

1. Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Grzegorz Zatryb

2. Zagraniczne rynki akcji

Tomasz Piotrowski

3. Polski rynek akcji

Łukasz Siwek

4. Rynki obligacji

Mateusz Roda

Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Do akcji!

W ciągu ostatnich kilku tygodni rynki finansowe przesuwały punkt ciężkości swojej uwagi z inflacji na wzrost gospodarczy. Obawy o powrót stagflacji mocno odbiły się na akcjach, który w kwietniu zaliczył naprawdę słaby miesiąc. Za spadkami stała też obawa o to, czy banki centralne, w szczególności FED będą w stanie przeprowadzić akcję ratowania rynków finansowych w obecnej sytuacji. Rosnąca inflacja zmusiła je bowiem do zdecydowanego skoncentrowania się na jej zwalczaniu. Przez kilkanaście ostatnich lat, od Wielkiego Kryzysu Finansowego banki centralne wkraczały do akcji, gdy rynki zaczynały się destabilizować i co nazwano „Yellen put”. Gotowość do dostarczenia nieograniczonej płynności była bowiem ekwiwalentem wystawienia przez władze monetarne opcji kupna ryzykownych aktywów. W przypadku rynków obligacji mieliśmy zaś do czynienia z bezpośrednim skupowaniem papierów, co było właśnie narzędziem do zasilania w płynność.

Silne przywiązanie globalnych inwestorów do opierania się na wierze we wszechmoc banków centralnych miało swoje źródło w popularnej tezie, iż trwające wiele lat wzrosty na giełdach, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, były możliwe niemalże wyłącznie dzięki pompowaniu pieniędzy na rynki przez banki centralne. Tezie tej nie zaszkodziło to, że „taper tantrum” z 2013 roku było zjawiskiem tak naprawdę krótkoterminowym. Nie można oczywiście zaprzeczyć, że zacieśnianie polityki pieniężnej oznacza wyższe rentowności obligacji, te zaś automatycznie prowadzą do niższych wycen spółek, gdyż do wyliczania wartości obecnej wszelkich przyszłych przepływów pieniężnych stosujemy wyższe czynniki dyskontowe, polemizowanie z matematyką nie ma sensu.

Skoro więc musimy przyjąć do wiadomości, że banki centralne mają co innego na głowie niż ratowanie wartości majątków posiadaczy akcji, czy jest to tożsame z wyrokiem skazującym dla indeksów giełdowych? Z matematyką się wszak nie dyskutuje. Jednak w stosunku do roku 2013 czy innego momentu w niedawnej historii, obecnie znajdujemy się w zupełnie innej sytuacji z jednego powodu: inflacji. W 2013 roku inflacja była na tyle niska, iż porównywanie zmian nominalnych i realnych różnych wskaźników rynkowych było dopuszczalnym uproszczeniem, choć jak to się mówi, nie powinno się porównywać jabłek i pomarańczy. Ale tak jak pisałem miesiąc temu, w 2022 roku takie uproszczenie może być bardzo niebezpieczne.

W przypadku obligacji, realna stopa zwrotu dla ich posiadaczy to stopa nominalna pomniejszona o inflację. Nie ma wielkiego znaczenia, czy to obligacje stałokuponowe czy zmiennokuponowe. Przy rosnących stopach kupony tych drugich będą rosły ale i tak do wyliczania ich wartości obecnej używa się krzywych dochodowości zbudowanych na instrumentach stałokuponowych. Wysoka inflacja, którą gonią banki centralne zaostrzające politykę pieniężną zawsze będzie więc uderzała w posiadaczy obligacji. Obraz jest w tym przypadku czarno-biały. Inaczej wygląda to w przypadku rynków akcji.



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.

Spadki na giełdach akcji licząc od początku kwietnia mrozą krew w żyłach. Indeks rynków rozwiniętych MSCI World stracił do 6 maja 9,5%, podobnie jak analogiczny indeks rynków wschodzących. NASDAQ spadł o 14,6%, zaś WIG o 15%. Jak pisałem wyżej, rynki na poważnie zaczęły się martwić o skutki zaostrzenia polityki pieniężnej i możliwość wejścia globalnej gospodarki w recesję. Bardziej radykalna wersja obaw to wejście w recesję przy wciąż bardzo wysokiej inflacji czyli powtórka ze stagflacji z lat 70-tych. Scenariusz ten ma być uprawdopodobniany przez występujące wówczas i teraz szoki podażowe na rynkach surowców.

