

1. Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Grzegorz Zatryb

2. Zagraniczne rynki akcji

Michał Cichosz

3. Polski rynek akcji

Krzysztof Cesarz

4. Rynki obligacji

Mateusz Roda



Grzegorz Zatryb

dyrektor departamentu
zarządzania funduszami
rynków kapitałowych

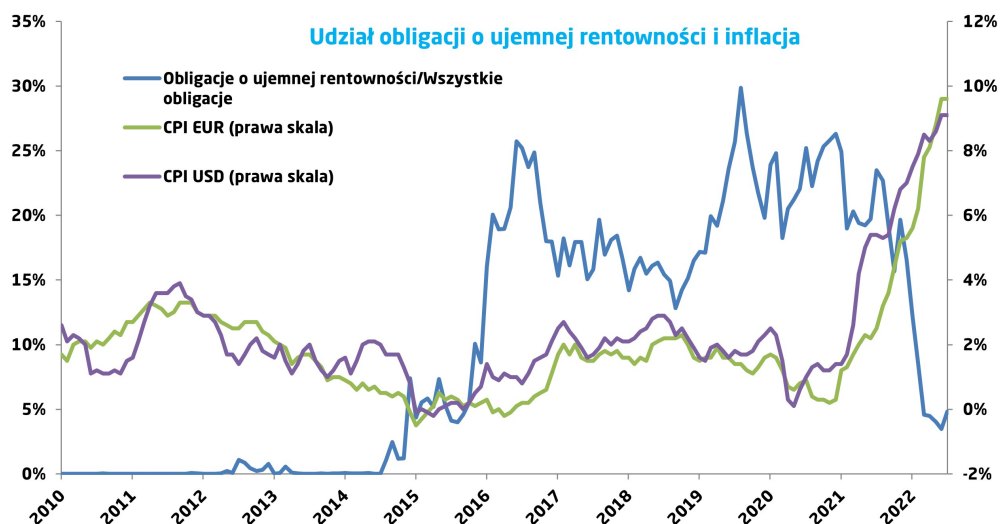
Jest absolwentem Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego. W instytucjach finansowych pracuje od 1991 roku. Doświadczenie zawodowe zdobywał w bankach, a następnie jako zarządzający w CAIB Securities, oraz BRE Asset Management. W latach 1998-2000 jako Dyrektor Biura Skarbu w TUiR WARTA odpowiadał 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

Półmetek

Półowa roku za nami (z nawiązką). Pierwsza półowa roku skończyła się co prawda 30 czerwca ale dodatkowy miesiąc pozwala spojrzeć na minione półrocze z szerszej perspektywy. Ponadto, wakacyjny lipiec to dobry moment na odpoczynek od strategicznych rozważań. W tej odsłonie będzie o obligacjach.

Krajobraz rynku długu uległ drastycznej zmianie, niczym po przejściu lodowca. Najbardziej rzuca się w oczy praktyczne „wymarcie” obligacji o ujemnych rentownościach. Na poniższym wykresie widać, że wraz ze wzrostem inflacji, udział takich papierów spadł prawie do zera.



Źródło: Bloomberg, Skarbiec TFI

Trzymając się paleontologicznej konwencji, na 4 sierpnia br. „endemity” ujemnej rentowności ostały się tylko w Japonii.

Lat do wykupu =>	1	2	3	5	7	10	15	20	30
Niemcy	0,41	0,39	0,38	0,60	0,64	0,85	1,04	1,01	1,05
Francja	0,48	0,29	0,70	0,97	1,07	1,42	1,74	1,89	1,96
Włochy	0,76	1,30	1,78	2,12	2,55	2,99	3,06	3,14	3,22
Hiszpania	0,58	0,67	0,91	1,16	1,52	1,97	2,29	2,38	2,47
Portugalia	0,19	0,58	0,80	1,11	1,35	1,89	2,14	2,33	2,52
Wlk. Brytania	2,05	1,84	1,73	1,71	1,76	1,88	2,25	2,32	2,27
Szwajcaria	0,12	0,13	0,08	0,21	0,29	0,47	0,68	0,74	0,73
Stany Zjednoczone	3,06	3,09	3,03	2,84	2,80	2,72	2,83	2,89	2,95
Japonia	-0,13	-0,09	-0,11	-0,03	0,04	0,18	0,54	0,83	1,19

