

### 1.Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Kamil Sobolewski

### 2.Zagraniczne rynki akcji

Bartosz Szymański

### 3.Polski rynek akcji

Michał Stalmach

### 4.Rynki obligacji

Mateusz Roda



=S\_ [^EaTa^W e] [  
strateg i zarządzający  
funduszami

3Tea↑ Wf][Wb]g 8[ S` eW  
[4S]ai a` SE9: t  
Ba`e]aZ@W\_ [W] [W]a 8ad\_  
3]SW\_ [U] [W]a bd k E9: adl  
efgV[i Va]fad` U [Lz i  
; efkfgU[W@Sg] 7]a` a\_ [U` kLz  
Ba`e] [W]3]SW\_ [[@Sg] zL VS-  
WV S\_ [ k 583]bae[SVS fkgf-  
8[ S` U[S^D]e] ? S` SYWz

### Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

W` S` k` ^bd W aV [S eb[ S ]`S\_d` \_aWaTeWd` SUWV` aefSf` [ \_ [Wz [ Ujz 7]a` a` [S` [WVWf`  
`Sg] Ue-ż` Wf` `Sg] a` \_afki SUSUZ? ? SfW\_ SfkU` k` SbScSf] ]fi dk\_` Vkeba` g`W ab[egW  
\_aWWW\_` [W` gT` TSdM [W` gbdSel U S\ UWI` a` a` d` WU ki [efa` t` U` efa` i` ebaei` T` bdi` SVI` Uk  
Va` ebd` WU` kLz` i` [ae]i` i` z` ? S]` dWV` a` a` [S` Wf` LZkTS` `STSdM [W` `Sg] a` aU` WY]i` S` [SUZ  
S` ba`fk]S` YaebaVSdU` S` a` el` fS`-fai` S` [g` aU` WY]i` S` eba`WU` kLz`LSI` T[S` e]` I` SfW\_` I` eaUa`aY[  
[` bekLz`a`aY[` eba`WU` ` t` bae[SVS` bg` ]fk` efk]g` I` ba`fk]` bWd` eVz` Bdi` SVI` [` Va` bkfS`  
a` [WS`W` a` [` efkfgU]` ]fi` dS` gi` S` S` Tk`-S` VafkLzU` Se` I` S` Xg` VS` Wf` `S` Wb` [W` d` i` [ [` fklz  
YaebaVSdU]` fW` a` i` [SfSz

Wb\_` WBai` W` ]fi` dk` i` YdV` [g` \$"` #\*` d]` g` baV` ae[-refabk` bdb`UW` fai` WTK` I` SbaT` [W` S` W` eba`l` V`  
[` XSU]` i` e[Vb` [g` `S` I` VS` ^k\_` ek\_` bal` g\_` i` -SU]` ea` :` S` aY`-Sel` S` \_` [W]` ]d` ki` W` BZ` [tbeS`  
U` k` [d` i` `S` [S` ab[eg\` UW` a` I` S` W` a` \_` [` Vi` k` [` XSU` S` TW` d` TaU` U` W` z` bafkLzU` Sel` W` t` TW` d` TaU` U`  
ebSVS` a` ba` [` W` bal` [a\_` g` gi` S` S` W` a` I` S` ]` d` fku` ` k` U` W` k` \_` [S` k` i` kdS` [` W` d` e` ` z` 6l` [` \_` S\_` k`  
bd` WfS` i` [W]` k` i` fW` bScSvKY` Sfz` AY` ^` VS\` U` fW` ebW]` fS]` ^` I` SVS\` eaT` [Wb` k` fS` [W` Ua` bd` TgW`  
gl` ke]` S` z` Bai` W` I` SbW` [S\` U` `Sel` Wi` I` d` eaf` [` XSU]` ` Si` W` bai` k` W` bal` [a\_` g` VafkLzU` Se`  
d` Vi` UW` a` baVi` k` ]` [` efi` b` t` [W` T` Vi` [W` bai` a` Vai` S` -` Sfklz\_` [Sefai` W` ]` a` fdk` 876z` i` kVSW` e[` t`  
` Wbd` W` Wi` el` kef]` [` LZU` S`-Tk` Tk` [` XSUS` e[` fS\_` I` `S` I` -Sz` Ba` VdY` [W` [W` LZUW` Tk` i` fS]` [`  
bd` kbSV]` g` Vael` a` Va` bd` WUW` k` S]` fki` i` i` X` S` eai` kLz` i` el` U` W` i` ^` [WaT` t` YSU]` z` FS` [` fW` US` \_` a` [`  
I` VS` [W\_` Wf` i` S` [W` el` S` aV` eS\_` W` a` Vi` [S`-S` [S` ,` ba]` SI` g` W` S]` [UW` T` V` i` d` I` [W` baf` d` W` k` \_` [S` k`  
fS]` W]` a` W` W]` d]` [` 876z` 4SdM [W` I` SefS` Si` [S` \_` [W` W` S]` t` U` W\_` g` d` W` fki` ` [W` Va` aV` I` Si` el` W`  
fV` d` W` kU` ` W` ]` a` U` W` U]` ]` d` ki` W` BZ` [tbeS` i` U` el` k` aV` LZ` a` Vi` [` k` bScSvKY` Sf` gl` ` Si` S` k` bd` W`  
W]` a` a` [efi` i` [` TS` ]` [W]` i` U` W` fS` ^` kLz` aV` WY]` SV\_` W\_` [e` S` b` [W` [` Vi` S]` ]` fi` dk` [` W` Wf` bab` S` d` k`  
bdb` Vg]` U` Vi` Td` U` k` ge` gYt` d` Vi` [` [` XSU` t` ]` fi` dS` \_` a` WTK` bafW` US` ^` [W]` STi` U` S` V` S` i` I` d` eaf`  
i` d` W` [` a]` d` W` [W` ?` a` S` aV` bai` [W` ,` TW` b` d` W` W` W` eai` k` f` d` S` U` k` W` el` U` Wel` a]` YaebaVSdU` k`  
\_` S` I` aefS` i` [` U` W` ` [` I` ` W` g` f` d` t` ai` S` k` I` Sd` i` ` a` Vi` [S`-S` [S\_` [i` e` W` d` W` d` W` ^` W` S]` [i` b` ki` W\_`  
` S` aU` WY]i` S` [Sz` Bal` k` fki` ` k` eUW` Sd` gel` YaebaVSdU` k` %` e]` S` S` I` S` a` W` [g]` Wi` el` keU` gi` [W]` k\_` k`  
i` W` Va` d` W` t` SU` t` i` fW` k` I` SVI` [S`-S` W` W]` f` %` S\_` aebW` [S\` U` W` e[` bd` W` bai` [W` [z` B` d` Si` Vi` i]` k\_` U` W` W\_`  
876` Wf` I` TgVai` S` [WaU` WY]i` S` [i` ki` a` S` [W` W` a` W` W]` fgz

