze w obszarach wsparcia i nadzoru, by w takich warunkach z gąszczu kamieni i śmieci z sukcesem wyławiać perełki, przyczyniając się do tego, do czego rynki finansowe powinny służyć: realnych zysków dla właścicieli majątku i efektywnej alokacji zasobów w kierunku najbardziej obiecujących, perspektywicznych, rentownych przedsięwzięć.



Bartosz Szymański
zarządzający funduszami
akcyjnymi

Absolwent Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie na kierunku Międzynarodowe Stosunki Ekonomiczne, specjalność Międzynarodowe Zarządzanie Finansowe. Karierę zawodową rozpoczął w 2005 roku w Union Investment TFI. Doświadczenie zawodowe zdobywał również w Millennium Dom Maklerski oraz Opera TFI. W Skarbiec TFI od 2011 roku.

Zagraniczne rynki akcji

Ostatni miesiąc trzeciego kwartału bieżącego roku przyniósł spore zawirowania na światowych giełdach i popsuł humory większości inwestorów. W przeciwieństwie do dwóch poprzednich miesięcy, wrzesień stał pod znakiem spadków obecnych na głównych rynkach kapitałowych. Najważniejsze indeksy amerykańskie, czyli S&P 500 oraz Nasdaq Composite spadły odpowiednio o -4.8% oraz -5.3%. Nie inaczej było na Starym Kontynencie, gdzie szeroki europejski indeks Eurostoxx 600 spadł o -3.4%. W przeciwieństwie do poprzednich miesięcy, wrzesień charakteryzował się dużo wyższą zmiennością, której towarzyszył wygaszany do końca okres raportowania kwartalnego.

Ostatnie wyniki finansowe spółek za drugi kwartał bieżącego roku spłynęły na rynek w pierwszych dniach września. Tym samym, inwestorzy kolejny raz weszli w okres informacyjnej posuchy, jeśli chodzi o fundamentalne dane z poszczególnych przedsiębiorstw. Jak już niejednokrotnie podkreślaliśmy w naszej komunikacji z Państwem, ostatni miesiąc każdego kwartału jest okresem, w którym sentyment inwestorów jest bardzo podatny na różnego rodzaju „rynkowe plotki” czy wydarzenia ze sfery geopolitycznej. Rynek w tym czasie dyskontuje te wydarzenia bardzo szybko i intensywnie, nie dając jednocześnie szans na fundamentalną ripostę.

Pierwszy kwartał 2021 roku stał pod znakiem szybko rosnących stóp procentowanych w USA. Po stosunkowo spokojnych pod tym względem kolejnych miesiącach bieżącego roku, ostatni tydzień września przyniósł ponowne dynamiczne wzrosty yieldów amerykańskich obligacji skarbowych. To z kolei przyspieszyło tempo spadków na rynkach giełdowych, a inwestorzy szybko wrócili pamięcią i działaniami do pierwszych tygodni 2021 roku, panicznie wyprzedając akcje bez względu na zaraportowane ostatnio dane finansowe. Co więcej, ponownie zaczęły pojawiać się pogłoski o rzekomym przewartościowaniu wybranych sektorów, które mocno outperformowały w ostatnich miesiącach, co dodatkowo spotęgowało negatywne zachowanie wybranych segmentów rynku.

Odstawiając jednak sentyment na bok i oceniając na chłodno kluczowe dane, które w długim terminie są prawdziwym wyznacznikiem wartości danego przedsiębiorstwa, z optymizmem patrzymy w naszą inwestycyjną przyszłość. Ostatni zaraportowany kwartał, o którym Państwu wspominaliśmy w poprzednich komentarzach oraz oczekiwania Zarządów, co do wyników trzeciego kwartału br. wyglądają bardzo obiecująco. W ujęciu przychodowym, mamy do czynienia z trzecim najwyższym od 2006 roku odsetkiem spółek podających wyższe oczekiwania od rynkowych! W przypadku oczekiwań, co do poziomu zysku netto wypracowanego trzecim kwartale, mówimy o czwartym najwyższym od 2006 roku odsetku przedsiębiorstw. W obliczu powyższego, jak zawsze zalecamy Państwu zachowanie zimnej krwi i niepodejmowanie pochopnych decyzji inwestycyjnych.

