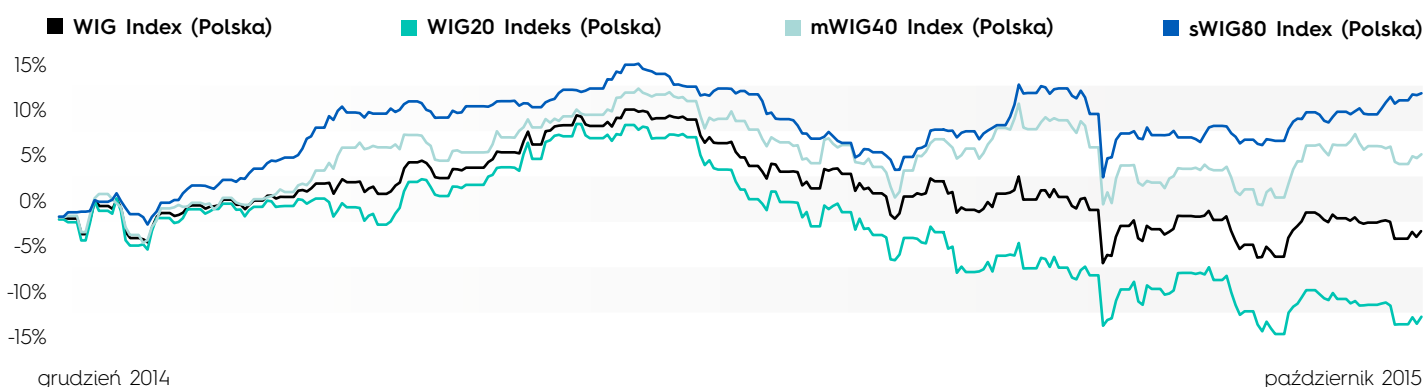


KOMENTARZ MIESIĘCZNY

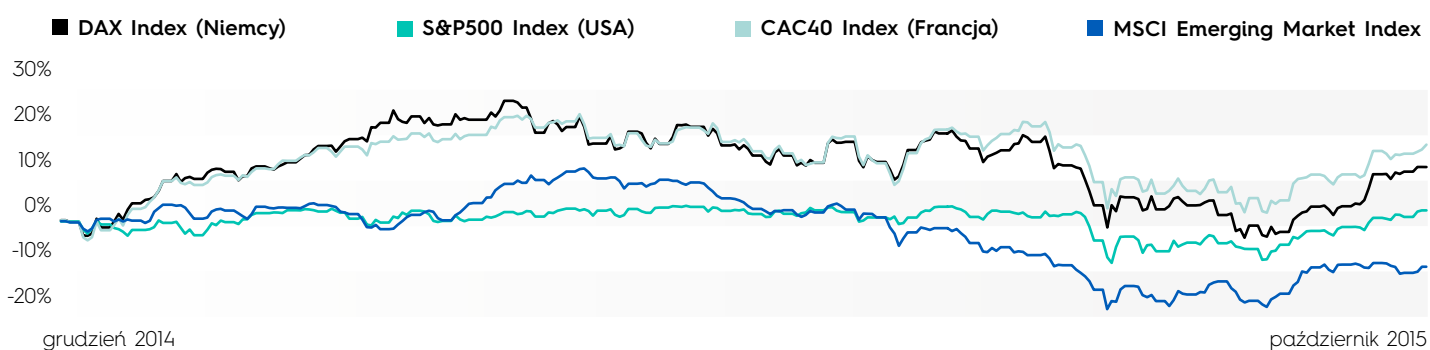
# Rynek akcji

Październik przyniósł długo oczekiwany okres stabilizacji na warszawskiej giełdzie. Indeks WIG zamknął miesiąc na niewielkim plusie (+0,3%), dzięki wysokim stopom zwrotu w obszarze małych i średnich spółek (mWIG40 +2,92%, a sWIG80 +3,82%). Ujemną stopę zwrotu zanotowały za to kolejny raz spółki z segmentu blue chips (WIG20 -0,31%, patrz wykres W1).



