

## 1. Zagraniczne rynki akcji

Bartosz Szymański

## 2. Polski rynek akcji

Łukasz Siwek

## 3. Rynki obligacji

Mateusz Roda



**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.

## Zagraniczne rynki akcji

Pierwsza połowa sierpnia na światowych rynkach giełdowych przyniosła kontynuację wzrostów z poprzednich tygodni. Pozytywne nastawienie inwestorów do instrumentów udziałowych okazało się krótkoterminowe i od połowy sierpnia „inflacja” oraz „recesja” ponownie opanowały serca i umysły wszystkich uczestników światowych rynków kapitałowych. Efektem tak drastycznej zmiany w postrzeganiu akcji były intensywne spadki indeksów giełdowych, które zamknęły cały miesiąc na minusie. S&P500 zamknął miesiąc ze stratą na poziomie -4,2%, Nasdaq 100 ze stratą -5,2% a Eurostoxx 600 ze stratą na poziomie -5,3% przy dodatnich stopach zwrotu w połowie sierpnia na poziomie odpowiednio +4,1%, +5,6% oraz +1,1%.

Na koniec sierpnia 99% spółek wchodzących w skład S&P500 zaraportowało wyniki kwartalne. 75% spośród nich pobiło oczekiwania rynkowe dotyczące zysku netto na akcję, choć odsetek spółek bijących konsensus jest poniżej 5cio letniej średniej na poziomie 77%. Poziom „pobicia” oczekiwań rynkowych wyniósł +3,4% i jest również poniżej 5-letniej średniej na poziomie 8,8%.

Oceniając potencjalnie negatywny wpływ spowolnienia gospodarczego na fundamenty amerykańskich firm, warto sprawdzić podobne statystyki dla przychodów, gdzie sytuacja wygląda zdecydowanie lepiej niż w przypadku zysków. 70% spółek zaraportowało przychody za Q2 powyżej oczekiwań rynkowych oraz powyżej 5-letniej średniej! Zagregowany poziom sprzedaży był o 3,2% powyżej konsensusu wobec 1,8% 5-letniej średniej. Co więcej, jest to trzeci najwyższy poziom pozytywnego zaskoczenia od 2008 roku!

W sierpniu, podobnie jak w przypadku wyników za Q2 zaraportowanych w lipcu, mamy do czynienia z kontynuacją pozytywnego trendu powrotu długoterminowych inwestorów nie tylko do spółek, raportujących lepsze wyniki, ale również do tych daleko odbiegających od idealnych. W ostatnich tygodniach mieliśmy do czynienia z wieloma przypadkami spółek podających gorsze wyniki od oczekiwań 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 w ten sposób „poprzeczka” oczekiwań na nadchodzące 2 kwartały pozwala na ewentualne pozytywne zaskoczenia w kolejnych okresach 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 w większości trafiają do klienta detalicznego (B2C), odnotowują w Q2 znacznie niższe dynamiki wzrostu biznesu aniżeli w ubiegłych dwóch latach. Wynika to z bardzo wysokiej bazy porównawczej z czasów i obustrzeń pandemicznych. Do tych sektorów zaliczyć można m.in. ecommerce, gaming, streaming, advertising czy communication.

Po przeciwnej stronie barykady, pomimo generalnych obaw inwestorów o inflację oraz recesję, są spółki działające w branży oprogramowania kluczowego dla kontynuacji funkcjonowania poszczególnych przedsiębiorstw (działające w segmencie B2B), gdzie papierkami lakmusowymi w tym obszarze były lipcowe raporty wynikowe w chmurowym segmencie Amazona czy Microsoftu oraz sierpniowe wyniki spółek oferujących rozwiązania takie jak bezpieczeństwo cyfrowe czy nowoczesne magazyny danych. Okazuje się, że pomimo inflacji odmienianej w ostatnich miesiącach przez uczestników rynku przez wszystkie przypadki, modele biznesowe wybranych spółek utrzymują wysokie tempo wzrostu przychodów oraz poprawiają efektywność prowadzonej działalności.