LT` t` S\` U` W` e[` i` kTack` bd` W` k` W` W` U]` [Wi` GE3` fS]` WefS` ai` [` U]` W]` Si` [g` efd` SU` Va` d` i` S` S`  
a` \_` afki` SUSUZ]` I` TdW` ea` VS` a\_` t` ]` fi` d` W` Va` W` W` al` `SU` [Wi` e]` S]` g\` `S` i` kYdS` 6W\_` a]` d` f` k`  
aW` 4[W` W` S]` d` k` ]` [X` S` eai` W` U` ad` S]` \_` [W]` W` i` [W]` i` i` kYdS` 6a` S` V` S` FdY` b` S]` I` [V` S` fa` ba`  
UW` SUZ` S]` fki` i` i` X` S` eai` kLz` i` d` ` kLz` ]` SeSUZ` S]` fki` i` i` [Y` W` a` Y` d` X]` SUZ]` I` kVSW` e[` aU` ki` [efW`  
W` FS` V` kLz` afa\_` [S\_` ge]` I` S` W` g\` U]` W]` S]` [` Vi` [S`-S` [g` a` TaI` g` bd` W` k` W` W` U]` [W]` a` bd` W` i` kTadS` \_` [i`  
]` fi` d` W]` ki` a` S` I` \_` [S` eba` WU` ` W` b` W` d` W` U]` z` ;` afa` i` b` [W]` el` kLz` V` [SUZ` i` d` W` [S` X` W` W` S` ^` k` gd` V`  
I` S` bai` [SVS]` W` Va` #` f` efab` SVS` bai` [` S` ba` Si` [` e[` el` U` W` b` [a` ]` S` `S` 5AH; 6Z#` z`  
I` kTack` bd` W` k` W` W` U]` [WaVt` V` e[` \$` V` [bi` ` Wz

Subfundusz wydzielony w ramach SKARBIEC FIO. Wymagane prawem informacje dotyczące Subfunduszu, w tym o czynnikach ryzyka inwestycyjnego, znajdują się w prospekcie informacyjnym SKARBIEC FIO i kluczowych informacjach dla inwestora dostępnych w siedzibie SKARBIEC TFI SA, w serwisie skarbiec.pl i w sieci sprzedaży. Subfundusz nie gwarantuje realizacji określonego celu i wyniku inwestycyjnego, a uczestnik ponosi ryzyko utraty części wpłaconych środków. Prezentowane wyniki inwestycyjne nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, są wynikiem inwestycyjnym osiągniętym w konkretnym okresie historycznym. Tabela opłat manipulacyjnych oraz informacje o podatku bezpośrednio obciążającym dochód z inwestycji dostępne są pod numerem infolinii: (22) 588 18 43, w serwisie skarbiec.pl. Subfundusz może lokować więcej niż 35% wartości aktywów funduszu w papieru wartościowe wyemitowane, poręczone lub gwarantowane przez Skarb Państwa lub NBP.



**4Sfael El k\_ S e] [**  
**zarządzający funduszami**  
**akcyjnymi**

3Teat W f El] ak 9+i `W  
 : S `V'ai Wki I Scl Si [W S  
 ][Wtj] g ? [ V ik` ScvVai W  
 Efaeg ] [7] a` a\_ [U` W  
 ebWUS^ a ? [ V ik` ScvVai W  
 LSd VI S [W8] S` eai W=ScV  
 I Si aVai dclbaU -i \$"`"  
 d] gi G [a` ; hWf\_ Wf F8; z  
 6a i [SVU W [M Si aVai W  
 I VaTki S-d i ` [Wi ? [W` [g\_  
 6a\_ ? S] Wb] [acSl AbW8 F8; z  
 I E] Scl [WUF8; aV \$"` ## d] gż