Podczas pierwszego kryzysu naftowego rozpoczętego w 1973 roku inflacja w USA wystrzeliła z 4% do 12%, zaś S&P500 zaliczył 40% spadek, który trwał około roku. Na początku lat 80-tych, gdy inflacja sięgnęła 15%, spadek głównego amerykańskiego wyniósł 24%, przy czym osiągnięcie dołka zajęło mu 1,5 roku. Był to jednak zupełnie inny indeks. Niestety dysponując danymi tylko od 1990 roku ale można założyć, iż udział sektorów, o których będę pisał poniżej zmienił się od lat 70-tych jeszcze wyraźniej niż od 1990 roku. W 1990 roku sektor energetyczny ważył w S&P500 13,6%. Obecnie jest to 4,6%. Z kolei sektor technologiczny zyskał w tym czasie 6,3% go 27,25%. Pokazuje to, jakie zmiany zaszły w gospodarkach przez ostatnie 30 lat. W ciągu 40 czy 50 lat były one znacznie większe. Wniosek, iż wpływ szoków podażowych jest inny niż był 40 lat temu jest dość oczywisty. Co istotne trend wzrost znaczenia „nowej gospodarki” kosztem „stałej gospodarki” trwa i będzie trwał nadal. To jednak pewna dygresja od tematu wpływu inflacji na wyceny instrumentów finansowych.

Wysoka inflacja nie jest dobra dla gospodarki, dla danej definicji „wysokiej inflacji”. Jeszcze kilka lat temu zmartwienie ekonomistów budziła bardzo niska inflacja, czy też wręcz deflacja. W Japonii niska inflacja stała się niejako znakiem rozpoznawczym gospodarki pozbawionej wzrostu gospodarczego. Jak wysoka inflacja nie jest jeszcze szkodliwa to temat wielu prac naukowych i gorących dyskusji. Nie w tym jednak sedno.

Dane makroekonomiczne są w przeważającej większości prezentowane jako realne czyli oczyszczone ze zmian wynikających z inflacji. Tymczasem rynki finansowe funkcjonują w świecie wartości nominalnych. Prognozy wzrostu gospodarczego dotyczą realnych zmian PKB. Ostatnie lata nieco znieczuliły wszystkich na różnicę między wartościami realnymi i nominalnymi. Ale przy inflacji w okolicach 8%, 3% dynamiki realnego PKB oznacza 11% wzrostu nominalnego. Właśnie te 11% jest punktem wyjścia do oczekiwań co do wzrostu sprzedaży czy wyników spółek. Przy tej samej realnej dynamice PKB rządu 3%, zupełnie inaczej wyglądają przyrosty EPS spółek przy zerowej inflacji i 8% inflacji.

Nie wiem, czy zagrożenie stagflacją jest realne, pewne natomiast jest, iż w najbliższych kwartałach, które powinny nadal być wzrostowe dla gospodarek (w kategoriach realnych), dynamiczny wzrost cen dóbr i usług konsumpcyjnych będzie skutkował wysokimi dynamikami przychodów i zysków spółek. Można oczekiwać wzrostu stóp dywidendy i presji na kurczenie się takich metryk jak cena/zysk z uwagi na wyższe dochody spółek. Podchodząc do zagadnienia z drugiej strony, ujemne realne stopy procentowe, zabójcze dla posiadaczy obligacji, będą pomagały akcjonariuszom. Realnie ujemne czynniki dyskontowe służące do wyceny spółek oznaczają, że liczniki wartości przyszłych przepływów pieniężnych będą „indeksowane” inflacją, zaś w mianownikach będą stopy procentowe, które choć nominalne i tak będą niższe niż inflacja z licznika. Przy okazji warto jednak uważać na mocno zadłużone spółki, selekcja, Skarbcowy „trademark”, nabiera w tym kontekście dodatkowego znaczenia.

Tak więc, nawet jeżeli zajęte walką z inflacją banki centralne, nie będą mogły wspierać gospodarek, spowolnienie realnego wzrostu nie oznacza załamania dynamiki wyników spółek. Sukces w zwalczaniu inflacji może zbiec się w czasie z załamaniem gospodarek, może być nawet jego przyczyną. Jednak zważywszy na przyzwoity stan globalnej gospodarki oraz wiadome opóźnienie w działaniu impulsów monetarnych, rynki akcji są nadal atrakcyjne.

