



Kamil Sobolewski
strateg i zarządzający
funduszami

Absolwent kierunku Finanse i Bankowość na SGH, Polsko-Niemieckiego Forum Akademickiego przy SGH oraz studiów doktoranckich w Instytucie Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk. Zdał egzaminy CFA, posiada tytuł Financial Risk Manager.

1. Gospodarka, rynki i strategia inwestycyjna

Kamil Sobolewski

2. Gospodarka i rynki obligacji

Mateusz Roda

3. Zagraniczne rynki akcji

Bartosz Szymański

4. Polski rynek akcji

Michał Stalmach

5. Rynek surowców

Kamil Sobolewski

Gospodarka, rynki i strategia inwestycyjna

Za nami wyjątkowe półrocze w życiu, w gospodarce i na rynkach finansowych. Na nowo przypomniał sobie, jak ważne w naszym życiu są zdrowie, relacje z najbliższymi, ale też bufor bezpieczeństwa finansowego.

Przypomnę, że minimalny bufor, „zaskórniak,” wskazywałem jako krytyczny element portfela inwestycyjnego już w naszym komentarzu rocznym, który ukazał się w styczniu tego roku. Jakie cechy powinien posiadać bufor finansowego bezpieczeństwa?

W mojej ocenie, po pierwsze „pracować” dla swojego właściciela przez cały czas, w sposób pozwalający wykorzystać jego długoterminowy charakter. Po drugie, być w każdej chwili dostępny do wykorzystania, czyli zainwestowany w instrumenty płynne, a nie wymuszające długotrwałe oczekiwanie na zwrot środków. W sytuacji kryzysowej czas kosztuje. Po trzecie, każdy kryzys to źródło dramatów, porażek, stresów, ale też źródło przemyśleń, stanowiących podwaliny nowej rzeczywistości. Nowa rzeczywistość to także szansa dla tych, którzy w trudnych czasach potrafią skupić się nie na emocjach, ale na rzetelnej analizie sytuacji, identyfikacji i wykorzystaniu okazji. Bufor bezpieczeństwa powinien być zainwestowany w sposób uwzględniający zmieniającą się rzeczywistość, czyli nie w sposób pasywny czy indeksowy.

Fundusze inwestycyjne nie były jak dotąd ulubionym sposobem gromadzenia oszczędności w Polsce, mimo że w krajach rozwiniętych, szczególnie w krajach anglosaskich, jest zgoła inaczej. Jest to prawdopodobnie efekt błędów wieku dziecięcego polskiej branży funduszy inwestycyjnych, które zdążyły zniechęcić część potencjalnych klientów. Jest to także efekt dopiero trwającej edukacji finansowej, tylko powolnego bogacenia się ludności, a także nadmiernego konsumpcjonizmu w kraju, w którym recesja zdarza się po raz pierwszy od ponad 20-tu lat.

Wnioski dla oszczędzających wydają się aż nadto jaskrawe:

1. Warto mieć oszczędności.
2. To fundusze inwestycyjne są w stanie zapewnić jednocześnie: atrakcyjne stopy zwrotu, „automatyczne” dostosowanie sposobu inwestowania do aktualnej rzeczywistości oraz dostępność środków niemal na żądanie.
3. Wybór funduszu inwestycyjnego ma krytyczne znaczenie dla klientów. Wybór między funduszami inwestycyjnymi przypomina bardziej poszukiwanie ofert na rynku używanych samochodów niż na rynku mieszkań czy samochodów nowych: zły wybór może oznaczać nie tyle ukryte koszty, co wyrzucenie pieniędzy w błoto, narażenie swojego bezpieczeństwa i głębokie rozczarowanie. Na mądry wybór warto poświęcić czas i uwagę. Za dobry produkt warto adekwatnie zapłacić.

Pierwsza połowa 2020 roku była prawdziwym testem jakości zarządzania aktywami w funduszach. Marcowy odpływ środków z funduszy uwypuklił znaczenie płynności, a szalony zjazd cen i ich niemal równie dynamiczne odbicie na szeregu rynków akcji czy obligacji wymagało od zarządzających konsekwencji, trzymania nerwów na wodzy, zaufania do warsztatu analitycznego i odwagi w podejmowaniu decyzji. W Skarbiec TFI nie byliśmy w stanie przewidzieć pandemii, ale byliśmy w stanie w miarę potrzeb reagować na ten szok. Ani przez chwilę nie kierowaliśmy się paniką ani hurraoptymizmem, ale konsekwentnie stosowaliśmy swój warsztat.

Klienci Skarbiec TFI zachowali comiesięczną przejrzystość naszych produktów: co miesiąc razem z niniejszym komentarzem o rynkach oddajemy w Państwa ręce komentarze o naszych subfunduszach z parasola Skarbiec FIO. Zachęcamy do lektury przybliżającej nie tylko aktualne wyniki czy pomysły inwestycyjne, ale też długoterminowo realizowany profil funduszu. Skarbiec TFI przez cały ten czas stosował przejrzyste, rynkowe wyceny aktywów, nasze fundusze charakteryzowały się odpowiednimi parametrami płynności, która dla klienta oznacza dostępność środków na żądanie po codziennie publikowanej wartości jednostki.

