

1. Okiem stratega: czas półrocznych podsumowań i prognoz

Kamil Sobolewski

2. Zagraniczne rynki akcji

Bartosz Szymański

3. Polski rynek akcji

Michał Stalmach

4. Rynki obligacji

Mateusz Roda



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.

Okiem stratega: czas półrocznych podsumowań i prognoz

Tradycyjnie podsumowanie dłuższego, tym razem półrocznego okresu, rozpoczynam od oceny trafności moich prognoz z początku roku, które opublikowaliśmy tu:

<https://www.skarbiec.pl/wp-content/uploads/2021/06/skarbiec-outlook-pojedyncze-20211.pdf> (ostatni tekst: okiem stratega, zaraz po tabelce z poprzednim podsumowaniem).

| Teza z początku roku | Czy się sprawdziła | Komentarz |
|---|--------------------|---|
| Po upowszechnieniu szczepień, powrót do normalności ma przynieść ze sobą boom konsumpcyjny, oparty o realizację odroczonego potrzeb i przyzwyczajony poziom zasobów finansowych. Za popytem konsumenckim podążać powinny inwestycje przedsiębiorstw, prowadząc do znacznego, szerokiego ożywienia gospodarczego w większości państw globu. | TAK ALE | Ożywienie gospodarcze zostało dodatkowo wsparte przez nieoczekiwane silne bodźce ze strony amerykańskiego rządu i banku centralnego. |
| Wydaje się, że najlepszymi aktywami w nadchodzącym czasie będą - na poziomie ogólności - takie aktywa, których wyceny skorzystają na powrocie do normalności i wspomnianym ożywieniu gospodarczym, a jednocześnie mało ucierpią na wycofaniu zakupowych i wydatkowych stymulusów. | TAK | Konkrety poniżej |
| A contrario, kandydatem na najgorsze aktywa 2021 roku stają się najbezpieczniejsze aktywa, na które popyt żywił się strachem i działaniem banków centralnych, a które w pozytywnym otoczeniu gospodarczym nie odczują poprawy fundamentalnej. | TAK | Konkrety poniżej |
| Konkretnie, najgorsze wyniki zanotować powinny długoterminowe obligacje amerykańskie czy niemieckie o stałym kuponie i złoto. | TAK | Faktycznie, wszystkie wskazane klasy aktywów odnotowały w ostatnim półroczu straty |
| Globalne rynki akcji mogą zmagać się z osiągnięciem za cały 2021 rok wyraźnie dodatnich stóp zwrotu, przy czym najtrudniej będą miały rynki o przeciętnych fundamentach i dużej skali interwencji państwowej (Japonia), zaś łatwiej rynki o silnym i elastycznym sektorze przedsiębiorstw (USA) lub małej skali państwowej interwencji na rynku akcji (Polska). | TAK | Polska i USA są w czołówce rosnących rynków akcji, zyskały niecałe 20%, dla porównania japoński Nikkei utrzymał się (w walucie lokalnej) w okolicach 0, zaskakująco słabo zachował się też rynek chiński. |

Tak na rynkach dłużnych, jak i na rynkach akcji, krytycznym warunkiem atrakcyjnych stóp zwrotu będzie umiejętna selekcja, unikanie inwestowania pasywnego, benchmarkowego czy automatycznego i trafny dobór aktywnych zarządzających.

Jedyną klasą aktywów, w której wyraźna, dwucyfrowa hossa dotyczyć może szerokiego rynku, wydają mi się surowce, szczególnie metale przemysłowe i surowce energetyczne, a w pewnym stopniu także surowce rolne, które nie korzystały na hossie aktywów finansowych, a dla których ożywienie gospodarcze będzie fundamentalnie bardzo istotne. To na dzisiejsze czasy miejsce do wyrażenia w czystej formie zysku i ryzyka w zależności od koniunktury gospodarczej.

TAK

Szczególnie ujemne stopy zwrotu z indeksów, z którymi musimy się na przyszłość liczyć szczególnie na rynku obligacji, zachęcają do wyboru aktywnych zarządzających.

TAK

Surowce faktycznie okazały się w ostatnim półroczu najlepszą klasą aktywów. Najwięcej zdrożały surowce energetyczne (ropa i gaz ziemny o rząd wielkości 50%), dobrze poradziły sobie metale przemysłowe (aluminium, miedź, ruda żelaza ponad 20%), nieźle surowce rolne (zasadniczo ponad 10%, szczególnie dobrze kukurydza: + 40%). Złoto jako jedyny znaczący surowiec spadło, o ok. 5%

Teraz przedstawię moje przemyślenia na temat przyszłości. To wnioski stratega, oczywiście nie są one zapewnieniem, rekomendacją ani obietnicą.

