



Kamil Sobolewski
strateg i zarządzający
funduszami

Absolwent kierunku Finanse i Bankowość na SGH, Polsko-Niemieckiego Forum Akademickiego przy SGH oraz studiów doktoranckich w Instytucie Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk. Zdał egzaminy CFA, posiada tytuł Financial Risk Manager.

1. Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Kamil Sobolewski

2. Zagraniczne rynki akcji

Michał Cichosz

3. Polski rynek akcji

Michał Stalmach

4. Rynki obligacji

Mateusz Roda

5. Rynek surowców

Edgar Mikołajek

Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Marzec 2020 okazał się bezprecedensowym miesiącem w historii globalnej gospodarki od II wojny światowej. Pandemia odciska swoje piętno na zachowaniu całych społeczeństw i reakcjach polityków, co doprowadzi w tym roku do globalnej recesji.

W 2020 roku, scenariusz łagodnej recesji i spadku globalnego PKB w skali niskich kilku procent jest obecnie najbardziej optymistyczny. Niestety, prawdopodobne jest przedłużanie się zamknięcia gospodarek, pojawianie się nowych ognisk nawet w miejscach, gdzie epidemię już opanowano, a także przeciążenie służb ochrony zdrowia w wielu, także rozwiniętych krajach świata. Według prognoz Światowej Organizacji Zdrowia, chorobę przejdzie 30-60% światowej populacji, co przy śmiertelności na poziomie 4% i populacji globalnej rzędu 7,77 mld osób oznaczałoby śmierć od 90 do nawet 180 milionów osób. W tym pesymistycznym scenariuszu gospodarka znajdzie się w dużo głębszej recesji, ze spadkiem globalnego PKB rzędu 20-30% w 2020 roku. Scenariuszem centralnym wydaje się opanowanie pandemii w krajach lepiej rozwiniętych z pomocą mieszanki powszechnych testów i izolacji wszystkich osób z grup ryzyka, co oznacza przeciągające się, dramatyczne osłabienie aktywności gospodarczej i głęboką recesję ze spadkiem rocznego globalnego PKB rzędu 8-10%.

Napływające dane gospodarcze już na przełomie marca i kwietnia potwierdzają skalę wyzwania. Dla ilustracji, tylko w USA w ciągu 2 tygodni wnioski o zasiłek bezrobotnych przedłożyło około

10 milionów osób, a kolejne miliony zrezygnowały w tych warunkach z poszukiwania zatrudnienia. Oznacza to, że w pół miesiąca pracę stracił co najmniej co piętnasty, a być może nawet co dziesiąty Amerykanin. A to dopiero początkowy okres rozwoju epidemii w tym kraju.

Nie ulega wątpliwości, że szok w takiej skali wpływa na rynek akcji, obligacji, surowców czy nieruchomości. Po początkowej panice, sytuacja rynkowa uległa stabilizacji głównie za sprawą interwencji państw i banków centralnych. Skala tych interwencji jest kolosalna i bezprecedensowa i z całą pewnością w optymistycznym scenariuszu mogłaby zrównoważyć ekonomiczne skutki pandemii. Niestety, ekonomiczne równoważenie skutków scenariusza pesymistycznego wydaje się być poza zasięgiem władz, szczególnie w krajach biednych i rozwijających się.

W najbliższych tygodniach uwaga rządów i banków centralnych w największych gospodarkach świata, z jednej strony pozostanie skupiona na przeciwdziałaniu epidemii, ale z drugiej, ekonomicznej strony skupi się w moim przekonaniu na nowym czynniku. Jest bowiem oczywiste, że ten rok, a przynajmniej kwartał czy półrocze, należy „spisać na straty” jeśli chodzi o gospodarczą aktywność. Pytaniem, które pojawi się na radarze władz gospodarczych, a być może w jego centrum, będzie: w jaki sposób, kiedy pandemia skończy się lub przygaśnie, postawić te gospodarkę znowu na nogi.

Obecnie przechodząca fala tsunami nie tylko zabija ludzi. Niszczy ona także potencjał gospodarczy, zrywa relacje handlowe, łańcuchy dostaw, buduje nastrój zwątpienia i niepewności, który nawet bez wirusa byłby zabójczy dla gospodarki. Jak to zrobić, by pewnego dnia w przyszłości, 1 września 2020 czy 1 marca 2021, ludzie wyszli z domu do pracy, którą ciągle będą mieli, realizowali zamówienia, które już są anulowane, realizowali inwestycje, które dziś wydają się bez sensu, dostawali pensje, które napędzą konsumpcję? To jest prawdziwe wyzwanie, a sukces w jego podjęciu będzie determinował, czy w przyszłości rok 2020 będzie „dziurą w kalendarzu”, po której sytuacja powróci do normy, czy początkiem smutnego okresu lawinowego wzrostu biedy, frustracji społecznej, protekcyjizmu i populizmu, dla którego ostatnia analogia to lata 30-te XX wieku.

