

1. Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Kamil Sobolewski

2. Zagraniczne rynki akcji

Bartosz Szymański

3. Polski rynek akcji

Michał Stalmach

4. Rynki obligacji

Mateusz Roda

5. Rynek surowców

Kamil Sobolewski i Edgar Mikołajek



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.

Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Gospodarka globalna

W moim subiektywnym rankingu najważniejszych wydarzeń maja znajdują się dwa tematy.

Po pierwsze, podano wyniki szczegółowych badań na pacjentach z Korei Południowej, u których genetyczne testy PCR potwierdziły ponowne zakażenie wirusem. Przypomnijmy, że brak naturalnej odporności po zachorowaniu poddałby w wątpliwość zarówno możliwość wynalezienia szczepionki, jak i osiągnięcia tzw. odporności stadnej (czyli wygaśnięcia pandemii po zachorowaniu kilkudziesięciu procent ludzi). We wspomnianym badaniu stwierdzono, że wszystkie zbadane osoby z dodatnim ponownym wynikiem testu są jedynie nosicielami resztek wirusa, ale ani same nie chorują, ani nie są zdolne zarażać innych. W mojej ocenie ten właśnie czynnik zaważył na decyzji o szybkim otwieraniu poszczególnych gospodarek, ale przede wszystkim na brutalnej zmianie myślenia największych inwestorów globalnych, doprowadzając do tzw. rotacji z bezpiecznych klas aktywów, takich jak amerykańskie obligacje skarbowe, do ryzykownych klas aktywów. Przy wsparciu banków centralnych, które absorbują pojawiającą się podaż obligacji skarbowych, efekt rynkowy widzimy głównie jako hossę na rynkach akcji, surowców, czy obligacji oferujących wysokie rentowności.

W mojej ocenie V-kształtne zakończenie pandemii niemal gwarantuje V-kształtne odbicie gospodarki, pobudzonej przez bezprecedensowe wydatki rządów finansowane bezprecedensowymi skupami aktywów przez banki centralne z całego świata, także z krajów rozwijających się, w tym Polski. Scenariuszowi temu zagrażają w krótkim terminie w zasadzie tylko dwa czynniki. Pierwszy to nawrót pandemii, nie w skali podobnej do pierwszej fali zachorowań, ale w skali zapowiedzianej przez WHO, kilkudziesięciokrotnie większej, niż w pierwszej fali, co - niezależnie od dzisiejszych butnych deklaracji politycznych napędzanych koniunkturą giełdową - zmusiłoby polityków, odpowiedzialnych, czy chętnych na reelekcję, do ponownego wprowadzenia ograniczeń (lockdownu) w skali międzynarodowej. Drugi to błędy o charakterze politycznym. Na płaszczyźnie lokalnej, społeczny sprzeciw wobec ekonomicznych skutków kryzysu, przy którym nastroje społeczne mogą wybuchnąć pod byle pretekstem niczym od iskry, co w zetknięciu z niewłaściwą reakcją władz może wywołać okołokryzysową „rewolucję”, szkodliwą dla gospodarki i nastrojów. Na płaszczyźnie globalnej szczególnie na linii USA-Chiny.

Ważnym wydarzeniem maja była także polityczna deklaracja duetu Merkel-Macron, potwierdzona późniejszym programem Komisji Europejskiej zatytułowanym „next generation.” Plan zakłada emisję obligacji wirusowych przez Komisję Europejską, która służyłaby odbudowie gospodarek wszystkich krajów UE po kryzysie. Deklarowana skala rządu 500-750 mld EUR, czyli 3-4% unijnego PKB, jest znaczna, ale ma w mojej ocenie znaczenie symboliczne, bowiem otwiera „federalny” model wydatków UE, a nie zamyka się konkretną kwotą na całą wieczność.