Zmiana polskich indeksów akcji w 2015 roku W1

Inwestorzy na GPW mogą czuć się jednak mocno zawiedzeni, ponieważ w ubiegłym miesiącu polski rynek był globalnie jednym z najniższych indeksów, podczas gdy na światowych giełdach trwało dynamiczne odbicie, po wakacyjnej korekcie (S&P 500 +8,30%, DAX +12,30%, patrz wykres W2).



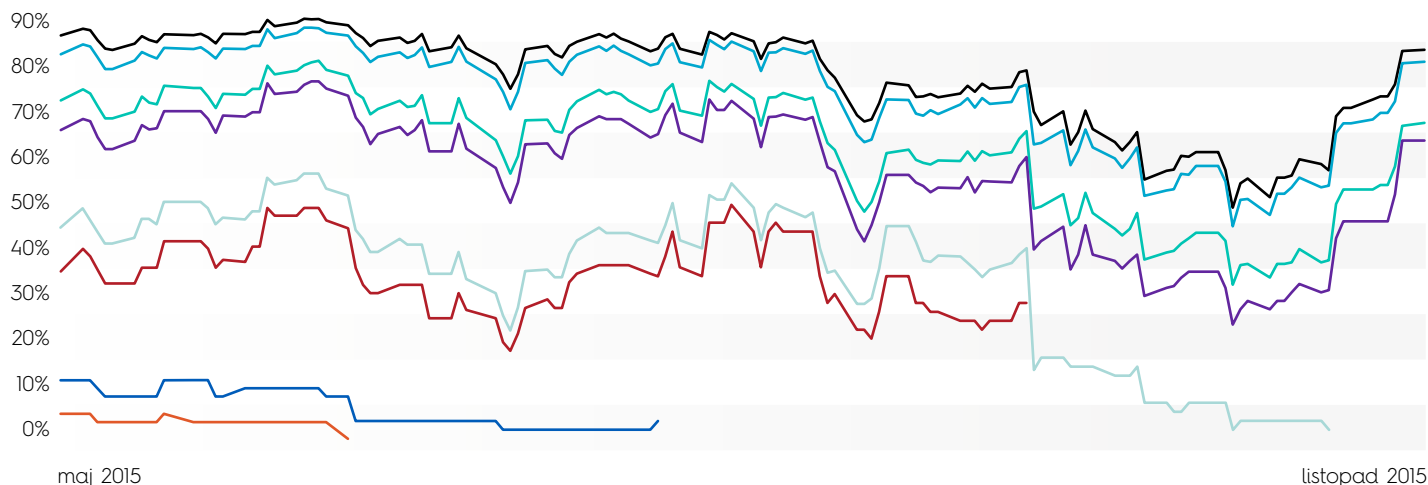
Zmiany wybranych indeksów akcji zagranicznych w 2015 roku W2

Na poprawę sentymentu na globalnych rynkach akcji bardzo duży wpływ miała działalność banków centralnych. Po wrześniowym posiedzeniu FED początkowo spadły oczekiwania rynku odnośnie prawdopodobieństwa grudniowej podwyżki stóp procentowych w USA (FED nie obniżył stóp na posiedzeniu 17 września), niemniej w drugiej połowie miesiąca zaczęły ponownie rosnąć aż do publikacji bardzo dobrych danych o rynku pracy na początku listopada (patrz wykres W3). Jeszcze w październiku, Prezes Europejskiego Banku Centralnego (ECB), Mario Draghi, zasugerował, że na grudniowym posiedzeniu ECB może kolejny raz poluzować politykę monetarną. O ile zwiększenie i wydłużenie przez ECB programu QE w tym roku było przez nas oczekiwane, Mario Draghi zaskoczył nas, sygnalizując, że ECB może dodatkowo stymulować gospodarkę, obniżając stopę depozytową (patrz wykres W4 przedstawiający ujemne stopy procentowe w Europie). Oba powyższe zdarzenia spowodowały gwałtowne wzrosty na rynkach akcji, które były wspierane przez znaczące ich wyprzedanie, niedowarzenie inwestorów w akcjach oraz relatywnie niskie wskaźniki wyceny.

