

1. Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Grzegorz Zatryb

2. Zagraniczne rynki akcji

Bartosz Szymański

3. Polski rynek akcji

Krzysztof Cesarz

4. Rynki obligacji

Mateusz Roda



Grzegorz Zatryb dyrektor departamentu zarządzania funduszami rynków kapitałowych

Jest absolwentem Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego. W instytucjach finansowych pracuje od 1991 roku. Doświadczenie zawodowe zdobywał w bankach, a następnie jako zarządzający w CAIB Securities, oraz BRE Asset Management. W latach 1998-2000 jako Dyrektor Biura Skarbu w TUIR WARTA odpowiadał za zarządzanie aktywami. Współtworzył także WARTA TFI (obecnie KBC TFI). W latach 2002-2008 pracował jako Wiceprezes Zarządu w PTE Skarbiec Emerytura, gdzie do jego zadań należało między innymi zarządzanie częścią dłużną portfela OFE Skarbiec-Emerytura oraz nadzorowanie całości procesu inwestycyjnego. W Skarbiec TFI od 2010 roku.

Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Nowy, zupełnie niewspiały świat

Trzecia dekada XXI wieku nie przestaje zaskakiwać. Jakby, rodem ze średniowiecza, pandemia covid-19, nie wystarczyła, mamy w Europie pełnoskalową wojnę między dwoma suwerennymi państwami. Pandemia odebrała poczucie bezpieczeństwa i wyrzuciła do góry nogami sposób w jaki żyjemy w jaki prowadzi się biznes. Skutki wojny będą co najmniej równie daleko idące, choć w innych, mniej dostrzegalnych dla obywateli obszarach. Mówi się, że XIX wiek skończył się tak naprawdę wraz z wybuchem I Wojny Światowej. Być może historycy z przyszłości stwierdzą, że XX wiek skończył się dopiero w 2022 albo że XXI stulecie trwało tylko dwie dekady. Piszę to, bo tak ważne wydają mi się wydarzenia ostatnich dni.

Na naszych oczach kończy się trwający od 1989 roku okres post-zimnowojenny. Niektórzy twierdzą, że tak naprawdę III Wojna Światowa już trwa, tyle że prowadzona jest na razie innymi niż militarne środkami. Gdy się nad tym zastanowić, to sankcje nałożone na Rosję mogą prowadzić do skutków porównywalnych z bombardowaniami jeśli chodzi o konsekwencje dla gospodarki. Jakby nie interpretować obecnego stanu rzeczy, będzie on miał doniosłe konsekwencje dla gospodarek i rynków finansowych na całym świecie.

Doświadczenie pokazuje, że rynki finansowe są fatalne w przewidywaniu takich sytuacji jak wojna. Jest ona „czarnym łabędziem” a te z definicji zaskakują. Oczywiście inwestorzy starają się przypisać tego rodzaju zdarzeniom jakieś prawdopodobieństwo, jednak sprawa nie jest prosta, gdyż „czarne łabędzie” zdarzają się zbyt rzadko aby zbudować sensowne bazy danych. Nie może więc dziwić, że trudno dopatrzeć się racjonalności w niektórych ruchach na rynkach. Poszukiwanie stanu równowagi będzie trwało długo i o ile rynki dyskontują często trendy makro lub decyzje w polityce gospodarczej, to obecnie trzeba oczekiwać, iż punkt równowagi będzie ruchomym celem i o żadnym sensownym dyskontowaniu nie może być mowy. Będziemy obserwować gwałtowne zmiany kierunków ruchu cen i dziwić się wzajemnie wykluczającym się trendom w różnych klasach aktywów. Takie fundamentalnie sprzeczne ruchy wynikają z tego, że wpływ na nie mają oprócz oczekiwań także przepływy i konieczność zarządzania ryzykiem, zmuszająca nieraz do masowej ucieczki z sektora, który z punktu widzenia fundamentów stwarza okazję do kupna.

Co wobec tego powinien robić inwestor? Nie mam żadnych wskazówek dla inwestorów krótkoterminowych, piętnująco zwanych spekulantami. Dla nich wysoka zmienność jest jak woda dla ryby. Natomiast inwestorzy długoterminowi, a tacy stanowią większość klientów funduszy inwestycyjnych znaleźli się w trudnym położeniu. Z jednej strony naturalna wydaje się ucieczka w stronę bezpiecznych aktywów, z drugiej zaś większość zdaje sobie sprawę, iż bezpieczeństwo także się stopniuje i ma swój koszt alternatywny czyli niską stopę zwrotu. Dużą rolę gra także behawioralna niechęć do wychodzenia z inwestycji, które są na minusie, choć z punktu widzenia sztuki inwestowania trzymanie się jakiejś inwestycji tylko dlatego, żeby „przynajmniej wyjść na zero” nie jest racjonalne.