Wyniki funduszy Skarbiec FIO za ostatnie półrocze dają się opisać na tle rynku jednym słowem: deklasacja. Według stanu na koniec czerwca 2020 roku, tegoroczne wyniki były najlepsze na tle rynku w następujących funduszach Skarbiec TFI (w kolejności odpowiadającej rosnącemu apetytowi na ryzyko, grupy porównawcze według serwisu Analizy.pl):

Wyniki funduszy Skarbiec FIO

Nazwa subfunduszu	Tegoroczna stopa zwrotu	Najczęściej występujący wynik podobnych funduszy (mediana)	Wynik drugiego funduszu w grupie
Skarbiec Konserwatywny Plus	3,00%	0,42%	2,45%
Skarbiec Dłużny Uniwersalny	4,18%	2,24%	3,56%
Skarbiec Obligacji Wysokiego Dochodu	-1,84%	-5,88%	-5,22%
Skarbiec III Filar	16,45%	-0,28%	8,93%
Skarbiec Małych i Średnich Spółek	32,61%	0,38%	23,26%
Skarbiec Spółek Wzrostowych	51,94%	-5,96%	31,17%*

*w tym przypadku podano wynik 3-go funduszu w grupie, miejsce 2 zajmuje Skarbiec Globalnych Liderów Wzrostu FIZ.

Źródło danych Analizy Online.

W pierwszej ćwiartce odpowiednich grup porównawczych znalazły się na koniec czerwca następujące subfundusze inwestycyjne Skarbiec FIO: Skarbiec Waga, Skarbiec Akcja, Skarbiec Market Opportunities, Skarbiec Market Neutral, Skarbiec Obligacja oraz Skarbiec Globalny Małych i Średnich Spółek.

Najbliższe miesiące to nowa rzeczywistość: nie wiemy, czy pandemia ustąpi, czy też zwielokrotni się w sposób wymuszający ponowne wstrzymanie całych gałęzi gospodarki. Czy wynaleziona zostanie szczepionka lub lekarstwo, które odsuną zagrożenie i strach, czy też niepewność pozostanie z nami na dłużej? W jakim stopniu zmaterializuje się ryzyko geopolityczne i polityczne w poszczególnych krajach? Czy pomysł next generation EU upadnie w politycznym chaosie, czy przetrzebi się w podwaliny silniejszej, głębiej zintegrowanej, międzynarodowo solidarnej Unii Europejskiej?

W portfelach funduszy, w których jako Skarbiec TFI decydujemy o alokacji pomiędzy klasy aktywów, wykorzystaliśmy ostatni miesiąc do redukcji ryzyka. Nasze fundusze Skarbiec Top Funduszy Akcji SFIO i Skarbiec Top Funduszy Stabilnych SFIO zostały udefensywnione, ale pozostają zainwestowane zarówno na rynku obligacji, jak i na rynku akcji. Realizujemy politykę stopniowego dodawania surowców do mieszanych portfeli inwestycyjnych złożonych z aktywów finansowych, gdyż realizowana polityka wsparcia gospodarki przez wydatki rządowe finansowane przez banki centralne może w mojej ocenie doprowadzić do pojawienia się inflacji. Dodajmy, że wspomniane SFIO również plasują się w pierwszej ćwiartce najlepszych funduszy w odpowiednich grupach, we wszystkich horyzontach inwestycyjnych od ostatniego półrocza, przez okres roczny, 2-letni, 3-letni i 5-letni.

W czerwcu Skarbiec TFI poinformował, że zgromadził już ponad miliard złotych w usłudze asset management. Istotną część tych środków to portfele szyte na miarę pod indywidualne potrzeby klienta, jednak w ramach tej usługi oferujemy też 7 strategii modelowych, w których aktywnie zarządzamy zarówno alokacją na klasy aktywów czy geografii, jak i doбором funduszy. Warto podkreślić, że wynik 6 naszych strategii modelowych znajduje się na podium w odpowiednich grupach porównawczych, a strategia absolute return zarobiła w tym czasie 8,4% i była w pierwszej ćwiartce swojej grupy.

Na drugą połowę 2020 roku nie oczekuję łatwego środowiska inwestycyjnego, jednak trudne okresy zwykle oferują większe nieefektywności rynkowe, na eksploatacji których korzystają aktywni zarządzający. Udowodniliśmy, że w trudnych czasach działają nasze sposoby na sukces: od identyfikacji przyszłych zmian w polityce gospodarczej, przez znajomość emitentów i ich aktywny dobór, do identyfikacji nieuchronnie następujących przemian, takich jak handel przez internet czy digitalizacja działalności przedsiębiorstw, które pandemia paradoksalnie przyspieszyła.

Dziękujemy za zaufanie naszym dotychczasowym klientom i zachęcamy nowych klientów do powierzenia swoich oszczędności w nasze ręce.

Zachęcam do lektury komentarzy o poszczególnych rynkach i funduszach.