Fundusze Skarbiec TFI nawigują po wzburzonych wodach globalnego oceanu bardzo szczęśliwie. Wynika to w moim przekonaniu z kilku mocnych stron czy przewag konkurencyjnych, które streściłbym na wysokim poziomie ogólności w następujący sposób:

1. Płynne aktywa w portfelu i niewielka skala (niepłynnych instrumentów) Skarbiec TFI względem rynków powodują, że nawet w rozchwianej sytuacji nasi zarządzający są w stanie sprzedawać jedne a kupować inne składniki lokat, kierując się fundamentalną analizą nowo napływających informacji. Jesteśmy w stanie ustalić taki stan naszych portfeli, jaki uważamy za optymalny, korzystać na skupach aktywów przez banki centralne czy wzmocnionym przez pandemię popycie na niektóre usługi lub produkty. Nie jesteśmy w pozycji obserwatorów, którzy przez ostatnie lata zakupili „różne dziwne wynalazki”, a teraz mogą tylko przyglądać się, co się wydarzy, bez realnego wpływu na dalsze losy funduszy. Funduszami zarządzamy aktywnie, na bieżąco, i chociaż z domu, to w pełni wyposażeni we wszystkie niezbędne środki i narzędzia.
2. Poparte doświadczeniem zrozumienie, w jaki sposób myślą i reagują władze gospodarcze i inwestorzy odpowiadający za olbrzymie środki, których działania, w stopniu często większym niż pandemia czy zapaść gospodarcza, kształtują sposób zachowania się cen aktywów finansowych w krótkim lub średnim terminie.
3. Konsekwencja w działaniu, jasne profile zarządzanych funduszy i zarządzający posiadający warsztat analityczny adekwatny do tego profilu, które powodują, że choć nie każdy przeciwprąd jesteśmy w stanie pokonać natychmiast, mocno wiosłujemy we właściwą stronę powodując, że nawet tak ekstremalne wydarzenia fundamentalne i ruchy rynku jak teraz nie przekreślają wyniku inwestycyjnego naszych funduszy.
4. Uczciwa i bieżąca wycena wszystkich składników aktywów oparta o aktualną sytuację rynkową i gospodarczą, nie odnosząca się do realiów sprzed pandemii, które w dzisiejszym świecie są po prostu prehistorią, która owszem, powoduje, że wahają się wyceny nawet najbezpieczniejszych naszych funduszy, ale z drugiej strony naprawdę oddaje ich ryzyko, aktualną sytuację i perspektywę zmian w każdym z możliwych scenariuszy.

Rynki w marcu

Początkowa reakcja rynków na geometryczny rozwój pandemii polegała na panicznej wyprzedaży w zasadzie we wszystkich klasach aktywów. Taniały nie tylko akcje czy ropa, ale też obligacje, okresowo nawet niemieckie czy amerykańskie, oraz złoto, tradycyjne bezpieczne schronienie. Ruch ten przyspieszyły rządy, których szybko zapowiadane plany gigantycznej stymulacji fiskalnej nie miały pokrycia w możliwości finansowania wydatków o tym rządzie wielkości. Moment zwrotny dla rynków wyznaczyły późniejsze reakcje banków centralnych, których zapowiedź bezprecedensowych zakupów skłoniła inwestorów na całym świecie do refleksji i uspokojenia, a także wyprzedzającego kupowania tych aktywów, które skupom banków centralnych będą podlegały z dużym prawdopodobieństwem. Największą część spadków odrobiły amerykańskie obligacje skarbowe. Niezależnie od scenariusza, który będzie realizowany, w dużym stopniu nadal przed nami pozostaje faza merytorycznej oceny, które kraje czy spółki wyjdą z tego kryzysu obronną ręką. Obecny okres można zatem nazwać czasem na łowienie okazji, a zadanie polega z jednej strony na tym, by wybrać najlepsze z nich, a z drugiej strony by złapać je krótko przed wyciągnięciem z wody.

W produktach, w których jako zarządzający Skarbiec TFI decydujemy o alokacji na klasach aktywów, do których zaliczają się w szczególności Skarbiec Top Funduszy Akcji SFIO i Top Funduszy Stabilnych SFIO, udało nam się wykorzystać początek marca na wyraźne zredukowanie pozycji akcyjnych i podniesienie pozycji dłużnych. Zaskoczenie stanowiła w marcu najbardziej skala szoku na rynkach dłużnych, w mojej opinii znacznie większa niż ta na rynkach akcji, co zresztą wyraźnie widać po śledzonych przez nas wynikach funduszy dłużnych, które z jednej strony stosują rynkową wycenę, a z drugiej strony zdecydowały się trzymać istotne ryzyko w gospodarkach wschodzących. Druga połowa marca to okres, w którym nieco zmniejszyliśmy skalę naszego pesymizmu co do zachowania się rynków akcji, ryzykownych obligacji czy surowców, pozostając jednak zdecydowanie po defensywnej stronie.

Skala szoku jest na tyle duża i nieprzewidywalna, że dużym szansom towarzyszą naprawdę duże ryzyka. Dziś widać wyraźnie, jak słuszne okazały się nasze wskazówki na ten rok: płynne aktywa, aktywni zarządzający z doświadczeniem w nawigowaniu przez sztorm, i „zaskórniak”, który pozwoli nam spokojnie myśleć, gdy na rynku królować będzie strach. Wskazówki te pozostają aktualne.

Zagraniczne rynki akcji

Marzec przyniósł kontynuację oraz eskalację spadków z lutego na największych rynkach akcyjnych w USA i Europie, a największe indeksy zmniejszyły średnio w ostatnim miesiącu po kilkanaście procent. Było to oczywiście spowodowane rosnącymi obawami inwestorów odnośnie wpływu koronawirusa na światową gospodarkę, rozprzestrzeniającego na kolejne kraje, a w dalszej konsekwencji na wyniki spółek notowanych na rynkach.