1. Inflacja znalazła się na poziomie najwyższym od ponad dekady. Banki centralne przekonują nas, że to zjawisko ma charakter przejściowy, wynikający z czynników o charakterze tymczasowym, z ponownego uruchomienia gospodarki po pandemii. Olbrzymia ilość pieniądza, który rządy rozdały gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom, nie pochodzi z podatków czy pożyczek od zamożnych, lecz prosto z prasy drukarskiej banków centralnych. Tym samym, nowy pieniądz stymuluje popyt ale nie wiąże się z produkcją dóbr i usług, a zatem ze wzrostem podaży. Inflacja jest logiczną konsekwencją takiego stanu rzeczy. Na gospodarkę oddziałują dziś silnie ujemne stopy realne (za wzrostem inflacji nie poszedł wzrost stóp banków centralnych), dolewając oliwy do ognia. Będą one miały przełożenie na podwyższoną inflację w kolejnych kwartałach.

Długoterminowe czynniki powodują wygaszenie deflacyjnej presji, z którą mieliśmy do czynienia przez ponad 30 lat. Wśród nich na uwagę zasługują szczególnie demografia, skracanie łańcuchów dostaw i zmniejszenie tempa ekspansji korporacji. Każdy z nas czuje, że wartość nabywca pieniądza paruje, co podważa funkcję pieniądza jako środka przechowującego wartość. Nieważne, czy inflacja mierzona przez GUS czy Eurostat spadnie czy wzrośnie w ciągu najbliższych miesięcy, ważne, że środowisko globalne prawdopodobnie zmieni się z deflacyjnego na inflacyjne w horyzoncie wieloletnim.

2. Na rynku obligacji zagrożenie inflacją zmusza do podejścia bardzo selektywnego. Wybór ryzykownych obligacji nie jest sposobem na ucieczkę od problemu, bo premie za ryzyko na szerokim rynku są na tle historycznym ekstremalnie skompresowane. W funduszach dłużnych warto wybierać aktywnych zarządzających, dla której ta nieefektywność rynku (znacznie za drogie obligacje) może być źródłem dochodu, a nie straty.

3. Na rynku akcji za wcześnie na obawy o dekonunkturę z powodu zagrożeń inflacyjnych. Przyszłe stopy zwrotu z indeksów w horyzoncie roku nie będą spektakularne, ale dzięki temu o sukcesie w inwestowaniu w tą klasę aktywów zdecyduje, podobnie jak na obligacjach, aktywność zarządzających: ich wiedza o rynku, motywacja, narzędzia, selekcja najlepszych sektorów czy spółek. Sygnałem ostrzegawczym dla akcji byłaby gwałtowna, paniczna przecena obligacji na świecie wywołana kryzysem zaufania do banków centralnych.

4. Surowce pozostają klasą aktywów o dobrych perspektywach, są też rodzajem ubezpieczenia portfela na scenariusz eksplozji inflacji.

5. Kolejne fale zachorowań czy odmiany wirusa nie muszą znacząco zmieniać sytuacji. Spowolnienie zostanie „utopione” w dodrukowanym pieniądzu, a produkcja przez czas zamknięcia gospodarki będzie niższa. Pandemia sprzyja stagnacji, ale też inflacji.

6. Unikajmy nie płynnych aktywów i gwałtownych zmian wrażliwości portfela na ryzyko. Trzymajmy się z dala od tzw. lokat alternatywnych.

7. Głównym czynnikiem ryzyka dla mojej oceny jest strach, który wpłynąłby na zachowania konsumpcyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Jak zawsze, trudno przewidzieć jego możliwe źródła. Kryzys w Chinach, eksplozja pandemii, szczególnie w biedniejszych krajach, rodząca negatywne skutki społeczne, polityczne czy po prostu ponadnarodową anarchię, to czynniki, które skłoniłyby mnie do rewizji moich ocen.

8. Wydaje mi się jednak, że ciągle jesteśmy w fazie wygasania olbrzymich lęków rodem z 2020 roku, a skoro taki kryzys nas gospodarczo nie złamał, to teraz będziemy gotowi wręcz na odrobinę szaleństwa: jako zjadacze chleba będziemy nadrabiać zaległości konsumpcyjne, jako przedsiębiorcy inwestować, jako oszczędzający kupować akcje (i surowce), jako rządy nie przesadzać z podatkami, bo skoro mamy perpetuum mobile (tzn. w razie kłopotów ratuje nas bank centralny), to po co ryzykować reelekcję. Także, obserwując źródła zagrożeń, tańczymy, bo muzyka gra, a pieniądź na wartości nie zyskuje. Teoria ekonomii posługuje się koncepcją samospełniającej się przepowiedni: jeśli wszyscy uwierzymy, że będzie dobrze, to będzie dobrze.

9.

