



**Grzegorz Zatyb**  
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.

## 1.Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Grzegorz Zatyb

## 2.Zagraniczne rynki akcji

Michał Cichosz

## 2.Polski rynek akcji

Krzysztof Cesarz

## 3.Rynki obligacji

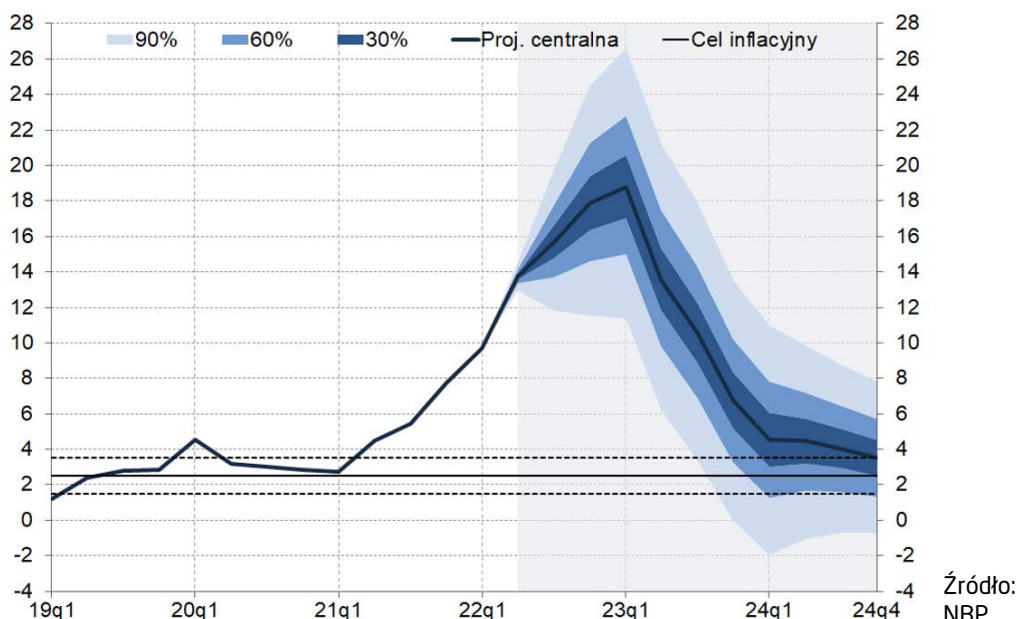
Mateusz Roda

## Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

### Końca świata nie będzie

Tytuł może sugerować, że zajmę się geopolityką. Tym razem jednak oszczędzę czytelnikom rozprawki o konfliktach i broni jaka może zostać użyta i skupię się na naszym lokalnym podwórku.

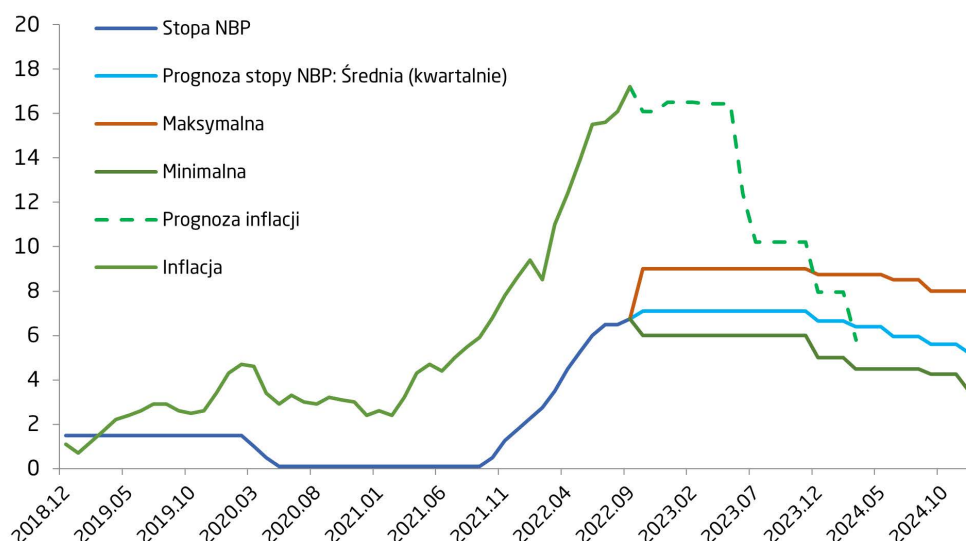
W ostatnią środę RPP podjęła decyzję w sprawie stóp procentowych. Po 11 podwyżkach utrzymała je na tym samym poziomie. Była to decyzja zaskakująca. Spośród wszystkich banków uwzględnianych przez Bloomberga przy publikowaniu konsensu analityków, tylko jeden przewidział poprawnie. Słowo „poprawnie” nie jest tu jednak do końca właściwe ponieważ decyzja RPP nie ma charakteru obiektywnej wartości, jak np. odczyt PKB ale jest efektem subiektywnej oceny sytuacji przez członków Rady. Upraszczając, z punktu widzenia większości uczestników rynku brak podwyżki był nieuzasadniony. Nie chcę umniejszać skuteczności progностycznej zespołu Pekao, bo to oni mieli rację publikując swoją prognozę i należą się im za to gratulacje. Niestety, w przypadku obecnych polskich władz monetarnych zawsze gdzieś z tyłu głowy czai się pytanie, na ile decyzja była oparta na analizie ekonomicznej a na ile ma rozwiązywać bieżące problemy rządu. Bieżące, bo w dłuższym okresie niezależny bank centralny prowadzący suwerenną politykę pieniężną skoncentrowaną na stabilności pieniądza krajowego jest najlepszym rozwiązaniem. Wydaje się jednak, że tym razem RPP sama się przestraszyła swoich poprzednich decyzji. W świetle ostatniej, lipcowej projekcji inflacji, tempo wzrostu cen powinno wrócić do górnego limitu celu inflacyjnego.