Stopy zwrotu poszczególnych indeksów

Źródło: Bloomberg LP, Skarbiec TFI. Dane na 30.04.2022

2020	2021	12M	3M	YTD	WAR
Nasdaq 43,6	Brent 53,7	BISIT100 73,9	Brent 26,0	Brent 41,3	BISIT100 20,6
WIG80 33,6	S&P500 26,9	Brent 72,4	BISIT100 22,6	BISIT100 30,8	Brent 18,0
BISIT100 29,1	BISIT100 25,8	Sensex 17,0	RUB 9,1	RUB 4,9	RUB 14,1
Gold 25,1	WIG80 24,6	FTSE100 8,2	Gold 5,9	Gold 3,7	Nikkei225 1,5
S&P500 16,3	EuroS600 22,2	Gold 7,2	FTSE100 1,1	Bovespa 2,9	FTSE100 0,6
Nikkei225 16,0	Sensex 22,0	RUB 5,2	Nikkei225 0,5	FTSE100 2,2	Sensex -0,3
Sensex 15,8	WIG 21,5	EuroS600 3,0	Sensex -0,2	Sensex -2,0	Gold -0,6
Shanghai 13,9	Nasdaq 21,4	S&P500 -1,2	EuroS600 -3,3	Nikkei225 -6,8	EuroS600 -0,8
Ukr Bonds 11,5	MSCI Ukr 17,1	WIG -5,0	Bovespa -3,6	WIG80 -7,5	WIG80 -1,0
US Bonds 8,0	RTS\$ 15,0	UK Bonds -5,5	WIG80 -4,1	EuroS600 -7,7	S&P500 -2,2
HY Bonds 7,0	FTSE100 14,3	WIG80 -6,2	S&P500 -6,8	GE Bonds -8,0	Bovespa -3,7
PL Bonds 6,7	Nikkei225 4,9	Nikkei225 -6,8	US Bonds -6,8	US Bonds -8,5	US Bonds -5,2
UK Bonds 3,1	Shanghai 4,8	US Bonds -7,4	GE Bonds -7,4	PL Bonds -9,1	Nasdaq -5,4
GE Bonds 3,0	UK Bonds 1,0	GE Bonds -7,6	HY Bonds -7,6	HY Bonds -10,0	GE Bonds -5,4
Bovespa 2,9	HY Bonds 1,0	Bovespa -9,3	UK Bonds -8,3	UK Bonds -10,4	UK Bonds -5,7
RUB -0,8	Rus Bonds 0,7	HY Bonds -10,0	PL Bonds -9,0	S&P500 -13,3	HY Bonds -6,1
WIG -1,4	RUB 0,2	Shanghai -11,6	Shanghai -9,4	Shanghai -16,3	WIG -8,1
EuroS600 -4,0	US Bonds 2,3	Nasdaq -11,7	Nasdaq -10,4	WIG -16,7	PL Bonds -9,3
MSCI Ukr -10,0	GE Bonds 2,7	PL Bonds -17,8	WIG -13,7	Nasdaq -21,2	RTS\$ -10,2
RTS\$ -10,4	Gold 3,6	RTS\$ -27,2	RTS\$ -23,1	RTS\$ -32,2	Shanghai -12,7
Brent -12,6	Ukr Bonds -9,4	MSCI Ukr -40,0	MSCI Ukr -45,4	MSCI Ukr -49,6	MSCI Ukr -38,2
FTSE100 -14,3	PL Bonds -10,7	Ukr Bonds -63,5	Ukr Bonds -57,9	Ukr Bonds -60,9	Ukr Bonds -49,4
Rus Bonds -16,5	Bovespa -11,9	Rus Bonds -100,0	Rus Bonds -100,0	Rus Bonds -100,0	Rus Bonds -100,0



Tomasz Piotrowski
zarządzający funduszami
akcyjnymi

Karierę zawodową rozpoczął w 2007 roku w DWS Polska TFI S.A. (Grupa Deutsche Bank) - początkowo jako Analityk Rynku Akcji, a od 2009 r. na stanowisku Zarządzający Funduszami/Analityk, gdzie zajmował się m.in. funduszami funduszy (FoF), zarządzaniem pozycją walutową TFI (spot, hedging), zarządzaniem płynnością funduszy i planowaniem strategii inwestycji zagranicznych funduszy. W latach 2010-2015 w Skarbiec TFI zatrudniony na stanowisku Analityka w Departamencie Doradztwa i Analiz, następnie w Departamencie Zarządzania Aktywami jako Analityk i Zarządzający. W latach 2015-2018 zarządzający w Trigon TFI.

