

# WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	4,36 %	USA (USD)	-0,51 %	USD/EUR	0,28 %	Ropa Brent (USD)	10,22 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	5,37 %	Europa (EUR)	-1,61 %	CZK/USD	-2,78 %	Gaz (USD)	-18,33 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	3,49 %	Czechy (CZK)	-2,34 %	CZK/EUR	-2,47 %	Fotowoltaika (EUR)	-14,97 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	1,62 %	Polska (PLN)	-2,54 %	PLN/EUR	-1,47 %	Złoto (USD)	3,10 %
Czechy – PX (CZK)	5,07 %	Węgry (HUF)	-0,54 %	HUF/EUR	1,18 %	Srebro (USD)	2,58 %
Polska – WIG30 (PLN)	2,54 %	Turcja (TRY)*	-4,39 %	TRY/EUR	-0,82 %	Miedź (USD)	2,36 %
Węgry – BUX (HUF)	-1,45 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

### UGW

Inflacja dalej przyspieszała, a biorąc pod uwagę wzrost cen producentów, nie wydaje się, aby wzrost cen konsumpcyjnych miał się zakończyć. EBC nadal w dużej mierze ignoruje sytuację inflacyjną, ale w grudniu 2021 r. wprowadził niewielką korektę do swojej ultra-luźnej polityki monetarnej.

**Gospodarka Europejskiej Unii Walutowej (UGW)** kontynuuje swój wzrost od drugiego kwartału. **W trzecim kwartale**, zgodnie z drugimi szacunkami Eurostatu, **wzrost wyniósł 2,2% q/q**, czyli prawie tyle samo, co w drugim kwartale (2,1% q/q); **roczna stopa wzrostu** wyniosła zatem **3,7%**. W trzecim szacunku liczba ta zapewne jeszcze się nieco poprawi, gdyż według ostatecznych danych z Hiszpanii gospodarka tego kraju wzrosła o 2,6% (a nie o równe dwa procent, jak do tej pory oczekiwał hiszpański urząd statystyczny). Wśród dużych gospodarek dobrze radziła sobie Francja (+3% q/q wg drugiego szacunku), która jest obecnie niemal na poziomach sprzed pandemii (gospodarka jest tylko o 0,2% mniejsza niż w 4Q19) oraz Włochy (+2,6% q/q); Niemcy pozostały w tyle (1,7% q/q). W strukturze wzrostu w strefie euro dominował popyt ze strony gospodarstw domowych, który dodał 2,1 pkt. proc. do wyniku kwartału do kwartału, a następnie eksport netto z dużą różnicą (+0,3 pkt. proc.).

Twarde dane opublikowane w EMU w grudniu 2021 r. były lepsze, ale wskaźniki wiodące pogorszyły się.

**Sprzedaż detaliczna nieznacznie wzrosła w październiku (+0,2% m/m)** po wzroście w sierpniu (+0,9% m/m) i spadku we wrześniu (-0,4% m/m). Jednak **roczna stopa wzrostu** wyniosła tylko 1,4%. Wśród dużych gospodarek, najlepiej radziły sobie Włochy (+4,2% r/r) i Francja (+4,5%), podczas gdy pozostałe duże gospodarki odnotowały spadki (Niemcy o 2% r/r, Hiszpania o 1%). Jednak w październiku **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 **w październiku do 7,3%**, najniższego poziomu od marca 2020 roku (7,1%). Nie jest to już dalekie od poziomów, które można określić jako NAIRU w rozumieniu UGW.

**Produkcja przemysłowa**, po dwóch miesiącach spadków (sierpień -1,7% m/m, wrzesień -0,2%), **wzrosła w październiku o 1,1% m/m** (1,2% m/m w przetwórstwie). Jest to zasługa **Niemiec**, które **w październiku** odnotowały wzrost o **3%** miesiąc do miesiąca, po spadku o prawie 5% w sierpniu i wrześniu. Mimo to, niemiecki przemysł pozostaje w czerwonym kolorze pod względem wzrostu rok do roku (-1,1%), podobnie jak przemysł hiszpański (-1,1%) czy francuski (-0,4%). Jedyne dużą gospodarką, w której przemysł rośnie, są Włochy (+2% r/r).

**Indeks Menadżerów Produkcji (PMI)** pogorszył się w grudniu do 58 punktów, najniższego poziomu od 10 miesięcy. Spośród indeksów cząstkowych najciekawsze okazały się: indeks czasu dostaw, który pokazuje lekkie złagodzenie problemów z łańcuchem dostaw (najlepszy odczyt od stycznia 2021 r.) oraz indeks zapasów, który pokazuje (co nie jest zaskakujące w kontekście wspomnianego wcześniej faktu) najwyższe tempo zakupów zapasów w historii badania. Jednak pomimo tych lekko optymistycznych informacji, nadal utrzymywało się silne (drugie najwyższe w historii badania) tempo wzrostu cen nakładów i produkcji, co wskazuje, że inflacja jest napędzana przez popyt, a nie problemy w łańcuchach dostaw, jak próbuje twierdzić EBC. Tak, być może zbliżamy się do szczytu inflacji, ale prawdopodobnie pozostanie ona na wysokim poziomie.