Źródło:  
NBP

W takiej sytuacji rzeczywiście uzasadnionym podejściem może być zrobienie przerwy w cyklu podwyżek i poczekanie na projekcję listopadową. Z lipcową jest jednak pewien problem. Na koniec września tego roku projekcja wskaźnika CPI wynosiła 15,7%. Tymczasem rzeczywisty odczyt wyniósł 17,2%. Co więcej projekcja inflacji bazowej wynosiła 10,4% na koniec tego roku, zaś już za wrzesień wskaźnik ten sięgnął 10,8%.

Także zdaniem większości analityków, projekcja NBP jest zbyt optymistyczna. Gdy została opublikowana, prognoza stopy referencyjnej NBP na koniec tego roku wynosiła 7,25% czyli analitycy przewidywali jeszcze jej wzrost o 0,5 punktu procentowego. Mediana prognoz stopy NBP na koniec 2024 roku publikowana przez Bloomberga wynosi 5,2% i w I kwartale 2024 stopa ta ma być w końcu wyższa od stopy inflacji.



Źródło: Bloomberg, Skarbiec TFI

Tu właśnie dochodzimy do sedna sprawy. Nawet zakładając, że centralna ścieżka projekcji inflacji będzie zgodna z rzeczywistością, nie oznacza to, że stopa NBP będzie także znacznie niższa niż obecnie. Biorąc pod uwagę rozkręconą na całego stymulację fiskalną może okazać się, że zostaniemy ze stopami na obecnym lub nieco niższym poziomie na dłużej. Niesie to za sobą daleko idące konsekwencje społeczne, więc ten scenariusz wymagałby odejścia przez rząd od polityki wspierania szerokiego elektoratu. Jeżeli teraz, gdy realna stopa oprocentowania kredytów hipotecznych są ujemne a płace rosną o ponad 10% rocznie konieczne było wprowadzenie „wakacji kredytowych”, to co będzie się działo, gdy wynagrodzenia będą wzrastać o niskie kilka procent, zaś oprocentowanie kredytu będzie realnie dodatnie? Tu od razu dodam, że taka sytuacja utrzymywała się przez większość czasu istnienia III RP i kraj się rozwijał. Pytając więc retorycznie o to co będzie się działo mam raczej na myśli ekspansję fiskalną, która, z „tarczami antyinflacyjnymi” na czele. Nie pozwoli to raczej na złagodzenie polityki pieniężnej. Wygląda to na zakłętą krąg i rzeczywiście tak jest. Chyba jedynym sposobem jest przykręcenie kurka wydatków budżetowych, co pozwoli na złagodzenie polityki pieniężnej przy jednoczesnym utrzymaniu inflacji w ryzach. Złagodzenie polityki monetarnej przy obecnym poziomie transferów to wejście na ścieżkę turecką.