O ile w lutym zachowanie inwestorów było selektywne i dyspersja notowań wielu spółek była dość duża w zależności od wpływu wirusa na ich biznes, o tyle w marcu ogromne odpływy kapitału z rynków akcyjnych - przy coraz cięższym kalibrze informacji z frontu walki z wirusem - praktycznie nie pozostawiły szans na uchronienie się przed spadkami w żadnym segmencie rynku. W efekcie od początku roku rynki światowe mierzone zbiorczym indeksem MSCI World znalazły się już ponad 20% poniżej poziomów z końca roku, a tempo ostatniego spadku było rekordowe i nie widziane od czasu kryzysu z lat 30-tych.

Na pytanie, co dalej z rynkiem, warto zwrócić uwagę na następujące elementy układanki rynkowej w głowach inwestorów akcyjnych. Po pierwsze, jeśli chodzi o odbiór wiadomości na temat walki z wirusem, ważna będzie tak zwana druga pochodna - czyli jak zmieniać się będzie ciężar oraz skala informacji o stosowanych ograniczeniach w walce z pandemią versus to, co już zostało ogłoszone w marcu. Żeby mówić o poprawie nastrojów na rynkach, musimy najpierw zobaczyć wyplaszczanie się negatywnych informacji oraz nadzieję na to, że tzw. „lockdown” w wielu krajach skończy się za kilka tygodni. Wtedy reperkusje wynikowe w spółkach giełdowych za drugi kwartał byłyby do przełknięcia dla rynku po kilkudziesięcioprocentowych spadkach w ostatnich tygodniach. Negatywnym scenariuszem mogącym przedłużyć ostatnie spadki na rynkach byłoby naturalnie przeciąganie okresu „zamknięcia” na dłuższy okres wchodzący w 3 kwartał, co byłoby bardzo ciężkim ciosem dla firm oraz finalnie spektakularnymi bankructwami firm o wyższym stopniu zadłużenia.

Od połowy kwietnia zacznie się sezon publikacji wyników za I kwartał, gdzie poszczególne spółki będą podawać prognozy oraz komentować sytuację biznesową w kluczowym i wrażliwym II kwartale. Prawdopodobnie będzie to czas, gdzie zobaczymy o wiele większą dyspersję stóp zwrotu dla pojedynczych firm niż ostatnio. Firmy ze starej ekonomii oparte na produktach fizycznych zanotują raczej bardzo negatywny wpływ na biznes, natomiast modele biznesowe oparte o produkty i dystrybucję cyfrową (czyli tzw. koszyk usług „zostań w domu”) raczej powinny zostać w obecnej sytuacji relatywnym wygranym.



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.



Michał Stalmach
zarządzający
funduszami akcyjnymi

Absolwent Akademii Leona Koźmińskiego, gdzie z wyróżnieniem ukończył kierunek Finanse i Bankowość. Posiada licencję maklera papierów wartościowych, aktualnie uczestnik programu CFA. Karierę zawodową rozpoczął w 2009 roku w DM BOŚ. W 2016 roku dołączył do Nationale-Nederlanden PTE. Od października 2017 roku wzmocnił Skarbiec TFI, jako Zarządzający funduszem Skarbiec Małych i Średnich spółek oraz częścią akcyjną funduszu Skarbiec III Filar. Od października 2019 jako Zarządzający Skarbiec Akcja i Skarbiec Waga.

Polski rynek akcji

„To już jest koniec, nie ma już nic...” Na szczęście aż tak źle nie jest, choć notująca rekordowe poziomy zmienność (indeks VIX) oraz dynamika spadków z marca mogłaby świadczyć, że to jest właśnie aktualny scenariusz rozwoju sytuacji. Że „działo się”, potwierdzają również wolumeny transakcji. Łącznie w marcu obroty na GPW wyniosły 25,6 mld PLN, przy dziennej średniej na poziomie 1,16 mld PLN, co stanowi najwyższe wartości od sierpnia 2011 roku. Nie ma już wątpliwości, że COVID-19 jak najbardziej wpisuje się w definicję czarnego łabędzia.

Kiedy 12 marca Światowa Organizacja Zdrowia (WHO) ogłosiła, że epidemię koronawirusa należy już określać mianem pandemii, WIG20 zanotował najgorszą sesję w historii, tracąc 13,3%. Z kolei w dniu największych wzrostów (17.03) zyskiwał 6,5% - to marna nagroda pocieszenia.

W ciągu siedmiu kolejnych spadkowych sesji (4.03-12.03) WIG stracił 32,6%, co oznaczałoby najszybsze wejście w rynek bessy w historii. Choć czarny humor nie jest w tym czasie najbardziej na miejscu, nie można tutaj mówić o wejściu w rynek niedźwiedzia, ... skoro wcześniej na GPW nie mieliśmy hossy.