## KOMENTARZ MIESIĘCZNY

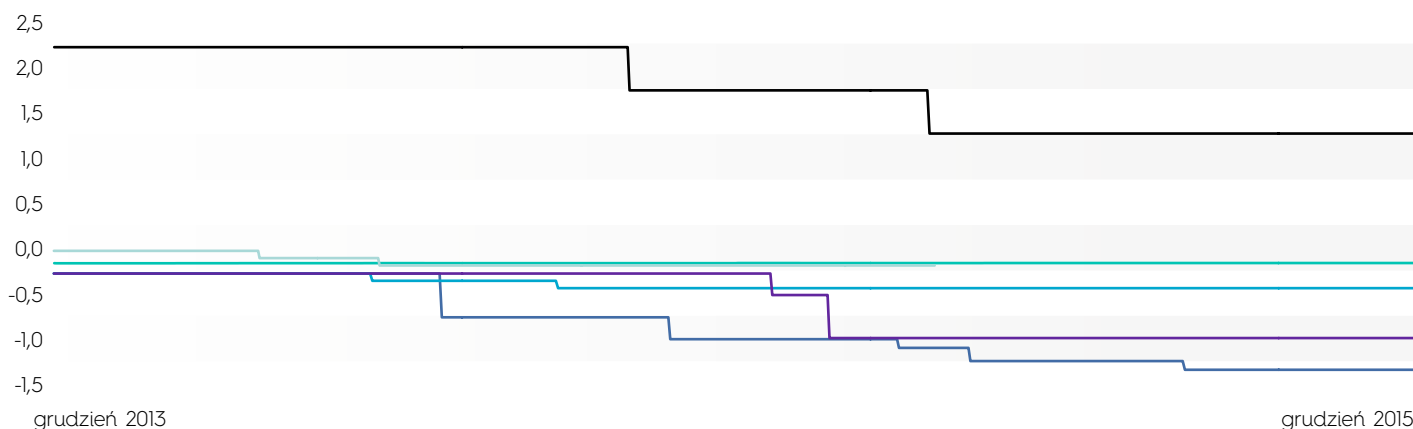
Prawdopodobieństwo podniesienia stóp przez FED co najmniej o 0,25% do posiedzenia FOMC

■ z dnia 27.04.2016     
 ■ z dnia 27.01.2016     
 ■ z dnia 28.10.2015     
 ■ z dnia 29.07.2015  
■ z dnia 16.03.2016     
 ■ z dnia 16.12.2015     
 ■ z dnia 17.09.2015     
 ■ z dnia 17.06.2015



### Fed Funds Futures i prawdopodobieństwa podwyżek stóp procentowych W3

■ Stopa referencyjna NBP     
 ■ Efektywna stopa referencyjna FED-u     
 ■ Stopa referencyjna ECB  
■ ECB Deposit Facility Rate     
 ■ Sweden Deposit Rate     
 ■ SNB Libor Target Rate