Zagraniczne rynki akcji

Czerwiec przyniósł kontynuację trendu wzrostowego po obu stronach Oceanu Atlantyckiego, choć poziom wzrostów poszczególnych indeksów był bardzo zróżnicowany. Podczas gdy pan-europejski indeks Stoxx600 wzrósł nieznacznie o +0,9%, szeroki benchmark amerykański S&P500 zwiększył swoją wartość o +2,2%. Dużą niespodziankę globalnym inwestorom sprawiły szeroko rozumiane spółki technologiczne, które w czerwcu odwróciły trend spadkowy bardzo wyraźny w ostatnich miesiącach. W ostatnich 30tu dniach drugiego kwartału indeks Nasdaq Composite wzrósł o +5,5%, podczas gdy benchmark amerykańskich blue chipów (Dow Jones Industrial Average) spadł o -0,1%.

W czerwcu do łask inwestorów wróciły spółki, które przez ostatnie cztery miesiące wydawały się być z wielu względów zapomniane. Przełom roku jest już tradycyjnie okresem, w czasie którego odbywa się kilka kluczowych konferencji organizowanych przez zagranicznych brokerów. W ciągu ostatnich czterech tygodni globalni uczestnicy rynków giełdowych mieli zatem doskonałą okazję do odświeżenia swojego stanu wiedzy na temat poszczególnych modeli biznesowych oraz do zweryfikowania swoich oczekiwań, co do kolejnych kwartałów, a zwłaszcza drugiej połowy 2021 roku. Lektura raportów finansowych za pierwszy kwartał 2021 roku oraz spotkania z zarządami spółek dobitnie pokazały, że fundamenty spółek działających w szeroko rozumianym segmencie IT są bardzo solidne i co ważniejsze, oczekiwania menedżerów na kolejne kwartały bieżącego roku są wysokie i dużo lepsze niż oczekiwania rynkowe. Dość powiedzieć, iż 96% spółek IT podało lepsze oczekiwania, co do przychodów na drugi kwartał bieżącego roku z oczekiwaną dynamiką (r/r) na poziomie 17%! Czerwcowy performance spółek leżących w kręgu zainteresowań naszych wybranych funduszy koncentrujących się na tematyce wzrostu jasno i wyraźnie wskazuje, iż światowi inwestorzy uświadomili sobie, że wydarzenia pandemiczne i popularność części rozwiązań informatycznych nie miała i nie ma charakteru jednorazowego, lecz na stałe wchodzi do kanonu rozwiązań biznesowych. W tym miejscu należy pamiętać, że sytuacja fundamentalna jest silna także w przypadku pozostałych sektorów gospodarki, co jest widoczne na takich agregatach jak chociażby szeroki indeks S&P500. Na koniec czerwca, 66 spółek wchodzących w skład tego benchmarku podało wyższe niż rynkowe oczekiwania, co do poziomu zysku na akcję, a 68 wyższe niż rynkowe oczekiwania, co do poziomu wygenerowanej sprzedaży w drugim kwartale bieżącego roku. W obu przypadkach mamy do czynienia odpowiednio z najlepszym oraz drugim najlepszym odsetkiem od 2006 roku, co dobitnie pokazuje fundamentalną siłę poszczególnych biznesów.

Wielkimi krokami zbliżamy się do początku okresu publikacji wyników finansowych za drugi kwartał. Już w przyszłym tygodniu pierwsze raporty amerykańskich spółek z sektora finansowego zaczną spływać na rynek i będą swego rodzaju papierkiem lakmusowym wskazującym pośrednio na sytuację fundamentalną amerykańskiej gospodarki. Biorąc powyższe pod uwagę, patrzymy w przyszłość z dużą dozą optymizmu.



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.

**Michał Stalmach**zarządzający
funduszami akcyjnymi

Absolwent Akademii Leona Koźmińskiego. 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.

Polski rynek akcji**Kolejny wzrostowy miesiąc na GPW. Rekordy na WIG wieńczą bardzo udane półrocze na GPW... i sprzyjają rozkręcającemu się rynkowi IPO.**

W końcu doczekaliśmy się! W ostatnich latach z zazdrością spoglądaliśmy w kierunku giełd europejskich, w szczególności USA, które to regularnie śrubowały rekordowe poziomy indeksów. Z kolei nasz rodzimy parkiet, z wyłączeniem „maluchów” (sWIG80) przyprawił o kompleksy, choć naszymi wynikami – tu mam na myśli fundusz Skarbiec Małych i Średnich Spółek, wcale nie ostawiliśmy od najlepszych (99% za ostatnie 24 miesiące przy 93% dla Nasdaq100, 51% dla S&P500 i 37% dla MSCI EM). Jednak w końcu stało się! WIG poprawił historyczny rekord... sprzed 14 lat. Co warto podkreślić wskaźnik P/BV dla indeksu (WIG) był w 2007 roku znacząco powyżej dwóch (2,7x), natomiast obecnie, w dalszym ciągu jest poniżej jedności (0,8x). To obrazuje, że osiągając poprzednie szczyty spółki były wyceniane drogo, natomiast obecnie – poniżej wartości odtworzeniowej majątku. Dlatego nie należy ewaluować zaawansowania wzrostu przez pryzmat punktowej wartości indeksu, ale właśnie wyceny. Tak formułując ocenę – uważam, że w dalszym ciągu możemy mówić o lekkim niedoszacowaniu krajowego rynku.