Zagraniczne rynki akcji

Kwiecień był powrotem do słabego zachowania się rynków z początku 2022 roku. Nieco lepszy marzec dawał podstawy do oczekiwania co najmniej pewnego uspokojenia na giełdach światowych co jednak nie miało miejsca. Właściwie niezależnie od geografii szerokie indeksy giełdowe notowały spadki. Najważniejszy punkt odniesienia dla rynków akcji S&P 500 spadł o blisko 9%, a NASDAQ o przeszło 13%. Równocześnie rynki europejskie wykazały się nieco większą odpornością. Niemiecki indeks DAX spadł o 2,2%, a francuski CAC 40 o niecałe 2%. Szeroki rynek wschodzący reprezentowany przez MSCI EM także przecenił się o blisko 6%. Z punktu widzenia czynników ryzyka w skali świata relatywnie lepiej poradził sobie czynnik Value, który zniżył o 5%. Czynnik wzrostowy w skali świata przecenił się w poprzednim miesiącu o 12%.

Do świadomości inwestorów coraz bardziej dochodzi negatywny obraz perspektywy sytuacji związany z mocnym zaostrzeniem polityki monetarnej i chęci ograniczenia przyspieszającej inflacji cen przez banki centralne za pomocą szerokiego spektrum działania. Do tego dochodzą kwestie wojenne i wpływ na ceny surowców, które to reagują tak, jak przy wszystkich podobnych kryzysach w przeszłości, czyli gwałtowną aprecjacją cen. Pewnym zaskoczeniem dla niektórych jest tutaj słabość złota, które jako jedno z nielicznych tzw. „realnych” aktywów za ostatnie pół roku jest na zbliżonym poziomie cenowym, w przeciwieństwie do takiej ropy naftowej (+30%) czy pszenicy (+40%). Po zachowaniu się globalnego rynku długu przez ostatnie miesiące teraz po raz kolejny do świadomości inwestorów dociera, że dogmaty w inwestycjach nie istnieją, a dywersyfikacja nie jest pojęciem zadanim i stałym. Złoto nie jest lekiem na całe zło i również podlega działaniu pewnych sił rynkowych, które powodują, że ostatnio to inne klasy aktywów lepiej spełniały rolę tzw. bezpiecznika inflacyjnego i geopolitycznego. Równoległe pojawił się czynnik już nieco zapomniany czyli „odrodzenie się” pandemii w niektórych ośrodkach chińskich, niestety dla świata kluczowych z punktu widzenia logistyki i łańcuchów wartości. Być może widząc codziennie potoki ciężarówek, obserwując ciężkie wagony na przejazdach kolejowych czy widząc samoloty transportowe zapominamy, że to transport morski odpowiedzialny jest za 80% globalnych przepływów handlowych, a tzw. wąskimi gardłami jest te kilkanaście / kilkadziesiąt w skali świata kluczowych punktów przeładunkowych, w tym niewątpliwie chiński port w Szanghaju. W krótkim terminie zestaw pesymistycznych informacji serwowanych inwestorom jest duży i raczej w kwietniu dalej rósł. Powoduje to, że sentyment z kolei jest słaby. Na bieżąco śledzimy blisko pięćdziesiąt różnego rodzaju indeksów i odczytów szeroko uznawanych za obiektywne miary sentymentu i najważniejsze z nich popierają takie stwierdzenie. Odczyty ankiety Bulls / Bears przez AAI są nisko, ekspozycja NAAIM choć nieco wzrosła od marca to dalej znajduje się w dolnym przedziale średniej, Fear & Greed po wzroście na przełomie marca i kwietnia zaczął spadać do niskich poziomów, relacja equity Put / Call jest na podwyższonym poziomie itd. Nie są to (jeszcze?) poziomy ekstremalne, przynajmniej w wielu przypadkach, ale na pewno można stwierdzić, że inwestorzy już nie mają założonych różowych okularów jak to miało miejsce w ubiegłym roku, lecz są co najmniej mocno zaniepokojeni.

W długim terminie poziom każdego indeksu wynika z zachowania się poszczególnych jego składowych. Składniki poszczególnych giełd natomiast mogą, ale nie muszą (wręcz bardzo często nie są), odzwierciedleniem poszczególnych gospodarek. Widać to na przykładzie indywidualnych krajów oraz większych agregatów. Trzeba pamiętać, że przykładowo chcąc wyeksponować się na surowce via rynki wschodzące, to już te rynki wschodzące reprezentowane przez najlepiej znane agregaty jak MSCI Emerging Markets, do którego z kolei „przykleja się” większość funduszy z tego obszaru inwestycyjnego, nie dają takiej ekspozycji na surowce jak kiedyś. Waga poszczególnych sektorów znacznie się w ciągu dekady zmieniła, tak jak zmieniła się waga krajów które kiedyś były, pod kątem czynników ryzyka, bardziej „value” niż „growth” (vide Chiny, nota bene największy składnik w agregacie rynków wschodzących, dominujących teraz ten indeks podobnie jak USA zdominowały benchmarki światowe).