Źródło: Bloomberg, Skarbiec TFI

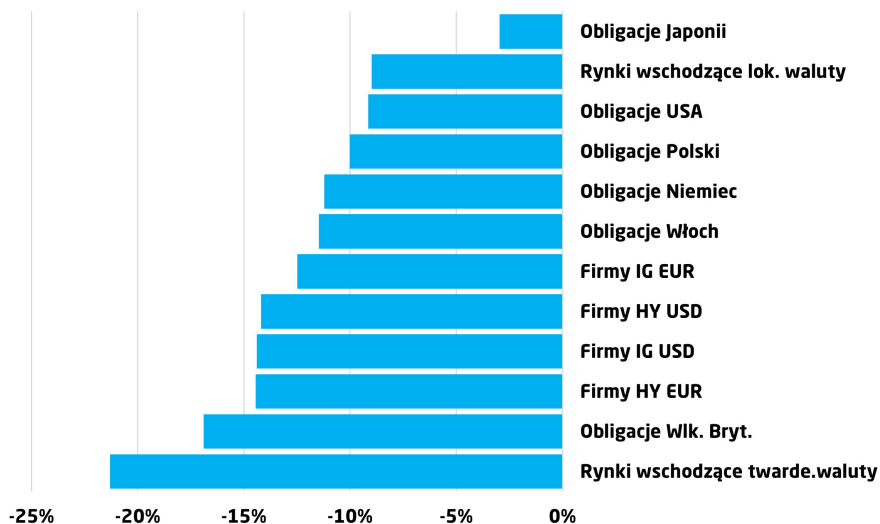
Aby uświadomić sobie skalę zmiany, podobne zestawienie przygotowane na koniec ubiegłego roku wyglądałoby zupełnie inaczej.

Lat do wykupu =>	1	2	3	5	7	10	15	20	30
Niemcy	-0,61	-0,63	-0,64	-0,46	-0,36	-0,18	0,01	-0,02	0,18
Francja	-0,65	-0,65	-0,53	-0,26	-0,13	0,19	0,47	0,64	0,92
Włochy	-0,58	-0,08	0,03	0,41	0,69	1,16	1,53	1,73	1,98
Hiszpania	-0,57	-0,64	-0,43	-0,15	0,10	0,56	1,01	1,20	1,38
Portugalia	-0,80	-0,70	-0,59	-0,25	0,06	0,46	0,76	1,06	1,36
Wlk. Brytania	0,55	0,70	0,78	0,84	0,82	1,01	1,20	1,25	1,18
Szwajcaria	-0,77	-0,71	-0,59	-0,41	-0,31	-0,14	0,00	0,02	-0,03
Stany Zjednoczone	0,38	0,75	0,98	1,30	1,46	1,55	1,76	1,86	1,96
Japonia	-0,07	-0,07	-0,07	-0,06	-0,07	0,06	0,28	0,47	0,69

Źródło: Bloomberg, Skarbiec TFI

W praktyce oznacza to, że ceny obligacji spadły i to w skali rzadko spotykanej. Poniższa tabela pokazuje, jak zmieniła się wartość indeksów obligacji w ujęciu geograficznym i podmiotowym w pierwszym półroczu 2022 r.

Stopa zwrotu z aktywów dłużnych

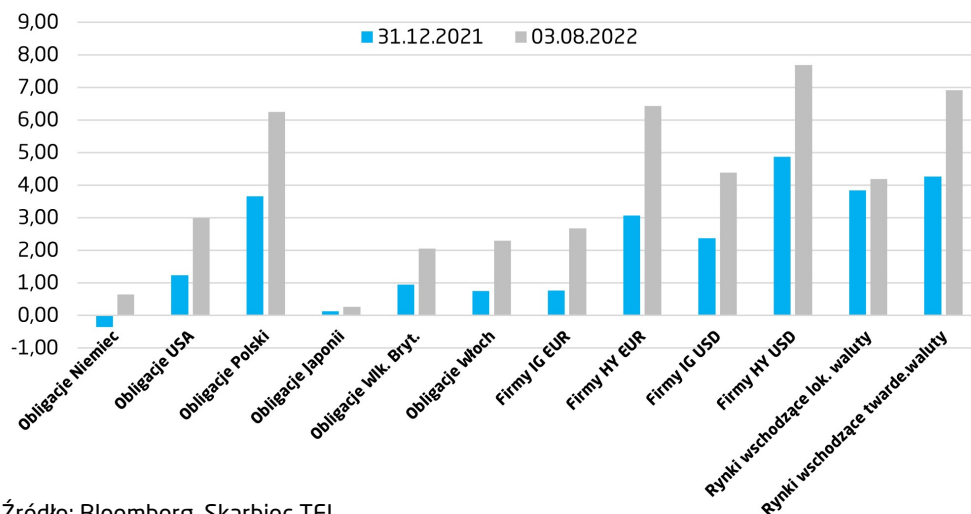


Źródło: Bloomberg, Skarbiec TFI

Powyższe stopy zwrotu dotyczą szerokich indeksów, czyli jest to coś w rodzaju przeciętnej stopy zwrotu z wszystkich obligacji na danym rynku. Weźmy jednak niemiecką 30-latkę. Z zielono-czerwonych tabelki powyżej widać, że od początku roku jej rentowność wzrosła o 0,87 punktu procentowego. Zmodyfikowana duracja tego papieru to 29,7. Oznaczałoby to spadek ceny o 25,8%. W rzeczywistości, z uwagi na pewne niuanse matematyki finansowej, spadek ten wyniósł 22,9%. Nie jest to zmienność, do jakiej przyzwyczajeni są inwestorzy na rynku obligacji. Nasz stary dobry WIG20 stracił w tym czasie 26,14%, tak dla porównania.