Wraz z początkiem października wielkimi krokami zbliżamy się do nowego okresu raportowego, który jak dobrze Państwo wiecie, będzie dla nas podstawą do podejmowania konkretnych decyzji, co do poszczególnych składowych naszych portfeli. Już niebawem, bo 13tego, 14tego i 15tego października na rynek spłyną pierwsze raporty kwartalne z sektora bankowego, który jest swego rodzaju papierkiem lakmusowym całej amerykańskiej gospodarki i pokaże kierunki oraz wymiar rozwoju tamtejszego rynku.



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

Nie dało się wygrać z historią... WIG na minusie we wrześniu. Wezwanie na Cyfrowy Polsat szansą na duży zastrzyk gotówki dla rynku.

Problemy z regulacją zobowiązań przez chińskiego dewelopera Evergrande, porównywanego przez niektórych do banku Lehman Brothers, jako zagrożenie dla globalnych rynków finansowych, a także ryzyko limitu zadłużenia USA, to główne przyczyny słabego zachowania indeksów we wrześniu.

Miesiąc temu pisaliśmy, że wrzesień to statystycznie słaby okres dla rynków akcji. Bazując na danych dla GPW od 2000 roku w jedynie 38% przypadków WIG notował wzrosty, natomiast średni i medianowy wynik wyniosły odpowiednio -1,2% oraz -1,1%.

Niestety historia lubi się powtarzać. We wrześniu WIG stracił 0,8%, co było... najłagodniejszym miesiącem w tym roku (wcześniej niewielkie spadki szeroki indeks notował w czerwcu i styczniu, tj. odpowiednio 0,3% i 0,1%). Jednak warto odnotować, że pomimo słabszego miesiąca WIG utrzymał się powyżej psychologicznego poziomu 70 tys. punktów, a obecnie od początku roku zyskał 26%.

Przechodząc do poszczególnych indeksów, we wrześniu najlepiej radziły sobie „misie”, które oparły się spadkom. MWIG40 i sWIG80 zyskały odpowiednio 0,4% i 0,7%. Globalny sentyment mocniej „ciążył” z kolei największym spółkom, gdzie WIG20 zniżkował o 1,4%.

„Back to school” w wydaniu inwestorów na warszawskim parkiecie przyniósł silne wzrosty obrotów. Ponad 24,5 mld PLN łącznego obrotu na spółkach z indeksu WIG było wartością o ponad 39% (!) wyższą w stosunku do sierpnia. Można powiedzieć, że inwestorzy wrócili po wakacjach pełni sił i nowych pomysłów. Wciąż utrzymuje się wysoki poziom aktywności inwestorów nawet w stosunku do wyjątkowego roku 2020. Skala obrotów we wrześniu była o ponad 11% wyższa niż w tym samym okresie rok temu. Z kolei łączna wartość obrotów dotychczas w 2021 roku jest również o ponad 15% wyższa niż suma obrotów do września 2020 roku i 63% niż w tym okresie 2019 roku.

Podsumowując sezon wyników za II kwartał, niestety był on bardzo rozciągnięty w czasie. Wrzesień, kiedy to raporty publikowały przede wszystkim mniejsze spółki, nie przyniósł zmiany obserwowanej wcześniej tendencji. Nasza obserwacja, bazująca na podgrupie 120 podmiotów spełniających kryterium płynnościowe, wskazuje na przewagę pozytywnych zaskoczeń jednak nie aż tak znaczącą, jak miało to miejsce kwartał wcześniej. Ponadto można było zaobserwować, że zachowanie kursów spółek nawet po publikacji wyników powyżej oczekiwań, często było zbliżone do ogólnej sytuacji na rynku danego dnia, bądź nawet przeważała tego dnia inwestorzy sprzedający akcje, korzystający z podwyższonej płynności do ograniczenia pozycji, które często charakteryzowały się solidnymi zyskami od początku roku, w ramach częściowego ograniczenia „puchnących” pozycji.