Marzec dla uczestników rynku da się zapamiętać jako okres największej paniki, z jaką mieli dotąd do czynienia. WIG20 stracił w tym okresie 14,5% oraz 18,9% mierząc w USD. WIG20 „performował” słabiej niż MSCI EM, który zniżył o 15,4%. Niemniej jak to czasami bywa ze statystyką, pokazuje ona jedynie półprawdę. Nasza giełda zachowała się w ubiegłym miesiącu lepiej od większości rynków wschodzących, jednak relatywnie mocne Chin (-5,7% w USD), istotnie kontrybuowało do wyceny całego indeksu. Wracając na rynek lokalny, słabo wypadł zniżkujący o 20,4% mWIG40, podczas gdy dla sWIG80 dynamika spadku była blisko o połowę niższa, tj. -11,8%.

Bardzo negatywnie wyróżnił się w ubiegłym miesiącu, mający największą wagę w WIG-u, sektor bankowy (WIG-Banki stracił 29,5%, co było drugim najgorszym wynikiem sektorowym po przecenionym o 30,9% WIG-Odzież). Część banków w raportach bieżących informowała, że obniżka stop procentowych o 50 punktów bazowych zredukuje roczne zyski o około 10%. Do tego zakładając średnio podwojenie kosztów ryzyka, tegoroczne zyski banków mogą spaść o 20%-30% (mniej w największych podmiotach, a więcej w mniejszych instytucjach dodatkowo posiadających kredyty walutowe). Zmniejszenie popytu na kredyt czy spadek rentowności obligacji to kolejne czynniki, które będą ciążyły na wyniku sektora.

Trudno w to uwierzyć, ale jest na GPW indeks, który odnotował w marcu dodatnią i to nie byle jaką, bo 3,8% stopę zwrotu. To WIG-Games. Nie powinno to być jednak zaskoczeniem kiedy portal Steam notuje rekordowe liczby aktywnych uczestników,... a Światowa Organizacja Zdrowia zachęca do grania w gry (warto nadmienić, że w przeszłości uznawała je za rozrywkę uzależniającą).

Podsumowując cały I kwartał, po 29,7% przecenie WIG20 znalazł się na poziomie widzianym ostatnio w lutym 2009 roku. Sytuacja mWIG40 jest o tyle lepsza, że kwartalna przecena sięgnęła 27,2%, co sprowadziło indeks „średniaków” do poziomów ostatnio obserwowanych w lipcu 2013 roku. W końcu przechodząc do sWIG80 po 14,3% spadku w I kwartale indeks cofnął się do wartości z sierpnia 2012 roku.



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

Sytuacja na rynkach obligacji była w marcu, jak można się domyślać, bardzo dynamiczna. W przeciwieństwie do końca lutego, w całym minionym miesiącu nie obowiązywały tutaj wyraźne zasady gry: gdy rynki bazowe umacniają się, obligacje rynków rozwijających są pod silną presją. Ta sytuacja miała miejsce, kiedy wpływające dane o nowych zachorowanych nie były jeszcze tak spektakularne, a w krajach Europy dopiero zastanawiano się co robić. Gdy jednak kolejne kraje ogłaszały sytuacje nadzwyczajne, zamykano granice oraz wyłączano kolejne sfery życia publicznego, inwestorzy zdali sobie sprawę, że nad rozprzestrzenieniem się wirusa nie ma kontroli i może to bardzo źle skończyć się dla gospodarki. Oznaczało to jedno - kraje zostały zmuszone ogłaszać gigantyczne pakiety stymulacyjne, na które oczywiście nie ma miejsca w budżetach poszczególnych państw i szykują się w tym roku pokaźne emisje obligacji.

Z pomocą rządów państw przyszły banki centralne. Tradycyjnie, fajerwerki rozpoczął FED, tnąc stopy o 50 p.b. 3 marca. W jego ślady poszły inne banki centralne z krajów rozwiniętych. Gdy jednak giełdy dalej spadały, a na rynkach było coraz bardziej nerwowo, FED przyszedł z pomocą drugi raz i ściął stopy o 1 p.p., wracając do poziomu zerowych stóp procentowych. Dodatkowo, ze strony członków władz monetarnych rynek usłyszał wiele obietnic, dotyczących tego, że bank centralny zrobi praktycznie wszystko, żeby pomóc gospodarce zaspokoić płynność i uspokoić rynki finansowe. To co na pewno można stwierdzić, to że władze monetarne nauczone kryzysem z lat 2008 - 2009 potrafią działać bardzo szybko. Zapowiedziano skup aktywów, a następnie go zwiększono i rozszerzono.

Gorzej sytuacja wygląda w Europie. EBC nie ma tyle przestrzeni co FED, ponieważ stopy od kryzysu zadłużenia państwa południa Europy nie zostały podniesione i przestrzeń do dalszych cięć jest znikoma. Zapowiedziano dalsze skupy aktywów, zwiększone w taki sposób, aby państwa dały radę sfinansować swoje potrzeby pożyczkowe. Uspokoiło to sytuację na rynku obligacji krajów strefy euro, które dzięki swej obecności we wspólnym obszarze walutowym będą podlegały skupowi przez EBC.

Sytuacja na rynku obligacji daje możliwość jego podziału na trzy segmenty.