**Indeks IFO obrazuje złą i pogarszającą się sytuację w niemieckiej gospodarce.** W grudniu 2021 r. indeks ten **spadł** szósty miesiąc z rzędu (z post-pandemicznego maksimum 101,7 pkt. w czerwcu 2021 r. **spadł do 94,7 pkt. w grudniu**, najniższego poziomu od lutego 2021 r.). Podobnie jak w poprzednich miesiącach wynikało to przede wszystkim z gorszych oczekiwań, których spadek w grudniu do **92,6 pkt.** oznacza, że oczekiwania firm są obecnie najbardziej pesymistyczne od stycznia 2021 roku. Większość respondentów z branży ponownie wskazała, że presja na ceny czynników produkcji utrzymuje się i że planują oni podnieść ceny swojej produkcji.

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## UGW

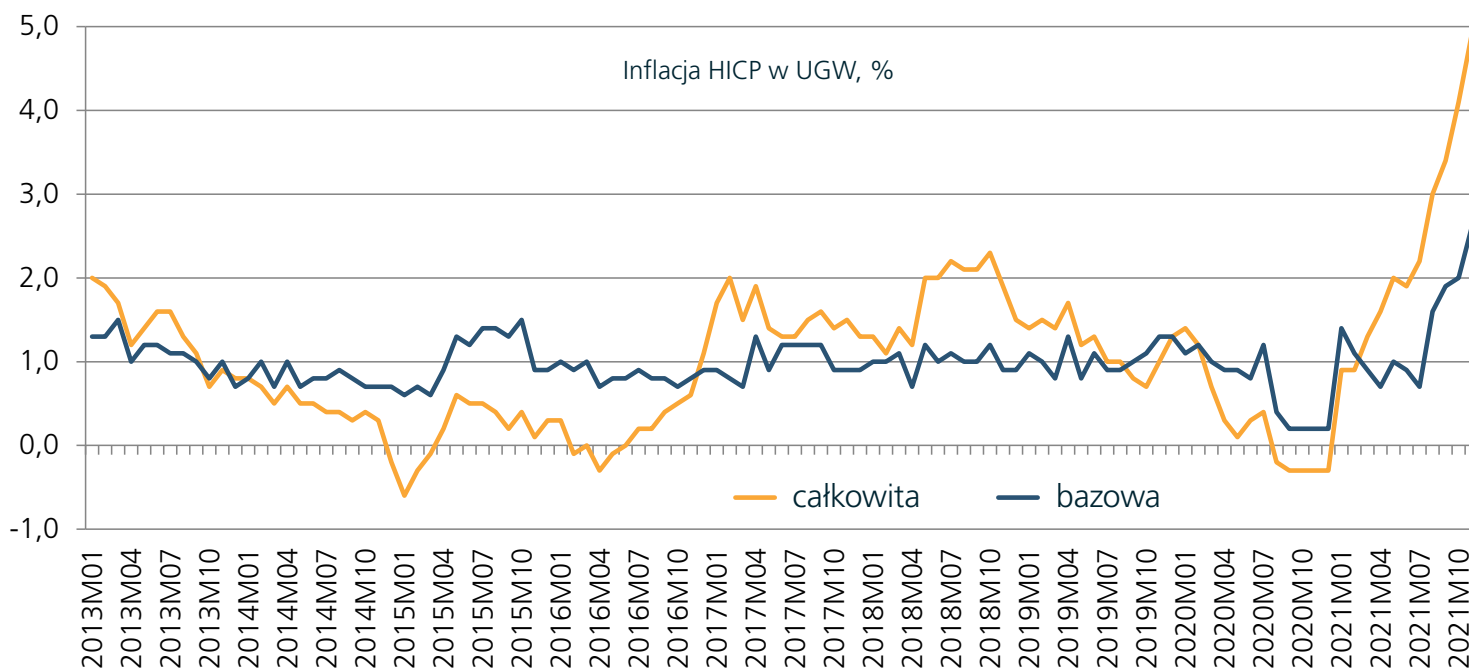
Jak zwykle, **zaufanie w przemyśle** mierzone przez **KE** pokazuje inny rozwój sytuacji w przemyśle. W styczniu 2021 r. było ono już lepsze (-6,1 pkt) niż bezpośrednio przed rozpoczęciem pandemii w lutym 2020 r. (-6,2 pkt) i w kolejnych miesiącach nadal rośnie, osiągając w lipcu 14,5 pkt, co jest czwartym z rzędu nowym historycznie wysokim wynikiem (mierzone od stycznia 1985 r.). Od tego czasu oscyluje ono w wąskim przedziale wokół 14 punktów, **osiągając w listopadzie poziom 14,1 punktów**. Jest to dość zaskakujące, biorąc pod uwagę ogólnie negatywne nastroje w przemyśle odzwierciedlone w indeksach PMI/IFO, informacje o (wprawdzie nieco łagodniejszych, ale wciąż dużych) problemach z dostawami komponentów, a także informacje o drogiej energii.