Mimo słabszej końcówki miesiąca, gdzie przyczyną spadków okazał się m.in. niższy od oczekiwań CPI – studzący oczekiwania odnośnie rychłej podwyżki stóp procentowych, co stało się przyczynkiem dla korekty sektora bankowego, inwestorzy powinni być zadowoleni z pierwszego półrocza. Nasze główne indeksy zyskały kolejno sWIG80 30,0%, mWIG40 23,6% oraz WIG20 12,2%, kontynuując dobrą passę trwającą od kwietnia ubiegłego roku.

Obecny sentyment na rynku sprzyja transakcjom IPO. Od początku roku na GPW zadebiutowało 5 spółek (powyższa liczba nie uwzględnia przenosin z rynku NewConnect), podczas gdy w latach 2017-2020 było to odpowiednio 5, 5, 1 i 3 debiuty. Biorąc pod uwagę, że blisko finalizacji są 2 kolejne (Shoper, ONDE) jest szansa, że tegoroczny „licznik” dojdzie do kilkunastu debiutantów, co byłoby najlepszym wynikiem od 2016 roku (12 spółek). Warto podkreślić, że stopy zwrotu z 4 na 5 tegorocznych IPO są dwucyfrowo dodatnie (wyjątek HUUUGE). Należy jednak pamiętać, że oferty publiczne „wysysają” pieniądze z rynku wtórnego, co może tłumaczyć czasowe słabsze zachowanie, mniej płynnego (niż rynki bazowe) rynku lokalnego.

W strategii na 2021 rok, kalkulując wycenę WIG, wskazywaliśmy że indeks powinien w tym roku osiągnąć 65 tys. punktów, co odpowiadało 14% wzrostu. Obecnie uwzględniając wyższe od oczekiwań wyniki za IV kwartał 2020 oraz znacznie lepsze za I kwartał 2021 (prognozę przygotowaliśmy w styczniu, gdzie ostatnie raporty okresowe spółek dotyczyły III kwartału 2020), swoje szacunki podnoszę do 72 tys. punktów. Niemniej jednak jeśli spółki ponownie zaskoczą wynikami – tym razem za II kwartał, to nie można wykluczyć, że powyższa wycena będzie wymagała kolejnej rewizji w górę. Warto zaznaczyć, że wszystkie „pandemiczne” kwartalne odczyty PKB (za 1Q 2020 – 1Q 2021), były wyższe od prognoz ekonomistów, co pozwala optymistycznie spoglądać na potencjalne „przebijanie” oczekiwań w bieżącym roku, również na poziomie zysków spółek.

Wśród indeksów sektorowych warto odnotować, że po pięciu miesiącach spadków (jedynie w styczniu doświadczył minimalną zwyżkę), w czerwcu wzrosły odnotował WIG-Games. Czyżby nastąpił koniec dominacji, trwającej od listopada ubiegłego roku, sektorów value? Moim zdaniem może to nastąpić po okresie publikacji wyników za II kwartał, kiedy to jeszcze „tradycyjna gospodarka” będą raportować bardzo wysokie dynamiki poprawy wyników za sprawą niskiej bazy, który to efekt będzie stopniowo wygaszał w kolejnych kwartałach. Sezon wyników w Polsce rozpocznie 26 lipca Bank Millennium, choć oczywiście będą się do tego czasu pojawiać zapewne wyniki szacunkowe innych emitentów.

Wakacyjny sezon, tęsknota za urlopem, a prawdopodobnie również w coraz większym stopniu powrót do pracy stacjonarnej, dotknęły też inwestorów na GPW. Obroty w czerwcu sięgnęły ponad 24,6 mld PLN (w ramach arkusza zleceń) i były o 6,5% niższe niż w tym samym czasie rok temu. Sezonowo, rozpoczyna się więc okres słabszych obrotów ale i prawdopodobnie niższej zmienności na rynku, co daje możliwość skupienia się na poszukiwaniu zwycięzców drugiej połowy 2021 roku.