Słowami, które często przejawiają się w naszych komentarzach jest „płynność” i „fundamenty”. Są one bazą na której budujemy w Skarbcu portfele funduszy i nawet tak drastyczna sytuacja jak obecnie nie zmienia naszego podejścia. W warunkach stresu rynkowego płynność nabiera jeszcze większego znaczenia i musi mieć priorytet przed oczekiwaną stopą zwrotu z inwestycji. W Skarbcu analizę fundamentalną postrzegamy szeroko i z powodu braku przewidywalności, co niestety się ziszcilo, nie mamy w portfelach aktywów rosyjskich. Trzymanie się inwestycji płynnych i mocnych fundamentalnie będzie popłacało także teraz. Pamiętajmy jednak, że otoczenie zmienia się na tyle, że aktywa jeszcze niedawno płynne i silne mogą stać się z dnia na dzień niepłynne, zaś ich fundamenty zostaną podmyte i zaczną się kruszyć. Skrajnym przykładem niech będą już raz przywołane aktywa rosyjskie. Skarbowe papiery Federacji Rosyjskiej, z inwestycyjnym ratingiem, wyemitowane przez kraj o małym zadłużeniu i gigantycznych rezerwach nie wypłaciły kuponu w marcu, a wiele instytucji spisało je do zera. Lub akcje Gazpromu, z kusząco niskim wskaźnikiem cena/zysk... Każdy kij ma dwa końce i wojna stała się wsparciem dla innych aktywów. Nasuwającym się przykładem są spółki z sektora zbrojeniowego, które zyskały nowe perspektywy. Zwłaszcza te europejskie, Niemcy zdecydowały o dodatkowych wydatkach na armię w wysokości 100 mld EUR jeszcze w tym roku co stanowi trzykrotność wcześniej zaplanowanych na ten cel wydatków.

Wchodząc nieco w szczegóły tego co czeka rynki warto wskazać na najważniejsze czynniki, które będą na nie wpływać.

1. Globalna płynność

Banki centralne od czasu Wielkiego Kryzysu Finansowego są postrzegane jako strażnik płynności na rynkach finansowych. W razie potrzeby dostarczały jej w postaci skupu aktywów i niskiej ceny pozyskania finansowania. Jednak obecnie stoją przed nowym wyzwaniem w postaci wysokiej inflacji, która ograniczy im swobodę we wspieraniu rynków. Nie wiem oczywiście jak będzie wyglądała funkcja reakcji banków centralnych, zapewne będzie zależała od tego, co uznają one za większe ryzyko. Tym niemniej inflacja jest w tej funkcji nową zmienną.

2. Szoki podażowe

Zakłócenia łańcuchów dostaw były jednym z najbardziej dotkliwych skutków pandemii. Konflikt zbrojny rozpętany przez Rosję może doprowadzić do skutków, przy których czasy pandemii będziemy wspominać z rozrzewnieniem. Zarówno Rosja jak i Ukraina są eksporterami wszelkiego rodzaju surowców. Działania wojenne i sankcje mogą tę część globalnej podaży po prostu odciąć. Wpływ na rynki węglowodorów i ziaren jest już widoczny i oczywisty. Ale konieczność przededefiniowania polityk energetycznych spowodowała kosmiczny wzrost cen uranu. Pamiętać należy także o metalach przemysłowych ziem rzadkich.

3. Percepcja ryzyka

Materializacja wyżej wspomnianego „czarnego łabędzia” zmusi inwestorów do głębszych przemyśleń na temat premii za ryzyko jaką otrzymują inwestując w dane aktywa. Premia za ryzyka geopolityczne znacznie wzrośnie. To będzie miało największy wpływ na inwestycje na Rynkach Wschodzących, do których niestety trzeba zaliczyć z tego punktu widzenia także Polskę.

Siła oddziaływania powyższych czynników będzie zależna od tego, jak dalek rozwinięta jest sytuacja. Najczęściej przyjmowane są trzy scenariusze:

1. Brudny kompromis

W tym scenariuszu dochodzi do wycofania się wojsku Federacji Rosyjskiej, przy jednoczesnej inkorporacji terenów DRL i ŁRL kosztem ustępstw Ukrainy w postaci rezygnacji z prozachodnich dążeń, zwłaszcza dołączenia do NATO.