Sezon publikacji wyników za II kwartał dopiero co się zakończył, a płynnie wchodzimy już w kolejny okres raportowy. Pierwsze wyniki przedstawi tym razem, 19 października Quercus TFI, a z największych spółek 25 października - Orange Polska, choć nie można wykluczyć że na rynek trafią dane szacunkowe innych podmiotów.

Dużym zastrzykiem gotówki dla lokalnego rynku może okazać się wezwanie na Cyfrowy Polsat. Zakładając, że transakcja dojdzie do skutku po zaproponowanej cenie (35 PLN/akcja), a wszyscy lokalni inwestorzy wezmą w nim udział i będą reinwestować środki na GPW, można to oznaczać 5 mld PLN popytu na polskie akcje, co dla porównania stanowi około 1/5 miesięcznych obrotów.

Przechodząc do dłuższej perspektywy, lokalnie utrzymuje się korzystne otoczenie, tj. m.in. neutralne wyceny (12,2x dla WIG przy 10-letniej średniej na poziomie 12,5x, co stanowi obecnie 37% dyskonta do MSCI World) przy poprawiających się, w znacznej części powyżej oczekiwań wynikach spółek (bieżące prognozy dla spółek z WIG są o 36% wyższe niż na początku tego roku), napływy do funduszy (gdzie w dalszym ciągu nie obserwujemy przyspieszenia ruchu z depozytów bankowych do TFI, co wskazuje, że jesteśmy daleko od „przeprzania” sentymentu) czy utrzymujące się wysokie obroty na GPW.



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.

Ryzykiem dla kontynuacji wzrostów na GPW pozostaje głównie otoczenie zewnętrzne, w tym w szczególności rosnące ceny energii, problemy na chińskim rynku mieszkaniowym mające m.in. duży wpływ na zachowanie surowców oraz zacieśniające polityki banków centralnych zmierzające, tj. podwyżki stóp procentowych i ograniczenia programów skupów aktywów.

Rynki obligacji

Wrzesień na rynkach obligacji minął pod znakiem wzrostów rentowności. Miały na to wpływ zarówno informacje płynące z banków centralnych, jak i kolejne porcje danych makroekonomicznych, które okazały się dla inwestorów bardziej znaczące niż problemy z obsługą zadłużenia największego chińskiego dewelopera. Inflacja utrzymuje się na wysokim poziomie, a w niektórych krajach np. Europy Środkowo - Wschodniej rośnie. Dodatkowo dalsze ograniczenia podażowe hamują tempo ożywienia gospodarczego, a także przyczyniają się do utrzymywania się podwyższonego poziomu inflacji.

W ciągu miesiąca rentowności 10-latek amerykańskich wzrosły z 1,31% do 1,49%, a 30-latek z 1,93% do 2,04%. Rentowność niemieckich 10-latek wzrosła z poziomu -0,38% do -0,2%.

Wzrosty rentowności na rynkach bazowych przeniosły się również na wzrosty rentowności obligacji peryferii strefy euro, jednak dzięki kompresji spreadów straty na tych obligacjach były mniejsze niż na obligacjach niemieckich. Środowisko rosnących rentowności negatywnie przełożyło się na większość obligacji krajów Europy Środkowo - Wschodniej i Bałkanów w walutach bazowych. Większość spreadów rozszerzyła się, a obligacje straciły mocniej niż analogiczne obligacje niemieckie, czy amerykańskie. Wyjątkiem były obligacje Polski i Węgier. Wrzesień przyniósł niewielkie spadki na rynku obligacji z segmentu high - yield.