Gospodarka i rynki obligacji

Za nami ostatni miesiąc półrocza, który był kolejnym miesiącem uspokojenia sytuacji na rynkach finansowych. Porównując rentowności rynków bazowych wyłącznie z końca czerwca i maja można byłoby stwierdzić, że praktycznie nic się nie działo. W pierwszym tygodniu czerwca poznaliśmy dane z amerykańskiego rynku pracy za maj, dużo lepsze niż oczekiwania. Przy oczekiwanej utracie 7,5 mln miejsc pracy, zatrudnienie znalazło 2,5 osób. Warto dodać, że dane za czerwiec, które już znamy, również przerosły oczekiwania ankietowanych ekonomistów. Wobec spodziewanych 3,2 mln nowych miejsc pracy, w czerwcu udało się w amerykańskiej gospodarce zatrudnić 4,8 mln osób. Kwestią studzącą te oczekiwania są raczej szczegóły. Powrót do pracy głównie odbywa się na stanowiska z niższymi kwalifikacjami i mniej płacone. W czerwcu cotygodniowe odczyty ilości nowych osób ubiegających się o zasiłki dla bezrobotnych kontynuowały już minimalnie tendencję spadkową. Rynek studzą też wypowiedzi członków FED, na czele z jego prezesem. Tonują oni nastroje na V-kształtne odbicie w gospodarce, wskazując na ciągle nowe ogniska zachorowań na Covid-19 i powroty do ograniczania życia gospodarczego w niektórych stanach, czy miastach.

Tonujące nastroje przynoszą również wstępne odczyty wskaźników PMI zarówno dla strefy euro, jak i USA. Z jednej strony wskazują na poprawę sytuacji po wyjściu z lockdownu, z drugiej dane wskazują, że aktywność gospodarcza w czerwcu wciąż się kurczyła, tylko dużo wolniej. W strefie euro wstępny odczyt przemysłowego PMI wyniósł 46,9, vs. 39,4 w maju, a PMI usługowe 47,3 vs 30,5 w maju. Oba odczyty były powyżej oczekiwań. W USA wstępnie PMI przemysłowy i usługowy wyniosły odpowiednio 49,6 i 46,7 vs. 39,8 i 37,5 w maju i były niższe, niż się spodziewano. Poprawę w gospodarkach eurogrupy oraz Polski wskazały również wskaźniki ESI.

W Polsce na uwagę zasługują względnie dobre dane o sprzedaży detalicznej, która spadła o 7,7% r/r i wzrosła o 14,9%w stosunku do kwietnia. Z końcem miesiąca poznaliśmy również wstępny szacunek inflacji za czerwiec.



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.

Był wyraźnie wyższy od oczekiwań 3,3% r/r względem 2,9%, których oczekiwano i które było maju. Tak wysoki odczyt wynika przede wszystkim z wysokiej inflacji bazowej, która windowana jest przez podwyżki cen na powirusowym otwieraniu usług medycznych, fryzjerskich, a także gastronomii, czy hotelarstwa. W czerwcu rewizji swoich prognoz dokonał Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

Dynamika światowego PKB została obniżona z -3% do -4,9% w 2020 roku. W roku 2021 prognozy wskazują na 5,4% wzrost (5,8% poprzednio). Wysokie spadki w Unii Europejskiej, USA i Ameryce Łacińskiej dorównały już naszym prognozom z przełomu marca i kwietnia, osiągając lub przekraczając 8%, zaś mają być, zdaniem MFW, zrównoważone tylko zerową dynamiką PKB w Chinach. W Polsce prognozowany jest spadek PKB o 4,6% w roku bieżącym i wzrost o 4,2% w roku przyszłym.

W czerwcu miało miejsce posiedzenie FED. Potwierdzono na nim, że miesięczna wartość skupów aktywów utrzyma się na poziomie 80 mld USD w przypadku amerykańskich skarbówek i 40 mld USD w przypadku obligacji zabezpieczonych hipotecznie. Wznowiono publikację kropek, dotyczących poziomu głównej stopy procentowej, z których wynika ich utrzymanie na obecnym poziomie do końca 2022 roku. Na posiedzeniu podjęto również temat kontroli krzywej dochodowości jako niekonwencjonalnego narzędzia polityki pieniężnej i ma być ono przedmiotem dalszych rozważań. Jest to temat, który mocno przyciąga uwagę rynku, ponieważ wprowadzenie tego narzędzia ograniczałoby wzrost rentowności amerykańskich skarbówek.

Na uwagę zasługuje pomysł pogłębienia integracji UE nazwany next generation EU. Za pieniądze pozyskane z emisji obligacji emitowanych przez Komisję Europejską, w masowej kwocie 750 mld zł, gdzie kupującym obligacje byłby zapewne w znacznej mierze ECB, realizowane mają być wydatki we wszystkich krajach UE. Efektywnie oznacza to transfer zasobów, na koszt przede wszystkim Niemiec, do biedniejszych krajów południa i wschodu Europy, zorganizowany w sposób strawny dla niemieckiego wyborcy. Co ważne, beneficjentami wydatków finansowanych w ECB mają być też kraje nie będące członkami strefy euro, w tym Polska w niebagatelnej kwocie rzędu 160 mld zł w latach 2021-2024.

Na posiedzeniu EBC zdecydował o rozszerzeniu skupu aktywów w ramach pandemicznego programu (PEPP) o 600 mld EUR do wartości 1,35 bln EUR, wydłużając go do czerwca 2021 roku. Dodatkowo zapowiedziano, że środki z zapadających papierów skupionych w ramach tego programu będą skupowane do końca 2022 roku.

Rentowności obligacji rynków bazowych na początku miesiąca wybiły się z wąskiego korytarza, a paliwa ku temu dał wspomniany bardzo dobry odczyt z rynku pracy. Ten optymizm „risk-on” został jednak szybko stłumiony przez pojawianie się nowych ognisk zachorowań i wiążącym się z tym powrót ograniczeń w kilku regionach USA. Dodatkowo chłodny i gołębi przekaz FED sprowadził rentowności bazowe do przedziału, w którym poruszają się od kwietnia. Rentowność amerykańskich dziesięciolatek rozpoczęła i skończyła miesiąc na rentowności 0,65%, ale w szczycie przebiła 0,9%. Niemieckie odpowiedniczki zaczynały i kończyły miesiąc w okolicach -0,45%, chwilowo osiągając powyżej -0,3%.