I e] [Wb] [g bdi VabaVaT` [WVa ] S VWa I ` Se aVfSdS [ ` Xad\_ SUSl W5Z [ k baefSi [ ` Si I dæf babkfg i W ` fd` WVa [ dli i ` \] `Sek dW [Wz] kVSW\_ [ e] t W [WVef fa i k-U` [WVWVf I` S] a\_ [fW bgT` [SU] -SU] S 4Sfael[S] S Yvk Va` [W [W ` S fW fW Sf i [ UWX I` S] Si -V\_ i \_ W [SUZ aTLa\ I kU` kUZ ` [ ba`e] [UZ ž LSVS\ eaT [W bkfS [W `S] [W I` SU W [W\_ S i fW g] -SVS` UWbWbVfki S i -SVI UZ [ e] [UZ1 @S [Wbd Vef d W Va TaYSUW [S e] [Wef i kTadV\_ t i k` [ ] S\ Uk\_ I bdi VabaVaT` WVa ebSV] g UZ [ e] [WVa W] eba dfg] S ` S [WVef i kdi W\_ ` Sb [ eba -WU` kUZ i Wfk W\_ t bd W ] fi dk \_ S laefS gi a^ [a` W` SV\_ [W] W U` [W [W 5 [ [W [W i ki a-S` WebSV] [W\_ fW bS i I dæf g UZ [ e] [WVa B=4I a] a-a ( dU` [WVa a] US` WVa I W8z BSfd U` S I` SU` W I SV-g W [W UZ [ e] [UZ Xd\_ [ YaebaVScfi Va\_ ai kUZ baW d W S\_ t W i [M] k aVT [U] W ` ScSefS\ U kUZ ` Sb [ eba -WU` kUZ i ke[ ] [ i -SVI k I\_ [W] S\ UWX Va I SUZ ai S [S efSfg cgaż

I d \_ k WU U WVa fWk I baU f] g \$" \$" d] gż Dk` [ X] S` eai WefS-k e] ` Sd VI [W\_ ba [fk] [ YaebaVScU Wz; UZ d^ bd WefS-a Tk aVi [WU] [W/S` [Wxg] VS\_ W fi i f efS-k e] [a -W\_ efWbi k\_ i d] ] SUZ Tae\_ S` S [ e-g\_ efWbi S [g YaebaVSc] ž E] ad i a] d W SUZ i k\ U S I d W U V\ Zaees` S S] USUZ [ aT YSUSUZ Wef ` Sd VI [W\_ Va baTg VI W [S] fki ` a U i el WU W YaebaVScU W i Sfa \_ [W bW [W VkefS` e Va I S a W [S] W] [Wk YaebaVSc] S T VI [W Zg S t ` S d` ] SUZ el U W i ^ [WS] U] fd S T VI [W i ` S W b el W [ bd k b [W] S ZaeesZ: aeS Wef I S fa VI [ t ] [Wk] [S] fi [W] [U\_ g U Wef [ i i dk` ] gi ` [W\_ S] g fW\_ gi kefSd S\ U kUZ bai aVi i ž @SV { el k\_ i kli S` [W\_ bdi VabaVaT` [W T VI [W\_ a\_ W fi i ] fi dk\_ bd W] a` S` [W a fd S a U Zaeek i abScl] g a U [ Y [ fV] W U [ d Vg [ TS` ] g UW fd^ W] a] f d S X] baV efd WUZ k [ bd WefS` [W Sb VI S ] Sb] fg S U ] a` W kUZ b W k\_ [efi i ž

## Zagraniczne rynki akcji

W drugim miesiącu wakacji inwestorzy lokujący swoje oszczędności na światowych giełdach mieli, podobnie jak w lipcu, mnóstwo powodów do radości. Indeks zrzeszający parkiety rynków rozwiniętych (MSCI World) wzrósł w sierpniu o 6,5%, choć performance poszczególnych regionów był mocno zróżnicowany. Dość powiedzieć, że S&P500 wzrósł w ostatnim miesiącu o 7%, podczas gdy pan-europejski Stoxx600 o „zaledwie” 2,9%. Jak już niejednokrotnie podkreślaliśmy, bardzo bliskie i częste obserwowanie zachowania samych indeksów może prowadzić, zwłaszcza w przypadku naszych zagranicznych funduszy tematycznych, do błędnych decyzji inwestycyjnych, dlatego zalecamy dużo głębszą analizę.

Ostatnie tygodnie to okres wytężonej pracy po naszej stronie, bazujący na lekturze oraz analizie danych finansowych spływających głównie z amerykańskich spółek zamykających okres raportowania kwartalnego. Na koniec sierpnia 98% spółek z S&P500 zaraportowało wyniki i aż 84% z nich pobiło oczekiwania rynkowe w odniesieniu do poziomu wypracowanego zysku netto na akcję (EPS). Tak wysoki poziom pozytywnych zaskoczeń nie był widziany wśród amerykańskich spółek aż od 2008 roku!

W ujęciu sektorowym największy odsetek pozytywnych zaskoczeń odnotował sektor IT (94%), sektor surowców (93%), zdrowia oraz przemysł (92%). Największą jednak niespodziankę sprawił inwestorom (uwaga uwaga!) sektor dóbr podstawowych, którego zagregowany zysk netto w drugim kwartale wyniósł 9,1mld USD, wobec oczekiwanej przez rynek straty na poziomie -2,1mld USD! Nie do przecenienia jest tutaj poziom EPSu wygenerowanego przez Amazon: 10,3 USD wobec 1,48 USD oczekiwań.