2. Cud na Dnieprem

Ten scenariusz wymaga zmiany władzy w Moskwie. Rosja wycofuje się ze wszystkich zajętych terenów i deklaruje nowe otwarcie w polityce zagranicznej.

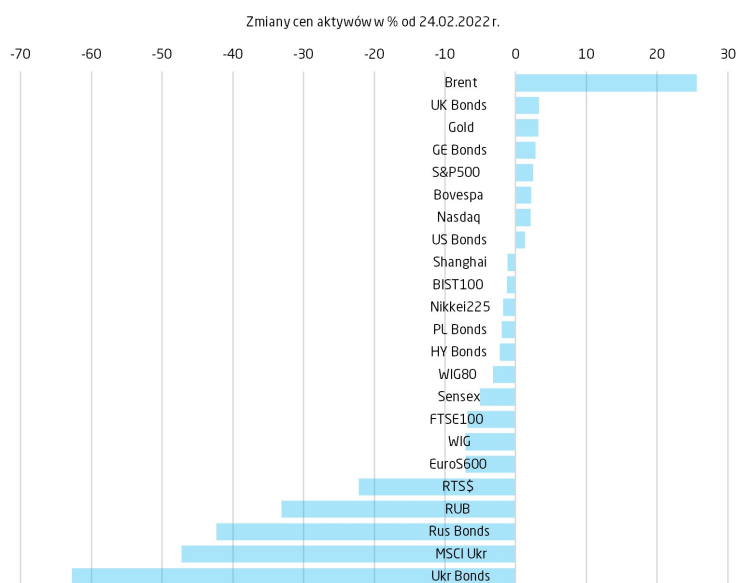
3. Katastrofa

Rosja kontynuuje działania wojenne aż do zajęcia całej Ukrainy i, osadza marionetkowy rząd. Ten scenariusz wiąże się z eskalacją sankcji i coraz agresywniejszą postawą Rosji, do inwazji na kolejny kraj włącznie, np. Mołdawię.

Niestety, najbardziej prawdopodobny wydaje się ten trzeci scenariusz. Oznacza on definitywne zapadnięcie nowej Żelaznej Kurtyny, tym razem między innymi na Bugu, nie ma bowiem wątpliwości, iż Białoruś została zwasalizowana przez Rosję.

1. W tym scenariuszu podaż ropy naftowej, gazu ziemnego i wielu innych surowców zostaje ograniczona w stopniu niemożliwym do odtworzenia w horyzoncie kilku lat. Przyspieszeniu ulegnie natomiast „zielona rewolucja”, choć pewnie udział energii atomowej będzie większy niż sądzono. Ceny surowców wzrosną w średnim okresie.
2. Wiele rynków wschodzących znajdzie się siłą rzeczy po drugiej stronie Kurtyny, od Chin i Indii poczynając. Zapowiedź tego podziału widać już w głosowaniach w ONZ. Nie należy się spodziewać kalki sytuacji z okresu Zimnej Wojny, sytuacja jest zupełnie inna. Koniec Zimnej Wojny umożliwił bowiem wejście globalnej gospodarki w nową fazę integracji. W tle jest jednak strategiczny konflikt Stanów Zjednoczonych i Chin, przewidzenie jak ta mieszanka wpłynie na globalną sytuację jest nie do przewidzenia. Dlatego nawigować po Rynkach Wschodzących trzeba będzie z największą ostrożnością.
3. Można założyć ze sporą pewnością, że premie za ryzyko wzrosną i podział na aktywa bezpieczne i ryzykowne ulegnie pogłębieniu. Dolar i amerykańskie obligacje będą oczywistymi beneficjentami. Skorzystają także inne rynki wschodzące, zależnie od tego jak są ryzykowne. Będą to raczej Niderlandy niż Grecja.
4. Nowa Zimna Wojna nie wyklucza dynamicznych wzrostów cen akcji na rynkach rozwiniętych w sytuacji, gdy będzie nadal „zimna”. Żelazna Kurtyna wywrze duży wpływ na przepływy kapitału, nie tylko portfelowego ale także inwestycji bezpośrednich. Deglobalizacja, rozpoczęta przez Wojny Handlowe Trumpa, nabierze tempa. Przebudowie ulegnie cała sieć powiązań gospodarczych, co da okazję do inwestycyjnego wykorzystania zachodzących zmian.
5. Powrót kapitału do rodzimych krajów wesprze ich wzrost ale także przyspieszy inflację. Inflacji będą sprzyjać również finanse publiczne, które nie dość że zostaną bardziej obciążone kosztami transformacji energetycznej, to jeszcze będą musiały ponieść ciężar większych wydatków na obronność. Deficyty budżetowe będą znacznie wolniej spadały, niż oczekiwano tego w związku z następującą po pandemii poprawą koniunktury. Będzie to wywierało presję na rentowności obligacji, potęgując efekt wysokiej inflacji.