Pierwszy z nich to rynki bazowe. Kraje te sfinansują swoje zobowiązania w tzw. twardych walutach (jak USD, EUR, JPN, CHF, GBP) i ze względu na dojrzały, rozwinięty rynek, banki centralne mogą pozwolić sobie w tych krajach na zakup obligacji. Ceny tych aktywów w marcu na początku mocno rosły, w ślad za spadkiem rynkowych stóp procentowych dokonującym się w oczekiwaniu na luzowanie polityki monetarnej. Następnie w marcu wszystkie rynki obligacji zostały przecenione ze względu na oczekiwane emisje obligacji, a może bardziej też ze względu na ucieczkę do płynności przez klientów instytucji finansowych. Trudno się temu dziwić, ponieważ w okresie ograniczenia życia gospodarczego dostęp do gotówki, głównie dla przedsiębiorstw, jest kluczowy. Ten ruch został wyhamowany, a hasło pomocy wyszło od banków centralnych deklarujących zakup aktywów finansowych. Do tego segmentu rynku należy wyjątkowo zaliczyć również rynki obligacji peryferii strefy euro. Ze względu na słabsze gospodarki, ruchy na rynkach obligacjach Włoch, Hiszpanii, czy Grecji są mocniejsze, niż w przypadku obligacji np. niemieckich. Jednak deklaracja ze strony EBC o dalszym luzowaniu ilościowym, która stanowi wsparcie dla tych obligacji, wyhamowała rozszerzanie się spreadów na rentownościach obligacji tych krajów i doprowadziła do znacznego odbicia tego rynku. Rentowność 10-letniej obligacji niemieckiej wzrosła w ciągu miesiąca z poziomu -0,61% do 0,44%, notując w międzyczasie historyczne minimum na poziomie -0,86%. Rentowność jej amerykańskiej odpowiedniczki spadła w ciągu miesiąca z 1,15% bijąc wiele razy kolejne minima do poziomu poniżej 0,4%, następnie wracając do poziomów 1,20% i kończąc miesiąc z rentownością 0,67%.

Drugi segment rynku to obligacje w twardej walucie krajów, najczęściej zaliczanych do rynków rozwijających się, niebędących uczestnikiem strefy monetarnej tej waluty. Przykładem mogą być obligacje emitowane przez Polskę w euro, albo dolarze, a także inne kraje Europy Środkowo - Wschodniej, Ameryki Łacińskiej, czy Afryki. Te rynki odzwierciedlają ryzyko kredytowe kraju jako premia do stopy procentowej danej waluty bazowej.

Są zdecydowanie mniej ryzykowne dla inwestorów zagranicznych, chcących mieć ekspozycję na kraje rozwijające się. Praktyczna różnica w stosunku do pierwszej grupy krajów polega na tym, że obligacje te nie będą podlegały skupowi przez władze monetarne danego reżimu walutowego. Spready krajów np. południa Europy zawężyły się (po ogłoszeniu zwiększenia skupu obligacji przez EBC) po gwałtownym rozszerzeniu się, natomiast przykładowo pięcioletnie obligacje Polski w euro na początku w marcu zwiększyły swój spread do pięcioletniej krzywej eurowej z 15 p.b. do 55p.b. Dla porównania, analogiczne obligacje Rumuni straciły spreadowo, aż 115 p.b. Innym przykładem mogą być 5-letnie obligacje Meksyku w dolarze, których spread w marcu rozszerzył się o 200 pb. i straciły około 6% (w pewnym momencie strata ta wynosiła ponad 10%). Straty na obligacjach o dłuższym terminie do wykupu traciły oczywiście o wiele więcej. Nic więc dziwnego, że niektóre indeksy krajów wschodzących zaliczyły w marcu dwucyfrowe spadki. Ten segment rynku, daje w dłuższym horyzoncie o wiele większe szanse na zarobek, jednak brak skupu tych obligacji nie daje bezpieczeństwa ograniczonego spadku, jak chociażby na obligacjach krajów strefy euro.

Trzeci segment to obligacje krajów w walucie lokalnej. Jest to rynek, który zachowywał się najbardziej dynamicznie ze wszystkich. Do ryzyka kredytowego swoje dołożyło osłabianie się walut tych krajów. Jest to zdecydowanie najbardziej ryzykowny segment z punktu widzenia inwestorów międzynarodowych. Zaistniała sytuacja prowadzi do sprzecznych celów dla banków centralnych tych krajów. Z jednej strony odpływ kapitału zagranicznego i osłabiająca się waluta uderzy odpowiednio w inwestycje i konsumentów, co powinno skłaniać władze monetarne tych krajów do zacieśniania polityki, z drugiej strony osłabiająca się gospodarka jak kroplówki będzie potrzebować dostępu do tańszego kredytu w powirusowym powrocie do normalności. Do tego dochodzą dodatkowe potrzeby pożyczkowe i mamy odpowiedź dlaczego obligacje tych krajów uległy przecenieniu. Należy pamiętać, że grono tych krajów jest różnorodne i możemy znaleźć tu zdrowe gospodarki i płynne rynki jak obligacje w koronie czeskiej, czy złotym polskim oraz te bardziej ryzykowne w lirze tureckiej czy południowoafrykańskim randzie. W koronawirusowej rzeczywistości do każdego z tych krajów trzeba podchodzić w sposób selektywny ze względu na specyficzną strukturę gospodarek i ryzyk. Na tych rynkach interwencje banków centralnych mogą być dużo trudniejsze ze względu na mniejszą wiarygodność w stosunku do zachodnich odpowiedników. Obligacje tych krajów straciły w marcu od kilku do kilkunastu procent i są w tej chwili jeszcze bardziej ryzykowne niż drugi z przedstawionych segmentów rynków, szczególnie jeśli mowa o krajach słabiej rozwiniętych.