W kontekście opublikowanych wyników finansowych sądzimy, że warto zwrócić uwagę na jeden, często pomijany, element w całej układance rynkowej. Otóż szczególnie pozytywną tendencją, zaobserwowaną w ostatnich tygodniach, jest zmiana w postrzeganiu zdolności firm do wynagradzania akcjonariuszy (poprzez wypłatę dywidend). Jeszcze pięć miesięcy temu analitycy spodziewali się, że dywidendy w USA spadną w całym roku o ok. 25% (dla indeksu S&P 500), co byłoby zbliżonym spadkiem do tego widzianego w latach Kryzysu Finansowego '08. W tej chwili analitycy zmienili swoje nastawienie i spodziewają się spadku o... 1%-5% w całym roku. Czy taka poprawa jest faktycznie możliwa? Otóż jeśli prześledzi się tempo zawieszeń i obniżek dywidend dla indeksu S&P 500 to można odkryć, że o ile w marcu było takich wydarzeń 12, następnie 24 w kwietniu i 23 w maju, to wraz z odmrażaniem światowej gospodarki zanotowaliśmy jedynie 8 zawieszeń i obniżek dywidend w ciągu ostatnich przeszło 2 m-cy, a to jeszcze należy skonfrontować z przeszło 30 sytuacjami, gdzie nastąpiła rzeczywista podwyżka lub inicjacja wypłaty dywidendy.

Subfundusz wydzielony w ramach SKARBIEC FIO. Wymagane prawem informacje dotyczące Subfunduszu, w tym o czynnikach ryzyka inwestycyjnego, znajdują się w prospekcie informacyjnym SKARBIEC FIO i kluczowych informacjach dla inwestora dostępnych w siedzibie SKARBIEC FIO SA, w serwisie skarbiec.pl i w sieci sprzedaży. Subfundusz nie gwarantuje realizacji określonego celu i wyniku inwestycyjnego, a uczestnik ponosi ryzyko utraty części wpłaconych środków. Prezentowane wyniki inwestycyjne nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, są wynikiem inwestycyjnym osiągniętym w konkretnym okresie historycznym. Tabela opłat manipulacyjnych oraz informacje o podatku bezpośrednio obciążającym dochód z inwestycji dostępne są pod numerem infolinii: (22) 588 18 43, w serwisie skarbiec.pl. Subfundusz może lokować więcej niż 35% wartości aktywów funduszu w papierze wartościowe wyemitowane, poręczone lub gwarantowane przez Skarb Państwa lub NBP.

Ostatnie wyniki kwartalne, które spłyną do nas w najbliższych dniach, zwiastują jednocześnie kilkutygodniowy okres informacyjnej flauty, przynajmniej ze strony spółek. Jak już niejednokrotnie podkreślaliśmy, w tym czasie sentyment inwestorów jest w zdecydowanie większym stopniu podatny na wszelkiego rodzaju informacje czy doniesienia i pogłoski natury geopolitycznej, które powiedzmy sobie szczerze, pozostają poza czyjąkolwiek kontrolą. Co więcej, mając na uwadze ostatnią prostą w walce o głosy wyborców w walce o urząd prezydenta USA oraz fakt, iż globalna sytuacja związana z pandemią koronawirusa, mówiąc kolokwialnie, nie jest do końca jasna (rosnąca liczba zachorowania w poszczególnych regionach Europy i ponownie wprowadzane obostrzenia, przynajmniej w ruchu lotniczym, powinniśmy więc spodziewać się w najbliższych tygodniach wzmożonej zmienności na rynkach akcji.

Jak zawsze apelujemy do Państwa o zachowanie inwestycyjnego spokoju oraz permanentne używanie w swoich decyzjach inwestycyjnych przysłowiowego „szkiełka i oka”. W naszej opinii zmiany i procesy, które zostały zapoczątkowane w ostatnich miesiącach (m.in. przyspieszona cyfryzacja życia przedsiębiorstw) zostaną z nami na dłużej i w zdecydowanie większej skali, niż większość prognozowała.

## Polski rynek akcji

W sierpniu GPW wpisała się w sprzyjające otoczenie zewnętrzne. Gołębie podejście FED-u nie wpływało korzystnie na USD, który w sierpniu notował dwuletnie minima względem EUR (1,20). Drugim czynnikiem przejawiającym za rynkami rozwijającymi była kontynuacja wzrostu cen surowców (popyt ze strony Chin oraz zapowiadane programy infrastrukturalne - miedzi, czy „pompowana” przez banki centralne płynność - metalom szlachetnym).

WIG zwykował w ubiegłym miesiącu o 2,3% w walucie lokalnej oraz 4,1% w USD czyli istotnie lepiej od MSCI Emerging Markets, który wzrósł w sierpniu o 2,2% oraz STOXX Europe 600 dla którego stopa zwrotu wyniosła 3,1%. Po wielu miesiącach na czele, pogromcą znalazł sWIG80. Tym razem średnie spółki (mWIG40) zyskały 4,0%, wobec 2,2% dla „maluchów” (sWIG80) oraz 1,9% blue chips (WIG20).

Lokalnie wspierające dla GPW były również publikowane wyniki, choć oczywiście wpływ na to mają nie dynamiki ich poprawy, ale „przebijane” oczekiwania.