Ostatnie dni i najbliższe tygodnie spędzą nam i pozostałym uczestnikom rynku na wnikliwą ocenę wpływających wyników finansowych za pierwszy kwartał tego roku. Sezon prezentacji trwa w USA w pełni, podobnie jak w Europie i sądzimy że już przyszły miesiąc będzie dobrą okazją do dokonania pewnego podsumowania z informacji, które wypływają z firm różnego rodzaju, od typowo wzrostowych po spółki paliwowe czy tzw. „stary” przemysł. Wnioski, które będą płynąć po analizie tych wyników będą kluczowe z punktu widzenia budowania przez nas ekspozycji w poszczególnych funduszach zagranicznych.



Łukasz Siwek

**zarządzający
funduszami**

Absolwent Akademii Górniczo-Hutniczej im. Stanisława Staszica w Krakowie na kierunku fizyka techniczna. Posiada licencję doradcy inwestycyjnego oraz licencję maklera papierów wartościowych. Karierę na rynku finansowym rozpoczął w 2011 roku w Navigator Capital S.A. oraz Navigator Capital Domu Maklerskim. Następnie, w latach 2012 - 2013 w Millennium Domu Maklerskim. W 2014 roku w NWA Brokerage House a od 2015 roku do lutego 2022 roku pracował w MetLife TFI. Od marca zatrudniony w Skarbiec TFI na stanowisku Zarządzającego Funduszami Akcji.

Polski rynek akcji

Kolejna fala spadków

Po odreagowaniu z marca, w kwietniu mieliśmy kontynuację trwającej od listopada 2021 roku przeceny na krajowych indeksach. Najgorzej poradził sobie, grupujący blue chipy, WIG20 notując spadek 12,9%. Na tym tle relatywnie lepiej wypadły indeksy średnich i małych spółek (mWIG40 -8,5%, sWIG80 -5,9%).

Czynniki rynkowe od początku roku nie zmieniły się. Inwazja Rosji na Ukrainę trwa. Inflacja na świecie cały czas straszy, budząc obawy o zacieśnianie polityki monetarnej przez banki centralne. Wstępny odczyt inflacji konsumenckiej (CPI) w Polsce za kwiecień pokazał dynamikę roczną 12,3% po raz kolejny przewyższając oczekiwania rynkowe (11,5%), zaś głównym winowajcą wzrostów są ceny żywności i energii. Na wokandę powrócił również koronawirus, który ponownie stał się problemem w Chinach, powodując serię lockdownów zaostrażających obawy o łańcuchy dostaw.

Oprócz globalnych ryzyk na sentyment panujący na Książęcej wpływ miało kilka lokalnych wydarzeń, które spotęgowały spadki i sprawiły, że WIG20 był trzecim najsłabszym na świecie indeksem (wśród 92 głównych indeksów grupowanych przez Bloomberg). Pierwszym z tych czynników był przedstawiony przez rząd pakiet instrumentów, które mają pomóc kredytobiorcom w obsłudze złotych kredytów hipotecyjnych. Plany te, pomimo już wcześniej dyskontowanego scenariusza politycznej interwencji z powodu wzrostu obciążeń kredytobiorców i wysokich wyników generowanych przez sektor, wywołały dalszą istotną wyprzedzą akcji banków. Kolejnym z powodów była informacja o wstrzymaniu przez Gazprom dostaw gazu do Polski, co potencjalnie (przy braku możliwości dostaw z innych kierunków) może mieć negatywny wpływ na spółki wykorzystujące ten surowiec w procesach produkcyjnych. Na niekorzyść działały również specyficzne dla konkretnych spółek wydarzenia, jak zaraportowana przez CD Project słaba sprzedaż gry Cyberpunk oraz wolniejsze tempo prac nad płatnym dodatkiem, czy wybuchy metanu w dwóch kopalniach należących do Jastrzębskiej Spółki Węglowej.

Po raz kolejny zwracamy uwagę na poziom wycen, które w średnim terminie skłaniają do optymizmu. Indeks WIG (obrazujący zachowanie szerokiego rynku) notowany był na koniec kwietnia na wskaźniku cena do zysk (P/E) równym 7,7 przy średniej 10letniej 12,2. Indeksy WIG20, mWIG40 czy sWIG80 też są handlowane znacznie poniżej historycznej średniej. W kwietniu zakończyliśmy sezon wyników za 4Q'21 w którym ponad 70% spółek WIG20/mWIG przebiło oczekiwania. W przypadku sWIG80 udało się to w 52% przypadków. Obecnie trwa publikacja rezultatów za 1Q'22, która na tą chwilę niesie wzmocnienie trendu pozytywnych zaskoczeń. Analitycy oczekują, wysokich dwucyfrowych wzrostów zagregowanych wyników zarówno w ujęciu rocznym jak i kwartalnym. Pozytywne tendencje utrzymać powinny się w sektorze paliwowym, wydobywa, bankowym czy chemicznym.