W wojskowości sytuacja niepewności związana z brakiem wiedzy na temat wielkości i położenia sił przeciwnika zwana jest „Fog of War”, mgłą wojny. Teraz, za sprawą wojny, taka mgła spowłóżyła rynki finansowe w skali niewidzianej od lat, może od dziesiątków lat. Jednak rynki będą funkcjonowały dalej, a przenicowanie globalnego ładu, jak każda zmiana, niesie za sobą także szanse i nowe możliwości.





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.



Krzysztof Cesarz
zarządzający
funduszami

Absolwent Akademii Ekonomicznej w Poznaniu na kierunku Finanse i Bankowość. Karierę zawodową rozpoczął w 2008 roku w IPOPEMA TFI. Kontynuował ją w EQUES Investment TFI, a następnie w ESALIENS TFI. Uzyskał Złoty Portfel za najlepszy fundusz akcji polskich w 2014 roku. Posiada licencję Doradcy Inwestycyjnego nr 319 oraz certyfikaty Chartered Financial Analyst (CFA) i Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA).

Zagraniczne rynki akcji

Układ sił rynkowych na początku lutego wyglądał bardzo korzystnie. Dobre wyniki finansowe za czwarty kwartał 2021 zaczęły spływać na rynek coraz szerszym strumieniem a inwestorzy w końcu zaczęli kierować się chłodną kalkulacją podejmując kolejne decyzje inwestycyjne. Niestety rosnące napięcia na granicy ukraińsko-rosyjskiej zakończyły się w drugiej połowie lutego militarną agresją Rosji, co nie pozostało bez echa na rynkach kapitałowych. Wszystkie główne indeksy giełdowe zamknęły luty na minusie - S&P500 spadł o -3,2%, Nasdaq o -3,4%, Dow Jones Industrial Average o -3,5% a szeroki europejski Euro Stoxx 600 o -3,4%.

Wszystkie dotychczasowe makroekonomiczne strachy dotyczące rosnącej inflacji w poszczególnych krajach czy rozmiar planowanych podwyżek stóp procentowych przez zachodnie banki centralne zeszły na boczny tor i zostały zdominowane przez zbrojną napaść putinowskich wojsk na Ukrainę. Działania dyplomatyczne podejmowane przez europejskich i amerykańskich polityków w pierwszej połowie lutego nie przyniosły niestety oczekiwanego efektu w postaci deeskalacji napięć na linii Moskwa-Kijów. Putin bezprecedensowo oszukał cały świat i dzisiaj mierzymy się z konfliktem zbrojnym na wschodniej granicy Unii Europejskiej.

Na reakcję świata zachodniego nie trzeba było na szczęście długo czekać. Budująca jest niemal pełna jedynomyślność zachodnich państw, co rodzaju sankcji nakładanych na wybrane osoby z otoczenia Putina oraz wybrane segmenty rosyjskiej gospodarki. Co ważne, także świat biznesu nie pozostaje w tyle i podejmuje daleko idące kroki, prowadzące do zamrożenia swojej działalności operacyjnej na terenie Rosji.

W obliczu powyższego, fundamenty poszczególnych przedsiębiorstw schodzą na dalszy plan a inwestorzy ponownie zaczynają kierować się w swoich decyzjach sercem a nie rozumem i chłodnym rachunkiem finansowym. Obecnie wszystkie oczy skoncentrowane są na konflikcie zbrojnym, którego dalszy rozwój jest wielką niewiadomą i dopóki nie zostanie rozwiązany, dopóty będziemy mieli do czynienia z podwyższoną zmiennością rynkową i ekstremalnie rozchwianym sentymentem. Dość powiedzieć, że pierwsza amerykańska sesja po ataku na Ukrainę 24 lutego zamknęła się na dużym plusie (Nasdaq Composite +3,3%, S&P500 +1,5%), choć futuresy przed otwarciem rynku tego dnia wskazywały na głębokie spadki.