Jak to na szczęście zwykle bywa, jest też druga strona monety. Spadki cen spowodowały, że obecnie rentowności obligacji są znacznie wyższe.

Rentowności do wykupu



Źródło: Bloomberg, Skarbiec TFI

Obligacje dają więc w końcu zarobić. To nominalne stopy zwrotu, ale tak samo prezentowane są stopy zwrotu z innych klas aktywów. Nawet, jeśli pominiemy wpływ nadchodzącego spowolnienia na instrumenty udziałowe czy surowce, wyższe stopy zwrotu powodują, że dług z ławki rezerwowych wraca na boisko. Przechodząc do kategorii realnych musimy dokonać pewnych założeń. Dotyczą one inflacji. Prosta metoda wyliczenia realnych stóp polega na odjęciu od rentowności nominalnych aktualnej stopy rocznej inflacji. W ten sposób zakładamy jednak, że inflacja nie ulegnie zmianie. Nie wiem jaka będzie inflacja w przyszłości, z całą pewnością jednak nie będzie przez cały czas taka sama. Załóżmy więc, że NBP poprawnie przewiduje inflację. Zgodnie z lipcową projekcją, ścieżka inflacji kształtuje się następująco: 2022: 14,2%, 2023: 12,3%, 2024: 4,1%. Załóżmy też, że w 2025 nastąpi powrót do celu inflacyjnego 2,5%. Wówczas obligacja 10-letnia, która ma rentowność ok. 5,6% począwszy od 2024 będzie przynosiła realny dochód. Ale to nie wszystko, ponieważ wraz ze spadkiem inflacji można spodziewać się także spadku rentowności obligacji czyli wzrostu ich cen. Spadek rentowności o 2 punkty procentowe oznacza wzrost ceny o ok. 15%.

Tutaj jednak ważna uwaga. Jeżeli kupimy detaliczną obligację Skarbu Państwa, to dostaniemy, zakładając inflację jak wyżej, rentowność ok. 5,1%. Dla porównania, rentowności funduszy dłużnych skarbcza wahają się, przed odjęciem opłat za zarządzanie w okolicach 7,5%. W sytuacji, kiedy oczekujemy spadku stóp procentowych, założenie, iż do powyższej rentowności funduszy można coś dołożyć w związku z wykorzystaniem tego trendu jest jak najbardziej uzasadnione. Niech to będzie to 15% czyli 1,5% rocznie. Tych 15% inwestując w obligacje detaliczne nie dostaniemy. Dodam jeszcze, że podobną opinię ma Ministerstwo Finansów. Emitując atrakcyjne (ale nie aż tak bardzo) obligacje detaliczne wie, że dług zaciągnięty w ten sposób będzie w ostatecznym rozrachunku tańszy, niż dług z rynku hurtowego. Nikt przecież nie sądzi, że władze fiskalne nagle stały się filantropem, z troską pochylającym się nad szarym człowiekiem.

Kalendarzowo mamy więc półmetek (plus lipiec), na rynku długu mamy zaś prawdopodobnie przednówek, czyli najgorszy okres, już za sobą. Na przednówku stare zapasy już się skończyły, nowych plonów jeszcze nie ma. Obecne rentowności obligacji w kontekście spadku inflacji oznaczają, że nowy plon już wykiełkował. Podejmowanie decyzji inwestycyjnych w oparciu o historyczne stopy zwrotu jest obecnie szczególnie nieuzasadnione.

