

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	-0,83 %	USA (USD)	0,77 %	USD/EUR	-1,90 %	Ropa Brent (USD)	16,37 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	-2,64 %	Europa (EUR)	1,74 %	CZK/USD	1,38 %	Gaz (USD)	-15,83 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	-3,71 %	Czechy (CZK)	0,96 %	CZK/EUR	-0,56 %	Fotowoltaika (EUR)	29,44 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-4,14 %	Polska (PLN)	-2,54 %	PLN/EUR	1,03 %	Złoto (USD)	-0,58 %
Czechy – PX (CZK)	2,35 %	Węgry (HUF)	-3,61 %	HUF/EUR	1,27 %	Srebro (USD)	-4,94 %
Polska – WIG30 (PLN)	-8,47 %	Turcja (TRY)*	-3,31 %	TRY/EUR	37,55 %	Miedź (USD)	-2,12 %
Węgry – BUX (HUF)	-5,04 %						

* BofA Merrill Lynch index

UGW

Gospodarka strefy euro zaskoczyła silnym wzrostem w III kwartale, przewyższając wzrost w USA. Inflacja nadal przyspiesza, a wraz ze wzrostem cen producentów nie wydaje się, by wzrost cen konsumpcyjnych miał się zakończyć. EBC jednak nadal nie dostrzega sytuacji inflacyjnej.

Gospodarka Europejskiej Unii Walutowej (UGW) kontynuowała swój wzrost w drugim kwartale. **W III kwartale**, według drugiego szacunku Eurostatu, **przyrost wyniósł 2,2% q/q**, czyli prawie tyle samo co w II kwartale (2,1% q/q); **roczna stopa wzrostu** wyniosła zatem **3,7%**. Wśród dużych gospodarek najlepiej wypadły Francja (+3% q/q), która jest obecnie niemal na poziomie sprzed pandemii (gospodarka jest tylko o 0,2% mniejsza niż w 4Q19), oraz Włochy (+2,6% q/q); Niemcy i Hiszpania pozostały nieco w tyle (odpowiednio 1,7% q/q i 2% q/q). Kompletną strukturę wzrostu mamy jak na razie tylko z Francji. Do wzrostu przyczynił się przede wszystkim popyt gospodarstw domowych (+5% q/q) oraz rządowy (+3% q/q), co jest oczywiście dość proinflacyjną kompozycją wzrostu. Z kolei nakłady brutto na środki trwałe nieznacznie spadły (-0,1% q/q).

Twarde dane opublikowane w UGW w listopadzie 2021 roku były słabsze, ale zaskakująco (i prawdopodobnie tylko tymczasowo) poprawiły indeks PMI.

Sprzedaż detaliczna, po spadku w lipcu (-2,2% m/m), w sierpniu wzrosła o 1% m/m, ale we wrześniu **ponownie spadła o 0,3% m/m**. **Roczna stopa wzrostu** wyniosła 2,5%. Wśród dużych gospodarek najlepiej radziły sobie Włochy (+4,1% r/r) i Francja (+5,9%), natomiast pozostałe duże gospodarki zanotowały spadki (Niemcy o 1,1% r/r, Hiszpania o 0,1%). **We wrześniu nadal poprawiała się sytuacja na rynku pracy** istotna dla konsumpcji gospodarstw domowych. Wyrównana sezonowo **stopa bezrobocia**, która jeszcze na początku roku wynosiła 8,2%, spadła do 7,4% we wrześniu i **7,3% w październiku**, co jest najniższym poziomem od marca 2020 roku (7,1%). Gdyby nie szybki wzrost cen (i wciąż bardzo niski wzrost płac nominalnych), byłaby to idealna sytuacja dla popytu gospodarstw domowych.

Produkcja przemysłowa po dwóch miesiącach wzrostu w lecie (czerwiec +0,2% m/m, lipiec +1,6%), **spadła we wrześniu**, podobnie jak w sierpniu (a więc drugi miesiąc z rzędu). O ile w sierpniu spadek był dość wyraźny i wyniósł 1,7% m/m, to we wrześniu spadek był dość wyraźny i wyniósł 1,7% m/m, to we wrześniu już tylko kosmetyczne 0,2% m/m już tylko **kosmetyczne 0,2% m/m**. Słabość nadal napędzana jest głównie przez Niemcy, których przemysł, po spadku o 3,7% m/m w sierpniu (najwyższa stopa spadku od kwietnia 2020 r.), **spadł jeszcze bardziej we wrześniu, o 1,4% m/m**. W okresie od stycznia do września niemiecki przemysł odnotował spadek w sześciu z dziewięciu miesięcy, co oznacza, że całkowity spadek w tym roku wyniósł około 7%. Przyczyny są oczywiste - zmniejszona podaż komponentów, wyższe ceny lub niedostępność czynników produkcji. Roczna stopa wzrostu Niemiec jest również ujemna i wynosi -1,4%, co jest pierwszym ujemnym wynikiem od lutego 2021 r. (pod wpływem efektu bazy). Przemysł francuski pozostaje bez zmian r/r, włoski wzrósł o 5,6% r/r, a hiszpański o 2,2% r/r.