Skumulowane, oczyszczone o wpływ zdarzeń jednorazowych, zyski za drugi kwartał na poziomie netto spółek z WIG20 uległy przepołowieniu. 6 mld PLN otrzymane przez PGNiG od Gazpromu, powoduje że na pierwszy rzut oka, zaskakująco, łączne zyski naszych blue chips wrosły mimo pandemii, jednak jest to oczywiście element wymagający wyłączenia z kalkulacji. Największe dynamiki spadku wyników notowały spadki wydobywcze, paliwowe oraz banki. Niewielkiego pogorszenia zysków (nie uwzględniając odpisów) doświadczyły spółki energetyczne. Podwojenie przychodów notował e-commerce, jednak zdołało to tylko nieznacznie ograniczyć spadki obserwowane u detalistów odzieży i obuwi. Zbliżone wyniki do roku ubiegłego raportowały spółki telekomunikacyjne. Z kolei wygranymi były podmioty, które niejako pozwoliły nam „przetrwac” w domu zapewniając żywność i rozrywkę. Z grona największych spółek czekamy jeszcze tylko na wyniki PZU (1.0.09).

Podgrupa „misiów” jest zdecydowanie bardziej zdywersyfikowana sektorowo i w ich przypadku (na bazie dostępnych na razie raportów) dynamika spadku zysków wyniosła blisko 20%. Prym w poprawie wyników wiodły materiały ochronne, producenci gier oraz branża IT.

Z racji nie mającej precedensu sytuacji, amplituda prognoz analityków na drugi kwartał była rekordowo wysoka, w wyniku czego obserwowaliśmy dynamiczne zmiany notowań spółek po publikacji wyników. W zdecydowanej większości były to reakcje pozytywne (nieznacznie ponad 2 razy więcej spółek raportowało wyniki powyżej konsensusu), właśnie na skutek historycznych najwyższych „pobic” oczekiwań i to zarówno wśród spółek gdzie dynamiki spadków były niższe od prognoz, jak również podmiotów które zyskały na nietypowej sytuacji jeszcze bardziej przyspieszając dotychczasowe wzrosty. Właściwie, poza paliwami, nie można wskazać sektora, który raportowałby wyniki poniżej oczekiwań analityków. Wniosek – polska gospodarka poradziła sobie lepiej, niż obawiali się tego inwestorzy jeszcze kilka miesięcy temu.



? [LZS-EFS^\_SUZ

zarządzający  
funduszami akcyjnymi

3Tea1 Wf 3]SWW\_ [[>Vd` S  
=a \_ [ e] [WYat YVI [W  
I i kd ` [W [V\_ g]a U k-  
] [Vtg` W 8[ S` eW [4S` ]ai a z  
Bae[SVS [UW U\_ S] WdS  
bSb[Vd` i i Sfa Ujai kUZi  
S] fgS^ [MgU Vd` [] bcdYcd\_g  
583z=Sc[Vd` I Si aVai dal baU -  
i \$" " + cd]gi 6? 4A zI \$" #(  
cd]g Va-U k-Va @Sf[a` S`VZ  
@VVWdS` VW BF 7ZAV  
bS VI [Vd` [S \$" #) cd]gi l\_ aU [-  
E] Sdr [WU F8; t S] a LSd VI S\ Uk  
Xg` Vgel V\_ E] Sdr [WU? S-kUZ [ dW [UZ ebi -VY acSI U U  
S] Uk\ Xg` Vgel g E] Sdr [WU;;  
8[SdAV bS VI [Vd` [S \$" #+ S] a  
LSd VI S\ Uk E] Sdr [WU 3] US [  
E] Sdr [WU] SYSz



## ? Sfvjgd DaVS

zarządzający funduszami  
dłużnymi

3Tea1 Wf 8[ S` ei i [ DSUZg` ]ai a U[` SE9: z`Wf VadSVU [ i WfKkUk\` k\_ / g\_ VdU [UW U[ (" +fiadSl \_ S] VdW\_ bSb[Vd i i SdFa Ujai kUZ /UW US` g\_ Vd\$\* ++fz 6a i [SVU W [M Si aVai W lVaTki S-i BW\Sa;` hVdf\_Wf 4S` ][ YzAV bS Vi [Vd [] S \$" #) bcdUjWWS] a l Sd Vi S\ Uk i E] Sd [WJF8; EZz

W sierpniu obserwowaliśmy w Polsce nasilenie dziennej skali zachorowań na COVID-19 do rekordowych 900 przypadków. Ewidentnie twierdzenie o zmniejszeniu transmisji wirusa w sezonie wakacyjnym upadło, zamiast oczekiwanych dwóch fal mamy cały czas do czynienia z pierwszą, która przybrała na sile. Widzimy to nie tylko w Polsce, ale i na całym świecie. Wzrosty zachorowań w kraju wiązane są przede wszystkim z wyjazdami wakacyjnymi czy imprezami rodzinnymi.