Stopy zwrotu poszczególnych indeksów

Źródło: Bloomberg LP, Skarbiec TFI. Dane na 01.08.2022

2020	2021	12M	3M	YTD	WAR
Nasdaq 43,6	Brent 53,7	BISIT100 86,1	RUB 15,5	Brent 39,9	RUB 31,8
WIG80 33,6	S&P500 26,9	Brent 50,7	Shanghai 6,8	BISIT100 39,6	BISIT100 28,6
BISIT100 29,1	BISIT100 25,8	RUB 18,0	BIST100 6,7	RUB 21,1	Brent 18,2
Gold 25,1	WIG80 24,6	Sensex 9,5	RTS\$ 4,4	FTSE100 0,5	Nikkei225 5,1
S&P500 16,3	EuroS600 22,2	FTSE100 5,6	PL Bonds 4,3	Sensex -1,2	Sensex 0,6
Nikkei225 16,0	Sensex 22,0	Nikkei225 1,9	Nikkei225 3,6	Bovespa -1,6	FTSE100 -1,0
Sensex 15,8	WIG 21,5	Gold -2,7	Brent 2,4	Nikkei225 -3,4	S&P500 -2,3
Shanghai 13,9	Nasdaq 21,4	Shanghai -4,2	GE Bonds 0,9	Gold -3,5	EuroS600 -3,4
Ukr Bonds 11,5	MSCI Ukr 17,1	EuroS600 -5,1	Sensex 0,9	PL Bonds -95,3	US Bonds -4,4
US Bonds 8,0	RTS\$ 15,0	S&P500 -6,0	US Bonds 0,9	GE Bonds -7,1	GE Bonds -4,5
HY Bonds 7,0	FTSE100 14,3	US Bonds -8,7	Nasdaq 0,5	US Bonds -7,7	Nasdaq -5,0
PL Bonds 6,7	Nikkei225 4,9	GE Bonds -8,8	Ukr Bonds 0,0	EuroS600 -10,1	PL Bonds -5,4
UK Bonds 3,1	Shanghai 4,8	UK Bonds -12,9	S&P500 0,0	Shanghai -10,6	RTS\$ -6,2
GE Bonds 3,0	UK Bonds 1,0	PL Bonds -14,5	FTSE100 -1,6	UK Bonds -12,3	Shanghai -6,8
Bovespa 2,9	HY Bonds 1,0	HY Bonds -14,5	UK Bonds -2,1	S&P500 -13,3	Gold -7,5
RUB -0,8	Rus Bonds 0,7	Bovespa -15,3	EuroS600 -2,7	HY Bonds -13,5	WIG80 -7,6
WIG -1,4	RUB -0,2	Nasdaq -15,6	MSCI Ukr -3,2	WIG80 -13,7	UK Bonds -7,7
EuroS600 -4,0	US Bonds -2,3	WIG80 -16,2	HY Bonds -3,9	WIG -20,6	Bovespa -7,9
MSCI Ukr -10,0	GE Bonds -2,7	WIG -18,7	Bovespa -4,4	Nasdaq -20,8	HY Bonds -9,7
RTS\$ -10,4	Gold -3,6	RTS\$ -30,5	WIG -4,8	RTS\$ -29,2	WIG -12,4
Brent -12,6	Ukr Bonds -9,4	MSCI Ukr -44,6	WIG80 -6,7	MSCI Ukr -51,2	MSCI Ukr -40,1
FTSE100 -14,3	PL Bonds -10,7	Ukr Bonds -64,8	Gold -6,9	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

**Michał Cichosz****zarządzający funduszami
akcyjnymi**

Absolwent Akademii Ekonomicznej w Poznaniu na specjalności Inwestycje Kapitałowe oraz Strategie Finansowe Przedsiębiorstw. Od 2009 roku posiada tytuł Chartered Financial Analyst (CFA). Karierę zawodową rozpoczął w Domu Maklerskim BZ WBK w 2005 roku. W latach 2008-2010 pracował w Aviva Investors Poland. W latach 2011-2015 w Skarbiec TFI zatrudniony na stanowisku zarządzającego w Departamencie Zarządzania Aktywami. W latach 2015-2018 zarządzający w Trigon TFI. Od grudnia 2018 roku w Skarbiec TFI.

Zagraniczne rynki akcji

W lipcu na globalnych rynkach obserwowaliśmy praktycznie odbicie lustrzane wydarzeń czerwcowych. Po istotnych spadkach i zamknięciu najgorszego pierwszego półrocza dla indeksów akcyjnych od wielu lat, lipiec przyniósł solidne odbicie i dużo zielonego koloru na światowych parkietach. Największe indeksy światowe S&P 500, Nasdaq oraz Eurostoxx 600 wzrosły odpowiednio o ponad 9%, 12% i 7%. Nie da się ukryć, że do takiego obrotu sprawy przyłożył się rozpoczynający sezon publikacji wyników spółek, który w większości przyniósł inwestorom swego rodzaju ulgę po czarnych wizjach inflacyjno-recesyjnych, które inwestorzy zdążyli mocno nadmuchać w swoich głowach we wcześniejszych tygodniach.

Do końca lipca zdążyło opublikować swoje wyniki 56% firm wchodzących w skład S&P 500. Póki co, obecny sezon notuje niższe odsetki bicia prognoz na tle ostatnich kwartałów średnich, ale przy skali pesymizmu rynkowego inwestorom to w zupełności wystarczyło, żeby odetchnąć spokojnie. Precyzyjnie rzecz biorąc, 73% spółek odnotowała wyższe zyski aniżeli konsensus prognoz, co jest poniżej poziomu 5-letniej średniej. Zaraportowane zyski na akcję były wyższe od prognoz tylko o 3,1%, poniżej 5-letniej średniej na poziomie 8,8%. W sumie zyski zaraportowane wzrosły r/r jedynie o 6% (najniższa dynamika od 4Q 2020).

Oceniając potencjalny wpływ spowolnienia gospodarczego na fundamenty amerykańskich firm, przede wszystkim warto jednak sprawdzić statystyki dla przychodów za Q2. Tutaj sytuacja jest jaśniejsza od tej na zyskach, bo co prawda 66% firm przebiło prognozy rynkowe, co jest poniżej średnich z ostatnich lat, ale za to skala pobicia prognoz analityków była dwukrotnie wyższa niż średnia. W ujęciu sektorowym największym pozytywnym kontrybutorem do statystyk okazała się branża Energy dzięki wysokiej cenie ropy. Sam poziom dynamiki przychodów o +12,3% r/r jest szóstym pod rząd kwartałem ze wzrostem powyżej 10% r/r. Wszystkie jedenaście sektorów odnotowały pozytywną dynamikę przychodów w 2Q.