### Ujemne stopy referencyjne w wybranych krajach Europy W4

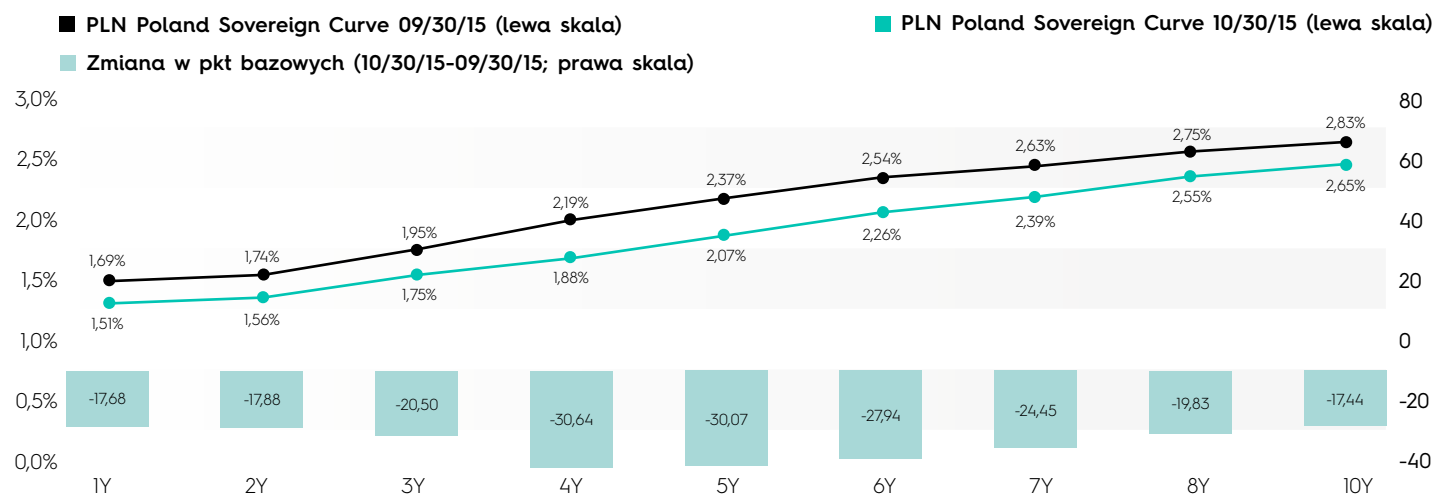
Stabość polskiego rynku w minionym miesiącu wynikała z dwóch czynników. Po pierwsze, inwestorzy wstrzymywali się z zakupami akcji ze względu na ciężące nad polskim rynkiem ryzyko polityczne, związane z październikowymi wyborami. Rynek obawiał się głównie o ostateczny kształt dodatkowych obciążeń podatkowych, które mają zostać nałożone na sektor bankowy i handlowy oraz potencjalne koszty, jakie mogą spaść na sektor energetyczny w związku z restrukturyzacją polskiego górnictwa. Po drugie, inwestorzy czekali na orzeczenie Trybunału Konstytucyjnego, w sprawie zgodności z konstytucją przepisów ograniczających rolę OFE w systemie emerytalnym. Na początku listopada, Trybunał wydał wyrok, uznający te przepisy za zgodne z konstytucją, za wyjątkiem zakazu reklamy OFE. To zła wiadomość dla OFE i rynku kapitałowego. Pomimo braku krótkoterminowych konsekwencji, daje ona możliwość do dalszego demontażu systemu w przyszłości.

Nasze założenie o powolnym, ale stabilnym globalnym wzroście gospodarczym w tym i przyszłym roku pozostaje scenariuszem bazowym. Ponadto, duża przecena, wciąż dobre wyniki spółek, a także korzystna sezonowość stóp zwrotu z rynku akcji w listopadzie i grudniu przemawiają za inwestowaniem w akcje. Rynek będzie również wspierany przez oczekiwania na ogłoszenia przez ECB rozszerzenia programów QE w grudniu. Z drugiej strony, ryzykiem dla inwestowania w polskie akcje są czynniki polityczne i ryzyko regulacyjne.

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

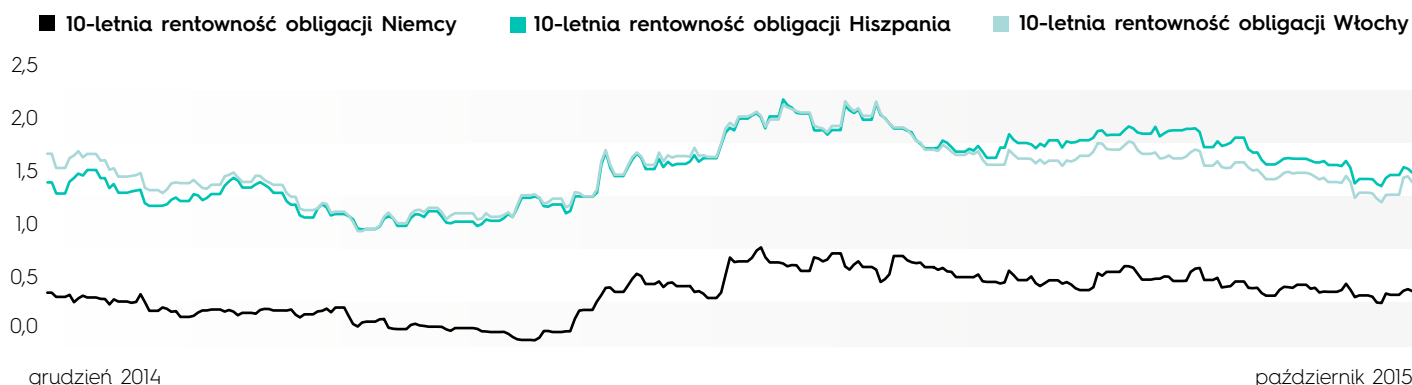
# Rynek długu

W minionym miesiącu ceny krajowych obligacji skarbowych rosną. Krzywa rentowności przesunęła się w dół na całej swojej długości, odpowiednio o 17 pb. dla obligacji 10 letnich, o 29 bp. dla 5 letnich oraz o 18 bp. dla benchmarku 2-letniego (patrz wykres W5 pokazujący przesunięcie się krzywej).