**W dominującym sektorze usług sytuacja pogorszyła się w grudniu ze względu na nowe ograniczenia związane z pandemią wirusa Covid-19.** W grudniu **wskaźnik PMI** dla usług spadł do ośmiomiesięcznego minimum na poziomie 53,3 pkt (wobec 55,9 pkt w listopadzie). Sytuacja najbardziej pogorszyła się w sektorze turystycznym, który odnotował prawie taki sam spadek, jaki widzieliśmy na początku 2021 r. Większa nerwowość odbija się w końcu na gospodarstwach domowych, które do niedawna wykazywały stosunkowo dużą odporność na negatywne wpływy (inflacja, niekończąca się pandemia). Zaufanie gospodarstw domowych, które w trzecim kwartale wzrosło do średniego poziomu -4,6 punktu, w listopadzie pogorszyło się do -6,8 punktu, a **w grudniu nawet do -8,3 punktu**, najsłabiej od marca 2021 roku.

Zgodnie z tym, co sugerowały subindeksy cenowe PMI, **inflacja jeszcze bardziej przyspieszyła**. Według ostatecznych danych, **inflacja zasadnicza wzrosła w listopadzie o 4,9%** (najbardziej znaczący jest wpływ cen energii, które są wyższe o 27,5% rok do roku), natomiast inflacja **bazowa** wyniosła **2,6%**. Wśród dużych krajów, inflacja jest najwyższa w Niemczech (6%) i Hiszpanii (5,5%), a nieco niższa we Francji i Włoszech (3,9% we Włoszech, 3,4% we Francji). Ale to jeszcze nie koniec. **Ceny producentów przemysłowych rzeczywiście przyspieszają i obecnie rosną w tempie dwucyfrowym** wynoszącym ponad 15% r/r we wszystkich głównych gospodarkach, co nie może nie znaleźć odzwierciedlenia w cenach konsumpcyjnych w nadchodzących miesiącach.

**Na grudniowym posiedzeniu EBC** wyraził pierwsze (rażąco niewystarczające, ale jednak pewne) obawy o inflację. Choć Lagarde wykluczyła podwyżkę stóp procentowych w przyszłym roku, powiedziała również, że pandemiczny program skupu obligacji (PEPP) zakończy się "już" w marcu. Z drugiej jednak strony, rozszerzyła również swój drugi (i starszy) program skupu aktywów (APP) o 20 mld euro rocznie w II kwartale i 10 mld euro rocznie w III kwartale. W ujęciu netto oznacza to, że ogólne zakupy będą kontynuowane, choć w wolumenach zawsze poniżej 90 mld EUR rocznie (takie tempo zakupów aktywów obowiązywało przez większą część 2021 r.). Słowa "bardzo ostrożny tapering" są prawdopodobnie najlepszym możliwym określeniem grudniowej decyzji EBC.

## Inflacja konsumencka znacznie przyspieszyła



Źródło: Eurostat

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

**Rynek pracy jest już na poziomie sprzed pandemii, a inflacja dalej przyspiesza. Fed w końcu budzi się do życia.**

**Gospodarka USA znacznie spowolniła w trzecim kwartale**, w przeciwieństwie do gospodarki strefy euro. Według trzeciego szacunku, *zannualizowane* tempo wzrostu kwartał do kwartału wyniosło zaledwie 2,3%, 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 1,4 pp. wobec 7,4 pp. i 8 pp. odpowiednio w I i II kwartale br. Wkład eksportu netto był po raz piąty z rzędu ujemny (-1,3 pp), podczas gdy zapasy wzrosły (+2,2 pp).

Dane miesięczne opublikowane w grudniu były proinflacyjne.

**Sprzedaż detaliczna** z wyłączeniem samochodów i paliw wzrosła w IV kwartale o 1,6% m/m, najwięcej od marca 2021 roku. **Choć sprzedaż w listopadzie wzrosła jedynie o 0,2% m/m**, to jednak w ujęciu rok do roku wzrost wyniósł 16,4%, a w porównaniu z końcem 2020 roku sprzedaż w listopadzie wzrosła o (trudne do uwierzenia) 19,9%. Oczywiście jest to wynik niezwykle luźnej polityki monetarnej i fiskalnej, ale także poprawiającego się rynku pracy. W **listopadzie stopa bezrobocia (4,2%)** spadła bardziej niż we wrześniu (4,8%) czy październiku (4,6%) i była już niższa od stopy bezrobocia z marca 2020 roku (4,4%) oraz zbliżona do stopy bezrobocia z końca 2019 roku (3,5%). Oczywiście inne monitorowane wskaźniki bezrobocia również spadły - **wskaźnik U6** (obejmujący nie tylko bezrobotnych, ale również tych, którzy pracują mniej niż by chcieli oraz tych, którzy zrezygnowali z poszukiwania pracy, ponieważ nie mają nadziei na jej znalezienie), który jeszcze pod koniec ubiegłego roku wynosił prawie 12%, **w listopadzie spadł do 7,8%** (październik 2021: 8,3%). **Poprawa**, choć oczywiście mniejsza w wartościach bezwzględnych niż w przeszłości, **jest nadal widoczna w danych dotyczących "przepływu"**. Średnia tygodniowa liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych składanych po raz pierwszy spadła w grudniu poniżej 200 tys. (na koniec pierwszego kwartału wynosiła 720 tys.; na wiosnę 2020 r. było to już trudne do uwierzenia 5,5 mln), a w przypadku wniosków o zasiłek dla bezrobotnych kontynuowanych odnotowaliśmy spadek do 1,85 mln w połowie października. **Nominalny wzrost płac** pozostaje w annualizowanym tempie bliskim 5% - **kwartalny wzrost w okresie wrzesień-listopad wyniósł 1,2%**.