Co z tego wynika dla rynku finansowego? Spadek inflacji wcale nie oznacza automatycznego spadku rentowności obligacji, zwłaszcza tych z krótkiego końca krzywej. Obligacje o dłuższym terminie do wykupu mają szansę na spadki rentowności z uwagi na spadek inflacji. Odwracanie się krzywej dochodowości przy krótkoterminowych stopach na poziomie 7% tworzyłoby komfortowe warunki do inwestowania w obligacje. Jest tu jednak istotny element ryzyka. Jeżeli rynki finansowe ocenią, że polityka NBP nie daje gwarancji trwałego obniżenia inflacji i co gorsza, polityka fiskalna jest bardzo luźna, naturalną kolejną rzeczą będzie wzrost premii za ryzyko inwestowania w polskie aktywa czyli rozszerzenie się spreadu kredytowego. Wówczas spadek stóp może nie być w stanie skompensować wyższej marży za ryzyko i rentowności obligacji pójdą w górę, a ceny w dół. Na szczęście będziemy mieli przyzwoitą bieżącą rentowność, która zamortyzuje straty na kapitale. Takiego komfortu nie mieliśmy, gdy rok temu stopy zaczęły rosnąć.

W takim jak wyżej scenariuszu, spółki giełdowe nie będą narażone na zmagania z silną recesją, ponadto umiarkowanie wysoka inflacja (choć niższa niż teraz) wspiera wyniki emitentów ponieważ przychody i zyski nominalnie będą rosły, a rynek akcji działa w reżimie wielkości nominalnych. Oczywiście wyższe ryzyko inwestowania w Polsce będzie miało wpływ na wyceny spółek na GPW, nie będzie to miało jednak aż tak dużego wpływu jak na rynek polskich obligacji. Zarządzający portfelami akcji funkcjonują w świecie punktów procentowych, ich koleddy od obligacji w świecie punktów bazowych. Z reguły.

Podsumowując, jeżeli założymy brak „czarnych łabędzi” to perspektywy nie są może różowe ale nie będziemy mieli do czynienia z niczym gorszym niż do tej pory, zaś z uwagi na poziomy wycen, wyższe prawdopodobieństwo ma scenariusz lekko pozytywny. Zwłaszcza w przypadku rynku akcji w cenach jest już uwzględnione wiele pesymizmu.

## Zagraniczne rynki akcji

Wrzesień wraz z nadejściem jesieni przyniósł na rynkach pokaźną dawkę strachu i minorowych nastrojów wśród inwestorów. Jak wielokrotnie wskazywaliśmy, trzeci miesiąc kwartału jest szczególnie pustym miesiącem jeśli chodzi o fundamentalne informacje ze spółek w związku z zakończeniem sezonu wyników i przejściem w tzw. okres zamknięty przed publikacją raportów za kolejny kwartał. Jest to naturalny pretekst do przeniesienia uwagi na informacje makroekonomiczne oraz geopolityczne, które jak wszyscy doskonale wiedzą delikatnie mówiąc nie rozpieszczają nas w tym roku. A we wrześniu mieliśmy powtórkę kompilacji straszaków z tegorocznej listy przebojów czyli wysokie odczyty inflacyjne, komentarze członków FED wskazujące na determinację w ścieżce podnoszenia stóp procentowych okraszonych na deser mobilizacją militarną w Rosji przez Putina.

Efektom takiego informacyjnego „koktajlu Mołotowa” były mocne spadki indeksów giełdowych. S&P 500, Nasdaq a nawet uznawany za bezpieczniejszy Dow Jones spadły odpowiednio o 9,3%, 10,5% oraz 8,8%. Wymiar wyprzedaży był wysoki i dotknął praktycznie w równym stopniu zarówno segmentów bardziej wzrostowych jak i tych uznawanych za relatywne ostoje bezpieczeństwa. Padły nawet takie bastiony spokoju jak sektor użyteczności publicznej (utilities), gdzie indeks sektorowy „nadrobił” wcześniejszą siłę i spadł na przestrzeni miesiąca aż o 11,9%. Jest to swego rodzaju znak istotnego zaawansowania bessy i być może ostatnich faz spadkowych, bo historycznie ostatnie zniżkowały właśnie te sektory, które w trakcie rynku niedźwiedzia trzymały się mocno jako te, które dawały książkowo relatywne schronienie.

Z tego ciągłego gulaszu danych jest kilka rzeczy, które naszym zdaniem są niezmiernie istotne i dają pewien obraz tego co możemy obserwować w nadchodzących miesiącach. Po pierwsze +45% r/r inflacji w cenach producenta (PPI index) w strefie euro to jest „koszmar na jawie” dla wszystkich korporacyjnych decydentów mających cokolwiek wspólnego w Europie z ciężkim procesem produkcyjnym czy w ogóle jakimkolwiek produktem fizycznym.