Wrześniowe posiedzenia głównych banków centralnych wniosły więcej ożywienia na rynek obligacji. EBC zaprezentował aktualizację prognoz ekonomicznych podwyższając prognozę wzrostu gospodarczego na bieżący rok z 4,6% do 5,0%. Ciekawsza była projekcja inflacji, którą podniesiono z poziomu 1,9% na 2,2% w tym roku, z 1,5% na 2,7% w przyszłym oraz z 1,4% na 1,5% w 2023. Oznacza to, że nie zapowiada się realizacją celu inflacyjnego w horyzoncie projekcji, co potwierdza szanse na utrzymywanie na dłużej ultraluznej polityki pieniężnej. Najciekawszym elementem była zapowiedź rekalkibracji programu pandemicznego skupu aktywów (PEPP), a jej efektem ma być nieco mniejsze tempo skupu aktywów. Prezes Lagarde podkreśliła, że nie jest to tapering, a jedynie dostosowanie programu do ożywienia gospodarczego w strefie euro. Więcej emocji przyniosło posiedzenie FED, które miało charakter bardziej jastrzębi niż się spodziewano i które było bodźcem do ruchu w górę na amerykańskich rentownościach. Zapowiedziano, że przy dalszej poprawie na rynku pracy uzasadnione będzie zmniejszenie tempa skupu aktywów, a zakończenie taperingu może nastąpić już w połowie przyszłego roku. Aktualizacja kropek wskazała, że liczba członków FOMC, którzy pierwszą podwyżkę widzieliby w 2022 wzrosła z 7 w czerwcu do 9 (czyli połowy) na minionym posiedzeniu. Mediana kropek do końca 2023 wskazuje na 3-4 podwyżki, a do końca 2024 na 6-7 podwyżek o 25 p.b. FED obniżył stopę wzrostu gospodarczego na ten rok podwyższając je na kolejne dwa lata. Podniesiono prognozę inflacji bazowej PCE na ten i przyszły rok. Prognoza preferowanej miary inflacji FED-u pozostaje powyżej 2% również w 2023 i 2024. Prezes Powell wskazał ponadto, że inflacja utrzymuje się na podwyższonym poziomie dłużej niż oczekiwano.

Jastrzębi kierunek kontynuuje wiele banków centralnych. We wrześniu główne stopy procentowe podniosły banki centralne m.in. w Brazylii, Meksyku, Rosji, czy Norwegii. Kontynuacja zacieśnienia polityki pieniężnej odbyła się również na Węgrzech, chociaż tam podwyżka była mniejsza niż oczekiwano. Prawdziwie jastrzębim ruchem była jednak podwyżka w Czechach, gdzie stopa została podniesiona o 75 p.b. przy wykreowanych w ostatnich dwóch miesiącach oczekiwaniach na 50 p.b. W obliczu takich działań banków centralnych komunikacja NBP kształtuje się ultragołębio. Przekonaliśmy się o tym podczas kolejnej gołębiej konferencji prezesa Glapińskiego po wrześniowym posiedzeniu RPP. Zaskakująco inny wydźwięk miały „minutes” z tego posiedzenia, które wskazały, że złożone zostały wnioski o podwyżkę stóp procentowych.