Najciekawszą obserwacją z pierwszego miesiąca sezonu wyników za Q2 są póki co zupełnie odmienne reakcje inwestorów na publikacje wyników oraz prognozy spółek w stosunku do tych obserwowanych przy wynikach za Q1. Na wiosnę reakcją na zbliżone zestawy danych były w większości ultranegatywne, podczas gdy obecnie widać oznaki chęci „wkupowania się” nie tylko w lepsze publikacje, ale nawet w te daleko odbiegające od idealnych.

W ostatnich tygodniach było wiele przypadków spółek podających gorsze wyniki od oczekiwanych i obniżających nieznacznie prognozy na resztę roku, które spotkały się ku zaskoczeniu rynkowych obserwatorów z pozytywną reakcją kursu. Ta znacząca zmiana w zachowaniu pokazuje, że rynek w dużym stopniu czekał na to, aż spółki „przygotują” inwestorów na spowolnienie gospodarcze, tym samym „oczyszczając” drogę z potencjalnych negatywnych nagłówków. Obniżona poprzeczka oczekiwań na drugą połowę roku pozwala na ewentualne pozytywne zaskoczenia później i daje inwestorom bardziej komfortowy punkt startowy. Pozytywne reakcje kursów bezpośrednio po publikacji obniżki prognoz „na poczet recesji” żywo przypomina podobne sekwencje, które miały miejsce w okolicy dołków w roku 2009.

Jeśli chodzi o obraz kondycji biznesowej spółek technologicznych z segmentu „growth” mamy kontynuację trendów z Q1. Segmenty spółek technologicznych, których produkty były „łatwoklikalne” i w większości trafiające do klienta konsumpcyjnego (B2C), odnotowują w Q2 znacznie niższe dynamiki wzrostu biznesu aniżeli w ubiegłych dwóch latach. Wynika to z bardzo wysokiej bazy porównawczej z czasów i obostrzeń pandemicznych. Do tych sektorów zaliczyć można m.in. ecommerce, gaming, streaming, advertising czy communication.

Po przeciwnej stronie barykady, pomimo generalnych obaw inwestorów o spowolnienie, są spółki z oprogramowaniem „mission-critical” dla biznesu (B2B) gdzie papierkami lakmusowymi w segmencie były raporty wynikowe z Microsoftu „w chmurze” oraz segmentu AWS w Amazonie. Oba utrzymały wysokie dynamiki wzrostu przychodów wskazując na mocny popyt klientów oraz brak pogorszenia się koniunktury pomimo wszechobecnego obaw recesyjnych.

Sierpień to kolejny miesiąc intensywnej publikacji wyników, gdzie superciekawe będzie obserwowanie czy opisane wyżej reakcje z pierwszego miesiąca sezonu zostaną utrzymane. To pokaże chęci i siłę inwestorów co do zmiany sentymentu rynkowego na dłużej.



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).

Polski rynek akcji

Nie taki nudny lipiec

Nastroje jakie dominowały wśród inwestorów na początku lipca, nie napawały optymizmem. Po raz kolejny jednak mogliśmy się przekonać, że wskaźniki sentymentu należy odczytywać w sposób kontrariański. Zwolennicy dalszej przeceny akcji, powiedzą, że zaobserwowane w lipcu wzrosty głównych indeksów giełdowych nie były duże i dokonały się podczas ostatniej sesji w miesiącu. To prawda, mimo to należy takie zachowanie odczytywać pozytywnie. Wrażenie to dodatkowo wzmacnia jest dobrym zachowaniem innych giełd np. w USA czy w Europie. Nie zapominajmy, że optymizm wśród inwestorów bywa zaraźliwy, a na razie jest niewielu zainfekowanych.

Z kronikarskiego obowiązku należy zauważyć, że Indeks grupujący blue chipy, WIG20 zanotował wzrost o 1,5% (2,7% uwzględniając wypłacone dywidendy). Dobrze też zachowywały się indeksy średnich i małych spółek (mWIG40 +3,3%, sWIG80 +1,0% także wliczając wypłacone dywidendy).

Wśród inwestorów często rozpowszechniona jest opinia, że lipiec i sierpień to nudne miesiące ze względu na sezon urlopowy, który wpływa na spadek aktywności inwestorów. Tym razem było inaczej. Ulubiony sektor polityków, który traktowany jest przez nich jak „świnka skarbonka”, czyli sektor bankowy, nie uchronił się przed tzw. „wakacjami kredytowymi”. Ustawa podpisana 14 lipca przez Prezydenta, zaczęła obowiązywać od 29 lipca. Wg różnych opracowań, z tego rozwiązania skorzysta ok 2/3 osób posiadających kredyt hipoteczny. Koszty jakie z tego tytułu poniosą banki w 2022 szacowane są na to ok 13-16 mld zł. Kolejny spadkowy miesiąc na indeksie WIG-Banki nie dziwi, pomimo publikacji bardzo dobrych wyników finansowych.