Indeks menedżerów ds. zakupów (PMI) w przemyśle **poprawił się zaskakująco** (choć nieznacznie) **w listopadzie** (z 58,3 w październiku do **58,4 w listopadzie**) po 4 poprzednich miesiącach spadków. Pozostaje to oczywiście w obszarze ekspansywnym. Jednak bliższe spojrzenie pod maskę indeksu ujawnia wiele zagrożeń. Są to na przykład najbardziej pesymistyczne oczekiwania co do przyszłego rozwoju sytuacji w tym roku, zwłaszcza w usługach, co oczywiście wynika z obawy przed dalszym zamykaniem się gospodarki. W przemyśle, optymizm nieznacznie wzrósł z 12-miesięcznego najniższego poziomu w październiku. Zarówno ceny nakładów, jak i produkcji nadal rosną, w najszybszym tempie w historii badania, szczególnie w Niemczech.

Indeks IFO daje również obraz złej i pogarszającej się sytuacji w niemieckiej gospodarce. W listopadzie indeks spadł szóstym miesiącem z rzędu (z post-pandemicznego maksimum 101,9 pkt. w czerwcu spadł do **96,5 pkt. w listopadzie**, najniższego poziomu od kwietnia 2021 roku). Podobnie jak w poprzednich miesiącach wynikało to przede wszystkim ze słabszych oczekiwań (szczególnie w usługach, gdzie oczekiwania spadły w tempie nienotowanym od listopada 2020 r.), których spadek do **94,2 pkt.** w listopadzie oznacza, że są one obecnie najniższe od stycznia br. Większość respondentów z branży stwierdziła, że presja na ceny czynników produkcji utrzymuje się i że planują oni

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

podnieść swoje ceny produkcji.

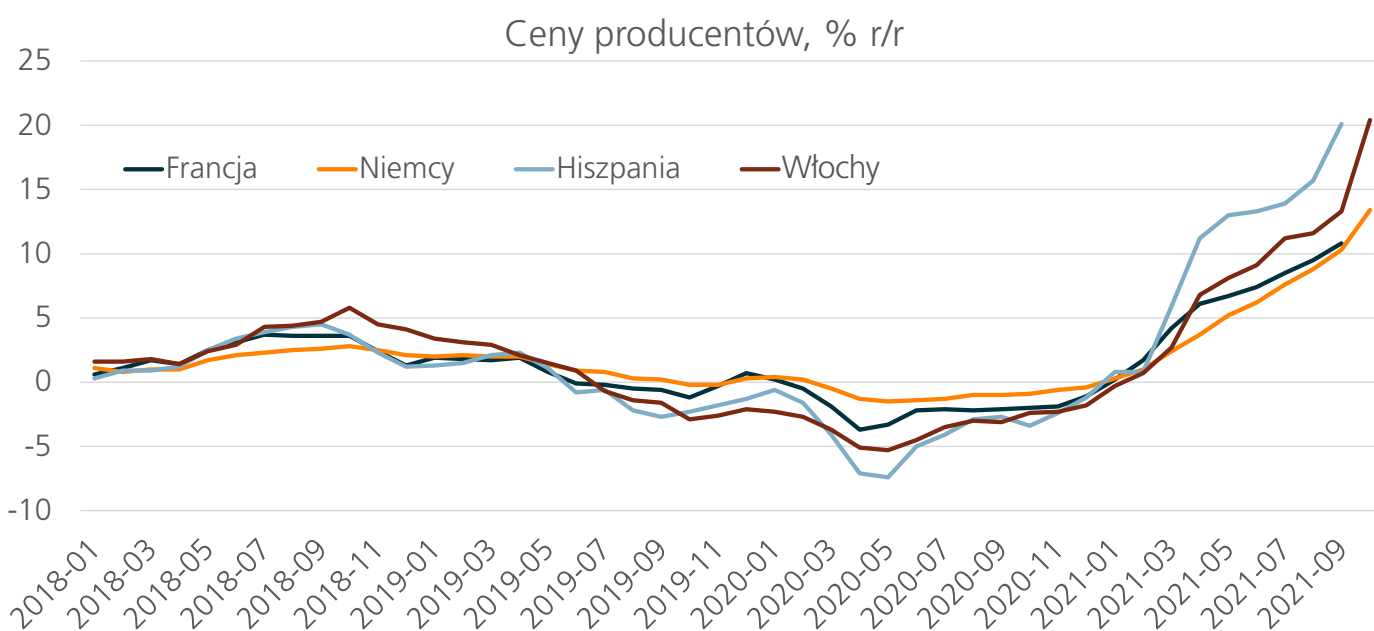
Jak zwykle, **zaufanie w przemyśle** mierzone przez **KE** pokazuje inny rozwój sytuacji w przemyśle. W styczniu 2021 r. był on już lepszy (-6,1 pkt) niż bezpośrednio przed rozpoczęciem pandemii w lutym 2020 r. (-6,2 pkt), a w kolejnych miesiącach nadal wzrastał, osiągając w lipcu 14,5 pkt, co stanowi czwarty z rzędu nowy historycznie wysoki wynik (mierzony od stycznia 1985 r.). Od tego czasu oscylował w wąskim przedziale wokół 14 punktów, **osiągając w listopadzie poziom 14,1 punktów**. Jest to dość zaskakujące, biorąc pod uwagę negatywne nastroje w przemyśle odzwierciedlone w indeksach PMI/IFO, informacje o problemach z dostawami komponentów oraz informacje o drogiej energii.