Polskie obligacje skarbowe zaliczają się w tej nadzwyczajnej sytuacji do trzeciego segmentu w powyższym podziale. Mimo prawdziwego rollercoaster'a, który widzieliśmy w marcu zaliczamy się jednak do prymusa tej grupy. Rentowności 10 - letniego benchmarku polskich obligacji na początku miesiąca początkowo spadała w ślad za rynkami bazowymi z poziomu 1,79% pobijając poziomy z 2019 roku i osiągając w minimum 1,35%. Równy tydzień później widzieliśmy już najwyższą rentowność w miesiącu na poziomie 2,3%. Zapowiedziane przez banki centralne działania ustabilizowały rynki światowe, w tym polski.

Patrząc na nasz rynek należy zapomnieć o rzeczach, które były bodźcem dla rynku jeszcze w styczniu. Żywy temat szybko rosnącej inflacji poszedł w zapomnienie, a wraz z nim odczyt CPI za luty (4,7%). Na początku miesiąca Rada Polityki Pieniężnej przekonywała, że obniżka stóp jest w najbliższym czasie mało prawdopodobna, by dwa tygodnie później, ściągając główną stopę procentową z 1,5% do 1%. To jednak nie było największym zaskoczeniem. NBP zapowiedział, a następnie zrealizował operacje luzowania ilościowego. Doczekaliśmy się zatem tzw. „polskiego QE”. Są to przetargi wielu cen, na których posiadacze obligacji skarbowych mogą zgłaszać przez dealerów skarbowych do sprzedaży posiadane obligacje po wskazanej przez siebie cenie. Rynek po przeprowadzeniu tych operacji odzyskał trochę stabilności, a zapowiedź kolejnych dwóch odkupów (16 i 29 kwietnia) jest argumentem, że nie powinniśmy być już świadkami takiej jazdy w górę na rentownościach jak w trzecim tygodniu marca. Rynek nie powinien więc tak mocno jak wtedy bać się o brak płynności. To czego brakuje, to szczegóły dotyczące programu zakupu, jak długo będzie trwał, czy będą odbywały się regularne miesięczne skupy, a jeśli tak to w jakich kwotach. Te informacje są standardowe, w komunikacji FED-u czy EBC, ale w Polsce operacje te dopiero się zaczęły, więc należy dać trochę czasu NBP i uczestnikom rynku, aby zobaczyć na jakich poziomach rynek się ustabilizuje i jaka będzie długoterminowa reakcja na tego typu skup.

To, czego należy się spodziewać na polskim rynku, to dużo większe emisje niż te, do których jesteśmy przyzwyczajeni w ostatnich latach. W Polsce wprowadzona została tarcza antykrzysowa, na którą potrzebne będą środki. Kto więc na początku roku 2020 myślał, że polskich obligacji skarbowych zabraknie, ten teraz na pewno nie będzie nie narzekał na ich niedobór. Czynniki ten został już w dużej mierze zdyskontowany na rynku. Miarą tego jest m. in. spread rentowności obligacji skarbowych do stopy procentowej. W marcu uległ on bardzo dużemu rozszerzeniu, do poziomów niewidzianych od kryzysu zadłużenia państw południa Europy (2011-2012), czy krachu finansowego po upadku Lehman Brothers (2008-2009). Spread ten rozszerzył się na obligacjach 5-letnich z poziomu 17 do poziomu 55 p.b. notując w szczycie 68 p.b. Na benchmarku 10-letnim ruch ten był jeszcze mocniejszy, z 35 do 62 punktów bazowych (szczyt 94 p.b.). Miało to bardzo duże przełożenie na obligacje zmiennokuponowe, które uległy znaczącej przecenie i były jednym z powodów przeceny funduszy w grupach obligacji krótkoterminowych skarbowych, uniwersalnych i korporacyjnych, również w paście Skarbiec TFI, które mają w portfelu te obligacje, a w szczególności Skarbiec Konserwatywny. Rynek w szybki sposób wycenił dużo większe emisje polskich obligacji i ryzyko kredytowe Polski. Pokazując, że sytuacja naszych obligacji jest dobra wystarczy spojrzeć na spread 10-latek polskich do niemieckich, który zawężił się z 240 p.b. do 215 zaliczając pod drogą wystrzał do 280 p.b. i notując minima na poziomie 212 p.b. Stabilizacja pod koniec miesiąca wskazuje jednak, że najgorsze raczej mamy za sobą i należy obecnie przyglądać się efektom gospodarczym walki z wirusem. Czym szybciej ona się skończy, tym mniejsze skutki gospodarcze i mniejsze wsparcie dla przedsiębiorców i społeczeństwa, czyli mniej wyemitowanego długu. Patrząc w dłuższym terminie rozszerzenie się spreadu rentowności obligacji do stopy swapowej wydaje się atrakcyjne i gdy aktywność gospodarcza w Europie będzie wracać do normy, to obligacje powinny nadrabiać straty do swapów stopy procentowej.

Na rynku stopy procentowej wycenione są dalsze obniżki stóp przez RPP w tym roku. Krzywa, w horyzoncie 10 lat jest poniżej 1%. Najbliższe posiedzenie RPP jest zaplanowane na 7-8 kwietnia, więc wtedy dowiemy się, jak na oczekiwania rynkowe zapatrują się członkowie RPP.