## Fed Funds Futures i prawdopodobieństwa podwyżek stóp procentowych W5

Powrót optymizmu na rynek polskich obligacji skarbowych był podyktowany spadkami rentowności obligacji w krajach strefy euro (m.in. rentowność niemieckich 10-letnich Bundów spadła o 7 punktów bazowych, a włoskich aż o 27 punktów bazowych – patrz wykres W6).



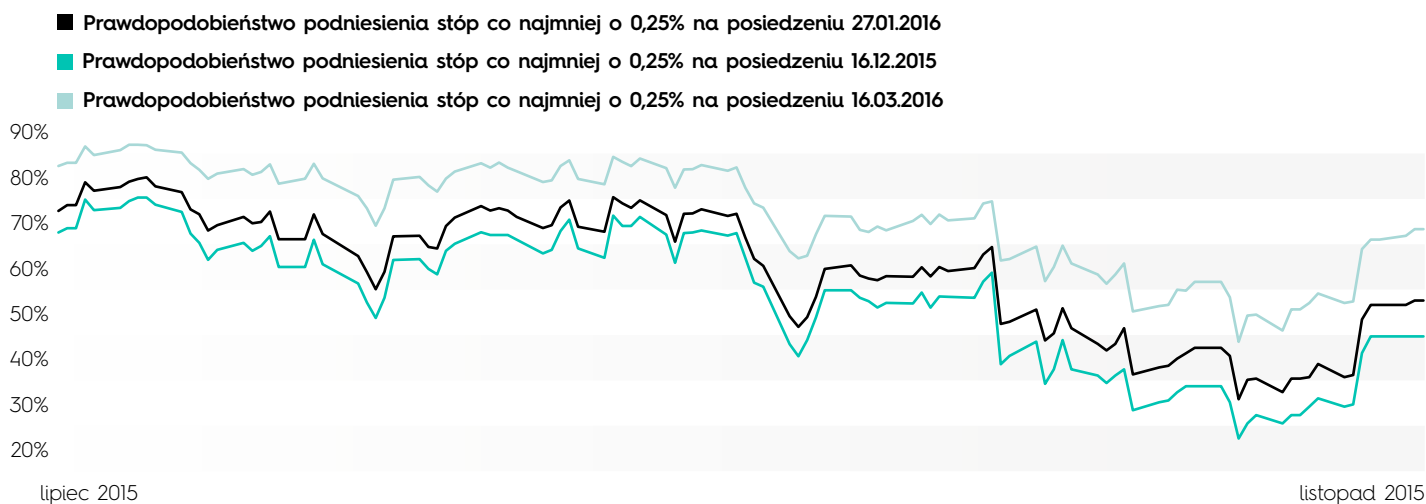
## Zmiany rentowności wybranych 10-letnich obligacji w 2015 W6

Główną przyczyną wzrostów cen na rynkach długu była zapowiedź, prezesa ECB Mario Draghiego, możliwej rewizji parametrów polityki pieniężnej na grudniowym posiedzeniu Rady Prezesów ECB. Rynek odczytał to jako możliwości dalszego poluzowania polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny (możliwe działania to: wydłużenie okresu trwania europejskiego QE, obniżenie stopy depozytowej bądź rozszerzenie skali lub zakresu skupowanych aktywów). Przesłanką do tego było stwierdzenie, że ECB jest zdeterminowany do wykorzystania wszelkich dostępnych instrumentów w celu zachowania odpowiedniego stopnia akomodacyjności polityki pieniężnej.