Jedynym słusznym sposobem postępowania w okresie tak ekstremalnych emocji i zmienności jest nieuleganie panice i konsekwentna realizacja strategii inwestycyjnych bazujących na twardych danych.

Polski rynek akcji

Od początku roku agencje wywiadowcze informowały o gromadzeniu się wojsk rosyjskich przy granicy z Ukrainą. Przez długi czas wydawało się, że jest to dodatkowy element presji wywieranej na rząd Ukrainy przez Rosję w związku z chęcią definitywnego odłączenia od Ukrainy terenów zajmowanych od 2015 przez Ługańską Republikę Ludową oraz Doniecką Republikę Ludową. 24 lutego stało się jasne, że ambicje Rosji są duże większe i że chce ona podporządkować sobie całkowicie Ukrainę.

Strach, który tego dnia udzielił się inwestorom na GPW (tabela poniżej) przełożył się także na zachowania obywateli w Polsce. Obawy były tak duże, że na wielu stacjach benzynowych wykupiono benzynę, a do banków ustawiały się kolejki.

Nazwa indeksu	24 lutego	od 24 do 28 lutego
WIG Indeks	-10,7%	-2,7%
WIG 20 Indeks	-10,9%	-1,9%
mWIG40 Indeks	-11,7%	-4,8%

Na moment pisania komentarza, ludność Ukrainy bohatercko stawia opór bezwzględnemu wojsku rosyjskiemu. W wyniku działań zbrojnych giną niewinni ludzie, niszczone są dzielnice miast i nie wiadomo jak długo będzie to jeszcze trwać. Obrazy, które docierają z Ukrainy wywołują reakcje w krajach europejskich.

Oferują one różne formy pomocy Ukrainie, w tym zbrojną co powoduje, że wzrasta również ryzyko polityczne w regionie. Oczekujemy, że będzie to mieć duży wpływ na panujące nastroje i dopóki nie dojdzie do trwałego zawieszenia działań wojennych, należy oczekiwać, dużej zmienności na rynkach finansowych.

Szukając pozytywów w zaistniałej sytuacji, od listopada 2021 r. akcje notowane na GPW uległy znaczącej przecenie. W horyzoncie średnio i długoterminowym stały się jeszcze bardziej atrakcyjne dla inwestorów. Na koniec lutego spółki z indeksu WIG20 wyceniane były na wskaźniku cena do zysku na 2022 r. na poziomie 9,4 przy średniej dziesięcioletniej 12,2. Dla indeksu mWIG40 cena do zysku wyniosła 9,5 przy średniej 10letniej 14,1. Dodatkowo dla wielu przedsiębiorstw notowanych na GPW atak Rosji na Ukrainę, nie ma bezpośredniego wpływu na osiągnięte przychody np. sektor nowych technologii czy sektor medyczny. Dla innych nałożone sankcje na Rosję otwierają nowe możliwości, ze względu na ograniczenie konkurencji ze strony rosyjskich przedsiębiorstw. Natomiast kiedy już dojdzie do zakończenia wojny można być pewnym, że polskie przedsiębiorstwa zaangażują się w odbudowę ukraińskiej gospodarki.

Poniższa tabela prezentuje stopy zwrotu z podstawowych indeksów wyliczanych dla notowanych na GPW akcji. Dane za luty.

Indeks	lut.22	ytd	Indeks	lut.22	ytd	Indeks	lut.22	ytd
WIG	-9,3%	-11,8%	WIG-BANKI	-13,7%	-9,1%	WIG-LEKI	-23,9%	-33,5%
WIG20	-9,5%	-11,8%	WIG-BUDOW	-5,2%	-6,8%	WIG-MEDIA	-9,8%	-13,9%
MWIG40	-10,1%	-13,3%	WIG-CHEMIA	-6,5%	-4,9%	WIG-MOTO	-9,4%	-10,5%
SWIG80	-6,3%	-9,0%	WIG-ENERG	6,0%	-1,5%	WIG-NRCHOM	-8,2%	-6,8%
WIG30	-9,1%	-11,8%	WIG-GORNIC	19,0%	20,4%	WIG-ODZIEZ	-40,8%	-47,0%
WIG140	-9,3%	-11,9%	WIG-INFO	-7,7%	-14,2%	WIG-PALIWA	0,8%	-7,1%
						WIG-SPOZYW	-30,0%	-37,5%

Poniższa tabela prezentuje stopy zwrotu z podstawowych polskich indeksów oraz stopy zwrotu z 3 najlepszych i 3 najgorszych inwestycji w ramach wymienionych indeksów. Dane za luty 2022.