Obligacje rynków peryferii Europy w czerwcu zawęziły się o kilka, kilkanaście p.b. w stosunku do rynków bazowych. Kontynuowane były nowe emisje, które ze względu na zwiększenie pandemicznego programu skupu cieszą się dużym zainteresowaniem. Powoduje to sytuację, że największe zyski można osiągnąć tam, gdzie najwyższe spready. Interwencje EBC zmniejszają premię kredytową dla krajów o gorszej jakości finansów publicznych.

Apetyt na obligacje w twardych walutach utrzymuje się również w Europie Środkowo-Wschodniej. Dużych zmian nie doświadczyły obligacje w walutach bazowych Bałkanów czy Ameryki Łacińskiej. Nieznacznie zyskiwały obligacje Chorwacji, czy Meksyku, a trochę traciły obligacje Brazylii. Na podobnych poziomach zaczynały i kończyły indeksy obligacji w walucie lokalnej. Mała zmienność była również na rynku obligacji high - yield, które konsolidują się wraz z rynkiem akcji.

Na krajowym rynku długu w czerwcu doszło do wystromienia się krzywej dochodowości. Jest to efekt obniżki stopy procentowej dokonanej pod koniec maja, która bardzo prawdopodobnie była ostatnią obniżką. W efekcie w czerwcu utrzymywał się popyt na obligacje o krótkim terminem zapadalności oraz zmiennokuponowe z krótkim i średnim terminem wykupu. Rentowność obligacji 5-letnich wzrosła nieznacznie z 0,67% do 0,71%, a dziesięcioletnich, po skokowym spadku w dniu obniżki, odbiła z 1,18% do 1,39%. Krzywa wystromiła się z 100 do 125 p.b., co jest najwyższym poziomem od maja zeszłego roku.

Kolejny miesiąc główna uwaga na rynku długu skupiła się na emisjach obligacji covidowych gwarantowanych przez Skarb Państwa. PFR sprzedał obligacje zapadające w czerwcu 2027 o wartości nominalnej 10 mld zł i w marcu 2030 o wartości 2mld zł. BGK sprzedał emitowane już w maju obligacje zapadające w kwietniu 2027 o wartości 3,64 mld zł oraz dwie transze obligacji z wykupem czerwiec 2030 o nominale 4,87 i 4,15 mld zł. Po raz kolejny spread przy emisji do obligacji skarbowych wyniósł około 70 pb.

W czerwcu NBP przeprowadził dwie aukcje zakupu obligacji skarbowych i gwarantowanych, z których zdecydowana większość to obligacje gwarantowane przez SP wyemitowane przez PFR i BGK. Na pierwszej aukcji odkupił 8,3 mld zł wartości nominalnej obligacji gwarantowanych i 320 mln zł skarbówek. Na drugiej 2mld zł nominału papierów gwarantowanych oraz 415 mln skarbowych.

Ministerstwo Finansów podało, że na koniec miesiąca na rachunkach budżetowych było około 107 mld zł (vs. 100 mld zł na koniec maja). Taka suma, brak kontynuacji przetargów bonów skarbowych oraz powrót do aukcji zamiany świadczą o poprawie sytuacji gotówkowej i zdejmują z rynku podaż. Czekamy jeszcze na rewizję budżetu na bieżący rok.

W czerwcu MF przeprowadziło dwie aukcje zamiany, na których sprzedano obligacje za ponad 5 i 3,6 mld zł. Popyt na nowe obligacje skupił się papierach stałokuponowych dwu- i pięcioletnich. W trzecim kwartale MF planuje przeprowadzić 1-2 przetargi sprzedaży obligacji oraz 3-4 aukcje zamiany. W samym lipcu odbędzie się przetarg zamiany (9 lipca) oraz sprzedaży (23 lipca), na którym podaż ma mieścić się w granicach 3 -6 mld zł.

Na lipiec BGK zaplanował trzy aukcje obligacji gwarantowanych, w dniach 1,15 i 29 lipca. Papierami, które się pojawiają, będą obligacje 5 i 10 -letnie. Na początku miesiąca, na razie bez szczegółów, swoje emisje planuje również PFR.

14 lipca odbędzie się spotkanie RPP, po którym komunikat nie powinien niczym zaskoczyć. RPP powinna podtrzymać stanowisko, że wysoki odczyt CPI za czerwiec jest przejściowy i bieżąca polityka jest właściwa dla spadającej ścieżki inflacji. 17 lipca zostaną również przedstawione przez NBP nowe projekcje PKB i inflacji.

Czerwiec podtrzymał tendencję widoczną od kwietnia na lokalnym rynku obligacji korporacyjnych. Popyt odbudował się na obligacjach bankowych, instytucji finansowych, spółek Skarbu Państwa oraz listów zastawnych. Dalsza niechęć jest widoczna na papierach mniejszych emitentów z większości segmentów narażonych na ryzyko koniunktury.