W dominującym sektorze usług sytuacja wg PMI poprawiła się podobnie jak w przemyśle (i również zaskakująco). I rzeczywiście, wskaźnik PMI dla usług **wzrósł w listopadzie do 56,6 pkt.** z 54,6 pkt. w październiku, pomimo rosnących obaw o powrót pandemii Covid-19. Z drugiej strony, **lekka nerwowość w końcu dotknęła gospodarstwa domowe**. Zaufanie gospodarstw domowych, które w styczniu br. osiągnęło poziom -15,5 pkt, a w trzecim kwartale poprawiło się do średniego poziomu -4,6 pkt, w listopadzie pogorszyło się do -6,8 pkt, najslabiej od kwietnia br.

Zgodnie z tym, co sugerowały subindeksy cenowe PMI, inflacja **jeszcze bardziej przyspieszyła**. Według ostatecznych danych, **inflacja zasadnicza wzrosła w październiku o 4,1%** (najbardziej zauważalny był wpływ cen energii, które były o 23,5% wyższe rok do roku), natomiast **inflacja bazowa wzrosła do 2,1%**. Spośród głównych krajów, inflacja jest najwyższa w Niemczech (4,6%, najwyższy poziom od 28 lat) i Hiszpanii (5,4%, najwyższy poziom od 37 lat), a tylko nieznacznie niższa we Francji i Włoszech (3,2% w obu krajach). **Wstępne dane za listopad, opublikowane 30 listopada, wykazały dalsze przyspieszenie**. Inflacja bazowa przyspieszyła do 2,7%, a inflacja zasadnicza zbliżyła się nawet do 5% (4,9%), między innymi dzięki cenom energii, które wzrosły o 27,4% rok do roku. I wygląda na to, że to nie koniec podwyżek cen. **Ceny producentów rzeczywiście przyspieszają i obecnie rosną w tempie dwucyfrowym we wszystkich głównych gospodarkach** (we Włoszech i Hiszpanii nawet w tempie ponad 20% r/r w październiku), co nie może nie znaleźć odzwierciedlenia w cenach konsumpcyjnych w nadchodzących miesiącach.

Jednak na ostatnim posiedzeniu (28 października), pomimo opisanego rozwoju sytuacji w zakresie inflacji, nie wydarzyło się nic istotnego. Chociaż Lagarde potwierdziła, że dyskusja w Radzie Prezesów została zdominowana przez „*inflację, inflację, inflację*”, EBC podtrzymała swoje stanowisko, że obecny wzrost cen jest przejściowy. W przeciwieństwie na przykład do Fedu czy Banku Anglii, które wyraźnie poszły w kierunku zacieśnienia polityki pieniężnej, EBC kontynuuje swoją gołębią ścieżkę. Jedyne, co można zinterpretować jako drobną zmianę w stosunku do poprzednich wypowiedzi, to przyznanie przez Lagarde, że „*spadek inflacji potrwa dłużej niż początkowo oczekiwano*”.

Ceny producentów rosną w tempie niespotykanym od dziesięcioleci



Źródło: Eurostat, <http://bit.ly/1StD7NT>

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Rynek pracy i popyt gospodarstw domowych były nadal silne, więc inflacja ponownie przyspieszyła. Fed zaczyna wycofywać się ze swojego stanowiska, że inflacja jest przejściowa.

Gospodarka USA znacznie spowolniła w trzecim kwartale, w przeciwieństwie do gospodarki strefy euro. Według drugiego szacunku, zannualizowane tempo wzrostu kwartał do kwartału wyniosło zaledwie 2,1%, co oznacza znaczne spowolnienie w porównaniu z pierwszym i drugim kwartałem tego roku (zannualizowane tempo wzrostu wyniosło odpowiednio 6,3% i 6,7%). Najistotniejszym czynnikiem był niski wkład popytu gospodarstw domowych, który wyniósł zaledwie 1,2 pkt. proc. wobec 7,4 pkt. proc. i 8 pkt. proc. odpowiednio w I i II kwartale br. Piąty kwartał z rzędu wkład eksportu netto był ujemny (-1,2 pkt. proc.), przy jednoczesnym wzroście zapasów (+2,1 pkt. proc.).

Dane miesięczne publikowane w listopadzie były dość dobre, szczególnie po stronie popytowej gospodarstw domowych i rynku pracy.