Indeks WIG20	Zmiana	Indeks MWIG40	Zmiana	Indeks SWIG80	Zmiana
Jastrzębska Spółka Węglowa	24,5%	Enea	14,3%	Lubawa	78,8%
KGHM Polska Miedz	18,6%	Polenergia	11,5%	Lubelski Węgiel Bogdanka	17,7%
PGE	6,6%	Pepco Group NV	5,7%	Rafako	14,6%
Allegro.eu	-16,6%	ASBISc Enterprises PLC	-32,6%	OncoArendi Therapeutics	-22,3%
CCC	-30,2%	Mabion	-40,5%	Industrial Milk Co	-25,1%
LPP	-45,5%	Kernel Holding	-41,0%	Astarta Holding NV	-32,1%

Rynki obligacji

Rynki obligacji zakończyły miniony miesiąc pod wpływem bezprecedensowej inwazji Rosji na Ukrainę. Konflikt zbrojny wywołał risk off, tym większy im bliżej do miejsca konfliktu. Uczestnicy rynku zmierzili się też w lutym z wysoką zmiennością. Ostatecznie miesiąc ten nie należał do udanych dla posiadaczy obligacji, chociaż przebieg miesiąca na poszczególnych rynkach był zróżnicowany. Początek miesiąca przyniósł zimny prysznic ze strony ECB. Rynki zinterpretowały konferencję prezes Lagarde jako silny jastrzębi zwrot, co przyniosło solidną przecenę obligacji denominowanych w euro. Rynek szybko wycenił podwyżki stóp procentowych o 50 p.b. jeszcze w tym roku. Oznaczało to też zakończenie skupu aktywów, które powinno mieć miejsce przed pierwszą podwyżką. Po drugiej stronie Atlantyku rynek kontynuował wycenę ścieżki podwyżek stóp procentowych. W połowie lutego rynek wycenił 160 p.b. podwyżki, co jest ekwiwalentem ponad sześciu ruchów po 25 p.b. Druga połowa lutego przyniosła eskalację napięć za naszą wschodnią granicą, co przełożyło się na drobną korektę ruchu wzrostowego rentowności na rynkach bazowych. Na koniec lutego rynek zmniejszył nieco oczekiwaną na ruch ze strony FED i EBC i do końca 2022 i wycenia 130 p.b. w USA oraz niecałe 20 p.b. w strefie euro.



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.

W trakcie miesiąca rentowność obligacji amerykańskich dwuletnich wzrosła z 1,18% do 1,43%, a 10-letnich z 1,78% do 1,83%. Rentowność 10-latek niemieckich wzrosła z 0,01% do 0,14%, jednak w trakcie miesiąca osiągała poziom 0,3%.

W lutym spready kredytowe peryferii strefy euro rozszerzyły się, co oznacza że rentowności obligacji krajów południa Europy rosły mocniej niż rentowności obligacji niemieckich. Różnica rentowności między 10-letnią obligacją włoską, a niemiecką wzrosła z 128 do 157 p.b. Ruch ten był efektem jastrzębiego wydzwiku z EBC i oczekiwanego szybszego zakończenia ultraluznej polityki pieniężnej. Luty był bardzo niekorzystny dla obligacji krajów rozwijających się denominowanych w euro i dolarze. Spready obligacji tych krajów na początku rozszerzyły się po jastrzębim zwrocie głównych banków centralnych, jednak główna przecena miała miejsce w momencie rozpoczęcia się wojny. Najmocniej zostały dotknięte obligacje krajów Europy Środkowo - Wschodniej i Bałkanów. Spready niektórych obligacji zbliżyły się do poziomów z stresu covidowego z marca 2020. Wzrost awersji do ryzyka przełożył się na spadki w segmencie obligacji korporacyjnych high-yield, które większe były na rynku europejskim niż amerykańskim, ze względu na większe skutki ekonomiczne sankcji w Europie.

W regionie zacieśnienie polityki pieniężnej kontynuują banki centralne Czech i Węgier. Pierwszy wykonał ruch w górę na głównej stopie procentowej o 75 p.b. do poziomu 4,5% wskazując jednocześnie że w 2023 inflacja wraca do celu, co przełożyło się na spadki rynkowych stóp procentowych i rentowności obligacji w Czechach w pierwszych dniach po posiedzeniu.