O ile ten o podwyżkę stopy referencyjnej o 15 p.b. nie był zaskoczeniem o tyle wniosek o podwyżkę wszystkich stóp, a stopy referencyjnej o 190 p.b. do 2% był dużym zaskoczeniem i pokazał jak duże są podziały w RPP. W ciągu miesiąca poznaliśmy drugi odczyt inflacji za sierpień, który był jeszcze wyższy i wskazał 5,5% (vs. 5,4% odczyt flash). Znany już jest szacunek inflacji CPI za wrzesień, który był kolejnym z rzędu zaskoczeniem wskazując na wzrost cen 5,8% r/r. Głównym odpowiedzialnym, za wyższy niż oczekiwany odczyt są ceny energii. Najbliższe odczyty inflacji CPI w Polsce z dużym prawdopodobieństwem mają szansę przebić 6%. Nawet jeśli w istotnej części wynikają one z czynników będących poza polityką pieniężną to utrzymująca się na podwyższonym poziomie inflacja może powodować wzrost oczekiwań inflacyjnych, co będzie wymagało reakcji ze strony RPP, tym większej im będzie ona późniejsza.

Utrzymująca się na podwyższonym poziomie inflacja oraz zbliżający się tapering w USA nie tworzyły dobrego środowiska dla polskich obligacji skarbowych. Brak wcześniejszych reakcji ze strony RPP powoduje, że NBP jest w tyle za innymi bankami w regionie. Wrześniowe wzrosty rentowności na rynku polskich obligacji kontynuowały proces wyceny ścieżki polityki pieniężnej bardziej adekwatnej sytuacji w gospodarce realnej. Rynek przestał wierzyć w to, że podwyżki można odkładać jeszcze długo i wycenił wyższą, a przede wszystkim szybszą ścieżkę podwyżek przez RPP. Kontrakty FRA na koniec września wyceniają do końca 2022 około 120 p.b. podwyżki, a w ciągu najbliższych dwóch lat ponad 170 p.b. W trakcie miesiąca stopy w swapach procentowych wzrosły z 0,96% do 1,25% w segmencie 2-letnim, z 1,51% do 1,88% dla 5-lat, a w horyzoncie 10-letnim z poziomu 1,79% do 2,22%. Rentowności obligacji 2-letnich wzrosły z 0,41% do 0,74%, 5-letnich z 1,18% do 1,56%. Rentowność nowych 10-letnich obligacji benchmarkowych wzrosła z 1,8% do około 2,2%. Bez większych zmian w cenach minął miesiąc na obligacjach zmiennokuponowych.

We wrześniu przeprowadzono dwie aukcje zamiany. Na pierwszej sprzedano obligacje skarbowe o wartości nominalnej blisko 4,5 mld zł, przy popycie na poziomie blisko 5,6 mld zł. Największe zainteresowanie przyciągnęły 5-letnia obligacja zmiennokuponowa oraz 5-letnia stałokuponowa. Na drugiej aukcji sprzedano obligacje za blisko 3,6 mld zł przy popycie 5,1 mld zł. Najwięcej sprzedano 5-letnich stałokuponowych oraz 10-letnich zmiennokuponowych. W minionym miesiącu dwa przetargi obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa przeprowadził BGK. Na pierwszej aukcji sprzedano obligacje za blisko 2,2 mld zł nominalu, a na drugiej za niecałe 700 mln zł. NBP przeprowadził jedną planowaną aukcję zakupu, na której odkupił z rynku obligacje o wartości nominalnej 1,83 mld zł, w tym 1,4 mld zł obligacji gwarantowanych przez SP.

Ministerstwo Finansów poinformowało że posiada na koniec września na rachunkach budżetowych około 177 mld zł oraz prefinansowało około 6% potrzeb pożyczkowych na rok 2022. W październiku Ministerstwo Finansów przeprowadzi dwie aukcje zamiany - 7 oraz 21 dnia miesiąca. Dwie aukcje sprzedaży obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa ma zrealizować BGK - 11 i 25 października. Jedną aukcję odkupu, zaplanowaną na 13 października planuje NBP.