## Rynki obligacji

Ostatni miesiąc wakacji był okresem z przewagą pozytywnego sentymentu. Rynek cieszył się, że druga fala zachorowań w USA powoli traci na sile, a jej rozwój w Europie prawdopodobnie nie przyniesie tak negatywnych gospodarczo skutków, jak na wiosnę. W efekcie rentowności obligacji rynków bazowych w ciągu miesiąca zaliczyły dwie próby wybiecia w górę, jednak jak dotąd nie można powiedzieć, że były udane. Rentowność amerykańskich dziesięciolatek w pierwszej połowie miesiąca wzrosła z 0,53% do 0,72%, potem zawróciła, a następnie pod koniec osiągnęła poziom 0,78%, co było najwyższym poziomem od czerwca. Miesiąc zakończył się w okolicach 0,7%. To co istotne, dwukrotne wybiecie rentowności w okolice poziomu 0,75% zostało wykorzystane przez kupujących. Rentowności niemieckich bliźniaczek zaliczyły analogiczne ruchy. Rentowności wzrosły z -0,52% do poziomu -0,4% na koniec miesiąca, notując swoje maksimum w okolicach -0,38%.

Większość rentowności obligacji rynków peryferii Europy kolejny miesiąc zawężyła się kilka p.b., w stosunku do rynków bazowych. Przykładowo, spread włoskich 10-latek do niemieckich zmniejszył się z poziomu 153 do 149 p.b., ale w trakcie miesiąca był nawet poniżej 140 p.b. Dobrze zachowywały się analogiczne obligacje greckie, których spread zawężył się z 161 do 150 p.b.

Umiarkowanie dobry miesiąc ma za sobą większość obligacji w twardej walucie w krajach Europy Środkowo-Wschodniej i Bałkanów. Troszkę słabszą końcówkę miesiąca między innymi miały obligacje Rumunii, czy Chorwacji, których rentowność nieznacznie wzrosła. Zawężenie się spreadów zobaczyliśmy na większości eurowych i dolarowych obligacjach Brazyli, czy Meksyku. Poprawa tutaj była już jednak dużo mniejsza, niż w poprzednich miesiącach, co oznacza, że rynek wyczerpał momentum i o dalsze wzrosty może być ciężko, nawet z pomocą gołębic i stojących na straży niskich rentowności banków centralnych. Można podsumować, że obligacje z większym ryzykiem kredytowym w twardej walucie znowu dały lepiej zarobić, niż obligacje rynków bazowych, ale już nie wszystkie i nie tyle, co w poprzednich miesiącach. Można więc stwierdzać, że rynek dojrzewa do selekcji i wzrosty nie są już realizowane tak dynamicznie i taką szerokością, jak w poprzednich miesiącach. Płaski miesiąc mają za sobą indeksy obligacji w walutach lokalnych. Bezbarwny miesiąc w okolicach zera lub nieznacznie na plus zakończyły rynki obligacji high-yield.

Sierpień był miesiącem wakacji i nie odbyły się posiedzenia głównym banków centralnych. Z pomocą dla głodnych informacji przyszedł prezes Powell podczas corocznego, tym razem w wersji zdalnej, sympozjum przedstawicieli banków centralnych w Jackson Hole. Przewidywania rynku, co do zmiany po przeglądzie celów i narzędzi polityki pieniężnej zostały zrealizowane. Powell zapowiedział, że FED zmienił definicję celu inflacyjnego na uśredniony 2% cel w przedziale czasu. Oznacza to, że w pewnym horyzoncie inflacja ma się utrzymywać na średnim poziomie 2%. Jeżeli po okresie niższego od założonego wzrostu cen następuje umiarkowane przekroczenie, to może się ono przez jakiś czas utrzymywać i nie będzie oznaczało, że należy zacieśniać politykę pieniężną. Dla rynku oznacza to możliwość utrzymania przed FED niskich stóp procentowych w dłuższym horyzoncie, nawet jeśli inflacja przestrzeli dotychczasowy 2% cel inflacyjny. Dodatkowo szef FED-u oznajmił, że inaczej oceniany będzie również rynek pracy. FED będzie dokonywał teraz oceny niedoboru pełnego zatrudnienia w gospodarce. Mimo gołębiego komunikatu, rentowności po wystąpieniu Powella wspięły się górę i osiągnęły najwyższy, wspomniany wyżej poziom w minionym miesiącu. Na więcej szczegółów trzeba zapewne poczekać do wrześniowego posiedzenia FED.

Wskaźniki PMI były za sierpień lepsze z gospodarki amerykańskiej, niż strefy euro, co jest sytuacją odwrotną do lipca. Wynika to z tego, że druga fala wzrostu zachorowań najpierw nastąpiła w USA, a w sierpniu w Europie. W strefie euro wstępny odczyt PMI z przemysłu wyniósł 51,7 vs 51,8 w lipcu. Wyraźniejszy spadek zanotował usługowy PMI, który spadł z 54,7 w lipcu do 50,5 w sierpniu. Odczyty dalej trzymają się powyżej poziomu 50 pkt oznaczającego ożywienie. Słabsze dane z Europy zrekompensowały te zza oceanu. W USA przemysłowy PMI wskazał 53,1 vs 50,9 miesiąc wcześniej. Jeszcze lepszy odczyt zanotował PMI usługowy, który wzrósł w sierpniu do 55,0 z 50,0 w lipcu.