28 lipca łezka w oku zakręciła się inwestorom Grupy Lotos. Był to ostatni dzień notowań polskiego blue chipa. Inwestorzy którzy nie zdążyli sprzedać posiadanych akcji, w sierpniu otrzymają 1,075 akcji PKN Orlen w zamian za każdą posiadaną akcję Grupy Lotos. Do końca roku takich sentymentalnych momentów będzie więcej. 29 lipca zakomunikowano, że ustalony został parytet wymiany akcji PGNiG SA na akcje PKN Orlen. Jeśli uda się ten proces przeprowadzić zgodnie z harmonogramem to do końca roku PGNiG SA także zniknie z giełdy, a posiadacze 1 akcji dostaną 0,925 akcji PKN Orlen. Zamiast trzech dużych państwowych spółek, powstanie jedna duża, pytanie tylko czy atrakcyjniejsza inwestycyjnie? Indeks WIG 20 zostanie uzupełniony o dwie spółki z listy rezerwowej, najprawdopodobniej będą to: Grupa Kęty oraz Kruk S.A.

Miłośnicy polskich producentów gier video powinni zwrócić uwagę na najnowszy „Global Games Market Report” opublikowany przez Newzoo. Wg raportu cały rynek wzrośnie w 2022 r. o 2,1%, a średnioroczne tempo wzrostu w latach 2020-2025 wyniesie 4,7%. Aktualnie ponad połowę wartości rynku stanowią gry mobilne i to ten segment cechuje się największą dynamiką wzrostów, +5,1% w 2022 r. Segment gier na konsole jest w odwrocie notując spadek o 2,2% r/r.

Pod koniec lipca rozpoczął się sezon publikacji wyników za 2 kwartał 2022. Na ten moment za szybko o konkluzje, ale wydaje się, że powinniśmy oczekiwać podobnych tendencji jak podczas publikacji wyników za 1 kwartał. Oczekuję, że dobre wyniki zaraportują spółki z sektorów bankowego, wydobywczego oraz paliwowego.

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

Indeks	lip.22	ytd	Indeks	lip.22	ytd	Indeks	lip.22	ytd
WIG	2,7%	-20,6%	WIG-BANKI	-3,8%	-39,2%	WIG-GAMES	33,9%	-27,9%
WIG20	1,5%	-24,1%	WIG-BUDOW	2,5%	0,1%	WIG-MEDIA	-3,2%	-27,2%
MWIG40	2,0%	-21,6%	WIG-CHEMIA	-1,0%	12,6%	WIG-MOTO	-0,9%	-13,8%
SWIG80	0,2%	-13,7%	WIG-ENERG	1,5%	27,9%	WIG-NRCHOM	-2,3%	-12,3%
WIG30	1,1%	-23,9%	WIG-GORNIC	-3,6%	-8,0%	WIG-ODZIEZ	7,3%	-41,0%
WIG140	2,7%	-21,2%	WIG-INFO	1,1%	-13,5%	WIG-PALIWA	16,7%	11,1%
						WIG-SPOZYW	18,7%	-43,8%

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 lipiec 2022.

Indeks WIG20	Zmiana	Indeks MWIG40	Zmiana	Indeks SWIG80	Zmiana
PGNiG SA	21,1%	Mabion SA	56,6%	Bumech SA	114,6%
Grupa Lotos SA	15,0%	Kernel Holding SA	36,1%	Biomed-Lublin SA	107,4%
Dino Polska SA	13,3%	Polenergia SA	24,5%	ML System SA	36,1%
PKO Bank Polski	-6,5%	Grupa Kety SA	-9,2%	AB SA	-19,1%
Bank Polska Kasa Opieki SA	-10,2%	Dom Development	-13,2%	Fabryki Mebli Forte SA	-21,2%
Jastrzębska Spółka Węglowa SA	-21,6%	TEN Square Games	-16,6%	Torpol SA	-21,5%



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

W lipcu na rynkach obligacji obawy o perspektywę wzrostu gospodarczego ustawiły odczyty inflacyjne na drugi plan. Spowalniająca gospodarka oraz obawy o recesję skutkowały spadkiem rentowności obligacji na wielu rynkach oraz zmniejszeniem oczekiwań na podwyżki stóp procentowych przez banki centralne.

W minionym miesiącu cykl podwyżek stóp procentowych rozpoczął EBC podwyższając stopy od razu o 50 pb. Większy niż zapowiadany na czerwcowym posiedzeniu ruch wynikał z pogorszenia się perspektyw inflacyjnych w strefie euro. Kolejne ruchy ze strony EBC mają zależeć od napływających danych. EBC ogłosił również nowy instrument mający na celu przeciwdziałać nadmiernemu rozszerzaniu się spreadów obligacji. Ma on polegać na dodatkowych zakupach obligacji, jednak jego rola ma mieć charakter pomocniczy, a głównym narzędziem do sterowania spreadami obligacji pozostaje elastyczne reinwestowanie środków w ramach PEPP. EBC jest pod presją, ponieważ z biegiem czasu spowalniająca gospodarka strefy euro będzie utrudniała dalsze podwyżki. Na koniec lipca rynek oczekuje jeszcze 100 pb. podwyżek do końca roku.