Plan jest dowodem na przełamanie bariery politycznej, której istnienie najwyraźniej zasygnalizował niemiecki trybunał konstytucyjny w kwietniu, poddając w wątpliwość legalność skupu aktywów przez Europejski Bank Centralny (EBC). Plan jest nie tylko dowodem gotowości liderów UE na większą integrację, ale też otwarciem możliwości ponoszenia ciężaru wspólnych wydatków UE w większym stopniu przez Niemcy. Jest oczywiste, że program zaplanowano w sposób umożliwiający skub obligacji przez EBC. W oczach międzynarodowych inwestorów, ogranicza on ryzyko dezintegracji UE i podnosi oczekiwany na najbliższe kilka lat wzrost gospodarczy w UE.

Program „next generation” to prawdziwa rewolucja szczególnie dla krajów naszego regionu, a w zasadzie tych państw UE, które nie należą do strefy euro. Dlaczego? Bo jego realizacja oznaczałaby finansowanie wydatków realizowanych w Polsce de facto z pieniędzy EBC. Tak, dług teoretycznie trzeba będzie spłacić, zaczną się niekończące się dyskusje o konstrukcji programu, skali i rodzaju wydatków, a także o wysokości spłat przez poszczególne kraje, roli praworządności, przyszłości węgla itp. Jednak kierunek potencjalnej dużej zmiany został wyznaczony i jest on korzystny dla UE, a w szczególności sposób dla Europy Środkowo-Wschodniej, choć w niej relatywnie mniej dla Polski i Czech, niż dla Rumunii, czy Węgier.

Rynki a polityka gospodarcza

Kiedy na przełomie roku pisałem o dużym znaczeniu polityki gospodarczej dla rynków, o zaglądaniu w oko bosmana, nie wyobrażałem sobie, że w tak krótkim czasie bosman zacznie nie tylko kierować okrętem, ale całą flotą, a także wiatrem i częściowo falami. Bezprecedensowa skala stymulacji fiskalnej i monetarnej stoi obecnie za uspokojeniem nastrojów i zmienności rynków oraz powrotem hossy. Dotąd była to domena głównie rynków dłużnych, teraz stymulacja gospodarki napędza optymizm na rynkach akcji, a oczekiwanie skupów akcji w krajach rozwiniętych, w razie katastrofy pandemicznej, wydaje się ograniczać ryzyko. Zostaje z tego hossy na sterydach, tak jak na rynku obligacji przez ostatnie kilkanaście lat.

Ważnym dla gospodarki i rynków finansowych pytaniem jest, czy obecny druk pieniądza, który nie ma pokrycia w wytworzonych towarach czy usługach, wygeneruje inflację. Inflacja jest jednym z moich dwóch kandydatów na Godota - wielkich nieobecnych, których obawiał się rynek, kiedy prognozowaliśmy sytuację na bieżący rok. Jako pierwszego kandydata na Godota wskazałem wtedy kryzys, który niestety pojawił się niemal na zawołanie, jak zwykle z nieoczekiwanego źródła. Klasyczna teoria ekonomii nie pozostawia złudzeń, że druk pustego pieniądza jest proinflacyjny. Dlaczego zatem, w dobie realizowania tego druku w bezprecedensowej skali, wydaje nam się, że możemy ignorować to zagrożenie, które rujnowało gospodarkę w drugiej połowie XX wieku?