Ministerstwo Finansów w marcu przeprowadziło jeden przetarg sprzedaży i jeden przetarg zamiany obligacji. Na pierwszym sprzedano obligacje za 5mld zł przy popycie 6,1 mld zł. Popyt skupił się na obligacjach zmiennokuponowych. Drugi z przetargów, był nietypowy, ponieważ skupiono z rynku cały szereg serii obligacji zmiennokuponowych o wartości 11,6 mld zł, a i wyemitowano dodatkowo 2-letnie obligacje stałokuponowe zapadające w kwietniu 2022 w wielkości 10,85 mld zł. Operacja ta miała na celu zasilić rynek w płynność. Po długim czasie bez emisji, powrócono do przetargu bonów skarbowych. Sprzedano bony 20-, i 52-tygodniowe o łącznej wartości 3 mld zł. W kwietniu Ministerstwo Finansów przeprowadzi 2 aukcje sprzedaży obligacji oraz 4 przetargi bonów skarbowych.

Rynkiem, który zasługuje na wyjątkową uwagę, w czasie zaprzestania aktywności gospodarczej to rynek obligacji korporacyjnych. Większość funduszy obligacji z ratingiem spekulacyjnym na rynku odnotowała dwucyfrowe straty, a w dołku były bliskie dwudziestoprocentowych spadków. Dla porównania warto spojrzeć na fundusze inwestujące w polskie obligacje korporacyjne. Ujawniona skala przeceny jest tutaj minimalna, a wątpliwym jest, że polskie przedsiębiorstwa przejdą spowolnienie gospodarcze wyraźniej lepiej niż te z Europy Zachodniej, czy USA, nawet jeśli skutki koronawirusa w Polsce będą dużo łagodniejsze. Powodem tej sytuacji jest mała płynność rynku obligacji przedsiębiorstw w Polsce. Charakteryzuje się on najczęściej kupnem i trzymaniem do zapadalności, poza drobnymi dostosowaniami. Wraz z początkiem kwietnia rozpocznie się raportowanie wartości aktywów netto FIO i SFIO za marzec. Będą one znane w całości do połowy miesiąca i powinno być widać skalę problemów na polskim rynku. Jeżeli odpływy były znaczące, to należy się przyjrzeć poszczególnym funduszom pod względem struktury aktywów. Jako zespół zarządzających Skarbiec TFI od dłuższego czasu przestrzegaliśmy nad pakowaniem do pełna portfela polskim kredytem przy minimalnym wynagrodzeniu za ryzyko. Takie budowanie funduszy może teraz zaboleć i nie tylko chodzi tu tylko o potencjalne odpisy na portfelach, które były wyceniane liniowo, ale również o zapewnianie płynności w przypadku dalszych odpływów. Trzymamy oczywiście kciuki za całą branżę, ponieważ interes klientów jest najważniejszy. Ze swojej strony możemy zapewnić, że poza subfunduszem Obligacji Wysokiego Dochodu, który dedykowany jest spekulacyjnym obligacjom, głównie korporacyjnym posiadamy płynne portfele, w których wartość obligacji korporacyjnych nie przekracza nigdzie 20% wartości aktywów netto. Ale także w przypadku Skarbcza Obligacji Wysokiego Dochodu większość ekspozycji realizowana jest przez bardzo płynne ETYy.

Dodatkowo nasze portfele wyceniane są rynkowo, a w rzadkich przypadkach gdy z uwagi na brak aktywnego rynku wycena liniowa jest stosowana, tam dokonujemy odpisów od razu wtedy, gdy widzimy jakiegokolwiek zagrożenie dla kondycji finansowej emitenta. W marcu żadna obligacja w portfelach naszych funduszy nie była wyceniana według skorygowanej ceny zakupu. Od dawna komunikowaliśmy, że jest to nasza przewaga konkurencyjna. Na najbliższy okres zapatrujemy się bardzo pozytywnie. Życzymy całej gospodarce i wszystkim firmom jak najlepiej, jednak dopiero ten i przyszły rok pokaże jakie marże kredytowe są adekwatne dla sektora polskich obligacji korporacyjnych. Mając dużo przestrzeni na subfunduszach, które mogą sobie na to pozwolić np. (Konserwatywny Plus, czy Dłużny Uniwersalny) będziemy mogli w końcu pozwolić sobie na wyższą alokację portfeli, które potencjalne problemy sektora korporacyjnego przejdą zdecydowanie mniej boleśnie niż większość konkurencji.

Rynki surowców

W tym miesiącu obserwowaliśmy spadek Indeksu Thomson Reuters Jefferies Core Commodities CRB. Jego wynik od początku miesiąca to -23,6%.

Ceny surowców energetycznych w styczniu odnotowały spadek. Ceny ropy w USA na najbliższą dostawę (WTI) spadły o 54% do 20.5\$. Był to najniższy od 18 lat poziom, nie widziany od 2002 roku. Wojna cenowa pomiędzy Arabią Saudyjską a Rosją oraz ograniczenia w lotach i przemieszczaniu się ze względu na wirus były kluczowym powodem spadków na rynku ropy. Główne metale przemysłowe zakończyły miesiąc na spadkach: aluminium, miedź, nikiel z wynikiem odpowiednio o -10.9%, -12.5%, -6.2%. Ceny aluminium pozostawały pod presją związaną z możliwością globalnego spowolnienia spadając poniżej 1481 USD / tonę, do poziomu nie widzianego od stycznia 2016. Srebro podobnie jak metale przemysłowe odnotowało spadki o 13,6%. Kontrakty na złoto wzrosły w ujęciu miesięcznym o 1%, osiągając 1583 USD za uncję.