Rezerwa Federalna, zgodnie z oczekiwaniami podniosła stopy procentowe o 75 pb. do przedziału 2,25% - 2,5%. Prezes Powell wskazał, że stopy osiągnęły poziom neutralny, a teraz czas na przejście do poziomu umiarkowanie restrykcyjnego. Nie wykluczył podwyżki o 75 pb. na posiedzeniu wrześniowym, jednak kolejne decyzje będą podejmowane na podstawie napływających danych. Rynek na koniec miesiąca wycenia do końca roku podwyżki na poziomie 100 pb., co jest zgodne z zaprezentowanymi w czerwcu kropkami.

W trakcie miesiąca doszło do odwrócenia amerykańskiej krzywej dochodowości. Rentowności obligacji 10-letnich spadły z 3,01% do 2,65%, 5-letnich spadły z 3,04% do 2,68%, a 2-letnich z 2,95% do 2,88%. Spadki rentowności nie ominęły strefy euro. Rentowności niemieckich 10-latek spadły z 1,34% do 0,82%.

Lipiec nie przyniósł dużych zmian spreadów obligacji krajów południa Europy poza włoskimi. Rozpad koalicji rządzącej spowodował rozszerzenie się spreadu rentowności pomiędzy włoskimi, a niemieckimi 10-laktami z 192 pb. do 219 pb.

Miniony miesiąc był pozytywny dla obligacji krajów Europy Środkowo-Wschodniej w walutach bazowych. Rentowności obligacji większości tych krajów spadły, w większości nawet mocniej niż rentowności obligacji na rynkach bazowych, pomimo rozszerzania się spreadów na początku miesiąca. Lipiec przyniósł solidne odbicie w segmencie obligacji korporacyjnych high-yield.

Restrykcyjna polityka pieniężna kontynuowana była na Węgrzech, gdzie główną stopę podniesiono najpierw o 200, a następnie o 100 pb. do poziomu 10,75%.

RPP podniosła w lipcu stopy procentowe o 50 pb., w tym stopę referencyjną do 6,5%, co było ruchem poniżej oczekiwań rynkowych. Dalsze ruchy zależą od kształtowania się poziomu inflacji w kolejnych miesiącach. W lipcu poznaliśmy nowe projekcje makroekonomiczne, które wskazują stagflacyjne perspektywy polskiej gospodarki. Projekcje inflacji podniesiono do poziomu 14,3% i 12,45% odpowiednio na ten i przyszły rok. Projekcja ta zapewne zakłada jednak wygaśnięcie tarcz antyinflacyjnych w tym roku, co w rzeczywistości jest mało prawdopodobne. Szczyt inflacji przewidywany jest na 1Q 2023, jednak będzie zależał od kwestii tarcz oraz skali podwyżek cen energii od nowego roku. RPP podnosząc stopy o 50 pb. mogła kierować się wyraźnie słabszymi perspektywami wzrostu gospodarczego. Projekcja dynamiki PKB została obniżona do poziomu 1,25% i 2,25% odpowiednio w 2023 i 2024 r. Dane z strefy realnej za czerwiec potwierdziły słabnącą gospodarkę. Zwalnia dynamika wynagrodzeń, sprzedaży detalicznej, czy produkcji przemysłowej, a odczyty są gorsze od oczekiwań. Wstępny szacunek inflacji za lipiec wyniósł 15,5%, co jest takim samym poziomem, jak w czerwcu. Inflacja bazowa w czerwcu wyniosła 9,1%, co wskazuje na jej hamowanie.

Opublikowane dane przełożyły się na wyraźne spadki rentowności na krajowym rynku obligacji w drugiej połowie miesiąca oraz zmniejszeniem oczekiwań na podwyżki stóp procentowych. Na koniec lipca rynek wyceni osiągnięcie stopy referencyjnej na poziomie 7,25% do końca roku. Krzywa stopy procentowej uległa dalszemu wypłaszczeniu, co było spowodowane przez mocniejszy spadek stóp długoterminowych. Stopa 2-letnia spadła z poziomu 7,85% do 6,93%, 5-letnia spadła z 6,9% do 5,65%, a 10-letnia z 6,62% do 5,3%. Rentowności obligacji skarbowych spadły jeszcze mocniej niż krzywa stopy procentowej. Rentowności obligacji 2-letnich spadły z 7,9% do 6,77%, 5-letnich z 7,35% do 5,96%, a 10-letnich z 6,93% do 5,54%. Lipiec nie przyniósł istotnych zmian cen obligacji zmiennokuponowych.