Październik zapowiada się na miesiąc, w którym rynek będzie obserwował nadchodzące dane makroekonomiczne i oceniał, czy spowodują one rozpoczęcie lub kontynuację zacieśniania polityki pieniężnej. W szczególności ważne będą dane z rynku pracy w USA, które mogą utwierdzić FED w przekonaniu, co do słuszności rozpoczęcia taperingu. Nie odbędą się posiedzenia decyzyjne głównych banków centralnych. Na rynku lokalnym szczególnie istotny będzie wydzwitek posiedzenia RPP 6 października. Ponadto ciekawa może być oczekiwana konferencja prezesa NBP, na której mogą paść wskazówki co do warunków realizacji zacieśnienia polityki pieniężnej.

PRZEGLĄD RYNKÓW

DANE NA 30.09.2021

INDEKSY ŚWIATOWE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
S&P500	4307,54	-4,76%	14,7%	28,1%
DJIA	33843,92	-4,29%	10,6%	21,8%
NASDAQ	14448,58	-5,31%	12,1%	29,4%
CAC40	6520,01	-2,40%	17,4%	35,7%
FTSE100	7086,42	-0,47%	9,7%	20,8%
DAX	15260,69	-3,63%	11,2%	19,6%
NIKKEI225	29452,66	4,85%	7,3%	27,0%
SHANGHAI COMP	3568,17	0,68%	2,7%	10,9%
RTS	1768,12	4,99%	27,4%	50,0%
ISE 100	1406,39	-4,46%	-4,8%	22,8%
BOVESPA	110979,10	-6,57%	-6,8%	17,3%
SENSEX	59126,36	2,73%	23,8%	55,3%

STOPY PROCENTOWE (ZMIANA W P.B.)

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIBOR 3M	0,23	0	2	1
Polska 2 lata PLN	0,74	33	66	66
Polska 5 lat PLN	1,56	38	114	98
Polska 10 lat PLN	2,18	35	94	87
Polska 10 lat EUR	0,03	0	14	9
Polska 10 lat USD	1,02	8	29	20
USA 10 lat	1,49	18	57	80
Niemcy 10 lat	-0,20	18	37	32
High Yield USD	4,04	17	-14	-172
High Yield EUR	0,09	12	23	8

INDEKSY POLSKIE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIG20 TR	4323,98	-1,3%	19,0%	38,1%
WIG	70340,86	-0,8%	23,3%	42,4%
mWIG40 TR	7121,47	0,4%	35,2%	51,0%
sWIG80 TR	28151,21	0,7%	34,8%	53,4%
MSCI Poland	1523,92	-2,7%	16,2%	30,3%

SUROWCE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
ROPA BRENT	78,52	7,6%	51,6%	91,7%
ZŁOTO	1 756,95	-3,1%	-7,4%	-6,8%
SREBRO	22,17	-7,2%	-16,0%	-4,6%
MIEDŹ	408,90	-6,2%	16,2%	34,8%
ALUMINIUM	2 849,75	5,0%	44,0%	63,8%
GAZ ZIEMNY	5,87	34,0%	131,1%	132,2%

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	11,10	2 kw. 2021	-0,90	1 kw. 2021	12,20	2 kw. 2021	0,50	1 kw. 2021	14,30	2 kw. 2021	-1,20	1 kw. 2021	13,80	2 kw. 2021	-1,20	1 kw. 2021
Inflacja	5,80	wrz 21	5,50	sie 21	5,30	sie 21	5,40	lip 21	3,40	wrz 21	3,00	sie 21	3,20	sie 21	2,50	lip 21
Sprzedaż detaliczna	10,70	sie 21	8,90	lip 21	15,10	sie 21	15,10	lip 21	3,10	lip 21	5,40	cze 21	3,80	lip 21	5,90	cze 21
Produkcja przemysłowa	13,20	sie 21	9,50	lip 21	5,95	sie 21	6,64	lip 21	7,70	lip 21	10,10	cze 21	8,30	lip 21	10,60	cze 21
Stopa bezrobocia	5,80	sie 21	5,80	lip 21	5,20	sie 21	5,40	lip 21	7,50	sie 21	7,60	lip 21	6,80	sie 21	6,90	lip 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.