### 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.

Dla porównania odpowiednik wzrostu cen producenta w USA wynosi aktualnie obecnie 8,7%. Lekcja z przeszłości mówi nam, że przy tak trudnym otoczeniu makro, przerzucenie wysokich cen produkcji na klientów jest niemożliwe i pytanie tylko i o ile „polecać” marże w tych obszarach.

Kolejnym istotnym klockiem są nadmierne zapasy, bo skoro posiadające jedne z najlepszych systemów zarządzania zapasami Nike raportuje ponad +40% wzrost zapasów przy jednocyfrowym wzroście przychodów i wskazuje na konieczność wyprzedaży po „zdyskontowanych” cenach to jak mawiał klasyk: „wiedz, że coś się dzieje...”.

Na koniec obserwacyjna anegdota. Warto odnotować, że kondycja światowej ekonomii/rynków zależy obecnie poniekąd od ludzi, którzy będą (lub nie) chcieli mieć większy ekran w swoim smartfonie, czyli popycie na nowego iPhone 14. Póki co, popyt na nowe modele wygląda raczej mało inspirująco.

Oba powyższe przykłady potwierdzają to co słyhać było w ostatnim sezonie wyników i co wskazywaliśmy w ostatnich komentarzach, czyli firmy skierowane na konsumenta mają wyjątkowo niską widoczność, nawet te posiadające zdecydowanie najsilniejszą markę i zasoby.

Ale z każdego, nawet najtrudniejszego kryzysu wychodzą zawsze jacyś zwycięzcy. Naturalnymi wygranymi trudnych czasów są Ci, którzy są w stanie dostarczyć narzędzi do wymiernych oszczędności tym, którzy borykają się lawiną rosnących kosztów. A obecny czas jest wyjątkowo żyznym polem dla takich inicjatyw, zwłaszcza że firmy mogą kontrolować jedynie czynniki wewnętrzne w organizacjach.

Patrząc na nadchodzące tygodnie wchodzimy w okres lepszej sezonowości dla rynków. W połowie października inwestorzy znów wrócą bardziej do tego co mówi nam biznes a nie ekonomiści. bo rozpocznie się wtedy sezon wyników za 3Q. Da nam to lepszy wgląd jak firmy radzą sobie z trudniejszym otoczeniem na tle kasandrycznych wizji z ostatnich tygodni i zdecydowanie niższej poprzeczki oczekiwań.

## Polski rynek akcji

### Wrzesień, kolejny słaby miesiąc na GPW w tym roku.

Od początku roku indeksy giełdowe obrazujące koniunkturę na GPW notują systematyczne spadki. We wrześniu można było zaobserwować ich kontynuację. Nadal liderem spadków pozostają blue chipy, notujące miesięczny spadek o 9,8%, a od początku roku już ok 39,2%. Najmocniej trzymają się spółki zaliczane do indeksu sWIG80, które straciły w ostatnim miesiącu 6,9% a od początku roku są na minusie „tylko” 20,7%.

Porównując stopy zwrotu od początku roku z poszczególnych indeksów (tabela poniżej) zaobserwujemy, że gorzej radziły sobie spółki o dużej i średniej kapitalizacji a relatywnie lepiej tzw. maluchy. Dlaczego tak było? Otóż, spółki wchodzące w skład indeksów WIG20 oraz mWIG40 (tylko częściowo) są bardzo często obiektem inwestycji dokonywanych przez inwestorów zagranicznych, natomiast spółki z indeksów mWIG40 (również częściowo) oraz sWIG80 zdominowane są przez inwestorów krajowych. Pierwsza wspomniana grupa zmniejszyła ekspozycję na polskie akcje, sprzedając je, a ponieważ stanowi ponad 60% dziennych obrotów na GPW ma na zachowanie naszego rynku duży wpływ. Zaobserwowana niechęć do polskich akcji podyktowana była m.in.: wojną na Ukrainie, umorzeniami, utrzymującą się wysoką inflacją w Polsce oraz regulacjami prawnymi uderzającymi w rentowność notowanych na GPW spółek. Z kolei lokalne fundusze nie odczuwały dużej presji ze strony umorzeń, a stały dopływ środków do PPK pozwalała utrzymać zdolności zakupowe i stabilizuje zachowanie lokalnych misiów.



### Krzysztof Cesarz

zarządzający  
funduszami

Absolwent Akademii Ekonomicznej w Poznaniu na kierunku Finanse i Bankowość. Karierę zawodową rozpoczął w 2008 roku w IPOPEMA TFI. Kontynuował ją w EQUES Investment TFI, a następnie w ESALIENS TFI. Uzyskał Złoty Portfel za najlepszy fundusz akcji polskich w 2014 roku. Posiada licencję Doradcy Inwestycyjnego nr 319 oraz certyfikaty Chartered Financial Analyst (CFA) i Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA).