W kolejnych miesiącach oprócz obserwowania publikowanych wskaźników gospodarczych, dużo uwagi poświęconej będzie środkom finansowym jakie Polska może otrzymać z różnych programów pomocowych. Mogą one stanowić ważne wsparcie dla spowalniającej dziś polskiej gospodarki.

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

Indeks	kwi.22	ytd	Indeks	kwi.22	ytd	Indeks	kwi.22	ytd
WIG	-11,0%	-16,7%	WIG-BANKI	-15,4%	-25,2%	WIG-LEKI	-11,1%	-34,9%
WIG20	-12,9%	-18,0%	WIG-BUDOW	-7,8%	-10,0%	WIG-MEDIA	-10,5%	-24,4%
MWIG40	-8,5%	-17,4%	WIG-CHEMIA	-6,3%	8,1%	WIG-MOTO	-7,3%	-11,3%
SWIG80	-5,9%	-7,5%	WIG-ENERG	7,7%	18,0%	WIG-NRCHOM	-0,3%	-4,9%
WIG30	-12,2%	-17,8%	WIG-GORNIC	-15,5%	12,7%	WIG-ODZIEZ	-15,8%	-43,6%
WIG140	-11,3%	-17,0%	WIG-INFO	-6,2%	-12,1%	WIG-PALIWA	2,0%	2,9%
						WIG-SPOZYW	-14,4%	-43,6%

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 kwiecień 2022.

Indeks WIG20	Zmiana	Indeks MOWIG40	Zmiana	Indeks SWIG80	Zmiana
Grupa Lotos SA	17,8%	Tauron Polska Energia SA	16,2%	Bumeh SA	39,0%
PGE	8,4%	Develia SA	6,6%	Bowim SA	17,4%
PGNiG	0,4%	XTB SA	6,4%	Arctic Paper SA	17,3%
LPP SA	-18,0%	TEN Square Games SA	-20,8%	Shoper SA	-21,4%
CD Projekt SA	-30,4%	PlayWay SA	-21,0%	Erbud SA	-25,6%
Allegro.eu SA	-35,2%	Bank Millennium SA	-24,0%	Getin Noble Bank SA	-37,8%



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

Kwiecień na rynkach obligacji należał do niedźwiedzi. Przewidywana była kontynuowana zarówno na rynkach bazowych, jak i na rynku lokalnym oraz rynkach w regionie. Rynki dyskontowały kolejne podwyżki stóp procentowych spowodowane rosnącą inflacją. Walka z inflacją jest oczkiem w głowie banków centralnych i nic nie zapowiada, żeby w najbliższym okresie miało się to zmienić.

W kwietniu odbyło się posiedzenie EBC, które nie przyniosło przełomu i jastrzębiego zaskoczenia. Powtórzono zmodyfikowany w marcu forward guidance - podwyżka nastąpi „po pewnym czasie” od zakończenia skupu aktywów. Konsensus rynkowy oczekuje, że skup aktywów zakończy się w trzecim kwartale, a do podwyżek dojdzie we wrześniu i grudniu. Nie można jednak wykluczyć, że na posiedzeniu w czerwcu EBC podejmie decyzję o szybszym zakończeniu skupu aktywów, a pierwszą podwyżkę zobaczymy w lipcu.

W kwietniu nie było posiedzenia FED, jednak na moment pisania komentarza znana już jest decyzja z posiedzenia majowego. Stopy zostały podniesione o 50 p.b. do przedziału 0,75-1,0%. FED zapowiedział rozpoczęcie redukcji bilansu banku centralnego w tempie 47,5 mld dolarów miesięcznie (z czego 30 mld papierów skarbowych i 17,5 mld papierów hipotecznych) od czerwca przez trzy miesiące. Od września tempo redukcji ulegnie przyspieszeniu i ma wynosić 95 mld dolarów miesięcznie (60 mld papierów skarbowych, a 35 mld hipotecznych). Na konferencji prezes Powell wskazał, że FED nie rozważa podwyżek w skali 75 p.b. i można spodziewać się ruchów po 50 p.b. na najbliższych posiedzeniach. Rynek wycenia, że stopy w USA wzrosną do końca roku jeszcze o 200 p.b.