Na rynku surowców rolnych duże spadki na kontraktach na cukier, bawełnę oraz kakao w ujęciu miesięcznym odpowiednio o 27.9%, 16.9% oraz 18.5%. Kontrakty na bawełnę były notowane w cenie 51,1\$, poziomie nie widzianym od 2009 roku. Produkcja pozostaje niezmienną na poziomie 25.9m ton natomiast prognozy popytu zostały znacznie obniżone do 24.6m ton ze względu na słabszy popyt ze strony branży odzieżowej. Na rynkach głównych zbóż: kukurydza spadła 7%, natomiast soja oraz pszenica wzrosły o 0.3% i 7.5%. Spadek na kukurydzy był spowodowany niższymi prognozami popytu na etanol. Kukurydza i soja utrzymują się na poziomach widzianych ostatnio w 2007 roku, lecz zapowiedzi plantatorów bawełny na zmianę zagospodarowania i zwiększenie upraw zbóż tworzą dodatkowe ryzyko zwiększonej podaży. Na rynku żywego inwentarza trzoda chlewna oraz bydło spadły o 9.6% i 16.1%.



Edgar Mikołajek
młodszy zarządzający

Jest absolwentem Finansów i Bankowości na Akademii Leona Koźmińskiego oraz Informatyki na Polsko-Japońskiej Wyższej Szkole Technicznej Komputerowych. Jest doradcą inwestycyjnym (nr licencji 637) oraz maklerem papierów wartościowych (licencja nr 3154). Uczestnik programów CFA, CAIA, FRM. Doświadczenie zawodowe zdobywał w Domu Maklerskim BZW BK. Od listopada 2017 pracuje jako zarządzający w Skarbiec TFI S.A.

PRZEGLĄD RYNKÓW

DANE NA 31.03.2020

INDEKSY ŚWIATOWE

	kurs	tydzień	miesiąc	ytd
S&P500	2584,59	-12,51%	-20,0%	-8,8%
DJIA	21917,16	-13,74%	-23,2%	-15,5%
NASDAQ	7700,10	-10,12%	-14,2%	-0,4%
CAC40	4396,12	-17,21%	-26,5%	-17,8%
FTSE100	5671,96	-13,81%	-24,8%	-22,1%
DAX	9935,84	-16,44%	-25,0%	-13,8%
NIKKEI225	18917,01	-10,53%	-20,0%	-10,8%
SHANGHAI COMP	2750,30	-4,51%	-9,8%	-11,0%
RTS	1014,44	-21,95%	-34,5%	-15,3%
ISE 100	89643,71	-15,43%	-21,7%	-4,4%
BOVESPA	73019,80	-29,90%	-36,9%	-23,5%
SENSEX	29468,49	-23,05%	-28,6%	-23,8%

INDEKSY POLSKIE

	kurs	tydzień	miesiąc	ytd
WIG20 TR	2754,28	-14,5%	-29,6%	-32,5%
WIG	41624,62	-15,5%	-28,0%	-30,2%
mWIG40 TR	3708,82	-20,4%	-27,1%	-29,2%
sWIG80 TR	12987,76	-11,7%	-14,8%	-9,8%
MSCI Poland	1052,45	-15,7%	-30,3%	-36,4%

STOPY PROCENTOWE (ZMIANA W P.B.)

		tydzień	miesiąc	ytd
WIBOR 3M	1,17	-54	-54	-55
Polska 2 lata PLN	0,92	-53	-57	-78
Polska 5 lat PLN	1,30	-25	-51	-90
Polska 10 lat PLN	1,68	-11	-44	-116
Polska 10 lat EUR	0,33	38	17	-48
Polska 10 lat USD	1,68	-12	-51	-128
USA 10 lat	0,67	-48	-125	-174
Niemcy 10 lat	-0,47	14	-29	-40
High Yield USD	9,44	321	425	301
High Yield EUR	0,52	51	30	1

SUROWCE

	kurs	tydzień	miesiąc	ytd
ROPA BRENT	22,74	-55,0%	-65,5%	-66,7%
ZŁOTO	1 577,18	-0,5%	3,9%	22,0%
SREBRO	13,97	-16,1%	-21,7%	-7,6%
MIEDŹ	222,80	-12,5%	-20,3%	-24,1%
ALUMINIUM	1 501,50	-10,9%	-16,1%	-21,0%
GAZ ZIEMNY	1,64	-2,6%	-25,1%	-38,4%

POLSKA Y/Y

PKB	3,20	PKB	2,30
Inflacja	4,70	Inflacja	2,30
Sprzedaż detaliczna	9,60	Sprzedaż detaliczna	4,30
Produkcja przemysłowa	4,90	Produkcja przemysłowa	0,04

USA Y/Y

STREFA EURO Y/Y

UE Y/Y

PKB	1,00	PKB	1,20
Inflacja	0,70	Inflacja	1,60
Sprzedaż detaliczna	3,00	Sprzedaż detaliczna	3,20
Produkcja przemysłowa	-1,90	Produkcja przemysłowa	-1,50