Szczepienia przeciw COVID-19 w Polsce postępują, choć zważywszy na rosnącą bazę zaszczepionych, z coraz niższą dynamiką. Obecnie zaszczepionych jest już ponad 30 milionów Polaków, z tego pełną dawką (tzn. dwiema dawkami) prawie 14 mln. Oznacza to, że ponad 36% populacji zostało już w pełni zaszczepionych. Wciąż brakuje nam kilku milionów do przekroczenia bariery 50%, choć istnieje szansa, że osiągnęliśmy już ten pułap po uwzględnieniu osób niezaszczepionych, które przeszły już COVID-19 i posiadają naturalnie wytworzone przeciwciała. Jednocześnie zwracamy uwagę, że dotychczasowe badania pokazują przewagę szczepień nad „przejęciem choroby” jeżeli chodzi o trwałość i jakość odpowiedzi odpornościowej. W temacie COVID-19, świat przygląda się teraz kolejnemu wariantowi - Delta. Jest to dotychczas najgroźniejszy z wariantów wirusa SARS-CoV-2. O ile zgromadzone dane na dzień dzisiejszy są stosunkowo ograniczone, dotychczasowe informacje zdają się potwierdzać, że najpopularniejsze szczepionki są skuteczne również przeciw tej mutacji. Co ciekawe, w niektórych krajach Europy rozważa się szczepienia krzyżowe, tj. jedna dawka w technologii mRNA a druga w innej, np. DNA wprowadzanego adenowirusem w szczepionce AstraZeneca, na podstawie hipotezy, że taka kombinacja może być skuteczniejsza i trwalsza. Biorąc pod uwagę dotychczasowe dane o kolejnych przypadkach zachorowania i zgonów w USA, gdzie ok. 99% zgonów dotyczy osób niezaszczepionych, uważamy, że postępujący program szczepień na świecie minimalizuje ryzyko kolejnych lockdown'ów i z nadzieją patrzymy na otwierającą się gospodarkę z dynamikami wzrostu znacznie przekraczającymi oczekiwania.



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.

Rynki obligacji

Czerwiec na rynkach bazowych upłynął pod znakiem niewielkich spadków rentowności obligacji 10-letnich, chociaż pojedyncze dni charakteryzowały się większą zmiennością. Gwiazdą miesiąca było posiedzenie FED. Optyzmu dostarczały dane gospodarcze wskazujące na rozpędzającą się gospodarkę. Nastroje hamowały obawy co do rozwój wariantu delta wirusa oraz przebieg kolejnej fali epidemii w państwach zachodnich. W czerwcu zakłady reflacyjne zostały odłożone na bok, chociaż moim zdaniem to nie jest koniec wzrostów rentowności obligacji w tym roku.

W ciągu miesiąca rentowności 10-latek amerykańskich spadły z 1,59% do 1,47%. Jednak spadki rentowności nie dotyczyły całej krzywej. Po posiedzeniu FED najmocniej traciły obligacje 5-letnie, a ich rentowność wzrosła w trakcie miesiąca z 0,8% do 0,89%. W górę poszły również rentowności amerykańskich 2-latek z 0,14% do 0,25%. Rentowność niemieckich 10-latek spadła z -0,19% do -0,21%.

Spadki rentowności na rynkach bazowych nieznacznie pomogły spreadom kredytowym obligacji peryferii strefy euro, które w trakcie miesiąca w większości zmniejszyły się o kilka p.b.

Takie środowisko wspierało również obligacje krajów Europy Środkowo -Wschodniej i Bałkanów w walutach bazowych. Spready pozostały na podobnych poziomach lub trochę zawężyły się, co spowodowało lekki spadek rentowności tych obligacji. Czerwiec okazał się umiarkowanie dobry dla rynku obligacji z segmentu high - yield.

Głównym wydarzeniem czerwca było posiedzenie Rezerwy Federalnej. Poznaliśmy nowe prognozy gospodarcze oraz oczekiwane poziomy bazowej stopy procentowej do 2023 roku. Prognozy wzrostu PKB na 2021 i 2023 uległy podwyższeniu (na 2022 bez zmian). Prognoza bazowej inflacji PCE, czyli preferowanej miary inflacji przez FED została podniesiona do 3% na ten rok oraz jest oczekiwana na poziomie 2,0% i 2,1% odpowiednio w 2022 i 2023 roku. Jeśli chodzi o prognozę głównej stopy to konsensus członków Komitetu Otwartego Rynku wskazuje, że do końca 2023 widzą dwie podwyżki stóp (50 p.b.), a siedmiu z nich (w stosunku do czterech w marcu) co najmniej jedną podwyżkę widziałoby już w 2022r. Ponadto prezes Powell poinformował, że członkowie FOMC dyskutowali o dyskusji na temat taperingu, czyli wychodzenia z programu skupu aktywów. Na ogół tych informacji rynek początkowo zareagował jastrzębno, powodując przecenę praktycznie wszystkich obligacji, a szczególnie tych w segmencie 2- i 5-letnim. Po przemyśleniu inwestorzy zaczęli jednak kupować amerykańskie obligacje powodując spadki rentowności 10- i 30-letnich do poziomów nie widzianych od marca tego roku, a krzywa dochodowości wypłaszczyła się.