Alokacja aktywów

W produktach, w których jako Skarbiec TFI aktywnie decyduję o alokacji na klasy aktywów, w szczególności w portfelach modelowych, funduszach: Top Funduszy Akcji SFIO, Top Funduszy Stabilnych SFIO, czy Multiasset FIZ, a także w portfelu subfunduszu Market Opportunities, nie walczyliśmy z bosmanem i pozostajemy zainwestowani w aktywach ryzykownych co najmniej w stopniu odpowiadającym profilowi ryzyka w danym produkcie. Nawet przy tej dozie niepewności, jaka towarzyszy nam dzisiaj, akcje nie powinny, moim zdaniem, wypaść z portfela inwestycyjnego, a jedynie być dobierane w sposób aktywny, najlepiej nie indeksowy, tylko oparty o selekcję. Z kolei obligacje, które w krajach rozwiniętych stały się nudnym aktywem z ceną de facto regulowaną przez banki centralne, gdzieś tam oferują obecnie atrakcyjny profil ryzyko-dochód na tle innych klas aktywów - bez opuszczania klasy inwestycyjnej można zainwestować w euro z rentownością ponad 3%, często w papiery, których spadki cen od początku marca do końca maja sięgają 20%, nie zawsze w sposób całkowicie uzasadniony fundamentami. Zatem na rynku długu także obowiązuje selektywność i aktywność. W wybranych portfelach znalazło się też miejsce na surowce, które ubezpieczają portfel akcji i obligacji na wypadek inflacji, czy psucia pieniądza, a z drugiej strony zaliczyły w ostatniej dekadzie spadki o ponad 70%, tworząc, w mojej ocenie, nadzieję na odwrócenie długoterminowej tendencji spadkowej. Niepewność uzasadnia wybór tylko aktywów i funduszy charakteryzujących się najwyższą płynnością.

Silna ingerencja polityki gospodarczej w gospodarce i na rynkach, generująca „hossę na sterydach”, dla szerokiego rynku oznacza coraz bardziej ograniczony potencjał i rosnącą podatność na nie zawsze przewidywalne doniesienia z frontu pandemii, polityki gospodarczej, czy polityki po prostu. Dla globalnych funduszy oznacza to topniejące stopy zwrotu ze strategii kup-i-trzymaj realizowanej na poziomie indeksów. Dla aktywnych zarządzających, którzy potrafią ze zrozumieniem zrezygnować z inwestycji w szeroki indeks, obecna sytuacja to Eldorado. Każda szybko zachodząca zmiana ma swoich wielkich wygranych, a skorzystanie z ich sukcesu wymaga nie tylko poprawnej identyfikacji okazji, ale też skali, pozwalającej na globalnym rynku zająć odpowiednią pozycję. Wydaje się, że Skarbiec TFI ma właśnie tę zdolność identyfikacji okazji, zarówno na rynku akcji jak i długu, tak w kraju, jak i za granicą. Skala funduszy Skarbiec TFI w relacji do globalnych rynków jest na tyle mała, że nawet kilkukrotny wzrost wielkości naszych funduszy niewiele by tu zmienił. Dlatego słabe otoczenie dla większości funduszy globalnych, może być dla Skarbiec TFI szansą pokazania realnych przewag konkurencyjnych w całej okazałości.

Zagraniczne rynki akcji

Maj był miesiącem kontynuacji pozytywnych kierunków na światowych giełdach zapoczątkowanych w ostatnim tygodniu marca. Inwestorzy konsumowali kolejne dane finansowe spływające ze spółek za pierwszy kwartał 2020 roku oraz oczekiwania zarządu, co do kolejnych kwartałów uwzględniających wpływ „lockdownu” na swoje modele biznesowe. W większości przypadków tempo i dynamika zmian w funkcjonowaniu poszczególnych sektorów gospodarki w okresie „zamknięcia” nie były aż tak czarne, jak scenariusze przedstawiane przez media branżowe oraz część analityków.

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, którymi dzieliliśmy się z Państwem w naszych poprzednich komentarzach, wygranymi w zaistniałej sytuacji „lockdown-u” okazały się spółki oferujące cyfrowe produkty, których dystrybucja odbywa się w cyberprzestrzeni i jest niezależna od pogody, pory dnia i nocy, czy fizycznego ograniczenia dostępu do powierzchni sklepowych. Co więcej, właśnie w momencie wprowadzenia bardzo silnego ograniczenia poruszania się, czy wręcz całkowitego zamknięcia poszczególnych sfer życiowych, to właśnie cyfrowe produkty okazały jedyną alternatywą dla dotychczasowych rozwiązań (rozrywka, sport, zakupy, jedzenie). Co więcej, także biznesowa sfera naszego życia musiała w bardzo szybkim tempie dostosować się do wprowadzonych obostrzeń. Do niedawna jeszcze niewyobrażalne zjawiska, jak praca zdalna, czy praca z domu, stały się naszą codziennością, a narzędzia i instrumentarium umożliwiające takie funkcjonowanie stały się w wielu przypadkach nie dość, że konieczne, to jeszcze powszechne. Terapia szokowa, jaka została zaserwowana światowej gospodarce, przyniosła bardzo wymierne i policzalne efekty po stronie wynikowej spółek działających w cyberprzestrzeni, co sami mogą Państwo zaobserwować w wynikach naszych wybranych funduszy.