Na rynku lokalnym krzywa stopy procentowej oraz obligacje wyróżniały się wysoką odpornością na rosnące rentowności na rynkach bazowych. RPP zgodnie z konsensusem ekonomistów, ale trochę poniżej oczekiwań rynku stopy procentowej podwyższyła stopę referencyjną o kolejne 50 p.b. Zaskoczeniem było jednak podniesienie stopy rezerwy obowiązkowej z poziomu 2% do 3,5% od końca marca, co może mieć przełożenie na zmniejszenie popytu bankowego na obligacje skarbowe. Konferencja prezesa NBP przyniosła podtrzymanie jastrzębiej komunikacji. Prezes Glapiński zasugerował, że droga do stopy referencyjnej na poziomie 4% jest asfaltowa. Rynek w trakcie całego miesiąca utrzymywał wycenę tej stopy w przedziale 4,25 - 4,75%. Po konferencji rentowności rosły, aż do 15 lutego kiedy poznaliśmy inflację w styczniu. Po raz pierwszy od czerwca odczyt CPI był niższy niż konsensus rynkowy: 9,2% vs 9,4% (inwestorzy oczekiwali zapewne jeszcze wyższego odczytu ze względu na wyższe odczyty CPI w regionie w dniach poprzedzających polski odczyt). Był to silny bodziec do zamykania zakładów na wzrost stóp procentowych i spadków rentowności w szczególności na środku krzywej. Koniec miesiąca charakteryzował się osłabieniem polskiego złotego oraz rosnącej premii za ryzyko wraz z eskalacją napięcia, a później wybuchem wojny. Efekt ten spotęgowały pakiety sankcji ekonomicznych.

Na koniec miesiąca rynek wycenia osiągnięcie stopy referencyjnej na poziomie 4,75% w połowie roku. W lutym krzywa swapowa uległa jeszcze mocniejszej inwersji, co oznacza, że różnica między stopą 2-letnią a 10-letnią zwiększyła się. Stopa 2-letnia wzrosła z poziomu 4,47% do 4,68%, 5-letnia spadła z 4,22% do 4,14%, a 10-letnia spadła z 4,04% do 3,91%.

W lutym krzywa dochodowości obligacji skarbowych wypłaszczyła się. Rentowności obligacji 2-letnich wzrosły z 3,65% do 4,03%, 5-letnich z 4,08% do 4,3%, a 10-letnich pozostały na poziomie 4,1%. Wzrost premii za ryzyko w regionie przyczynił się do niemałej przeceny obligacji zmiennokuponowych w porównaniu do końca stycznia.

W lutym Ministerstwo Finansów przeprowadziło jedną aukcję zamiany oraz jedną aukcję regularną. Na pierwszej sprzedano obligacje za 3,35 mld zł przy popycie 3,78 mld zł. Największą popularnością cieszyła się 5-letnia obligacja zmiennokuponowa oraz 10-letnia obligacja stałokuponowa. Na aukcji regularnej sprzedano obligacje za 3,45 mld zł przy popycie 4,5 mld zł oraz 31 mln na aukcji dodatkowej. Należy uznać to za sukces, ponieważ aukcja miała miejsc w dniu rozpoczęcia inwazji Rosji na Ukrainę. Największe zainteresowanie było na 10-letnim benchmarku stałokuponowym. W marcu Ministerstwo Finansów planuje aukcję zamiany 11.03 oraz aukcję regularną 24.03. Przeprowadzanie aukcji zamiany w pierwszym kwartale roku świadczy o dobrej sytuacji finansów publicznych. Stan środków na rachunkach budżetowych wyniósł na koniec miesiąca ok. 110 mld zł, a potrzeby pożyczkowe brutto na 2022 są zrealizowane w 55%.