Zagraniczne rynki akcji

Czerwiec wzrostu, ale już selektywnie

Czerwiec był kolejnym miesiącem, który inwestorzy giełdowi mogą zaliczyć do udanych. Podobnie jak w pierwszych dwóch miesiącach drugiego kwartału, światowe giełdy kontynuowały swój marsz na północ. Choć tempo tego marszu jednak nieco spowolniło, to lektura kwartalnych sprawozdań finansowych spółek dała inwestorom w wielu przypadkach pewną dozę optymizmu. W obecnej sytuacji podstawowym argumentem do większych rynkowych „swingów” są informacje dotyczące rozprzestrzeniania się COVID-19 oraz działania (bądź ich brak) rządów i banków centralnych, mające na celu mitygowanie negatywnych skutków pandemii w gospodarce.

Do najsilniejszych segmentów rynku kapitałowego należy przede wszystkim obszar IT, co zupełnie nie dziwi w kontekście zapotrzebowania na rozwiązania teleinformatyczne,

o których wielokrotnie wspominaliśmy. To, co być może jest mniej intuicyjne, to świetnie zachowanie przedsiębiorstw z obszaru konsumenta, przede wszystkim dóbr dyskrecyjnych. Z jednej strony wydatki konsumpcyjne w USA spadły w marcu i kwietniu o odpowiednio 6% i 12%. W pewnym momencie 95% tamtejszych gospodarstw domowych faktycznie pozostawało w domu zgodnie z przekazami rządu.

W tym momencie należy zadać pytanie - dlaczego tak wielu komentatorów i analityków jest świetnych w tłumaczeniu rzeczywistości aktualnej, ale tak słabo radzi sobie z prognozami? W naszej opinii z jednej przyczyny. To prawda, którą niewiele zna, a jeszcze mniej rozumie. Otóż dla rynków finansowych nie jest ważne tu i teraz, ważna jest droga pochodna. Dynamika zmian samej zamiany. To jak zmienia się już zmieniająca się przecież rzeczywistość jest absolutnie kluczowe i od zawsze „nakręca” kierunek rynków kapitałowych.



Bartosz Szymański
zarządzający funduszami
akcyjnymi

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

Firmy w obliczu lockdownu i... polityka.

W maju i czerwcu gospodarka zaczęła powolny proces odrabiania strat. Konsumenci odzyskali nieco ufności, m.in. dzięki bezprecedensowym pakietom stymulującym. Należy jednak zaznaczyć, że nauczeni doświadczeniem poprzednich kryzysów, w tej chwili obserwujemy przede wszystkim wzrost ich stopy oszczędzania.

Na ten moment trudno powiedzieć, czy faktycznie odczuwamy drugą falę pandemii COVID-19. Niektóre kraje Ameryki Płd. i same USA mają pewne punktowe problemy, to samo dotyczy zresztą chociażby Polski, gdzie liczba nowych zakażeń utrzymuje się wciąż na dość wysokim poziomie. Człowiek ma jednak to do siebie, że doskonale adaptuje się do nowej rzeczywistości. Przedsiębiorstwa z tzw. „starej ekonomii”, chcące przeżyć, szybko przystosowują się do cyfrowej rzeczywistości. Możliwość zakupów online i postawienie sklepu w chmurze, dostosowanie obsługi klienta do wymagań XXI wieku, a więc odejście od rozmów telefonicznych i przystosowanie do kontaktu przez WhatsApp'a czy Messenger'a, dostosowanie logistyki i wysyłki oraz w konsekwencji zarządzanie wirtualnym magazynem, wprowadzenie odpowiednich narzędzi marketingowych do zwiększenia chęci zakupowych, uatrakcyjnienie wyglądu wirtualnej półki w sklepie poprzez, np. personalizację, wprowadzenie szybkich i bezproblemowych płatności z jak najmniejszą liczbą kroków, bezpieczne połączenie na linii konsument - firma na każdym etapie cyklu życia, to tylko wierzchołek problemów, które stoją przed wieloma przedsiębiorstwami. Ale dla niektórych to istne eldorado, bo coś, na co trzeba było poświęcić wiele cykli sprzedażowych na wysokim szczeblu organizacji, dziś realizowane jest dużo szybciej, z uwagi na pilną potrzebę konkurencyjną. Kto tego nie zrozumie, ten zbankrutuje. Dywergencja w kształcie i trajektorii dynamiki wzrostu gospodarczego na świecie, zwiększona dodatkowo przez efekt pandemii COVID-19, wygeneruje i pogłębi już istniejące zdrowe dysproporcje, gdzie spółki lepiej sobie radzące będą „wygryzać” te słabsze. Takie środowisko jest idealne dla aktywnie poszukujących zarządzających. Do czynników bardzo trudnych do przewidzenia jest oczywiście efekt wyborów prezydenckich w USA. Należy jednak stwierdzić, że największym konkurentem obecnie urzędującego prezydenta jest demokrat Joe Biden, który ze wszystkich potencjalnych kandydatów ze strony partii demokratycznej w USA jest postrzegany przez rynki najlepiej. O ile w przypadku jego wygranej, część reform podatkowych D. Trumpa zostałaby odwróconych, to raczej nie ma szans na wprowadzenie najbardziej populistycznych haseł innych kandydatów. Naszym zdaniem, wygrana Joe Bidena mogłaby oznaczać krótkotrwałą korektę, którą należałoby odpowiednio wykorzystać.