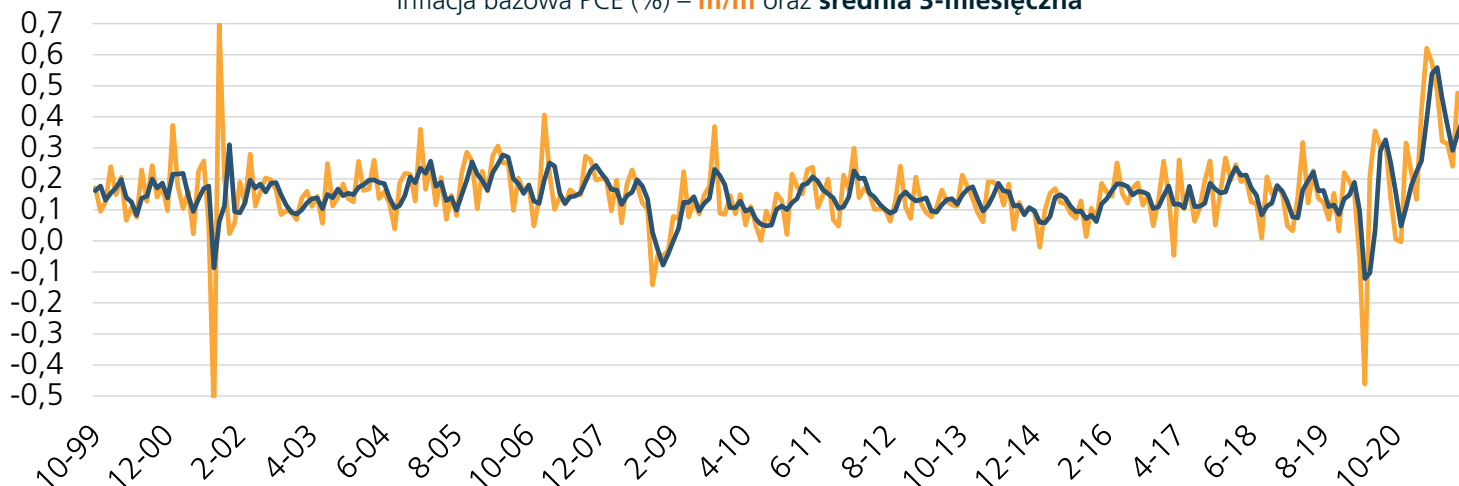
**Zamówienia na dobra trwałego użytku** silnie odbiły w listopadzie (wzrost o 2,5%), a po korektach do poprzednich miesięcy wzrosły również w październiku (o 0,1% m/m). W tym roku zanotowały tylko dwa ujemne miesiące, kwiecień (-0,7% m/m) i wrzesień (-0,4% m/m), a rok do roku były o prawie 15% wyższe w listopadzie. Po wyłączeniu zmiennej kategorii samolotów i kategorii sprzętu wojskowego, tj. po wyłączeniu zamówień, które faktycznie stanowią wskaźnik zastępczy dla większości inwestycji trwałych przedsiębiorstw, obraz jest podobny: wzrost we wszystkich miesiącach tego roku z wyjątkiem lutego (-0,3% m/m) i **listopada (-0,1%)**; W ujęciu rok do roku i w porównaniu z końcem ubiegłego roku te podstawowe zamówienia wzrosły o prawie 13%. **Produkcja przemysłowa** wzrosła zarówno w październiku, jak i w listopadzie (odpowiednio o 1,7% m/m i 0,5% m/m) i tym samym była o 5,3% wyższa rok do roku.

**Inflacja bazowa (PCE) utrzymuje się na wysokim poziomie.** Po miesiącach wakacyjnych, w których jej dynamika spadła i we wrześniu wyniosła 0,2% m/m, inflacja bazowa ponownie wyraźnie **wzrosła w październiku i listopadzie, o 0,5% m/m w każdym z tych miesięcy. W ciągu ostatnich 3 miesięcy wzrosła o 1,2%**, a w ciągu ostatnich sześciu miesięcy o 2,3%; jej roczna stopa wzrostu wyniosła 4,7%. Inflacja zasadnicza wzrosła o 0,6 punktu procentowego do 5,7% w listopadzie w porównaniu z październikiem. A biorąc pod uwagę rozwój cen producentów, z pewnością nie widać końca wzrostu cen konsumpcyjnych.

**Amerykańska Rezerwa Federalna na grudniowym posiedzeniu ponownie poszła w jastrzębim kierunku. Nie tylko przyspieszyła** oczekiwane zakończenie programu skupu aktywów (miesięczne zakupy spadną o 30 mld USD od stycznia, czyli koniec nastąpi kilka miesięcy wcześniej niż Fed twierdził w listopadzie), ale też oczekuje potrójnej podwyżki stóp w 2022 r. Kierunek jest więc jasny, tylko tempo, w jakim porusza się Fed, jest wciąż zbyt wolne w świetle inflacji. Ale sądzimy, że to się zmieni w 2022 roku.