Sprzedaż detaliczna z wyłączeniem samochodów i paliw wzrosła w IV kw. o 1,4% m/m w ujęciu kwartalnym, czyli najwięcej od czerwca. Jej wzrost rok do roku wyniósł 14,8%, a w porównaniu z końcem 2020 r. sprzedaż w październiku wzrosła o trudne do uwierzenia 19,7%. To oczywiście efekt niezwykle luźnej polityki monetarnej i fiskalnej, ale także poprawiającego się rynku pracy. **W październiku stopa bezrobocia** (4,6 %) jeszcze bardziej spadła w porównaniu z wrześniem (4,8 %) i obecnie znajduje się zasadniczo na poziomie stopy bezrobocia z marca 2020 r. (4,4 %). Oczywiście inne monitorowane wskaźniki bezrobocia również spadły - **wskaźnik U6** (obejmujący nie tylko bezrobotnych, ale także tych, którzy pracują mniej niż by chcieli oraz tych, którzy zrezygnowali z szukania pracy, bo nie mają nadziei na jej znalezienie), który jeszcze pod koniec ubiegłego roku wynosił prawie 12%, **w październiku spadł do 8,3%** (wrzesień 2021: 8,5%). **Poprawa**, choć oczywiście mniejsza w skali bezwzględnej niż w przeszłości, **jest nadal widoczna w danych „przepływowych”**. Średnia tygodniowa liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych spadła w listopadzie poniżej 250 tys. (na koniec pierwszego kwartału wynosiła 720 tys.; na wiosnę 2020 roku będzie to już trudne do uwierzenia 5,5 mln), a w połowie października obserwowaliśmy spadek do 2 mln wniosków o kontynuację zasiłku. **Nominalny wzrost płac powoli przyspiesza, w październiku wyniósł 1,34% w ujęciu kwartalnym** (blisko 5,5% annualizowane).

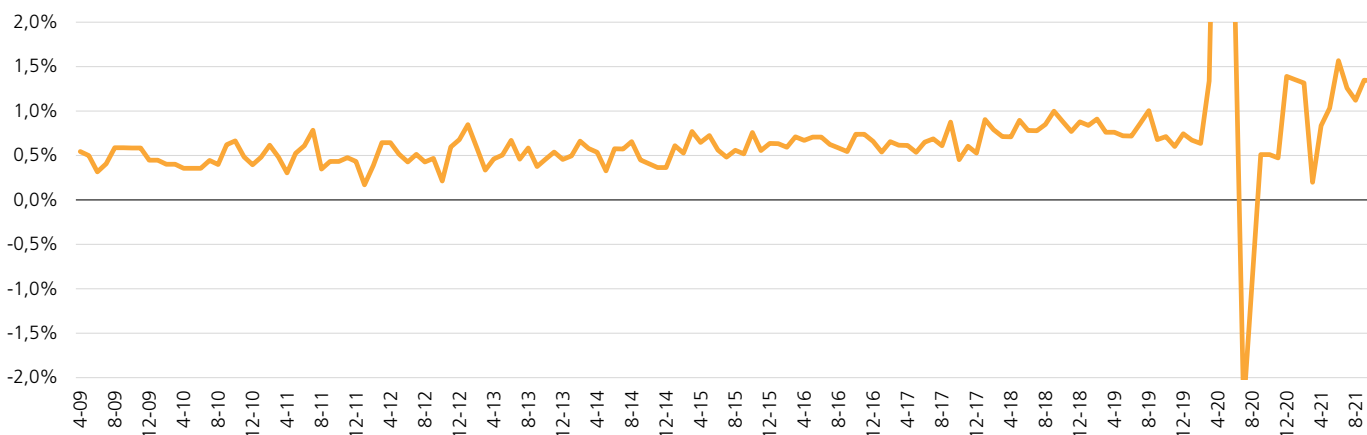
na dobra trwałego użytku nadal zwalniają. Spadły one drugi miesiąc z rzędu, o 0,4% m/m we wrześniu i **o 0,5% m/m w październiku**. Jest to jednak tylko konsekwencja spadku zamówień na samoloty, gdyż powróciły obawy przed pandemią i ewentualnymi ograniczeniami w transporcie. Po wyłączeniu niestabilnych kategorii samolotów i sprzętu wojskowego, tj. po tym, jak zamówienia faktycznie stanowią wskaźnik zastępczy dla inwestycji trwałych dla większości firm, obraz jest lepszy: wzrost w każdym miesiącu w tym roku z wyjątkiem lutego (-0,3% m/m), 0,5% w sierpniu, 1,3% m/m we wrześniu i **0,6% w październiku**; zaskakujące jest zatem, że składnik inwestycji trwałych nie był lepszy w danych dotyczących PKB. W ujęciu rocznym i w porównaniu do końca ubiegłego roku, zamówienia te są wyższe o prawie 13%. **Produkcja przemysłowa**, po korektach, spadła o 1,3% we wrześniu, ale **wzrosła o 1,6% m/m w październiku**. Jest to wzrost o 5% r/r.

Inflacja bazowa PCE utrzymuje się na wysokim poziomie. Po wakacyjnych miesiącach, w których jej dynamika spowolniła i we wrześniu wyniosła 0,2% m/m, **w październiku ponownie skoczyła w górę i osiągnęła 0,4% m/m**. **W ciągu ostatnich 3 miesięcy wzrosła ona o 1%**, a jej roczna stopa wzrostu wyniosła 4,1%. Inflacja zasadnicza wzrosła w październiku o 0,6 punktu procentowego w porównaniu z wrześniem do poziomu 5%. A biorąc pod uwagę rozwój cen producentów, z pewnością nie widać końca wzrostu cen konsumpcyjnych.

W dniach 2-3 listopada odbyło się posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej, na którym podjęto decyzję o rozpoczęciu ograniczania tempa skupu aktywów począwszy od listopada w tempie -10 mld miesięcznie dla obligacji rządowych i -5 mld dla MBS (innymi słowy w grudniu, w porównaniu z październikiem, skup będzie się odbywał w tempie miesięcznym niższym o 20 mld dla obligacji rządowych i 10 mld dla MBS). Pod wpływem wyższej inflacji, wówczas pod koniec listopada, prezes Fed Powell powiedział, że jego zdaniem konieczne będzie przyspieszenie tego tempa redukcji (czyli szybsze zatrzymanie programu zakupów).