Efekt ten został lekko skorygowany, jednak poziomy rentowności są na koniec miesiąca dla długich i bardzo długich obligacji niższej niż przed FED. Rynek oczekuje, że szybsza niż wcześniej komunikowali przedstawiciele FED reakcja pozwoli na mniejszą reakcję w kolejnych latach, a więc szybsze podwyżki stóp spowodują, że zobaczymy ich mniej w latach kolejnych.

Posiedzenie EBC było zdecydowanie mniej emocjonujące i nie przełożyło się na taką zmienność rynkową jak ta po posiedzeniu władz monetarnych w USA. EBC przede wszystkim podniósł prognozy wzrostu PKB w strefie euro (do 4,6% i 4,7% odpowiednio w 2021 i 2022) oraz pozostawił bez zmian 2,1% na 2023r. Podkreślono również, że obecnie bilans ryzyk dla wzrostu jest symetryczny. Podniesione zostały również prognozy inflacji do 1,9% w bieżącym roku, 1,5% w przyszłym oraz pozostawiono bez zmian prognozę na 2023, 1,4%. EBC nie spodziewa się więc osiągnięcia celu inflacyjnego w przyszłych latach, co może oznaczać że luźna polityka będzie w strefie euro trwała bardzo długo, a EBC zapewne będzie pewnie ostatnim z głównych banków centralnych, który zacieśni politykę monetarną.

Odkładanie normalizacji polityki pieniężnej przez główne banki centralne nie oznacza, że marazm panuje na wszystkich rynkach. Pierwsze kroki, co prawda zapowiedziane i zdyskontowane przez rynek podjęły banki centralne w naszym regionie. Najpierw węgierski bank centralny podniósł główną stopę z poziomu 0,6% do 0,9%. Efektywna zmiana dla rynku była 15 p.b., ponieważ od września 2020 bank centralny przeprowadzał operacje otwartego rynku po stopie 0,75%. Bank centralny skomunikował, że jest to początek cyklu podwyżek, które są już wycenione przez rynek. Drugim bankiem, który zdecydował się na podwyżkę stóp był Bank Czech, gdzie zgodnie z konsensusem stopę bazową podniesiono o 25 p. b. do 0,5% i prawdopodobnie rozpoczęto stopniowe dalsze podnoszenie stóp procentowych. Pozwala to oczekiwać dalszych podwyżek w drugiej połowie roku. Kolejne podwyżki stóp w czerwcu zobaczyliśmy w Brazylii, Rosji, czy Meksyku. Dostosowanie parametrów polityki pieniężnej na rynkach lokalnych jest więc coraz szersze, a rynki wyceniają dalsze podwyżki.

Rynek polskich obligacji skarbowych był dla inwestorów bardziej łaskawy niż w maju. Inwestorzy pomimo braku bardziej jastrzębich niż w maju sygnałów ze strony członków RPP próbowali dyskontować szybszą ścieżkę podwyżek stóp procentowych. Wynikać to może z oczekiwań, że RPP szybciej niż dotychczas komunikuje ze względu na warunki rynkowe i ożywienie gospodarcze oraz wzorem banków w regionie zacznie normalizować politykę pieniężną. Nie sprzyjały temu sygnały ze strony RPP. Komunikat po posiedzeniu RPP wydawał się być bardziej gołębi niż w maju z czym nie zgodził się prezes NBP na comiesięcznej konferencji. Prezes Glapiński podkreślił, że zadaniem NBP jest podtrzymanie ożywienia gospodarczego. Ponadto jak dotychczas stwierdził, że inflacja jest przejściowa, wynika z ograniczeń podaży i czynników będących poza oddziaływaniem RPP. Wskazał, że sama inflacja popytowa również występuje, jednak same czynniki popytowe nie powodują odchylenia inflacji od celu NBP. Prezes NBP odciął się od pomysłów „sygnalnych” podwyżek stóp procentowych, ponieważ nie mają one istotnego przełożenia na realną gospodarkę. Dodał również, że nie ma sensu podwyższać stóp procentowych przy kontynuacji programu skupu aktywów, argumentując że nie można jednocześnie naciskać hamulca i dodawać gazu. Podkreślił, że dla oceny gospodarki bardzo ważną będzie lipcowa projekcja PKB i inflacji. Ta gołębia narracja coraz mniej przemawia do uczestników rynku, czego efektem są coraz częstsze próby grania na wycenę wyższych stóp procentowych w 2022 - 2023. Szybsza wycena podwyżek oznacza mniej podwyżek w latach kolejnych co powodowało wypłaszczanie się krzywych swapowych i skarbowych. W ciągu miesiąca stopy w swapach wzrosły z 0,78% do 0,82% w segmencie 5-letnim, z 1,5% do 1,55% dla 5-lat oraz spadły w horyzoncie 10-letnim z poziomu 1,92% do 1,77%. W maksimum stawki w swapie 2-letnim wynosiły jednak 1,01%, a w 5-letnim 1,62%. Podobne zmiany jak dla krzywej stopy procentowej można było zaobserwować dla rentowności obligacji skarbowych w analogicznych horyzontach czasowych. Rentowności obligacji 2-letnich wzrosły z 0,23% do 0,31%, 5-letnich z 1,24% do 1,26%, a obligacje 10-letnie zanotowały mocne wzrosty co przełożyło się na spadek ich rentowności z poziomu 1,87% do 1,63%. Kontrakty FRA na koniec czerwca wyceniały jedną podwyżkę w 2021 roku oraz trzy pełne podwyżki w 2022 roku.