## Inflacja bazowa ponownie przyspieszyła

Inflacja bazowa PCE (%) – m/m oraz średnia 3-miesięczna





## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## CEE3

## POLSKA

**Gospodarka nadal się rozwija, a inflacja przyspiesza, podobnie jak w innych krajach. Bank centralny zacieśnia politykę monetarną i zamierza to kontynuować w najbliższych miesiącach.**

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

Po spadku w sierpniu (o zrewidowane 1,2% m/m) i w przeciwieństwie do produkcji czeskiej, **produkcja przemysłowa wzrosła we wrześniu, w październiku i listopadzie** odpowiednio o 0,6% m/m, 2% m/m i 4% m/m; jej roczna stopa wzrostu wyniosła 15,2%. Wyniki te osiągnęte są pomimo tego, że **Indeks Menadżerów Zakupów** nie osiąga znaczących wartości - na początku czwartego kwartału wynosił 53,8 pkt, **w listopadzie** poprawił się nieznacznie do **54,4 pkt**. Podobnie jak w Czechach, w Polsce nadal obserwuje się szybki wzrost cen czynników produkcji (wraz z coraz trudniejszą ich dostępnością) oraz wzrost cen produkcji (które, jak opisujemy poniżej, odzwierciedlają ceny konsumpcyjne).

**Realna sprzedaż detaliczna** spadła o 1% m/m **w listopadzie** (realnie i wyrównana sezonowo) po silnym październiku (+3,6% m/m); Jednak jej roczne tempo przyspieszyło z 6,9% r/r w październiku do **12,1% w listopadzie**. Sprzedaży nadal pomaga zarówno rynek pracy (**stopa bezrobocia** spadła w listopadzie do **5,6%**, czyli jest tylko 0,4 pkt. proc. powyżej poziomu z lutego 2020 r.), jak i **dynamika płac**, która w połowie IV kwartału osiągnęła prawie 10% r/r.

**Inflacja** nie zwalnia tempa. Z równych 5% r/r w lipcu, wzrosty w kolejnych miesiącach (sierpień: 5,5%, wrzesień: 5,9%, październik: 6,8%), a zwłaszcza 1% wzrost miesiąc do miesiąca **w listopadzie**, przyniósł wynik rok do roku **7,8%** według ostatecznych danych. Nie jest to tylko konsekwencja cen energii; presja jest również wyraźnie widoczna (i, biorąc pod uwagę wzrost płac, rozwój rynku pracy i politykę fiskalną, całkiem zrozumiała) po stronie popytu. Wskazuje na to **inflacja bazowa, która w listopadzie wzrosła o 0,4% m/m** (październik: +0,7% m/m) **i osiągnęła poziom 4,7% r/r**, najwyższy od października 2001 r. Ceny producentów przemysłowych skoczyły w listopadzie o 13,4% rok do roku (+12,1% w październiku), więc całkiem możliwe, że to jeszcze nie koniec wzrostu cen konsumpcyjnych.

**Bank centralny kontynuował zacieśnianie polityki na grudniowym posiedzeniu.** Biorąc pod uwagę, że prezes Glapiński (tak, ten sam, który utrzymywał pod koniec 2021 roku, że stopy pozostaną na poziomie zerowym przez cały rok 2022, a inflacja będzie przejściowa i zależna tylko od podaży) powiedział, że inflacja nie powróci do docelowego przedziału aż do końca 2023 roku, nie jest zaskakujące, że nastąpiło dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej. Nie tylko zakończył się skup aktywów, ale NBP ponownie podniósł stopy o kolejne pół punktu procentowego do 1,75%. Z całej konferencji prasowej po posiedzeniu wynika, że NBP spodziewa się konieczności dalszego zacieśniania polityki pieniężnej w 2022 r.

## ROPA

Po tym jak cena ropy WTI spadła o ponad 20% do około 65 dolarów za baryłkę w listopadzie z powodu obaw o nowy wariant koronawirusa i groźby przestojów gospodarczych, cena ropy powróciła do poziomu powyżej 75 dolarów za baryłkę w grudniu, gdy zaczęło się wydawać, że wariant omicron nie będzie gorszy (i całkiem możliwe, że łagodniejszy) niż wariant delta.

## RYNKI AKCYJNE

Rynki akcji radziły sobie dobrze w grudniu (MSCI All Country World Index +3,9%). Dobre wyniki miesięczne wynikały raczej z inercji pozytywnego trendu z całego roku. Wiele ważnych informacji na temat kursów walutowych nie zostało opublikowanych. W przypadku akcji teoretycznie negatywna zapowiedź Fed o wcześniejszym zacieśnieniu polityki pieniężnej została przeważona przez informacje dotyczące mniej dotkliwego wariantu Omicron i stopniowego szczepienia. Rynki Europy Środkowej były zgodne z rynkami globalnymi i również zyskały przyzwoite +4,4% (indeks CECEEUR).