Nominalny wzrost płac w USA jest znacznie szybszy niż przed pandemią.

Wzrost nominalnej płacy godzinowej w USA w ciągu ostatnich 3 miesięcy



Źródło: bls.gov

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

CEE3

POLSKA

Gospodarka nadal rośnie w siłę, ale niestety rośnie też bezprecedensowo inflacja, która już zbliża się do poziomu 8 proc. Przynajmniej bank centralny nie siedzi już beczynnie, choć zacieśnianie powinno być szybsze.

Po dobrym drugim kwartale (+2,1% q/q), **polska gospodarka** rozwijała się w zaskakująco szybkim tempie w trzecim kwartale. **W ujęciu kwartalnym** tempo wzrostu wyniosło **2,3%**, natomiast **w ujęciu rocznym 5,3%**. Do wzrostu w ujęciu rocznym najbardziej przyczyniły się zapasy (prawdopodobnie z tych samych powodów co w Czechach), które wzrosły o 3,7 pp, a następnie popyt gospodarstw domowych, który dodał 2,7 pp, oraz inwestycje trwałe (+1,5 pp).

Dane opublikowane w listopadzie były pozytywne.

Produkcja przemysłowa po spadku w sierpniu (o zrewidowane 1,2% m/m) i w przeciwieństwie do produkcji czeskiej, **wzrosła we wrześniu i październiku** odpowiednio o 0,6% m/m i 2% m/m. Jej roczne tempo osiągnęło więc 10%, a w porównaniu z lutym 2020 r. (tj. w stosunku do poziomu sprzed pandemii) produkcja była o 11,6% wyższa na początku IV kwartału 2021 r. i o 8,8% wyższa w porównaniu z końcem ubiegłego roku. Wyniki te osiągnięto pomimo pogorszenia się w ostatnich miesiącach **indeksu menedżerów ds. zakupów**. Na koniec III kwartału wyniósł 53,4 pkt. i był najniższy od lutego tego roku, a na początku IV kwartału miał poziom 53,8 pkt. Sytuacja poprawiła się w październiku, kiedy wskaźnik osiągnął poziom 54,4 pkt. Podobnie jak w Czechach, w Polsce utrzymuje się szybki wzrost cen nakładów zgłaszanych przez firmy (wraz z ich trudną dostępnością) oraz wzrost cen produkcji (które, jak opisujemy poniżej, odzwierciedlają ceny konsumpcyjne).

Realna sprzedaż detaliczna wzrosła o 3,6% m/m **we wrześniu** (realnie i wyrównana sezonowo) i tym samym wyniosła **6,9% r/r**. Sprzedaży nadal pomagał zarówno rynek pracy (**stopa bezrobocia** spadła we wrześniu do **5,8%**, czyli jest tylko 0,6 pkt. proc. powyżej poziomu z lutego 2020 r.), jak i **wzrost płac**, który na początku IV kwartału wyniósł **8,4% r/r**.

Inflacja nadal rośnie w niezmiennym tempie. płaskiego poziomu 5% r/r w lipcu, wzrosła w kolejnych miesiącach (sierpień: 5,5%, wrzesień: 5,9%, październik: 6,8%), a zwłaszcza o 1,1% miesiąc do miesiąca **w listopadzie do 7,7%** według wstępnych danych. Nie jest to tylko konsekwencja cen energii; presja jest również wyraźnie widoczna (i całkiem zrozumiała, biorąc pod uwagę wzrost płac, zmiany na rynku pracy i politykę fiskalną) po stronie popytu. **Inflacja bazowa, według nas, wzrosła do 5% w listopadzie.**

Na posiedzeniu w dniu 3 listopada bank centralny kontynuował zacieśnianie polityki, co przez długi czas wykluczał w sierpniu, i to w tempie, które nie było standardowe. Po 40-punktowej podwyżce w październiku, w listopadzie podwyżka wyniosła trzy czwarte punktu procentowego (do 1,25%), a biorąc pod uwagę inflację i słabego złotego, jasne jest, że na posiedzeniu 8 grudnia dojdzie do kolejnej podwyżki, która prawdopodobnie będzie podobna w skali.

ROPA

Pod wpływem obaw przed nowym wariantem koronawirusa i groźącymi przestojami w gospodarce, cena ropy WTI spadła w listopadzie o ponad 20% do około 65 dolarów za baryłkę.

RYNKI AKCYJNE

Na rozwinięte rynki akcji w listopadzie największy wpływ miała rosnąca liczba zakażeń wirusem Covid oraz obawy związane z nową mutacją Omicron. Mimo dobrego początku miesiąca, rynki akcji zakończyły go stratami: amerykański indeks S&P 500 -0,8% miesiąc do miesiąca, europejski indeks DJ STOXX 600 -2,6%. W Europie, pomimo rosnących wskaźników zakażeń, nie odnotowano znaczących problemów związanych z przepełnieniem szpitali. Podjęte środki różniły się w zależności od kraju, przy czym najsurowsze środki zastosowała Austria. Niepokój związany ze wzrostem liczby zakażeń był również widoczny na rynkach amerykańskich, szczególnie po potwierdzeniu zakażeń nowym wariantem Omicron w USA. Okresowe spekulacje na temat niebezpieczeństwa mutacji były wszędzie, a wraz z nimi rynki akcji były niestabilne. Negatywny wpływ na rynki akcji miały obawy o wzrost inflacji i zacieśnianie polityki monetarnej przez Fed, który ma zakończyć skup obligacji pod koniec czerwca przyszłego roku. Powołanie J. Powella na kolejną czteroletnią kadencję nie miało istotnego wpływu na akcje, a więc przewaga obaw o inflację i rozwój choroby Covid były głównymi czynnikami napędzającymi spadki na rynku.