Aktualne wyceny wielu notowanych na GPW wydają się być już bardzo atrakcyjne i oferować wysokie oczekiwane stopy zwrotu dla cierpliwych inwestorów. Zanim jednak dojdziemy do momentu kiedy będzie to możliwe, powinny zacząć się spełniać pewne warunki, niestety większość z nich zależy od poczynań polityków oraz Rady Polityki Pieniężnej. Pierwszy to skuteczna walka z inflacją, umożliwiającą myślenie o obniżkach stóp procentowych. Drugi to zaprzestanie opodatkowania przedsiębiorstw tylko dlatego, że generują atrakcyjne zyski. Obniżanie zysków w notowanych spółkach powoduje, że nie trafiają one do inwestorów, czyli do nas oszczędzających. Trzeci to zaprzestanie wprowadzania niespodziewanych i motywowanych celami politycznymi zmian w prawie. Zniechęcają one do inwestycji zarówno lokalnych i globalnych graczy.

W kontekście powyższego akapitu, rekordowy odczyt inflacji CPI za wrzesień 17,2% czy nowy pomysł rządu na wprowadzenie tzw. podatku od zysków nadzwyczajnych zaproponowany przez wicepremiera Jacka Sasina, nie poprawiają sentymentu wśród inwestorów. Można jednak też poszukać pozytywów. Wiele z przedstawionych przez ze mnie obaw ma już odzwierciedlenie w wycenach, a wpływ części z nich w kolejnych kwartałach będzie zanikać. Z początkiem roku, dynamika inflacji powinna maleć (efekt bazy), ryzyko związane z sytuacją na rynku gazu będzie już rozpoznane, a ofensywa prowadzona przez wojska Ukraińskie może przynieść pozytywne rezultaty. Dodatkowo statystycznie październik na rynkach akcji jest dużo lepszy niż wrzesień. Życzę Państwu i sobie aby było tak i tym razem.

Poniższa tabela prezentuje stopy zwrotu z podstawowych indeksów wyliczanych dla notowanych na GPW akcji. Dane na koniec września.).

Indeks	wrz.22	ytd	Indeks	wrz.22	ytd	Indeks	wrz.22	ytd
WIG	-8,4%	-33,7%	WIG-BANKI	-6,4%	-47,1%	WIG-GAMES	-14,9%	-44,0%
WIG20	-9,8%	-39,2%	WIG-BUDOW	-6,4%	-7,4%	WIG-MEDIA	-10,7%	-37,4%
MWIG40	-7,5%	-32,9%	WIG-CHEMIA	1,2%	-9,6%	WIG-MOTO	-0,7%	-24,1%
SWIG80	-6,9%	-20,7%	WIG-ENERG	-12,7%	-16,1%	WIG-NRCHOM	-5,9%	-17,0%
WIG30	-10,2%	-38,9%	WIG-GORNIC	-6,9%	-31,8%	WIG-ODZIEZ	-6,8%	-52,6%
WIG140	-8,5%	-34,5%	WIG-INFO	-3,9%	-17,5%	WIG-PALIWA	-12,4%	-20,8%
						WIG-SPOZYW	-11,6%	-55,6%

Poniższa tabela prezentuje stopy zwrotu z podstawowych polskich indeksów oraz stopy zwrotu z 3 najlepszych i 3 najgorszych inwestycji w ramach wymienionych indeksów. Dane za wrzesień 2022.

Indeks WIG20	Zmiana	Indeks MWIG40	Zmiana	Indeks SWIG80	Zmiana
CD Projekt SA	19,1%	Selvita SA	17,5%	CI Games SA	13,6%
KGHM Polska Miedz SA	-0,9%	Famur SA	7,2%	Shoper SA	12,0%
CCC SA	-2,0%	Polenergia SA	6,0%	R22 SA	6,9%
Cyfrowy Polsat SA	-17,3%	Grupa Pracuj SA	-22,4%	Biomed-Lublin	-26,2%
PZU SA	-17,8%	LW Bogdanka SA	-34,5%	Onde SA	-28,2%
JSW SA	-29,9%	Bumech SA	-38,9%	ZE PAK SA	-40,8%



## 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

Wrzesień był trudnym miesiącem dla większości posiadaczy obligacji. Banki centralne zadbały, żeby powrót inwestorów z wakacji nie był nudny. Na rynkach dominował szeroki trend wzrostu rentowności. Rynkom obligacji nie pomaga wzrost napięć geopolitycznych związanych w szczególności z wojną w Ukrainie.