## ROCZNA OCENA

Globalne rynki akcji zyskały w 2021 r. wysokie 16,8%, mierzone indeksem MSCI All Country World Global Equity Index. Wśród głównych rynków najlepsze wyniki osiągnęły Stany Zjednoczone, gdzie główny amerykański indeks giełdowy S&P 500 zyskał 27%. Region Europy Środkowej również osiągnął dobre wyniki, indeks CECEEUR +21,9%. Na tak wysokie zyski złożyło się wiele czynników. Inwestorzy docenili lepsze od oczekiwań wyniki spółek w USA i Europie w każdym kwartale. Przebijanie szacunków analityków miało zawsze miejsce w niemal

## RYNKI AKCYJNE

każdym sektorze, w tym w największych firmach, takich jak Apple, Google czy Microsoft. Nastrój był dobry również ze względu na trwające szczepienia przeciwko COVID-19 i możliwą do opanowania liczbę przyjęć do szpitala. Dane dotyczące szczepień potwierdziły malejącą liczbę nowych zakażeń, poważnych przypadków lub zgonów. Doprowadziło to do silnych oczekiwań na ożywienie gospodarcze w nadchodzących miesiącach. Przez większą część roku z banków centralnych w Europie, USA i Japonii nadal słyszeliśmy twierdzące oświadczenia o utrzymaniu akomodacyjnej polityki poprzez niskie stopy procentowe i zakupy obligacji, pomimo rosnącej presji inflacyjnej. Zarówno gospodarka amerykańska, jak i europejska radziły sobie dobrze, zwłaszcza rynek pracy. Ponadto, Senat USA zatwierdził pakiet infrastrukturalny o wartości 1 000 mld USD, czyli dwukrotnie więcej niż w Europie.

Dobrze radziły sobie również akcje spółek notowanych na giełdach środkowoeuropejskich. W porównaniu z rozwiniętymi rynkami w Europie, lepsze wyniki rynków lokalnych wynikały głównie z wyższego udziału tytułów uczestnictwa w sektorze bankowym. Rosnąca presja inflacyjna skłoniła banki centralne do podniesienia stóp procentowych, co powinno mieć pozytywny wpływ na przychody odsetkowe banków komercyjnych. Jednocześnie oczekiwania wysokich dywidend znalazły odzwierciedlenie w dobrych wynikach akcji banków: Erste Bank (+55%), Komerčni banka (+42%), OTP (+24%), Nova Ljubljanska Banka (+66%) itd. Na wzroście cen energii elektrycznej skorzystały akcje CEZ (+61%). Dobre wyniki po przejęciu spółki Colt oraz optymistyczne perspektywy na przyszłe miesiące oznaczały doskonały wzrost wartości akcji Česká Zbrojovka (+73%).

W Polsce słabo radziło sobie Allegro (-54%), nabywca czeskiej spółki Mall, która musi stawić czoła rosnącej konkurencji ze strony rozwijającego się Amazona i AliExpress. Nie najlepiej radziły sobie również spółki z branży hazardowej, które po dobrych wynikach w 2020 roku, w 2021 roku zanotowały znaczące korekty KGHM stracił 24% z powodu spowolnienia gospodarczego w Chinach. Akcje rumuńskiej grupy MedLife (+113%) i producenta wina Purcari (+35%) kontynuowały świetną passę. Dołączyły do nich akcje banku BRD (+19%).

Wschodzące rynki akcji osiągały gorsze wyniki w ciągu ostatniego roku. Głównym powodem tego były dobre wyniki w 2020 r., oparte na lepszym radzeniu sobie Chin z chorobą COVID 19. Po szczepieniu w krajach rozwiniętych z poprawiającymi się perspektywami dla aktywności gospodarczej, azjatyckie rynki akcji zamykały zyski. Jednocześnie w drugiej połowie roku spadki wynikały z obaw o jednego z największych chińskich deweloperów, Evergrande, który nie był w stanie wywiązać się ze swoich zobowiązań. Inwestorzy naturalnie obawiali się negatywnych skutków ubocznych dla innych spółek i gospodarki, co doprowadziło do dalszych spadków akcji. Chiński indeks giełdowy CSI300 stracił -5,2% rok do roku. Słabiej radziły sobie akcje w Ameryce Łacińskiej czy w Turcji, gdzie prezydent Erdogan próbuje realizować założenia własnej teorii ekonomicznej, która doprowadziła do 79-procentowej deprecjacji liry tureckiej w stosunku do dolara w ujęciu rok do roku. Spośród rynków wschodzących dobrze radził sobie jedynie zorientowany na surowce rynek rosyjski (indeks RTS\$ +15%).

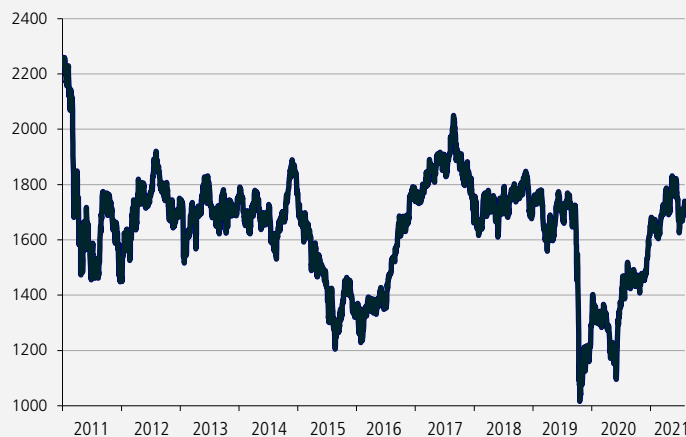
MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