Odmierna sytuacja miała miejsce za oceanem, gdzie rentowności amerykańskich Treasuries rosną (cała krzywa przesunęła się w górę o około 10 pb). Tutaj dużym zaskoczeniem dla rynku była zmiana komunikatu FED-u, który pozostawił sobie tym samym furtkę

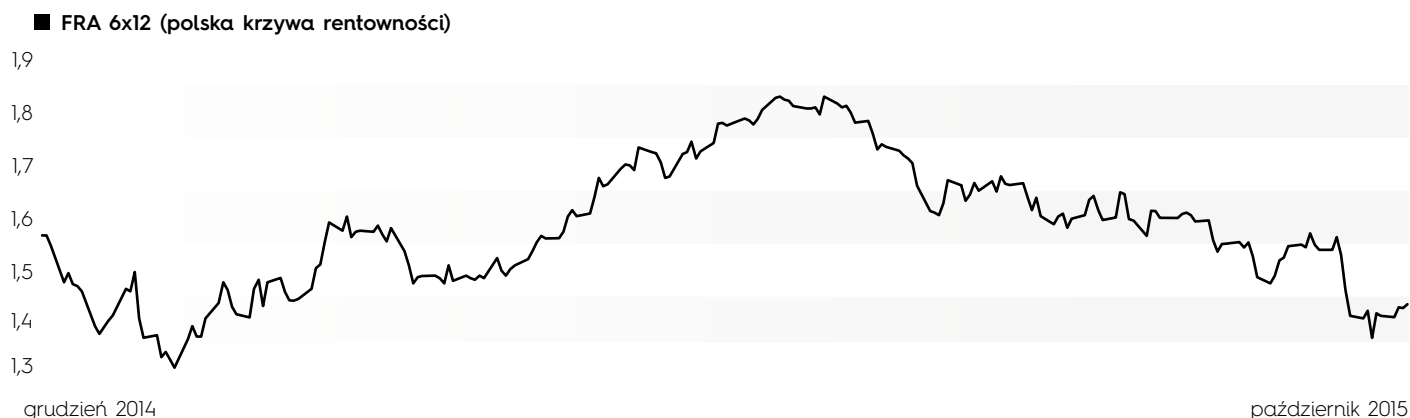
## KOMENTARZ MIESIĘCZNY

do możliwości podniesienia stóp procentowych na posiedzeniu w grudniu. Rynek zareagował na te informacje negatywnie, gdyż przed październikowym posiedzeniem praktycznie przestał wyceniać możliwość zmiany stóp procentowych w USA przed końcem roku (patrz wykres W7).



**Fed Funds Futures i prawdopodobieństwa podwyżek stóp procentowych W7**

Na krajowym rynku obligacji, najlepiej zachowywały się obligacje z sektora 2-5 lat, które mocno zyskiwały ze względu na rosnące oczekiwania odnośnie przyszłych obniżek stóp procentowych. Obecnie rynek oczekuje, że nowi członkowie RPP powrócą do luzowania polityki pieniężnej a główna stopa procentowa zostanie obniżona w sumie dwukrotnie po 25 pb. do poziomu 1% (styczeń/ luty wybranych zostanie 8 nowych członków a od lipca RPP będzie miała nowego prezesa - patrz wykres W8 pokazujący oczekiwania rynku odnośnie obniżki stóp w Polsce - spadek rentowności 6-miesięcznych kontraktów FRA za 6 miesięcy). Za takim scenariuszem przemawiają: łagodzenie parametrów polityki pieniężnej przez ECB oraz banki regionu CEE, ryzyko 2-letniego przeszczerzenia celu inflacyjnego (od dołu), które z dużym prawdopodobieństwem zostanie pokazane w listopadowej projekcji inflacyjnej. Spodziewamy się, że krajowa krzywa rentowności będzie bardziej stroma (różnica rentowności między obligacjami 2 letnimi a obligacjami 10 letnimi będzie rosła).



**Wycena obniżki stóp procentowych w Polsce (kontrakt 6x12) W8**

Rentowności obligacji z długiego końca krzywej dochodowości będą determinowane poprzez zmiany rentowności na głównych rynkach zagranicznych. Spodziewamy się jednak, iż ceny obligacji skarbowych po ostatnich wzrostach ulegną pierw korekcie (październik był czwartym miesiącem wzrostu cen obligacji skarbowych) a dopiero w dalszej części roku korelacja z obligacjami core market będzie silniejsza.