EBC zgodnie z oczekiwaniami podniósł stopy procentowe o 75 pb. Stopa depozytowa wzrosła do 0,75%, a refinansowa do 1,25%. Prezes Lagarde podkreśla wysoką determinację EBC do sprowadzenia inflacji do celu. W ramach aktualizacji prognoz makroekonomicznych EBC zrewidował na bieżący i przyszły rok w górę prognozy inflacji oraz w dół dynamiki wzrostu PKB. EBC ma podejmować decyzję z posiedzenia na posiedzenie w zależności od napływających danych. Na koniec września rynek wycenił jeszcze 130 pb. podwyżek do końca roku oraz kolejne 100 p.b. w przyszłym roku.

Wyraźnie jastrzębi ton popłynął z amerykańskiego banku centralnego. FED zgodnie z oczekiwaniami po raz trzeci z rzędu dokonał podwyżki w skali 75 pb. do poziomu 3,00% - 3,25%. Prezes Powell wielokrotnie podkreślał wysoką determinację w sprowadzeniu inflacji do celu inflacyjnego. Wskazał, że stopy będą musiały pozostać na dłużej na restrykcyjnym poziomie, żeby trwale udało się opanować inflację i ostrzegął przed zbyt szybkim luzowaniem polityki pieniężnej. FED zrewidował w dół prognozy wzrostu PKB, a w górę prognozy stopy bezrobocia i stopy inflacji w latach 2022-24. Aktualizacja kropek wskazała, że na koniec bieżącego roku stopy sięgną poziomu 4,25% - 4,5%, a w przyszłym roku 4,5% - 4,75%. Rynek na koniec miesiąca prawie w całości wycenia te poziomy i oczekuje ruchów odpowiednio 75, 50, 25 pb. na trzech najbliższych posiedzeniach.

We wrześniu podwyżki stóp dokonał również Bank Anglii, który podniósł główną stopę o 50 pb. do poziomu 2,25% i miał zamiar rozpocząć w październiku redukcję bilansu banku. Rozwój wydarzeń w kolejnych dniach nie pozwolił jednak na realizację tych planów. Rząd Wlk. Brytanii ogłosił plany ekspansji fiskalnej w celu subsydiowania wysokich cen energii dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, a od kwietnia przyszłego roku obniżkę PIT. W konsekwencji funt znacząco się osłabił, a rentowności długoterminowych obligacji znacząco wzrosły i przełożyły się na problemy płynnościowe funduszy emerytalnych. Bank Anglii ogłosił interwencję w postaci skupu obligacji długoterminowych od 28 września do 14 października. Rozpoczęcie redukcji bilansu zostało przesunięte na 31 października.

W regionie podwyżki kontynuował bank centralny Węgier, który po ruchu o 125 pb. (większym od oczekiwań) i osiągnięciu głównej stopy poziomu 13% ogłosił zakończenie cyklu podwyżek. Zapowiedziano utrzymanie stóp na bieżącym poziomie przez dłuższy czas, żeby zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne oraz działania mające na celu ograniczenie płynności w systemie finansowym.

Zacieśnianie polityki pieniężnej jest kontynuowane w Szwajcarii, gdzie bank centralny podniósł główną stopę o 75 pb. do poziomu 0,5%. Podwyżki były kontynuowane w Skandynawii, gdzie bank centralny Norwegii podniósł stopy o 50 pb. do poziomu 2,25%, a bank centralny Szwecji o 100 pb. do 1,75%. Od podwyżek wstrzymuje się Bank centralny w Japonii, który pozostawił stopy na poziomie -0,1% i podtrzymuje kontrolę krzywej dochodowości. Po raz kolejny pod prąd do globalnego nurtu ruch wykonał bank centralny Turcji, gdzie stopy obniżono z 13% do 12%.

W trakcie miesiąca rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich wzrosły z 3,19% do 3,83% (osiągając w maksimum 4%), 5-letnich wzrosły z 3,35% do 4,09%, a 2-letnich z 3,5% do 4,28%. Rentowności niemieckich 10-latek wzrosły z 1,54% do 2,11%.

Stanowcza retoryka banków centralnych nie przełożyła się już na kolejne wyraźne wzrosty rentowności spreadów kredytowych obligacji krajów południa Europy. Jastrzębie przesłanie większe przełożenie miało na wzrost spreadów kredytowych obligacji krajów Europy Środkowo-Wschodniej w walutach bazowych, co było też spotęgowane narastającą eskalacją ze strony Rosji. Wrzesień przyniósł solidną przecenę w segmencie obligacji korporacyjnych high-yield.