W czerwcu przeprowadzono dwie aukcje zamiany obligacji. Na pierwszej sprzedano obligacje o wartości nominalnej blisko 6,8 mld zł wartości przy popycie na poziomie ponad 9,1 mld zł. Największy udział miała obligacja stałokuponowa 5-letnia. Na drugiej aukcji sprzedano obligacje za 4,1 mld zł przy popycie 5,6 mld zł. Ponownie największym powodzeniem cieszył się 5-letni benchmark stałokuponowy.

W minionym miesiącu dwa przetargi obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa zrealizował BGK. Na pierwszym sprzedano obligacje zmiennokuponowe FPC0631 za 1,3 mld zł oraz stałokuponowe FPC0328 za blisko 1 mld zł. Na drugiej aukcji sprzedano te same obligacje. Sprzedaż zmiennokuponowych wyniosła ponad 1,1 mld, a stałokuponowych ponad 350 mln zł. NBP przeprowadził jedną planowaną aukcję zakupu, na której odkupił z rynku obligacje za ponad 2 mld zł wielkości nominalnej (z tego 350 mln zł obligacji gwarantowanych przez SP) przy zaoferowanej podaży ponad 5,6 mld zł.

Ministerstwo Finansów poinformowało że posiada na koniec czerwca na rachunkach budżetowych około 148 mld zł oraz sfinansowało około 75% potrzeb pożyczkowych na rok 2021. W trzecim kwartale Ministerstwo Finansów przeprowadzi 1-2 aukcje regularne oraz 3-4 aukcje zamiany. W lipcu odbędą się - aukcja zamiany 9 lipca oraz aukcja regularna 23 lipca. W tym miesiącu emisje obligacji ma przeprowadzić BGK - 14 oraz 28 lipca, gdzie możliwa będzie nowa seria obligacji. NBP planuje jedną aukcję odkupu, 16 lipca.

Pierwsze półrocze tego roku okazało się być mocno niesprzyjające dla rynku obligacji skarbowych. Okresami byliśmy świadkami silnej wyprzedaży i dyskontowaniem przez rynek poprawy sytuacji gospodarczej i normalizacji polityki pieniężnej. Rynki bazowe zdyskontowały oczekiwane dane rynkowe jeszcze przed rzeczywistymi silnymi odczytami gospodarczymi za kwiecień i maj, a obecnie trwa coś na kształt korekty, trendu bocznego na głównych rentownościach. Moim zdaniem taki ruch może jeszcze potrwać, jednak nie uważam, że ruch rentowności w górę się skończył. Odczyty inflacyjne w większości gospodarek spadną, ale pozostaną podwyższone (no może poza strefą euro), co będzie wymuszało reakcję banków centralnych w celu stabilizowania inflacji. Czym dłużej władze monetarne będą zwlekać, tym większe ryzyko, że ich reakcje będzie musiała być większa. Podobnego zdania są inwestorzy, co widać po płaszczeniu się krzywej w po bardziej jastrzębim niż oczekiwano FEDzie.

Lipiec powinien wnieść na rynki obligacji bardziej wakacyjną atmosferę. W Polsce powinno być ciekawiej ze względu na publikacje projekcji PKB i inflacji, które mogą być podstawą do budowania retoryki z strony członków RPP. Podstawowe informacje poznamy zapewne w komunikacie po posiedzeniu RPP 8 lipca, natomiast całość projekcji 12 lipca. 9 lipca konferencję ma przeprowadzić prezes Głapiński. Rynek wycenia obecnie dużo więcej niż można wyczytać z komunikacji RPP, więc będzie to moment ponownej weryfikacji tego co potencjalnie mogą zrobić władze monetarne względem oczekiwań rynkowych.