Za chwilę zaczynamy kolejny taniec z cyframi

Publikacja wyników finansowych przedsiębiorstw za drugi kwartał bieżącego roku jest tuż za rogiem. Już dziś raczej możemy powiedzieć, że będzie to jednocześnie najgorszy, ale też prawdopodobnie najmniej istotny dla rynków kwartał w tym roku. Same zyski spadną co najmniej o 40% w ujęciu rok do roku, co będzie największym spadkiem od czwartego kwartału 2008 r. Szacuje się, że dla sześciu (z jedenastu) sektorów z S&P 500 będzie to najgorszy kwartał, od kiedy zaczęto agregować takie dane na początku lat 2000. Z pewnością będziemy świadkami wielu panicznych artykułów i komentarzy na ten temat.

W ramach ciekawostki pragniemy tylko przypomnieć początek artykułu z pewnej poczytnej amerykańskiej gazety finansowej, który ukazał się pod koniec lutego 2009 r. (czyli na mniej, niż miesiąc przed ubiciem dna na rynku), który w naszym luźnym tłumaczeniu brzmiał:

„Standard & Poor's ostatnio zaszokował inwestorów stwierdzeniem, w którym szacuje się, że zaraportowane wyniki za czwarty kwartał 2008 r. dla indeksu S&P 500 będą ujemne po raz pierwszy historii kalkulacji takich danych od 1936 r. S&P dodatkowo raportuje, że w całym 2008 r. zyski na akcję (EPS) mogą wynieść poniżej 40\$, co indukuje poziom wyceny rynkowej P/E na przeszło 20x, istotnie powyżej swojej długoterminowej średniej 15x.”

Brzmi znajomo, prawda?



Michał Stalmach
zarządzający
funduszami akcyjnymi

Absolwent Akademii Leona Koźmińskiego, gdzie z wyróżnieniem ukończył kierunek Finanse i Bankowość. Posiada licencję maklera papierów wartościowych, aktualnie uczestnik programu CFA. Karierę zawodową rozpoczął w 2009 roku w DM BOŚ. W 2016 roku dołączył do Nationale-Nederlanden PTE. Od października 2017 roku wzmocnił Skarbiec TFI, jako Zarządzający funduszem Skarbiec Małych i Średnich spółek oraz częścią akcyjną funduszu Skarbiec III Filar. Od października 2019 jako Zarządzający Skarbiec Akcja i Skarbiec Waga.

Tylko ktoś, kto te przeszło dziesięć lat temu nie doświadczył argumentacji ze wszystkich stron za kolejnymi spadkami może dziś w ten sam sposób argumentować powody do korekty.

Oczywiście, po bardzo silnym odbiciu w ciągu ostatnich kilku miesięcy byłoby nieodpowiedzialnym stwierdzić, że czeka nas tylko kontynuacja odbicia z identyczną trajektorią, jak do tej pory. Chociażby po ostatnim miesiącu już widać, że tak nie będzie. Trzeba jednak pamiętać, że korekty są wpisane w zdrowy rynek i oznaczają także szansę na nabranie tchu i chłodną analizę tego, co się dzieje. Korekty przynoszą okazje także tam, gdzie do tej pory ich nie było. Naszym zdaniem, najbliższe lata będą charakteryzować się w dalszym ciągu niskim tempem wzrostu gospodarczego, a więc tempem rozwoju biznesów dodatkowo duszonym dość wysokim zadłużeniem (sektora publicznego i prywatnego) oraz oczywiście kontynuacją rewolucji technologicznej w zakresie przede wszystkim cyfryzacji życia przedsiębiorstw. W związku z tym, należy spodziewać się, że z uwagi na deficyt wzrostu i dochodu (vide rekordowo niskie stopy procentowe), inwestorzy będą ich poszukiwać poprzez spółki z odpowiednimi charakterystykami.

Polski rynek akcji

Po dwucyfrowych stopach zwrotu i kolejnych kilku procentach wzrostów w maju, wzrasta prawdopodobnie liczba uczestników rynków obawiający się korekty... ta jednak nie nadchodzi. Indeksy zanotowały kolejny solidny miesiąc wzrostów. Co prawda WIG20 (+2,1%, +3,6% w USD) nie zachwylił na tle swoich benchmarków (+7,4% w przypadku MSCI EM i +6,3% dla DAX-a), jednak w dalszym ciągu na krajowym podwórku w dalszym ciągu prym wiodły małe spółki, które nie mają kompleksów względem indeksów zagranicznych (sWIG80 + 8,2%). Z kolei pośrodku plasował się mWIG40 (+3,8%).

W czerwcu mocno pozytywnie na GPW wyróżniła się branża energetyczna. Inwestorów dosłownie rozpalila wizja transformacji sektora i wydzielenia aktywów węglowych do nowego podmiotu, którego właścicielem miałyby zostać Skarb Państwa. Powyższe mogłoby prowadzić do dalszego re-ratingu wskaźników wyceny spółek - podobny case RWE - Innogy został kilka lat temu (2016) bardzo dobrze przyjęty przez rynek. W efekcie PGE i Tauron zyskały odpowiednio 42% i 92%!

Cały drugi kwartał 2020 był ostatecznie jednym z najlepszych okresów w historii GPW. WIG20 przyniósł stopę zwrotu równą 16,4% (22,4% w USD), mWIG40 wzrósł o 22,5%, a sWIG80 aż o 32,3%. Były to również najwyższe wyniki kwartalne od wielu lat. Ostatni raz, kiedy WIG20 przyniósł lepszą kwartalną stopę zwrotu, był to trzeci kwartał 2009 roku (+17,7%). W tym samym czasie mWIG40 (+27,7%) oraz sWIG80 (+33,7%) również notowały wysokie dynamiki wzrostu. Oznacza to, że wiosna 2020 (dokładnie 2Q 2020), była najlepszym okresem ostatnich 10 lat na GPW.