Najbliższe dni, a może tygodnie rynki będą poruszały się częściowo pod wpływem informacji z frontu wojennego. W marcu odbędą się posiedzenia głównych banków centralnych, jak i banków w regionie. FED rozpocznie zaostrzenie polityki pieniężnej, a ECB prawdopodobnie zakomunikuje dalsze wycofywanie się z łagodzenia polityki pieniężnej. Banki centralne stoją jednak przed nie lada wyzwaniem, a szczególnie EBC. Inflacja jak pokazują ostatnie dane ze strefy euro wcale nie zwalnia. Do tego w najbliższym okresie gospodarka prawdopodobnie znajdzie się pod wpływem negatywnego szoku podażowego, w postaci wyższych cen surowców, co będzie ograniczało spadek inflacji. Z drugiej strony wojna oraz wysokie ceny surowców mogą odbić się na zmniejszeniu tempa wzrostu gospodarczego. Banki centralne mają więc trudny orzech do zgryzienia, a marcowe posiedzenia będą wskazówką jaką drogę wybiorą. Wydaje się, że zacieśnianie polityki jest nieuchronne, a pytaniem jest jak szybko będzie się ono odbywać. Na rynku lokalnym osłabienie się PLN może powodować, że rynek będzie wyceniał wyższą docelową stopę procentową i to w krótkim terminie. Rozstrząsał opinii co do kierunku działań RPP jest coraz szerszy. Od dojścia do poziomu tylko 4% ze względu na słabsze perspektywy wzrostu gospodarczego, po oczekiwania, że stopa referencyjna wzrośnie powyżej 5%, ze względu na osłabienie się złotego. Na sygnały długo czekać nie będziemy.

PRZEGLĄD RYNKÓW

DANE NA 28.02.2022

INDEKSY ŚWIATOWE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
S&P500	4373,94	-3,14%	-8,2%	14,8%
DJIA	33892,60	-3,53%	-6,7%	9,6%
NASDAQ	13751,40	-3,43%	-12,1%	4,2%
CAC40	6658,83	-4,86%	-6,9%	16,8%
FTSE100	7458,25	-0,08%	1,0%	15,0%
DAX	14461,02	-6,53%	-9,0%	4,9%
NIKKEI225	26526,82	-1,76%	-7,9%	-8,4%
SHANGHAI COMP	3462,31	3,00%	-4,9%	-1,3%
RTS	936,94	-34,72%	-41,3%	-33,6%
ISE 100	1946,19	-2,85%	4,8%	32,3%
BOVESPA	113141,90	0,89%	7,9%	2,8%
SENSEX	56247,28	-3,05%	-3,4%	14,6%

STOPY PROCENTOWE (ZMIANA W P.B.)

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIBOR 3M	3,65	63	111	344
Polska 2 lata PLN	4,04	39	64	390
Polska 5 lat PLN	4,29	21	33	343
Polska 10 lat PLN	4,10	0	43	249
Polska 10 lat EUR	0,03	0	0	3
Polska 10 lat USD	2,38	68	92	151
USA 10 lat	1,83	5	31	42
Niemcy 10 lat	0,14	12	31	40
High Yield USD	5,62	35	140	137
High Yield EUR	0,67	29	46	61

INDEKSY POLSKIE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIG20 TR	3744,06	-9,5%	-11,8%	7,2%
WIG	61141,35	-9,3%	-11,8%	7,3%
mWIG40 TR	6256,35	-10,0%	-13,2%	9,5%
sWIG80 TR	24425,04	-6,3%	-9,0%	7,4%
MSCI Poland	1337,86	-10,0%	-11,4%	6,4%

SUROWCE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
ROPA BRENT	100,99	10,7%	29,8%	52,7%
ZŁOTO	1 908,99	6,2%	4,4%	10,1%
SREBRO	24,45	8,8%	4,9%	-8,3%
MIEDŹ	444,45	2,8%	-0,4%	8,5%
ALUMINIUM	3 374,00	10,7%	20,4%	58,3%
GAZ ZIEMNY	4,40	-9,7%	18,0%	58,9%

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	7,30	4 kw. 2021	5,30	3 kw. 2021	5,60	4 kw. 2021	4,90	3 kw. 2021	4,60	4 kw. 2021	3,90	3 kw. 2021	4,80	4 kw. 2021	4,10	3 kw. 2021
Inflacja	9,20	sty 22	8,60	gru 21	7,50	sty 22	7,00	gru 21	5,80	lut 22	5,10	sty 22	5,60	sty 22	5,30	gru 21
Sprzedaż detaliczna	20,00	sty 22	16,90	gru 21	13,00	sty 22	16,70	gru 21	7,80	sty 22	2,10	gru 21	8,30	sty 22	2,90	gru 21
Produkcja przemysłowa	19,20	sty 22	16,30	gru 21	4,08	sty 22	3,80	gru 21	1,60	gru 21	-1,40	lis 21	2,50	gru 21	0,20	lis 21
Stopa bezrobocia	5,50	sty 22	5,40	gru 21	3,80	lut 22	4,00	sty 22	6,80	sty 22	7,00	gru 21	6,20	sty 22	6,30	gru 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.