We wrześniu RPP zmniejszyła tempo podwyżek i podniosła stopy procentowe o 25 pb., a stopa referencyjna osiągnęła poziom 6,75% ponownie wskazując na zbliżanie się do końca cyklu i uzależniając dalsze decyzje od napływających danych.

Dane makroekonomiczne za sierpień opublikowane we wrześniu potwierdzają dalsze, ale stopniowe hamowanie polskiej gospodarki i w większości były powyżej oczekiwań konsensusu rynkowego. Kosmetyczne odbicie zanotował wskaźnik PMI, jednak jego szczegóły nie napawają optymizmem. Wyraźnie w górę zaskoczył wstępny odczyt inflacji za wrzesień, który wyniósł 17,2%, co było efektem po raz kolejny silniejszego wzrostu cen żywności, a także cen energii i zaskoczenia na inflacji bazowej, która prawdopodobnie przebiła 10,5%. Odczyt ten był argumentem, by oczekiwać kontynuacji cyklu podwyżek w październiku.

Krajowy rynek obligacji podążał za tendencjami z rynku globalnego, co przełożyło się na wyraźne wzrosty rentowności. Na koniec września rynek wycenia osiągnięcie stopy referencyjnej na koniec roku na poziomie 7,5%. Krzywa stopy procentowej uległa wystromieniu, co było spowodowane przez mocniejszy wzrost stóp długoterminowych. Stopa 2-letnia wzrosła kosmetycznie do 7,65%, 5-letnia wzrosła z 6,61% do 7,05%, a 10-letnia z 6,27% do 6,88%. Rentowności obligacji skarbowych wzrosły mocniej niż krzywa stopy procentowej. Rentowności obligacji 2-letnich wzrosły z 7,1% do 7,44%, 5-letnich z 6,68% do 7,39%, a 10-letnich z 6,15% do 7,17%. We wrześniu doszło do przeceny obligacji zmiennokuponowych sięgających od 0,2 do 0,7%.

Na moment publikacji komentarza wiemy już, że RPP postanowiła pozostawić stopy procentowe bez zmian (konsensus oczekiwał podwyżki o 25 pb.). Decyzję motywowano silnym już zacieśnieniem polityki pieniężnej, niezależnymi od RPP źródłami inflacji, oddziaływaniem polityki pieniężnej z opóźnieniem, a także hamowaniem gospodarki oraz kontynuacją silnego zacieśniania przez główne banki centralne. RPP czeka na listopadowe projekcje inflacji i PKB. Nie kończy cyklu zacieśniania, a kolejne decyzje mają być zależne od napływających danych. Pierwsza reakcja rynku jest negatywna, skutkująca osłabieniem waluty i przeceną obligacji o dłuższych zapadalnościach.

W minionym miesiącu Ministerstwo Finansów przeprowadziło jedną aukcję zamiany i jedną aukcję regularną. Na pierwszej sprzedano obligacje o wartości nominalnej ponad 4,5 mld zł przy popycie ponad 5,8 mld zł. Większość aukcji zrealizowano na obligacjach stałokuponowych. Na aukcji regularnej sprzedano obligacje o wartości nominalnej 5 mld zł oraz 800 mln zł na aukcji dodatkowej przy popycie 8,7 mld zł. Zdecydowaną większość aukcji zrealizowano na obligacjach stałokuponowych, w szczególności 10-letniej. Dwie aukcje obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa przeprowadził BGK. Na pierwszej sprzedano obligacje o wartości nominalnej ponad 760 mln zł, a na drugiej ponad 700 mln zł. W nadchodzącym miesiącu Ministerstwo Finansów przeprowadzi aukcję zamiany 11 października oraz aukcję regularną 20 października. BGK przeprowadzi aukcje sprzedaży 24 oraz opcjonalnie 31 października. Ministerstwo Finansów podało, że w sierpniu zaangażowanie inwestorów zagranicznych w obligacjach skarbowych w walucie lokalnej wzrosło o 2,1 mld zł. Stan środków na rachunkach budżetowych wyniósł na koniec miesiąca 130 mld zł.