## Polski rynek akcji

### Kolejny miesiąc słabości

Od początku sierpnia nasz rynek radził sobie słabo czy to w porównaniu do rynków rozwiniętych czy krajów rozwijających się. Podczas, gdy pierwsza połowa miesiąca na światowych giełdach była kontynuacją rozpoczętego w lipcu odbicia na Księżęcej balansowaliśmy w okolicy zera. W drugiej części miesiąca nastroje globalne uległy znacznemu pogorszeniu. Tłumaczone to było częściowo chęcią realizacji zysków, po kilkunastu procentowym odbiciu, jak również rosnącymi obawami o jastrzębi FED. Jak się okazało 26 sierpnia, Jerome Powell na swoim przemówieniu w Jackson Hole, wskazał na tyle dużą determinację do walki z inflacją, że inwestorzy którzy liczyli na nadchodzący zwrot w polityce rezerwy federalnej musieli mocno zweryfikować swoje oczekiwania. We wspomnianych zniżkach nasz parkiet uczestniczył ochocho szczególnie jeśli chodzi o WIG20, kończąc miesiąc spadkiem o 11,2% (-32,6% YTD), co uplasowało go na ostatnim miejscu zarówno w horyzoncie miesięcznym jak i od początku roku wśród 92 głównych indeksów na świecie, grupowanych przez Bloomberg. Na tym tle relatywnie lepiej wypadł indeks średnich spółek (mWIG40: MTD -7,5%, YTD -27,5%) i bardzo dobrze indeks małych spółek (sWIG80: MTD -1,4%, -14,9%).

Rozwarstwienie pomiędzy indeksami obrazuje różnicę w pozycjonowaniu pomiędzy inwestorami lokalnymi oraz zagranicznymi. Krajowy kapitał dostrzega niskie wyceny mniejszych spółek, zaś inwestorzy spoza polski redukują ekspozycję na region, głównie z powodu bliskości konfliktu zbrojnego, potencjalnego kryzysu energetycznego czy nie rozwiązanej kwestii pieniędzy z Krajowego Planu Odbudowy. Lokalnie paliwa do spadku dodał wstępny odczyt PKB za II kwartał. Zgodnie z przewidywaniami, polska gospodarka mocno wyhamowała, jednak skala tego hamowania okazała się większa niż się spodziewano – z 8,5% r/r w I kwartale do 5,3% r/r w II kw. (konsensus: ok. 6,0% r/r). W powiązaniu z danymi o inflacji za sierpień (16,1% vs 15,5% oczekiwania) wzrosły obawy o to, że aby opanować inflację NBP będzie musiała mocniej podnosić stopy procentowe, a przy silniejszej niż oczekiwano transmisji podwyżek na PKB rośnie ryzyko twardego lądowania.



### 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.

Wśród spółek i sektorów z GPW szczególnie negatywnie wyróżniły się sektory ciężkie: energetyka i paliwa i to pomimo iż w takich warunkach makroekonomicznych zyski spółek powinny być wysokie to ryzyko ingerencji państwa w ceny gazu czy energii dla przemysłu zniechęcało inwestorów. Wysokie ceny gazu uderzyły w sektor chemiczny, powodując częściowe wstrzymanie produkcji w Grupie Azoty oraz w Anwilu (spółce z grupy PKN Orlen). W ostatnim miesiącu lepiej od WIG zachowywał się gaming oraz IT - mniej wrażliwe na polskie (czy europejskie) otoczenie makroekonomiczne oraz beneficjenci wzrostu kursu USD/PLN. Sektorowi gier sprzyjała globalna poprawa sentymentu, spowodowana doniesieniami o zaangażowaniu Tencenta w Ubisoft, zaś lokalnie wyróżnił się HUUUGE m.in. dzięki rozpoczętemu przeglądowi opcji strategicznych.

Warszawska giełda ma w tym roku za sobą sześć spadkowych miesięcy, a indeks WIG20 zarówno w sierpniu jak i całym roku należał do najsłabszych na świecie. W mojej ocenie lokalne ryzyka i wewnętrzne problemy dotyczące naszego rynku są już w cenach i okres relatywnej słabości na GPW mamy za sobą. Nie znaczy to jednak, że przed nami wzrosty, a o kierunku dalszych zmian zadecyduje globalny sentyment. Mamy przed sobą statystycznie słaby dla rynków wrzesień, próby oszacowania przez inwestorów kosztu (w ujęciu skali spadku PKB) jaki przyjdzie zapłacić za zwalczenie przez FED inflacji czy niewiadomej odnośnie rozwoju kryzysu energetycznego w Europie. Z pozytywnych aspektów uważam, że w przypadku wielu spółek ich wyceny znalazły się na atrakcyjnych poziomach, które w horyzoncie średnio i długoterminowym są okazjami inwestycyjnymi.