Niemniej jednak całe pierwsze półrocze 2020 roku dwa największe indeksy kończą z dwucyfrowymi startami (WIG20 -20,0% i -23,1% w USD przy -10,8% dla MSCI EM oraz mWIG40 -12,1%). Gwiazdą okazał się w tym czasie sWIG80, dla którego był to okres dwucyfrowej wyżki (+11,4%).

Drugi kwartał okazał się również wyjątkowy pod kątem aktywności inwestorów giełdowych. Obroty wyniosły w tym okresie prawie 70 miliardów PLN, co oznacza wzrost r/r o 52%! (w samym tylko czerwcu o 65%). Obrót za całe pierwsze półrocze wyniósł prawie 131 miliardów PLN i był o 36% wyższy, niż rok wcześniej. Utrzymuje się wysokie zainteresowanie GPW ze strony inwestorów indywidualnych. Stopy zwrotu dla nowych środków wpłacanych w marcu i kwietniu (to wtedy otwieranych było najwięcej rachunków) są już statystycznie solidnie „in the money”, co zwiększa szanse na utrzymanie się pozytywnego trendu.

W czerwcu przekroczyliśmy psychologiczną barierę 10 milionów skumulowanych przypadków zachorowań na COVID-19, w tym ponad 30 tysięcy w Polsce. Na początku ubiegłego miesiąca notowaliśmy w kraju rekordowe prawie 600 zakażeń dziennie, na co istotny wpływ miały infekcje wśród górników oraz pracowników fabryk. W drugiej połowie miesiąca skala zachorowań obniżyła się i ustabilizowała na poziomie ok. 300 przypadków dziennie.

Wcześniejsze założenia o osłabieniu się wirusa w okresie letnim i nadejściu „drugiej fali” na jesieni zmieniają się w scenariusz przedłużonej pierwszej fali, niewrażliwej na warunki pogodowe. Pojawia się więc pytanie, czy powrócą restrykcje dla prowadzenia działalności gospodarczej i obowiązkowe dystansowanie społeczne? Tego dopiero dowiemy się w najbliższym czasie. Na froncie walki z wirusem zaczynają się już (na szczęście) pojawiać pierwsze informacje o następnych lekach i szczepionkach, które mogą okazać się skuteczne w kolejnych badaniach klinicznych. W czerwcu Pfizer ogłosił bardzo obiecujące wyniki wstępnych badań nad szczepionką mRNA, która może wywołać odporność na wirusa SARS-CoV-2. Dowiedzieliśmy się też o pozytywnym wpływie Deksymetazonu w leczeniu szczególnie ciężkich przypadków. Te wszystkie informacje utwierdzają nas w przekonaniu, że z każdym kolejnym dniem jesteśmy coraz bardziej przygotowani na radzenie sobie z wirusem w przyszłości.

Wracając do GPW, sezon wyników za I kwartał został znacząco wydłużony i jego wartość informacyjna jest oczywiście zdecydowanie niższa, niż w „normalnych” (czyt. niepandemicznych) czasach. Jednak czyniąc krótkie podsumowanie, wyniki okazały się być nieco lepsze od oczekiwań rynku. Na poziomie zagregowanym (bazując na 100 najbardziej płynnych spółkach), zysk na poziomie netto spadł w I kwartale o około 1/3 r/r, podczas gdy oczekiwania analityków kształtowały się poziomem spadków o ok. 5 pkt. proc. wyższych. Rozbijając powyższe na podgrupę największych spółek (WIG20), dynamika spadku wyniosła 40% r/r, natomiast dla „misiów” była o połowę mniejsza, tj. 20% r/r. W przypadku blue chips na wyniku ciążyły sektor bankowy, petrochemiczny oraz spółki detalicznych zajmujące się sprzedażą dóbr niepodstawowych.)

Rynki surowców

W czerwcu Indeks CRB Refinitiv (d. Thomson Reuters Jefferies) Core Commodities zyskał 4,3%. Odbicie indeksu od kwietniowego dołka przekroczyło 24%, a mimo to indeks znalazł się i tak 28% poniżej poziomów z końca 2019 roku. Co ważne, mimo trwającego odbicia, ceny surowców reprezentowanych w indeksie są średnio na historycznie niskich poziomach, nie widzianych od lat 90-tych. Aby osiągnąć szczyty z roku 2008, musiałyby urosnąć przeszło 3-krotnie.

W czerwcu najlepiej spośród składowych indeksu zachowywał się gaz ziemny i miedź, najgorzej pszenica. Struktura terminowa cen surowców miała malejący wpływ na stopy zwrotu. Zmiana cen w czerwcu odzwierciedla tendencje z całego drugiego kwartału, zaskoczeniem (na tle bieżącego roku) okazał się tym razem nieznaczny ruch ropy.

Od początku roku jedyną klasą surowców z dodatnimi stopami zwrotu są metale szlachetne. Kilkunastoprocentowy wzrost ich cen był w czerwcu kontynuowany.