Rynki akcji w Europie Środkowej odnotowały silne wyprzedaże. Głównych powodów było kilka. Jednym z nich były dobre wyniki w tym roku, napędzane głównie przez sektor bankowy i rosnące stopy procentowe w regionie. Innym powodem była pogarszająca się sytuacja związana z chorobą Covid i związane z tym podejmowane środki restrykcyjne. Największy polski rynek lokalny zanotował tym samym spadek o 8,5% (indeks WIG 30). Większość sektorów, od banków, przez przetwórców ropy naftowej, po handel elektroniczny, odnotowała wysokie straty. Węgierski indeks BUX (-5%) i rumuński indeks BET (-3,3%) jedynie powialeły rozwój sytuacji na świecie. Jedynie czeski

RYNKI AKCYJNE

indeks PX zakończył na plusie, napędzany nową ofertą PPF i możliwą fuzją z Monetą (+10,6% miesiąc do miesiąca) oraz Avastem (+7,6%), co było związane z zatwierdzeniem przejęcia przez amerykańską firmę programistyczną NortonLifeLock. Przewaga tytułów finansowych w indeksie i ich ogólnie ujemne wyniki sprawiły, że indeks PX wzrósł o +2,4%.

Akcje rynków wschodzących podążyły za negatywnym sentymentem, a indeks MSCI Emerging Markets USD composite zakończył miesiąc ze stratą 4,14%. Podobnie jak w przypadku rynków rozwiniętych, główną winę ponosiły obawy przed nowym wariantem koronawirusa (Omicron), zwiększając ryzyko dalszych lockdownów, które dodatkowo spowolniłyby i tak już słaby wzrost gospodarczy. Aktywa ryzykowne znalazły się pod presją i bardzo szybko oddały zyski osiągnięte na początku miesiąca. Wszystkie główne azjatyckie rynki akcji zakończyły sesję na minusie, przy czym akcje w Hongkongu straciły 7,5%, chińskie akcje kontynentalne (A-Shares) 1,56%, a akcje indyjskie 3,8%. Spadek cen ropy spowodował straty na rosyjskich akcjach (-6,6%). Sprzedaż nie omijała również Ameryki Łacińskiej. Być może najbardziej dramatyczny rozwój sytuacji miał miejsce w Turcji, gdzie bank centralny, pod naciskiem prezydenta, kontynuował obniżanie stóp procentowych, pomimo stale rosnącej inflacji. W rezultacie turecka lira spadła o ponad 37% (w stosunku do EUR), a zagraniczni inwestorzy kapitałowi musieli liczyć się z dwucyfrowymi stratami w wyniku.

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

W listopadzie krzywa dochodowości w USA zmieniła się tylko minimalnie w porównaniu z końcem października. Rentowność wzrosła nieznacznie na krótkim końcu (z 0,5% do 0,55%), ale spadła o około 10 punktów bazowych na długim końcu. Zapowiedź taperingu nie wpłynęła na rentowności, podobnie jak zaskakująco wysoka inflacja.

Obawy przed kolejną falą pandemii przeważały na niemieckich obligacjach skarbowych, mimo wyższej inflacji, a ich rentowność spadła. Rentowność obligacji dwuletnich spadła o 15 pb, powracając do poziomu poniżej -0,7%, a dziesięcioletnich o 25 pb do -0,35%.

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

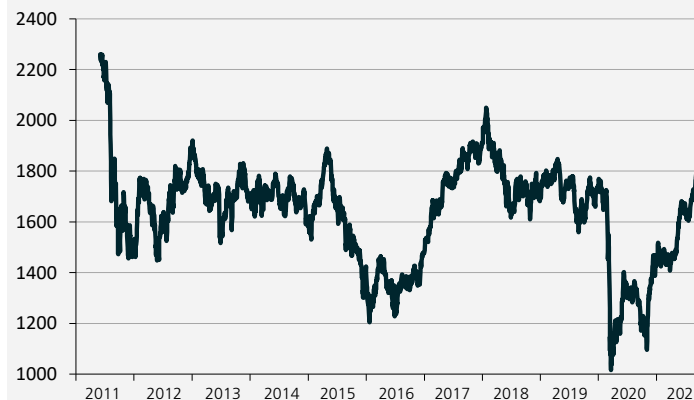
Rynek obligacji korporacyjnych w strefie euro i USA był w listopadzie nieciekawym, z wyjątkiem obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym - praktycznie bez zmian w indeksie total return (TRI). W przypadku instrumentów o charakterze spekulacyjnym trend był odmienny, gdyż TRI po spadku o 0,4% w październiku, w listopadzie zanotował kolejny spadek, tym razem o 1,1%. Tak więc segment obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym pozostaje wyraźnie pod silnym wpływem zakupów dokonywanych przez EBC, natomiast wzrost awersji do ryzyka został w pełni odzwierciedlony w segmencie obligacji o ratingu nieinwestycyjnym.