W odróżnieniu do pierwszego kwartału, w kwietniu amerykańska krzywa dochodowości nie uległa dalszemu wypłaszczeniu/odwracaniu, a rentowności obligacji o dłuższych zapadalnościach wzrosły mocniej. W trakcie miesiąca rentowność obligacji amerykańskich dwuletnich wzrosła z 2,33% do 2,71%, 5-letnich z 2,46% do 2,95%, 10-letnich z 2,34% do 2,93%. W tym okresie 10-letnie oczekiwania inflacyjne w USA wzrosły z 2,83% do 2,94%, co spowodowało, że 10-letnia realna stopa procentowa zbliżyła się do zera.

Ze względu na brak jastrzębich kroków z strony EBC wystromieniu uległa niemiecka krzywa dochodowości. Rentowności obligacji 2-letnich wzrosły z -0,07% do 0,26%, a 10-letnich z 0,55% do 0,94%.

W kwietniu spready kredytowe peryferii strefy euro rozszerzyły się, co oznacza, że rentowności obligacji krajów południa Europy wzrosły mocniej niż rentowności obligacji niemieckich. Różnica rentowności między 10-letnią obligacją włoską, a niemiecką wzrosła z 149 do 183 p.b. W kwietniu silnej przecenie, mocniejszej niż na rynkach bazowych uległy obligacje krajów Europy Środkowo-Wschodniej i Bałkanów denominowanych w euro i dolarze. Rosnące rentowności na rynkach bazowych przyczyniły się też do przeceny w segmencie obligacji korporacyjnych high-yield.

W kwietniu główną stopę procentową z poziomu 4,4% do 5,4% podniósł węgierski bank centralny. Wzrosła również 1-tygodniowa stopa depozytowa, do poziomu 6,45%.

Na rynku lokalnym obligacje doświadczyły kolejnego krwawego miesiąca. Niespodziewanie wysokiej podwyżki stopy procentowej dokonała RPP, która podniosła stopę referencyjną z 3,5% na 4,5%. Była to reakcja na ekspansywną politykę pieniężną w postaci obniżenia stawki PIT z 17 do 12%. Prezes Głapiński na konferencji po podwyżce wskazał na bardzo dobrą sytuację w polskiej gospodarce, która pozwala na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej. Opublikowane dane gospodarcze za marzec były potwierdzeniem tej tezy. Uwagę przyciąga silny rynek pracy z solidnym wzrostem płac przekładającym się w marcu na realny wzrost wynagrodzeń. Do tego bardzo dobre wysokie odczyty produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i budownictwa spowodowały, że obligacje znowu znalazły się pod presją. Ciężki miesiąc przypieczętował wstępny szacunek inflacji CPI za kwiecień, który wskazał 12,3%, powyżej wszystkich prognoz. Głównym źródłem zaskoczenia były ceny żywności, które wzrosły m/m

o 4,2%. Na wzrostowej ścieżce jest inflacja bazowa, która wzrosła w okolice 7,5% r/r. Ruch ze strony RPP oraz odczyty z gospodarki przełożyły się na wzrost oczekiwań co do podwyżek stóp procentowych.

Na koniec kwietnia rynek wyceniał osiągnięcie stopy referencyjnej na poziomie 7,5% w drugiej połowie roku. Krzywa stopy procentowej uległa jeszcze mocniejszej inwersji, co oznacza, że różnica między stopą 2-letnią a 10-letnią zwiększyła się. Stopa 2-letnia wzrosła z poziomu 5,77% do 7,18%, 5-letnia wzrosła z 5,16% do 6,46%, a 10-letnia wzrosła z 4,74% do 5,94%. Wraz z przesunięciem się krzywej stopy procentowej wzrosły rentowności obligacji stałokuponowych. Rentowności obligacji 2-letnich wzrosły z 5,53% do 6,61%, 5-letnich z 5,65% do 6,87%, a 10-letnich z 5,22% do 6,37%. W kwietniu przecenie ponownie uległy obligacje zmiennokuponowe.

W minionym miesiącu Ministerstwo Finansów przeprowadziło dwie aukcje regularne. Na pierwszej sprzedano obligacje za 4 mld zł przy popycie 5,77 mld zł oraz zrealizowano sprzedaż na aukcji dodatkowej za blisko 600 mln zł. Największą popularnością cieszyła się 5-letnia obligacja stałokuponowa. Na drugim przetargu sprzedano obligacje za 6,75 mld zł przy popycie 7,6 mld zł oraz sprzedaż obligacji za 780 mln zł na aukcji dodatkowej. Największe zainteresowanie skupiło się na 5-letnim i 10-letnim benchmarku stałokuponowym. W maju Ministerstwo Finansów planuje przeprowadzić aukcję zamiany 12 maja raz przetarg sprzedaży 26 maja. Możliwość przeprowadzenia przetargu obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa 18 maja zapowiedział BGK. Zapowiedziana jako możliwa analogiczna aukcja w kwietniu nie została przeprowadzona. Ministerstwo Finansów podało, że w marcu drugi miesiąc z rządu wzrosło zaangażowanie inwestorów zagranicznych w polskich obligacjach skarbowych. Stan środków na rachunkach budżetowych wyniósł na koniec miesiąca 87 mld zł, a potrzeby pożyczkowe brutto na 2022 są zrealizowane w 66%.