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

Indeks	sie.22	ytd	Indeks	sie.22	ytd	Indeks	sie.22	ytd
WIG	-8,8%	-27,6%	WIG-BANKI	-7,0%	-43,5%	WIG-GAMES	-8,8%	-34,2%
WIG20	-11,2%	-32,6%	WIG-BUDOW	-1,1%	-1,0%	WIG-MEDIA	-3,6%	-29,9%
MWIG40	-7,5%	-27,5%	WIG-CHEMIA	-20,7%	-10,7%	WIG-MOTO	-11,4%	-23,6%
SWIG80	-1,4%	-14,9%	WIG-ENERG	-24,9%	-3,9%	WIG-NRCHOM	0,6%	-11,8%
WIG30	-10,7%	-32,0%	WIG-GORNIC	-20,4%	-26,7%	WIG-ODZIEZ	-13,7%	-49,1%
WIG140	-9,1%	-28,4%	WIG-INFO	-0,8%	-14,1%	WIG-PALIWA	-18,5%	-9,5%
						WIG-SPOZYW	-10,7%	-49,8%

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 sierpnia 2022

Indeks WIG20	Zmiana	Indeks MWIG40	Zmiana	Indeks SWIG80	Zmiana
Pepco Group NV	4,5%	HUUUGE Inc	25,7%	CI Games SA	24,1%
Grupa Kety SA	0,5%	KRUK SA	14,0%	Captor Therapeutics	21,3%
Orange Polska SA	-0,2%	Mo-BRUK SA	12,9%	Arctic Paper SA	19,2%
PKN ORLEN SA	-19,3%	Grupa Azoty SA	-24,5%	PCC Rokita SA	-17,1%
KGHM Polska Miedz SA	-23,3%	Mabion SA	-28,9%	Oponeo.pl SA	-17,4%
PGE SA	-30,6%	Tauron Polska Energia	-29,2%	Shoper SA	-18,9%



## 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 sierpniu na rynkach obligacji dominował temat konieczności dalszej walki z inflacją. Rentowności obligacji po lipcowej korekcie ponownie zaczęły rosnąć. Obawy o recesję, szczególnie w strefie euro nie zmalały, jednak decydenci z banków centralnych wskazują na konieczność dalszych podwyżek stóp procentowych ze względu na bieżące wysokie odczyty inflacji.

Sierpień nie był miesiącem decyzyjnym władz monetarnych w USA, strefie euro i w Polsce. Gwiazdą miesiąca było sympozjum bankierów centralnych w Jackson Hole, na które rynek przygotowywał się poprzez wzrost rentowności obligacji. Najbardziej oczekiwanym punktem było wystąpienie prezesa FED, którego przekaz był jednoznacznie jastrzębi i kupiał się na konieczności utrzymania stóp procentowych na podwyższonym, restrykcyjnym poziomie przez pewien okres w celu sprowadzenia inflacji do celu banku centralnego. W efekcie rynek stopy procentowej w USA wymazał większość oczekiwań na obniżki stóp procentowych w drugiej połowie 2023 roku. Rynek wycenia 140 p.b. podwyżek do końca bieżącego roku. Rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich wzrosły z 2,65% do 3,19%, 5-letnich wzrosły z 2,68% do 3,35%, a 2-letnich z 2,88% do 2,88%.

Jastrzębie głosy dochodzą również z EBC, a na agendzie wrześniowego posiedzenia może stanąć podwyżka o 75 p.b., czyli więcej niż komunikowano wcześniej. Przełożyło się to na zwiększenie oczekiwań co do łącznej skali podwyżek w tym roku do 170 p.b. W trakcie miesiąca rentowności niemieckich 10-latek wzrosły z 0,82% do 1,54%.

Zaostrzenie retoryki ze strony przedstawicieli EBC i wzrosty rentowności w strefie euro przełożyły się na wzrosty spreadów obligacji krajów południa Europy. Przykładowo różnica w rentownościach między 10-letnimi obligacjami włoskimi, a niemieckimi wzrosła z 219 p.b. do 234 p.b. Wzrosty rentowności nie ominęły obligacji krajów Europy Środkowo-Wschodniej w walutach bazowych, a ich skala była zróżnicowana. Sierpień przyniósł przecenę w segmencie obligacji korporacyjnych high-yield.