W listopadzie, podobnie jak w październiku, nastąpił dalszy wzrost

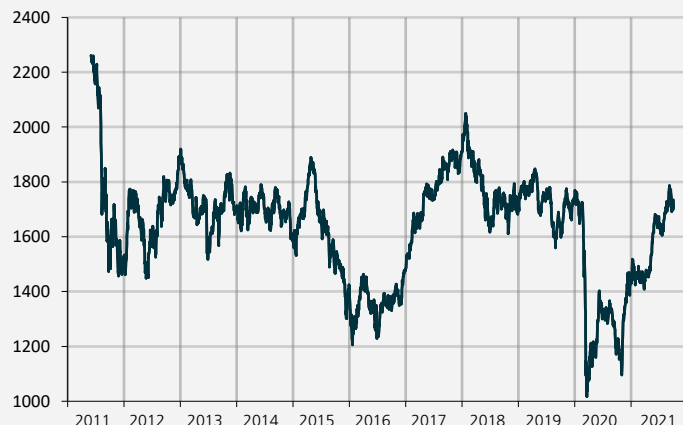
MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

percepcji ryzyka rynkowego, najwyraźniej w wyniku obaw przed nasileniem się pandemii i wzrostem cen środków produkcji, a tym samym inflacji. Premie za obligacje o ratingu inwestycyjnym denominowane w EUR wzrosły o 17,6%, a za obligacje o ratingu spekulacyjnym o 27,6%. Zaskakujące jest zatem, że rentowność obligacji nie uległa większym zmianom.

RYNEK OBLIGACJI POLSKA

W listopadzie polska krzywa znalazła się w stanie bliskim inwersji. W wyniku zaskakującej podwyżki stóp przez polski bank centralny oraz wpływu inflacji, która podobnie jak w Czechach podsyła obawy rynku o dalsze podwyżki stóp, rentowności na krótkim końcu i w środkowej części krzywej znacząco wzrosły (+85 p.b. do 2,9% przy terminie dwuletnim, +67 p.b. do 3,2% przy terminie siedmioletnim). Na długim końcu - dla rentowności 10-letnich - wzrost wyniósł jedynie 25 p.b. do 3,1%.

WALUTY

Dolar umocnił się znacząco **w stosunku do euro** w listopadzie w związku z oczekiwaniami wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej w USA niż w strefie euro. Z poziomu około 1,16 na początku listopada, w pewnym momencie osiągnął 1,12, ale potem nieco osłabł i zakończył listopad na poziomie 1,13. Jest to jego najmocniejszy kurs wobec euro od czerwca 2020 r.

Z kolei waluty środkowoeuropejskie straciły na wartości w stosunku do euro, mimo że banki centralne starały się je wspierać, podnosząc stopy procentowe. Pomimo dwukrotnego zacieśnienia polityki pieniężnej przez CNB we wrześniu i listopadzie (łącznie o 2 p. p.), **korona czeska** osłabiła się na krótko do 25,70 w listopadzie, po czym powróciła poniżej 25,50 na koniec miesiąca. **Złoty** zachowywał się podobnie **w stosunku do euro**, najpierw osłabiając się do poziomu 4,70, a następnie wracając do 4,65 pod koniec listopada. **Węgierski forint** osiągnął w listopadzie nowy rekordowo niski poziom, w pewnym momencie wynosił 370 forintów za euro. Choć pod koniec miesiąca nieco się umocnił, to jednak pozostał słaby (365 HUF za euro).

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI POLSKA

Po lekkiej korekcie w listopadzie, uważamy, że polskie obligacje mają szansę na dalszy wzrost. Inflacja jest wysoka, sądzimy, że polski bank centralny zacznie z nią walczyć bardziej agresywnie, a strefa euro jest również mniej dezinflacyjna (a zatem zacieśnienie i wyższe rentowności są bliższe niż jeszcze kilka miesięcy temu). Wszystko to wskazuje na dalszy wzrost rentowności dłuższych papierów wartościowych w Polsce.

WALUTY

W kursie euro do dolara różnica w inflacji między USA a strefą euro zmniejszyła się w ostatnich miesiącach, a amerykański bank centralny jest znacznie bliżej zacieśnienia polityki pieniężnej niż EBC (choć EBC również zbliżył się do zacieśnienia polityki w listopadzie). To skłania nas do ponownej oceny naszych oczekiwań i obecnie oczekujemy, że dolar będzie oscylował między 1,10 a 1,15 w pierwszej połowie 2022 roku, z ryzykiem bardziej w kierunku silniejszego dolara.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

Zgodnie z oczekiwaniami **korona** jest dość odporna na wzrost kursów CNB. Wysokie deficyty, wysoka inflacja i nadpłynność korony będą nadal ograniczać jej ekspansję, nawet jeśli CNB będzie dalej znacząco zacieśniał politykę. Dlatego w przyszłym roku spodziewamy się jedynie stopniowego powrotu do poziomu 25 CZK.