W październiku uwaga rynków skupi się na danych makroekonomicznych. W USA inwestorzy z największą uwagą będą patrzeć na dane z rynku pracy oraz dane o inflacji. W strefie euro 27 października decyzję dotycząco stóp procentowych podejmie EBC. Rynek oczekuje ruchu w górę o 75 pb. Na kolejne posiedzenie FED trzeba będzie poczekać do 2 listopada. Patrząc na ostatnie tygodnie rynki mogą być wrażliwe na wyraźne zmiany na froncie wojennym, w szczególności te negatywne, o charakterze dalszej eskalacji. Lokalny rynek będzie pod dużym wpływem otoczenia zewnętrznego. Wpływ mogą mieć również zatwierdzenie planów fiskalnych dotyczących pomocy rządowej w ograniczaniu skutków wzrostów cen energii, które mogą przekładać się na potrzeby pożyczkowe i perspektywy inflacji, a także kolejne dane z gospodarki realnej.



# PRZEGLĄD RYNKÓW

## DANE NA 30.09.2022

### INDEKSY ŚWIATOWE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
S&P500	3585,62	-9,34%	-24,8%	-16,8%
DJIA	28725,51	-8,84%	-20,9%	-15,1%
NASDAQ	10575,62	-10,50%	-32,4%	-26,8%
CAC40	5762,34	-5,92%	-19,4%	-11,6%
FTSE100	6893,81	-5,36%	-6,6%	-2,7%
DAX	12114,36	-5,61%	-23,7%	-20,6%
NIKKEI225	25937,21	-7,67%	-9,9%	-11,9%
SHANGHAI COMP	3024,39	-5,55%	-16,9%	-15,2%
RTS	1055,72	-16,11%	-33,8%	-40,6%
ISE 100	3179,99	0,28%	71,2%	126,1%
BOVESPA	110036,79	0,47%	5,0%	-0,8%
SENSEX	57426,92	-3,54%	-1,4%	-2,9%

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

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIBOR 3M	7,21	10	467	698
Polska 2 lata PLN	7,44	34	405	670
Polska 5 lat PLN	7,39	71	343	583
Polska 10 lat PLN	7,17	101	349	499
Polska 10 lat EUR	4,63	123	460	460
Polska 10 lat USD	5,01	135	355	399
USA 10 lat	3,83	64	232	234
Niemcy 10 lat	2,11	57	229	231
High Yield USD	9,68	126	546	564
High Yield EUR	3,06	67	285	297

### INDEKSY POLSKIE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIG20 TR	2664,72	-9,1%	-37,2%	-38,4%
WIG	45970,64	-8,4%	-33,7%	-34,6%
mWIG40 TR	5013,57	-7,4%	-30,4%	-29,6%
sWIG80 TR	22012,51	-6,6%	-18,0%	-21,8%
MSCI Poland	885,32	-9,6%	-41,3%	-41,9%

### SUROWCE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
ROPA BRENT	87,96	-8,8%	13,1%	12,0%
ZŁOTO	1 660,61	-2,9%	-9,2%	-5,5%
SREBRO	19,03	5,8%	-18,4%	-14,2%
MIEDŹ	341,25	-3,0%	-23,5%	-16,5%
ALUMINIUM	2 164,25	-8,5%	-22,8%	-24,1%
GAZ ZIEMNY	6,77	-25,9%	81,4%	15,3%

### POLSKA Y/Y

### USA Y/Y

### STREFA EURO Y/Y

### UE Y/Y

	najnowsze		poprzednie		najnowsze		poprzednie		najnowsze		poprzednie		najnowsze		poprzednie	
	za okres		za okres		za okres		za okres		za okres		za okres		za okres		za okres	
PKB	5,50	2 kw. 2022	8,50	1 kw. 2022	1,80	2 kw. 2022	3,70	1 kw. 2022	4,10	2 kw. 2022	5,40	1 kw. 2022	4,20	2 kw. 2022	5,50	1 kw. 2022
Inflacja	17,20	wrz 22	16,10	sie 22	8,30	sie 22	8,50	lip 22	10,00	wrz 22	9,10	sie 22	10,10	sie 22	9,80	lip 22
Sprzedaż detaliczna	21,50	sie 22	18,40	lip 22	9,10	sie 22	10,10	lip 22	-0,90	lip 22	-3,20	cze 22	-0,50	lip 22	-2,40	cze 22
Produkcja przemysłowa	10,90	sie 22	7,10	lip 22	3,68	sie 22	3,81	lip 22	-2,40	lip 22	2,20	cze 22	-0,80	lip 22	3,20	cze 22
Stopa bezrobocia	4,80	sie 22	4,90	lip 22	3,70	sie 22	3,50	lip 22	6,60	sie 22	6,60	lip 22	6,00	sie 22	6,00	lip 22

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.