## RYNKI OBLIGACJI

Akcje rynków wschodzących również zakończyły rok na plusie, a złożony indeks MSCI Emerging Markets USD zyskał w grudniu 1,62%. W skali całego roku stracił on jednak 4,6% i tym samym osiągnął znacznie gorsze wyniki niż rynki rozwinięte czy akcje środkowoeuropejskie. W ostatnim miesiącu roku chińskim akcjom pomagał bank centralny, który próbował wesprzeć gospodarkę kilkoma celowymi działaniami (np. obniżeniem rezerw obowiązkowych). Oczekuje się również wsparcia ze strony fiskalnej. Indeks CSI 300 (A-Shares) wzrósł o 2,2% (w całym roku -5,2%). Z drugiej strony, akcje w Hong Kongu zakończyły miesiąc nieznacznie na minusie, ze względu na utrzymującą się presję na akcje technologiczne, jak również obawy związane z wariantem Omicron. Akcje w Korei i na Tajwanie wzrosły o mniej niż 5%. Akcje w Indiach podkreśliły udany rok: +2% w grudniu i +22% za cały rok. Dobrze radziła sobie również Ameryka Łacińska, a zwłaszcza akcje meksykańskie. Tureckie akcje ustabilizowały się po dramatycznym spadku w listopadzie (+4,2%), ale gospodarka nadal boryka się z bardzo wysoką inflacją i niechęcią banku centralnego do podnoszenia stóp procentowych. Napięcia na granicy rosyjsko-ukraińskiej ciążyły rosyjskim akcjom, które straciły na wartości 2,6%.

## RYNKI OBLIGACJI

## RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

W grudniu krzywa dochodowości w USA zmniejszyła swoje nachylenie w stosunku do końca listopada, a rentowności wzrosły. Rentowność na krótkim końcu (dwuletni termin zapadalności) wzrosła z 0,55% do 0,75%, ale na długim końcu wzrosła tylko o około 10 punktów bazowych (z 1,45% do 1,55%). Ani zapowiedź przyspieszenia taperingu, ani oczekiwane większe zacieśnienie polityki pieniężnej, które Fed zasygnalizował również w swojej ostatniej prognozie, nie miały większego wpływu na rentowności.

Na niemieckich obligacjach rządowych obserwowaliśmy lekkie równoległe przesunięcie krzywej w górę. Rentowność obligacji dwuletnich wzrosła o 12 punktów bazowych, powracając do poziomu -0,6%, natomiast rentowność obligacji dziesięcioletnich wzrosła o 15 punktów bazowych do -0,2%. Był to zatem zasadniczo powrót do poziomów z października 2021 r.

## RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

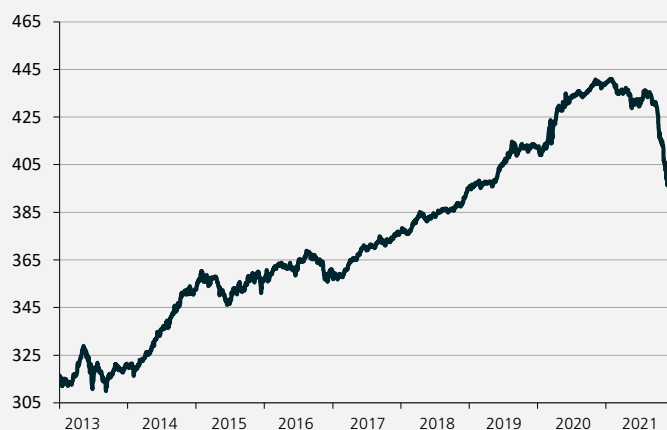
Rynek obligacji korporacyjnych w strefie euro i USA był w grudniu przygaszony, z wyjątkiem denominowanych w dolarach obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym - praktycznie bez zmian w indeksie całkowitej stopy zwrotu (TRI). W przypadku instrumentów dolarowych klasy spekulacyjnej TRI odnotował w grudniu wzrost o 2,1% po dwóch poprzednich miesiącach spadku (0,4% w październiku i kolejny spadek o 1,1% w listopadzie).

W ciągu ostatnich dwóch miesięcy wzrosło postrzeganie ryzyka przez rynki w związku z obawami przed nasilającą się pandemią i rosnącą inflacją. Premie od obligacji inwestycyjnych denominowanych w euro wzrosły o 17,6% w listopadzie i o 4,8% w grudniu, podczas gdy premie od obligacji o ratingu spekulacyjnym wzrosły o 27,6% w listopadzie (a ich spadek o 1,7% w grudniu nie zmienił ogólnego wzrostu). Zaskakujące jest więc, że rentowność obligacji nie zmieniła się bardziej.

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg



## RYNEK OBLIGACJI POLSKA

**Krzywa dochodowości w Polsce wzrosła w grudniu.** W efekcie kolejnych podwyżek stóp przez NBP oraz inflacji podsycającej obawy rynku o dalsze szybkie podwyżki stóp, rentowności na wszystkich terminach wzrosły - dwuletnich do 3,4% (+50p.b. vs. koniec listopada), pięcioletnich do 4% (+75p.b.) i dziesięcioletnich do 3,65% (+55p.b.).