Z fundamentalnego punktu widzenia, **złoty** skorzystałby na silniejszych wartościach niż te, które obserwujemy obecnie. Polski bank centralny już zaczął zacieśniać politykę pieniężną, ale na razie działa na „ćwierć gazu”. Jednak według nas, już wkrótce przełączy się na szybszy tryb. Szybsze zacieśnianie polityki w Polsce, podobnie jak w Czechach, nie jest ograniczone sytuacją budżetową (w przyszłym roku budżet ma osiągnąć deficyt na poziomie 5%, a dług spadnie nawet poniżej 43% PKB), a polski bank centralny jest historycznie najbardziej jastrzębim w regionie. Jeśli rozpocznie się szybsze zacieśnianie polityki pieniężnej, złoty w przyszłym roku zbliży się do poziomu 4,50.

Węgierski forint nie otrzymał jeszcze pomocy od banku centralnego. Wydaje się jednak, że dostrzega on ryzyko rozluźnienia oczekiwań inflacyjnych i sądzimy, że w 2022 roku odpowiednio dostosuje nastawienie polityki pieniężnej. Jeśli tak się stanie i bank centralny podniesie stopy znacząco, pomoże to forintowi dotrzeć do poziomu 350-355 forintów za euro.

RYNEK AKCYJNY

Perspektywy dla wyników światowych rynków akcji stają się coraz bardziej niepewne. Dalszy niedostateczny poziom szczepień w wielu krajach skrywa ryzyko związane z możliwymi lockdownami. Oznaczałoby to dalsze ewentualne środki ograniczające, które miałyby wpływ na gospodarkę, gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa. Istnieje wiele scenariuszy dla pojawiających się mutacji, z których niektóre mogą być bardziej odporne na szczepienia, podczas gdy inne mogą być łatwiej przenoszone, ale nie będą miały np. ciężkiego przebiegu wymagającego hospitalizacji. Wiąże się to również z rozwojem presji inflacyjnej, przy czym uszkodzone łańcuchy dostaw mogą zostać dość szybko skorygowane, co znacznie złagodzi presję inflacyjną, lub też obecna sytuacja może trwać dłużej. Skutki dla poszczególnych gospodarek i społeczeństw będą miały charakter indywidualny. Dlatego wierzymy, że dobre wyniki będą osiągnięte przede wszystkim dzięki aktywnemu zarządzaniu i selekcji papierów wartościowych (tzw. stock picking).

Ryzyko widzimy również w możliwym wzroście podatków od przedsiębiorstw, spowodowanym utrzymywaniem się wysokiego deficytu budżetowego, czy też w ryzyku geopolitycznym. Dlatego też uważamy, że oczekiwania dotyczące pozytywnego rozwoju sytuacji w przyszłości są już w znacznym stopniu uwzględnione w bieżących cenach akcji, a możliwości dalszego znacznego wzrostu cen akcji są już znacznie ograniczone.

Z drugiej strony musimy podkreślić, że ogólna przecena światowych rynków akcji wynika głównie z przewartościowania akcji amerykańskich. W związku z tym są one znacznie niedoważone w naszej alokacji akcji globalnych w stosunku do benchmarków. Jeśli nasze oczekiwania się spełnią, amerykańskie akcje będą w najbliższych miesiącach osiągać znacznie gorsze wyniki niż reszta świata.

Uważamy jednak, że niektóre regiony rynków wschodzących są nadal bardzo atrakcyjne cenowo. Dotyczy to w szczególności regionu Europy Środkowej, który w ostatnich latach pozostawał bardzo daleko w tyle za światowymi indeksami akcji. Europa Środkowa pozostaje obecnie jednym z najtańszych regionów. Największy potencjał wzrostu w średnim terminie widzimy w regionie Europy Środkowej, szczególnie w przypadku akcji słoweńskich, czeskich i niektórych polskich. Rynki lokalne charakteryzują się wysokimi stopami dywidendy i stosunkowo niskim zadłużeniem. Akcje banków charakteryzują się wysoką kapitalizacją, dobrą oczekiwaną stopą zwrotu z kapitału własnego i marżami odsetkowymi.

Kolejnym regionem, który oceniamy pozytywnie, jest wschodząca Azja, z Chinami na czele. Wschodząca Azja jest obecnie motorem gospodarczym całego świata. Powinno to oczywiście mieć znaczący pozytywny wpływ na dynamikę rentowności lokalnych spółek giełdowych, a tym samym na wyniki akcji.

Ważna informacja:

Przed podjęciem decyzji o inwestowaniu do otwartego funduszu inwestycyjnego potencjalny inwestor powinien zapoznać się z Kluczowymi Informacjami dla Inwestorów oraz Statutem (prospektem) Funduszu. Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Należy liczyć się z możliwością częściowej utraty wpłaconych środków a Conseq Investment Management as nie gwarantuje zwrotu zainwestowanych środków. Dokument ten ma charakter informacyjny oraz reklamowy i nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu Cywilnego, ani usługi doradztwa finansowego, prawnego i podatkowego oraz nie należy go traktować jako rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Wszelkie informacje takie jak Kluczowe Informacje dla Inwestorów, Prospekty, Sprawozdania Finansowe można uzyskać w siedzibie Spółki Conseq Investment Management as oraz na stronie internetowej www.conseq.pl.

DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ

fundusze@conseq.pl

+48 22 208 99 49

www.conseq.pl