W momencie publikacji komentarza znana jest już decyzja RPP w maju, które zdecydowała się podnieść stopę referencyjną z 0 75 p.b. do 5,25% co było ruchem poniżej oczekiwań rynkowych (100 p.b.). Może to ograniczać zakłady rynkowe na większą skalę podwyżek. Wydaje się, że ważną wskazówką będą dane makroekonomiczne w drugiej połowie miesiąca. W maju globalne rynki będą próbować znaleźć równowagę po ogłoszeniu rozpoczęcia redukcji bilansu FED.

PRZEGLĄD RYNKÓW

DANE NA 30.04.2022

INDEKSY ŚWIATOWE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
S&P500	4131,93	-8,80%	-13,3%	-1,2%
DJIA	32977,21	-4,91%	-9,2%	-2,6%
NASDAQ	12334,64	-13,26%	-21,2%	-11,7%
CAC40	6533,77	-1,89%	-8,7%	4,2%
FTSE100	7544,55	0,38%	2,2%	8,2%
DAX	14097,88	-2,20%	-11,2%	-6,9%
NIKKEI225	26847,90	-3,50%	-6,8%	-6,8%
SHANGHAI COMP	3047,06	-6,31%	-16,3%	-11,6%
RTS	1081,52	5,90%	-32,2%	-27,2%
ISE 100	2430,55	8,83%	30,8%	73,9%
BOVESPA	107876,16	-10,10%	2,9%	-9,3%
SENSEX	57060,87	-2,57%	-2,0%	17,0%

STOPY PROCENTOWE (ZMIANA W P.B.)

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIBOR 3M	6,05	128	351	584
Polska 2 lata PLN	6,61	108	322	651
Polska 5 lat PLN	6,87	122	290	594
Polska 10 lat PLN	6,37	115	270	466
Polska 10 lat EUR	0,03	0	0	0
Polska 10 lat USD	3,45	76	199	242
USA 10 lat	2,93	60	142	131
Niemcy 10 lat	0,94	39	112	114
High Yield USD	6,98	97	276	299
High Yield EUR	1,48	47	128	138

INDEKSY POLSKIE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIG20 TR	3478,67	-12,9%	-18,0%	-6,8%
WIG	57754,98	-11,0%	-16,7%	-5,0%
mWIG40 TR	5989,93	-8,0%	-16,9%	0,1%
sWIG80 TR	24977,29	-5,3%	-6,9%	-3,0%
MSCI Poland	1213,21	-13,8%	-19,6%	-10,1%

SUROWCE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
ROPA BRENT	109,34	1,3%	40,6%	62,6%
ZŁOTO	1.896,93	-2,1%	3,7%	7,2%
SREBRO	22,78	-8,1%	-2,3%	-12,1%
MIEDŹ	439,50	-7,5%	-1,5%	-1,9%
ALUMINIUM	3.035,50	-12,9%	8,3%	27,0%
GAZ ZIEMNY	7,24	28,4%	94,2%	147,2%

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	3,60	1 kw. 2022	5,50	4 kw. 2021	5,00	1 kw. 2022	4,70	4 kw. 2021	5,20	1 kw. 2022	4,90	4 kw. 2021
Inflacja	12,30	kwi 22	11,00	mar 22	8,50	mar 22	7,90	lut 22	7,50	kwi 22	7,40	mar 22	7,80	mar 22	6,20	lut 22
Sprzedaż detaliczna	22,00	mar 22	16,50	lut 22	6,60	mar 22	17,80	lut 22	0,80	mar 22	5,20	lut 22	1,70	mar 22	5,60	lut 22
Produkcja przemysłowa	17,30	mar 22	17,30	lut 22	5,47	mar 22	7,51	lut 22	2,00	lut 22	-1,50	sty 22	3,00	lut 22	0,10	sty 22
Stopa bezrobocia	5,40	mar 22	5,50	lut 22	3,60	mar 22	3,80	lut 22	6,80	mar 22	6,90	lut 22	6,20	mar 22	6,30	lut 22

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.