## WALUTY

**Dolar** umocnił się znacznie **w stosunku do euro** w listopadzie z powodu oczekiwań na wcześniejsze zacieśnienie polityki pieniężnej w USA niż w strefie euro (w pewnym momencie do 1,12), ale nie umocnił się dalej w grudniu, a jedynie oscylował bez tendencji między 1,125 a 1,135.

**Korona czeska**, która po grudniowym zacieśnieniu polityki pieniężnej, a zwłaszcza po zapowiedzi prezesa Rusnoka, że stopy wzrosną jeszcze tylko raz (i nie przekroczą 5%), ostatecznie umocniła się poniżej 25 CZK. Pod koniec grudnia zeszła nawet poniżej poziomu 24,90, gdzie nie była od lutego 2019 r. Natomiast ani złoty, ani forint nie radziły sobie dobrze w grudniu. **Złoty** utrzymywał się powyżej 4,60 w stosunku do euro przez cały miesiąc, a węgierski forint osiągnął nawet historyczne minima w grudniu, w pewnym momencie notując prawie 370 forintów za euro.

## OCZEKIWANY ROZWÓJ

### RYNEK OBLIGACJI POLSKA

Polskie obligacje również mają szansę na dalszy wzrost. Inflacja jest wysoka, polski bank centralny będzie z nią walczył jeszcze dłużej niż CNB (który już wdrożył większość podwyżek), a wpływy zewnętrzne, które dotyczą rozwoju obligacji w Czechach, będą dotyczyły również Polski. W Polsce dochodzi do tego dodatkowo nerwowość wynikająca z eskalacji stosunków między Polską a UE.

## WALUTY

W przypadku kursu **euro do dolara** w ostatnich miesiącach różnica w inflacji między USA a strefą euro zmniejszyła się, a amerykański bank centralny jest znacznie bliższy zacieśnienia polityki pieniężnej niż EBC (choć EBC również zbliżył się do zacieśnienia polityki w ostatnich dwóch miesiącach 2021 r.). To skłania nas do ponownej oceny naszych oczekiwań i obecnie oczekujemy, że dolar będzie oscylował pomiędzy 1,10 a 1,15 w pierwszej połowie 2022 roku, z ryzykiem bardziej w kierunku silniejszego dolara.

**Polski złoty**, z fundamentalnego punktu widzenia, skorzystałby na silniejszych wartościach niż te, które obserwujemy obecnie. Polski bank centralny zaczął już zacieśniać politykę pieniężną, ale na razie działa na "ćwierć gazu". Jednak według nas, już wkrótce przełączy się na szybszy tryb. Szybsze zacieśnianie polityki nie jest w Polsce, podobnie jak w Czechach, ograniczane przez budżet; ponadto polski bank centralny był historycznie najbardziej jastrzębim w regionie. Jeśli rozpocznie się szybsze zacieśnianie polityki monetarnej, złoty zejdzie do / poniżej 4,50 w 2022 roku. Polityka i targowanie się z UE będą działać na niekorzyść.

### RYNEK AKCYJNY

Perspektywy dla wyników światowych rynków akcji pozostają niepewne. Nowe mutacje wirusa i wciąż niewystarczający zasięg szczepień w wielu krajach kryją w sobie ryzyko ewentualnych blokad. Oznaczałoby to dalsze ewentualne środki ograniczające, co miałyby wpływ na gospodarkę, gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa. Istnieje wiele scenariuszy dla nadchodzących mutacji, gdzie niektóre mogą mieć większą odporność na szczepionkę, podczas gdy inne mogą być łatwiejsze do przenoszenia, ale nie będą miały np. ciężkich przebiegów wymagających hospitalizacji. Wiąże się z tym również ewolucja presji inflacyjnej, przy czym zniszczone łańcuchy dostaw mogą zostać dość szybko naprawione, 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 aktywne zarządzanie i wybieranie akcji (tzw. stock picking) doprowadzi do dobrych wyników.

Ryzyko widzimy również w możliwym wzroście podatków od przedsiębiorstw, spowodowanym utrzymywaniem się wysokiego deficytu budżetowego, czy też w ryzyku geopolitycznym. Marże zysku będą się prawdopodobnie zmniejszać, głównie z powodu rosnących kosztów pracy, materiałów i energii, których firmy nie będą w stanie w pełni odzwierciedlić w cenach produktów. Dlatego też uważamy, że obecne ceny akcji są już w dużej mierze wycenione pod kątem pozytywnego rozwoju sytuacji w przyszłości, a możliwości dalszego znacznego wzrostu 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.

## PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

## WALUTY

Uważamy jednak, że niektóre regiony rynków wschodzących są nadal bardzo atrakcyjne cenowo. Dotyczy to w szczególności regionu Europy Środkowej, który w ostatnich latach pozostawał w znacznym stopniu w tyle za globalnymi 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. Tytuły bankowe natomiast wysoką kapitalizacją, dobrą oczekiwaną rentownością kapitałów własnych i marży odsetkowej.

Kolejnym regionem, na który jesteśmy pozytywnie nastawieni, 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](http://www.conseq.pl).

## DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ

[fundusze@conseq.pl](mailto:fundusze@conseq.pl)

+48 22 208 99 49

[www.conseq.pl](http://www.conseq.pl)