W minionym miesiącu poznaliśmy odczyt polskiego PKB za drugi kwartał. Spadek PKB na poziomie 8,2% r/r z jednej strony wydaje się ogromny, jednak w skali UE jest to jeden z lepszych wyników. Zarówno konsumpcja jak i inwestycje spadły o 10,9% r/r. Pozytywnie kontrybuował eksport netto. W kolejnych kwartałach motorem wzrostu powinna być konsumpcja, co widać już w danych miesięcznych. Odnosząc się do danych za lipiec, sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa były wyższe, niż w analogicznym okresie ubiegłego roku, co wskazuje na V-kształtne odbicie gospodarki w tych segmentach. Gorzej będzie z inwestycjami. Produkcja budowlano-montażowa była w lipcu niższa o 10,9% r/r. Zarówno inwestycje publiczne jak i prywatne będą hamulcem w kolejnych kwartałach. Trochę powinien pomóc program Next Generation EU uzgodniony w lipcu, jednak to temat na 2021 rok. Suma tych czynników sprawia, że po szybkim początkowym odbiciu dalsze ożywienie będzie przebiegało raczej w formie wykresu pierwiastka, niż litery V, co również wspiera bieżącą retorykę RPP.

Szybki szacunek inflacji za sierpień wyniósł 2,9% vs 3,0% w lipcu i 3,3% w czerwcu. Jest to efekt wygasania podwyżek w czasie trwania i po kwarantannie w usługach oraz cen administracyjnych z początku roku. Inflacja powinna w najbliższym czasie spadać w kierunku 3%, a dalej poniżej celu inflacyjnego NBP, zgodnie z zmniejszoną presją popytową w okresie recesji. Prawdopodobnie po raz pierwszy od początku roku spadła inflacja bazowa. Najbliższe miesiące będą wpisywać się w gołębią retorykę większości członków RPP zwiększającą szanse na stabilizację stóp na obecnych poziomach.

Lokalny rynek obligacji oddał się presji z dwóch stron. Częściowo podążał za rynkami bazowymi, a trochę za lokalnym zachowaniem się obligacji krajów CEE. Znalazły się one pod presją po wyższych od oczekiwań odczytach inflacji za lipiec w regionie. Spowodowało to, że w sierpniu zaczęły rosnąć rynkowe stopy procentowe. Odbywało się to przy relatywnie mniejszym wzroście rentowności obligacji, szczególnie na krajowym rynku, co powodowało zawężenie się premii obligacji do swapa stopy procentowej do poziomów sprzed pandemii.

Na krajowym rynku stopy procentowej (swapów stopy procentowej) doszło do wystromienia krzywej. Dwuletnia stopa wzrosła z 0,235% do 0,33%, pięcioletnia z 0,5% do 0,72%, a 10-letnia z 0,835% do 1,13%. Nachylenie krzywej stopy 2vs10 lat wzrosło z 60 do 80 p.b. Ruch na obligacjach skarbowych był istotnie mniejszy, ale również tam krzywa wystromiła się z 120 do 128 p.b. Rentowności obligacji 5-letnich wzrosły z 0,66% do 0,73%, a 10-letnich z 1,29% do 1,4%. Implikuje to poziomy spreadu do stopy procentowej bliskie zeru w segmencie 5-letnim i 27p.b. o zapadalności 10 lat. Są to poziomy, które ostatni raz widzieliśmy na początku roku. Zacieśnienie się spreadu oznacza, że obligacje zmienno kuponowe przestają być notowane do niego z premią. Jest to pozytywna informacja dla tych obligacji.

W sierpniu Ministerstwo Finansów przeprowadziło jedną aukcję zamiany. Sprzedano nowe obligacje za 3,54 mld zł, przy popycie 3,94 mld zł. Największa uwaga skupiła się na pięcioletnim papierze stałokuponowym. Przetarg obligacji gwarantowanych przez SP odbył się bez większej uwagi rynku. PFR po raz kolejny nie przeprowadził programu emisji swoich obligacji a BGK zrobił względnie niewielką emisję o wartości 5,68 mld wartości nominalnej w wcześniej już wyemitowanych obligacjach 10- i 13-letnich.

W minionym miesiącu NBP przeprowadził aukcję zakupu obligacji, na której można było oddać papiery skarbowe i gwarantowane. Odkupiono z rynku jedynie obligacje skarbowe o wartości nominalnej ponad 350 mln zł w segmencie 6-8 letnich papierów stałokuponowych.

W sierpniu doszło w końcu do ponownego przeglądu tegorocznego budżetu państwa. Nowelizacja przewiduje deficyt na poziomie 109,3 mld zł i jest to szacunek raczej konserwatywny. Stanowi to 4,9% PKB. Pod koniec miesiąca przyjęto również projekt ustawy budżetowej na 2021 rok. Przedstawia on 82,3 mld zł deficytu, co stanowi 3,5% PKB. Budżet opiera się na założeniach 4% wzrostu PKB i inflację na poziomie 1,8%. Poinformowano również, że środki z tarczy PFR będą wliczane do deficytu i długu general government.

Oznacza to poziom deficytu 12% i 6% odpowiednio w 2020 i 2021 roku oraz poziom długu powyżej zawieszonego przez UE limitu 60%. Według polskiej metodologii dług publiczny będzie wynosił na koniec tego i kolejnego roku poniżej limitu konstytucyjnego 55%.

Ministerstwo Finansów podało, że na koniec miesiąca na rachunkach budżetowych było około 125 mld zł, a stopień sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych wynosi około 97%. W efekcie we wrześniu nie będzie aukcji regularnej, a odbędą się wyłącznie aukcje zamiany, odpowiednio 3 i 17 września. Dzień przed drugą aukcją, 16 września, NBP przeprowadzi jedną aukcję zakupu papierów wartościowych. We wrześniu zapowiedziany został jeden przetarg obligacji BGK gwarantowanych przez SP, 23 dnia miesiąca, na którym mogą zostać zaoferowane, już wyemitowane obligacje 5-,10 i 13-letnie.