PRZEGLĄD RYNKÓW

DANE NA 30.06.2021

INDEKSY ŚWIATOWE

| | kurs | miesiąc | ytd | rok |
|---------------|-----------|---------|-------|-------|
| S&P500 | 4297,50 | 2,22% | 14,4% | 38,6% |
| DJIA | 34502,51 | -0,08% | 12,7% | 33,7% |
| NASDAQ | 14503,95 | 5,49% | 12,5% | 44,2% |
| CAC40 | 6507,83 | 0,94% | 17,2% | 31,8% |
| FTSE100 | 7037,47 | 0,21% | 8,9% | 14,1% |
| DAX | 15531,04 | 0,71% | 13,2% | 26,2% |
| NIKKEI225 | 28791,53 | -0,24% | 4,9% | 29,2% |
| SHANGHAI COMP | 3591,20 | -0,67% | 3,4% | 20,3% |
| RTS | 1653,78 | 3,52% | 19,2% | 36,4% |
| ISE 100 | 1356,34 | -4,52% | -8,2% | 16,4% |
| BOVESPA | 126801,70 | 0,46% | 6,5% | 33,4% |
| SENSEX | 52482,71 | 1,05% | 9,9% | 50,3% |

STOPY PROCENTOWE (ZMIANA W P.B.)

| | kurs | miesiąc | ytd | rok |
|-------------------|-------|---------|-----|------|
| WIBOR 3M | 0,21 | 0 | 0 | -5 |
| Polska 2 lata PLN | 0,31 | 3 | 23 | 17 |
| Polska 5 lat PLN | 1,25 | -1 | 83 | 55 |
| Polska 10 lat PLN | 1,62 | -25 | 38 | 23 |
| Polska 10 lat EUR | 0,03 | 0 | 14 | -12 |
| Polska 10 lat USD | 1,00 | 1 | 27 | -3 |
| USA 10 lat | 1,47 | -13 | 55 | 81 |
| Niemcy 10 lat | -0,21 | -2 | 36 | 25 |
| High Yield USD | 3,75 | -28 | -44 | -313 |
| High Yield EUR | 0,08 | -3 | 22 | -11 |

INDEKSY POLSKIE

| | kurs | miesiąc | ytd | rok |
|-------------|----------|---------|-------|-------|
| WIG20 TR | 4075,41 | -0,5% | 12,2% | 27,1% |
| WIG | 66067,21 | -0,3% | 15,9% | 33,3% |
| mWIG40 TR | 6511,05 | -0,9% | 23,6% | 43,3% |
| sWIG80 TR | 27143,27 | 0,8% | 30,0% | 57,9% |
| MSCI Poland | 1467,75 | -0,9% | 11,9% | 21,2% |

SUROWCE

| | kurs | miesiąc | ytd | rok |
|------------|----------|---------|-------|--------|
| ROPA BRENT | 75,13 | 8,4% | 45,0% | 82,6% |
| ZŁOTO | 1 770,11 | -7,2% | -6,8% | -0,6% |
| SREBRO | 26,13 | -6,8% | -1,0% | 43,5% |
| MIEDŹ | 429,65 | -8,1% | 22,1% | 58,3% |
| ALUMINIUM | 2 519,50 | 2,1% | 27,3% | 58,1% |
| GAZ ZIEMNY | 3,65 | 22,2% | 43,8% | 108,5% |

POLSKA Y/Y

USA Y/Y

STREFA EURO Y/Y

UE Y/Y

| | POLSKA Y/Y | | | | USA Y/Y | | | | STREFA EURO Y/Y | | | | UE Y/Y | | | |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|-----------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|-----------|------------|------------|------------|
| | najnowsze | za okres | poprzednie | za okres | najnowsze | za okres | poprzednie | za okres | najnowsze | za okres | poprzednie | za okres | najnowsze | za okres | poprzednie | za okres |
| PKB | -0,90 | 1 kw. 2021 | -2,70 | 4 kw. 2020 | 0,40 | 1 kw. 2021 | -2,40 | 4 kw. 2020 | -1,30 | 1 kw. 2021 | -4,70 | 4 kw. 2020 | -1,20 | 1 kw. 2021 | -4,40 | 4 kw. 2020 |
| Inflacja | 4,40 | cze 21 | 4,70 | maj 21 | 5,00 | maj 21 | 4,20 | kwi 21 | 1,90 | cze 21 | 2,00 | maj 21 | 2,30 | maj 21 | 2,00 | kwi 21 |
| Sprzedaż detaliczna | 19,10 | maj 21 | 25,70 | kwi 21 | 28,10 | maj 21 | 53,40 | kwi 21 | 23,90 | kwi 21 | 13,10 | mar 21 | 22,40 | kwi 21 | 12,40 | mar 21 |
| Produkcja przemysłowa | 29,80 | maj 21 | 44,20 | kwi 21 | 16,32 | maj 21 | 17,60 | kwi 21 | 39,30 | kwi 21 | 11,50 | mar 21 | 38,70 | kwi 21 | 11,50 | mar 21 |
| Stopa bezrobocia | 6,10 | maj 21 | 6,30 | kwi 21 | 5,90 | cze 21 | 5,80 | maj 21 | 7,90 | maj 21 | 8,10 | kwi 21 | 7,30 | maj 21 | 7,40 | kwi 21 |

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.