Zacieśnienie polityki pieniężnej w sierpniu było kontynuowane między innymi przez Bank Anglii, a w regionie stopy podniesiono na Węgrzech i w Rumunii.

W Polsce głosy od członków RPP sugerują, że zbliżamy się do końca cyklu, co będzie przekładać się najpierw na zmniejszenie skali podwyżek stóp procentowych, a następnie ich zaprzestanie bez twardej deklaracji zakończenia cyklu ze względu na wysoką niepewność. Dane makroekonomiczne za lipiec opublikowane w sierpniu w większości potwierdziły dotychczasowe tendencje w gospodarce realnej, jednak nie były już wyraźnym negatywnym zaskoczeniem jak w poprzednich dwóch miesiącach. Powyżej oczekiwań ukształtował się odczyt dynamiki wynagrodzeń, który ponownie był wyższy niż odczyt inflacji, jednak wynikało to w większości z świadczeń jednorazowych. Odczyt PKB za 2Q 2022 wskazał na spowolnienie dynamiki PKB w ujęciu r/r oraz skurczenie się gospodarki w ujęciu kw./kw. Szczegóły wskazały jednak pozytywne zaskoczenie po stronie inwestycji, a negatywny wpływ miały zapasy. Kolejny miesiąc z rzędu spał wskaźnik PMI. W górę zaskoczył odczyt inflacji, który wyniósł 16,1%, co było efektem silniejszego wzrostu cen żywności. Inflacja bazowa zbliżyła się prawdopodobnie do 10%. Odczyt powyżej oczekiwań jest pewną przeciwwagą dla argumentów za spowolnieniem cyklu podwyżek.

Na krajowym rynku obligacji po silnym odreagowaniu w lipcu rentowności wróciły do wzrostów, w szczególności w drugiej połowie miesiąca, w oczekiwaniu na Jackson Hole. Na koniec sierpnia rynek wycenia osiągnięcie stopy referencyjnej na koniec roku nieznacznie powyżej 7,5%. Krzywa stopy procentowej uległa wystromieniu, co było spowodowane przez mocniejszy wzrost stóp długoterminowych. Stopa 2-letnia wzrosła z poziomu 6,93% do 7,64%, 5-letnia wzrosła z 5,65% do 6,61%, a 10-letnia z 5,3% do 6,27%. Rentowności obligacji skarbowych wzrosły mniej niż krzywa stopy procentowej. Rentowności obligacji 2-letnich wzrosły z 6,77% do 7,1%, 5-letnich z 5,96% do 6,68%, a 10-letnich z 5,54% do 6,15%. Sierpień nie przyniósł istotnych zmian cen obligacji zmiennokuponowych.

W minionym miesiącu Ministerstwo Finansów przeprowadziło jedną aukcję zamiany, na której sprzedano obligacje o wartości nominalnej ponad 5,95 mld zł przy popycie ponad 6,65 mld zł. Większość aukcji zrealizowano na obligacjach stałokuponowych, w szczególności 5-letniej. Aukcję obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa przeprowadził BGK, na której sprzedał obligacje o wartości nominalnej ponad 550 mln zł. W nadchodzącym miesiącu Ministerstwo Finansów przeprowadzi aukcję zamiany 15 września oraz aukcję regularną 27 września. BGK przeprowadzi aukcje sprzedaży 8.09 oraz opcjonalnie 21.09. Ministerstwo Finansów podało, że w lipcu zaangażowanie inwestorów zagranicznych w obligacjach skarbowych w walucie lokalnej spadło o 4,2 mld zł, co przerwało serię zwiększania zaangażowania przez tę grupę inwestorów od początku roku. Stan środków na rachunkach budżetowych wyniósł na koniec miesiąca 142 mld zł, a potrzeby pożyczkowe brutto na 2022 są w pełni zrealizowane.

We wrześniu uwaga rynku skupi się na bankach centralnych. Najpierw 7 września zobaczymy, na jaką skalę podwyżki zdecyduje się RPP po ostatnim zestawie danych makroekonomicznych. Dzień później decyzję podejmie EBC, a 21.09 zadecyduje FED. Oczekiwania w obu przypadkach bardziej przesunięte są w kierunku ruchu o 75 p.b. Na rynki będą zapewne wpływać kolejne dane inflacyjne oraz trudna sytuacja na rynku energii w Europie. 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.