Surowce mogą stanowić dodatek dywersyfikacyjny w wieloskładnikowym portfelu inwestycyjnym. Wykazują niepełną korelację z cenami akcji czy obligacji, a szczególnie atrakcyjne mogą okazać się w scenariuszu szoku podażowego, kiedy rosnące ceny surowców niejako wywołują spadki cen akcji (wyższe koszty to niższe marże spółek) i obligacji (inflacja). Ryzyko szoku podażowego jest, w mojej ocenie, aktualnie ignorowane przez rynek, mimo że skracane są łańcuchy dostaw, co razem z napięciami handlowymi zwiększa prawdopodobieństwo inflacji kosztowej. W optymistycznym scenariuszu gospodarczym, bezprecedensowa stymulacja gospodarek pieniądzem drukowanym przez banki centralne, nie mającym pokrycia w produkcji dóbr i usług, może spowodować inflację popytową, co sprzyjałoby odwróceniu dekady spadków na rynku surowców.

Supercykle na rynkach surowców różnią się od krótkoterminowych zakłóceń podażowych. Te długie trendy mogą trwać nawet kilkadziesiąt lat. Przyjmując, że cykl taki rozpoczął się od wzrostów i kończył spadkami, według badań przeprowadzonych przez bank Kanady wyróżnione zostały 4 największe cykle związane z industrializacją, kolejno w USA (1899-1932), okółowojennej Europie (1933-1961), Europie i Japonii (1962-1995) i Chinach (od 1996 roku). Supercykle trwały około 30 lat. Mamy za sobą dekadę wzrostów, a ostatnio dekadę spadków. Czy czeka nas nowy supercykl? Potencjał może wynikać z reindustrializacji lokalnych gospodarek i wykorzystania programów pomocowych do uaktywnienia lokalnego przemysłu oraz stworzenia mniejszych niezależnych łańcuchów produkcyjnych.



Kamil Sobolewski
strateg i zarządzający
funduszami

Absolwent kierunku Finanse i Bankowość na SGH, Polsko-Niemieckiego Forum Akademickiego przy SGH oraz studiów doktoranckich w Instytucie Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk. Zdał egzaminy CFA, posiada tytuł Financial Risk Manager.

PRZEGLĄD RYNKÓW

DANE NA 30.06.2020

INDEKSY ŚWIATOWE

	kurs	tydzień	miesiąc	ytd
S&P500	3100,29	1,84%	-4,0%	5,4%
DJIA	25812,88	1,69%	-9,6%	-3,0%
NASDAQ	10058,77	5,99%	12,1%	25,6%
CAC40	4935,99	5,12%	-17,4%	-10,9%
FTSE100	6169,74	1,53%	-18,2%	-16,9%
DAX	12310,93	6,25%	-7,1%	-0,7%
NIKKEI225	22288,14	1,88%	-5,8%	4,8%
SHANGHAI COMP	2984,67	4,64%	-2,1%	0,2%
RTS	1212,63	-0,58%	-21,7%	-12,2%
ISE 100	116524,80	10,43%	1,8%	20,8%
BOVESPA	95055,80	8,76%	-17,8%	-5,9%
SENSEX	34915,80	7,68%	-15,4%	-11,4%

STOPY PROCENTOWE (ZMIANA W P.B.)

		tydzień	miesiąc	ytd
WIBOR 3M	0,26	-2	-145	-146
Polska 2 lata PLN	0,14	-4	-135	-148
Polska 5 lat PLN	0,71	4	-110	-127
Polska 10 lat PLN	1,39	20	-73	-101
Polska 10 lat EUR	0,16	-33	0	-11
Polska 10 lat USD	1,03	-27	-116	-126
USA 10 lat	0,66	0	-126	-135
Niemcy 10 lat	-0,45	-1	-27	-13
High Yield USD	6,87	-14	168	100
High Yield EUR	0,18	-14	-4	-5

INDEKSY POLSKIE

	kurs	tydzień	miesiąc	ytd
WIG20 TR	3205,90	2,1%	-18,1%	-22,4%
WIG	49569,17	3,0%	-14,3%	-17,6%
mWIG40 TR	4543,02	3,8%	-10,7%	-13,1%
sWIG80 TR	17185,47	8,2%	12,7%	17,5%
MSCI Poland	1210,92	1,0%	-19,8%	-27,1%

SUROWCE

	kurs	tydzień	miesiąc	ytd
ROPA BRENT	41,15	16,5%	-37,7%	-38,2%
ZŁOTO	1 780,96	2,9%	17,4%	26,3%
SREBRO	18,21	1,9%	2,0%	18,9%
MIEDŹ	271,35	11,9%	-3,0%	0,3%
ALUMINIUM	1 593,75	3,8%	-10,9%	-10,6%
GAZ ZIEMNY	1,75	-5,3%	-20,0%	-24,1%

POLSKA Y/Y

USA Y/Y

STREFA EURO Y/Y

UE Y/Y

	najnowsze	poprzednie	najnowsze	poprzednie	najnowsze	poprzednie	najnowsze	poprzednie
PKB	2,00	3,20	0,30	2,30	-3,10	1,00	-2,60	1,20
Inflacja	3,30	2,90	0,10	0,30	0,30	0,10	0,60	0,70
Sprzedaż detaliczna	-8,60	-22,60	-6,10	-19,90	-5,10	-19,60	-4,20	-18,00
Produkcja przemysłowa	-17,00	-24,60	-15,27	-16,25	-28,00	-13,50	-27,20	-12,20
Stopa bezrobocia	6,00	5,80	11,10	13,30	7,40	7,30	6,70	6,60

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.