W minionym miesiącu Ministerstwo Finansów przeprowadziło aukcje zamiany oraz aukcje regularną. Na pierwszej sprzedano obligacje o wartości nominalnej 4,35 mld zł przy popycie ponad 5,3 mld zł. Większość aukcji zrealizowano na obligacjach stałokuponowych. Na aukcji regularnej sprzedano obligacje o wartości nominalnej 6,5 mld zł przy popycie 8,4 mld zł oraz 150 mln na aukcji dodatkowej. Zdecydowana większość ponownie została zrealizowana na obligacjach stałokuponowych, w szczególności 5-letnich. W nadchodzącym miesiącu Ministerstwo Finansów przeprowadzi aukcję zamiany 11 sierpnia. Dwie aukcje obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa przeprowadził BGK. Na pierwszej sprzedano obligacje za ponad 900 mln, a na drugiej za niecałe 850 mln wartości nominalnej. Ministerstwo Finansów podało, że w czerwcu zaangażowanie inwestorów zagranicznych w obligacjach skarbowych w walucie lokalnej wzrosło o 6 mld zł. Stan środków na rachunkach budżetowych wyniósł na koniec miesiąca 140 mld zł, a potrzeby pożyczkowe brutto na 2022 są zrealizowane w 94%.

Sierpień jest miesiącem wolnym od posiedzeń decyzyjnych RPP, a także FED i EBC. Uwaga inwestorów zapewne będzie koncentrować się na danych makroekonomicznych. Na rynek lokalny wpływ mogą mieć ewentualne bardziej szczegółowe informacje dotyczące pomocy rządowej w ograniczaniu skutków wzrostów cen energii, które mogą przekładać się na potrzeby pożyczkowe i perspektywy inflacji.

PRZEGLĄD RYNKÓW

DANE NA 31.07.2022

INDEKSY ŚWIATOWE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
S&P500	4130,29	9,11%	-13,3%	-6,0%
DJIA	32845,13	6,73%	-9,6%	-6,0%
NASDAQ	12390,69	12,35%	-20,8%	-15,6%
CAC40	6448,50	8,87%	-9,8%	-2,5%
FTSE100	7423,43	3,54%	0,5%	5,6%
DAX	13484,05	5,48%	-15,1%	-13,3%
NIKKEI225	27801,64	5,34%	-3,4%	1,9%
SHANGHAI COMP	3253,24	-4,28%	-10,6%	-4,2%
RTS	1129,24	-16,04%	-29,2%	-30,5%
ISE 100	2592,38	7,78%	39,6%	86,1%
BOVESPA	103164,69	4,69%	-1,6%	-15,3%
SENSEX	57570,25	8,58%	-1,2%	9,5%

STOPY PROCENTOWE (ZMIANA W P.B.)

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIBOR 3M	7,01	-4	447	680
Polska 2 lata PLN	6,77	-114	338	640
Polska 5 lat PLN	5,96	-139	200	491
Polska 10 lat PLN	5,54	-139	187	385
Polska 10 lat EUR	2,93	289	289	289
Polska 10 lat USD	3,43	-60	197	248
USA 10 lat	2,65	-36	114	143
Niemcy 10 lat	0,82	-52	99	128
High Yield USD	7,73	-117	351	385
High Yield EUR	1,57	-53	136	165

INDEKSY POLSKIE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIG20 TR	3274,28	2,7%	-22,8%	-21,5%
WIG	55007,36	2,7%	-20,6%	-18,7%
mWIG40 TR	5850,84	3,3%	-18,8%	-12,6%
sWIG80 TR	23835,32	1,0%	-11,2%	-13,0%
MSCI Poland	1122,25	1,7%	-25,6%	-24,8%

SUROWCE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
ROPA BRENT	110,01	-4,2%	41,4%	44,1%
ZŁOTO	1,765,94	-2,3%	-3,5%	-2,7%
SREBRO	20,36	0,4%	-12,7%	-20,1%
MIEDŹ	357,35	-3,8%	-19,9%	-20,3%
ALUMINIUM	2,501,24	2,8%	-10,8%	-3,9%
GAZ ZIEMNY	8,23	51,7%	120,6%	110,2%

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	8,50	1 kw. 2022	7,60	4 kw. 2021	1,60	2 kw. 2022	3,50	1 kw. 2022	4,00	2 kw. 2022	5,40	1 kw. 2022	4,00	2 kw. 2022	5,50	1 kw. 2022
Inflacja	15,50	lip 22	15,50	cze 22	9,10	cze 22	8,60	maj 22	8,90	lip 22	8,60	cze 22	9,60	cze 22	8,80	maj 22
Sprzedaż detaliczna	19,90	cze 22	23,60	maj 22	8,40	cze 22	8,20	maj 22	0,20	maj 22	4,00	kwi 22	0,80	maj 22	5,00	kwi 22
Produkcja przemysłowa	10,40	cze 22	14,90	maj 22	4,16	cze 22	4,81	maj 22	1,60	maj 22	-2,50	kwi 22	2,70	maj 22	-0,80	kwi 22
Stopa bezrobocia	4,90	cze 22	5,10	maj 22	3,60	cze 22	3,60	maj 22	6,60	maj 22	6,70	kwi 22	6,10	maj 22	6,10	kwi 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.