Okres wakacyjny 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.

Rynki obligacji we wrześniu czeka bardziej barwny kalendarz. Czekamy na posiedzenie, na którym 10 września EBC prawdopodobnie postara się podjąć próbę wyhamowania umacniania się euro do dolara. Następnie 15 września odbędzie się posiedzenie RPP, na którym spodziewamy się podtrzymania dotychczasowego przekazu, a dzień później rynek będzie czekał na szczegóły od prezesa Powella, dotyczące nowej strategii polityki pieniężnej. Z każdym kolejnym dniem zbliżamy się do wyborów prezydenckich w USA, gdzie szanse znowu zaczęły się wyrównywać i prezydent Trump ma szansę wrócić do gry. Dalej czekamy również na porozumienie w amerykańskim Kongresie dotyczące pakietu fiskalnego.

# PRZEGLĄD RYNKÓW

**DANE NA 31.08.2020**

**;@67=EK I ;3FAI 7**

	Jgcb	_ [Mł U	kfv	cb]
E` B' ""	% " " l%#	) l' #.	* l%	#+(.
6<3	\$* &% l' '	) l' ).	Ž' l&.	) l' ).
@3E63C	##) )' l&(	+ l' +.	%#l\$.	&) l+.
535&"	&+&) l\$\$	%#&\$.	Ž#) l\$.	Ž+) ).
8FE7#" "	' +( %' )	#l# \$.	Ž\$ l+.	Ž#) l%
63J	# \$+&' l%*	' l# %.	Ž\$ l%	* l&.
@;==7;\$ \$'	%#%+l) (	( l' +.	Ž\$ l\$.	## l*.
E: 3@9: 3; 5A? B	%%+ l' ( *	\$ l' +.	## l%	#) l' ).
DFE	# \$' * l' ("	# l+(.	Ž# * l' ).	Ž\$ l' ).
;E7 # " "	# " ) * l' (#	Ž&l\$+.	Ž l' ).	## l' ).
4AH7EB3	++% ( +l\$ "	Ž&l&&.	Ž#&l#.	Ž# l' ).
E7@E7J	%* ( \$* l\$+	\$ l' ) \$.	Ž l&.	%' ).

**EFABK BDA57@FAI 7 (ZMIANA W P.B.)**

	Jgcb	_ [Mł U	kfv	cb]
l ;4AD %?	" l\$%	"	Ž#&*	Ž#&+
Ba'e] S \$ 'Sf B>@	" l#%	%	Ž#%(	Ž#&%
Ba'e] S ' 'Sf B>@	" l' ) %	)	Ž# " *	Ž l'.
Ba'e] S # " 'Sf B>@	# l&"	##	Ž ) \$	Ž&&
Ba'e] S # " 'Sf 7GD	Ž l' #	Ž	Ž#)	##
Ba'e] S # " 'Sf GE6	" l' %	Ž%	Ž#%(	Ž# \$%
GE3 # " 'Sf	" l' "	# *	Ž# \$ #	Ž ) +
@ [W Uk # " 'Sf	Ž l&"	##	Ž\$ #	%
: [Y K [W GE6	' l%&	Ž%	#'	Ž%*
: [Y K [W 7GD	" l#"	&	Ž#%	\$ \$

**;@67=EK BA>E=;7**

	Jgcb	_ [Mł U	kfv	cb]
l ;9;\$ " FD	%\$* +l) )	# l'.	Ž# ( l'.	Ž# l' %.
l ;9	' # ( \$+l&'	\$ l%	Ž# l' ).	Ž+ l'.
_ l ;9&" FD	&* ( \$l+(	&l'.	Ž&l&.	Ž l' (.
el ;9*" FD	#* +\$ l' *	\$ l\$.	\$&l\$.	% l'.
? E5; Ba'S` V	# \$&\$ l' ) #	\$ l%	Ž# l' ).	Ž# l' (.

**EGDAI 57**

	Jgcb	_ [Mł U	kfv	cb]
DAB3 4D7@F	&' l\$*	&l(.	Ž#&l&.	Ž\$ l' #.
L l AFA	# +( ) l' "	Ž l&.	\$+ l' ).	\$+ l&.
ED74DA	\$* l#&	# l&.	' ) l(.	' %&\$.
? ;76	% &l#"	( l'.	* l' ).	\$ l' #.
3>G? ;@;G?	# ) ) # l' "	' l\$.	Ž# l'.	\$ l' %.
93L L ;7? @K	\$ l' ( %	&( l\$.	\$ l' #.	# l' #.

**BA>E=3 Y/Y**

**GE3 Y/Y**

**EFD783 7GDA Y/Y**

**G7 Y/Y**

	` S` ai` el W babd W [W	` S` ai` el W babd W [W	` S` ai` el W babd W [W	` S` ai` el W babd W [W
B=4	Ž l\$ "	\$ l' "	Ž+ l# "	" l% "
;	\$ l+ "	% l' "	# l' "	" l' "
Ebd W S WWS [U ` S	\$ l' "	Ž# l+ "	\$ l' "	\$ l# "
BdVg] US bd W ke-ai S	# l# "	" l' "	Ž l# *	Ž# # l' %
EfabS TW dTaU S	( l# "	( l# "	* l& "	# l' \$ "