Publikacja wyników finansowych za pierwszy kwartał bieżącego roku tak naprawdę dobiega końca i zbliżamy się wielkimi krokami do okresu informacyjnej flauty, jeśli chodzi dane płynące ze spółek. Niejednokrotnie podkreślaliśmy, że tygodnie pomiędzy kwartalnymi publikacjami wyników finansowych są okresem wzmożonej zmienności wynikającej z dużo wyższej podatności inwestorów globalnych na doniesienia mediowe płynące chociażby ze sfery geopolitycznej, która ze swojej natury pozostaje poza jakąkolwiek kontrolą. W takim przypadku zalecamy zachowanie spokoju i trzymanie się ściśle określonej polityki inwestycyjnej bazującej na fundamentalnej selekcji portfela oraz niepoddawanie się czarnym wizjom rozpowszechnianym przez media. Proces otwierania poszczególnych gospodarek nabiera prędkości a jego pierwsze efekty będą widoczne już w raportach finansowych za drugi kwartał.



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.



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

Sell in may and go away? No, no, no! Not this time! Po znakomitym kwietniu, kiedy indeksy notowały dwucyfrowe stopy zwrotu, wielu inwestorów mogło mieć obawy o kontynuację tak silnego trendu i potencjalną przecenę ryzykownych aktywów w maju. Tak się jednak nie stało i nasza prośba z poprzedniego miesiąca „wiosno trwaj!” została wysłuchana. W maju GPW wpisała się w dobre zachowanie globalnych rynków akcji, ba, na tle wielu okazała się nawet prymusem. Po raz kolejny zwycięzcą na naszym parkiecie zostały małe spółki. Indeks sWIG80 zyskał w ubiegłym miesiącu 7,1% i tym samym od początku roku jest już na 4,3% plusie. Dobrze prezentował się również WIG20 (+4,5%), szczególnie w ujęciu dolarowym. Zyskując 8,2% daleko w tyle pozostawił MSCI EM (+0,8%), czy nawet sąsiada DAX-a (+6,7%). Na tym tle relatywnie słabo wypadły średnie spółki – mWIG40 zyskał w maju „tylko” 2,6% (annualizując dałoby to 36% w skali roku!). Umocnienie złotego może sugerować, że za wzrostami na GPW stoją już nie tylko inwestorzy indywidualni i krajowe instytucje finansowe, ale również napływający kapitał zagranicznych.

Do momentu, zaskakującej dla większości uczestników rynku, decyzji RPP o trzeciej kolejnej obniżce stóp procentowych, o 40 punktów bazowych, tj. do poziomu 0,1% (łącznie z 1,5% do 0,1%), dobre zachowanie indeksów napędzał sektor bankowy. Ostatecznie najcięższy z subsektorów WIG-u zyskał w maju jedynie 0,6%, podczas gdy jeszcze dzień przed ogłoszeniem decyzji RPP (28 maj) stopa zwrotu od początku miesiąca wynosiła 5,0% (wobec 3,6% dla WIG20). Trudno oczekiwać, żeby stopy procentowe mogłyby zostać podwyższone w tym, czy kolejnym roku, co będzie ciężki wynik sektora. Przed nami okres obniżania prognoz wyników i wycen banków, choć można zakładać, że kursy w większości wyceniają już te dostosowania, tym bardziej, że banki w komunikatach bieżących informowały o wpływie obniżek na ich wyniki.

Utrzymuje się trend zainteresowania GPW ze strony inwestorów indywidualnych. Dane KDPW wskazują na blisko 50 tys. nowych rachunków otwartych w marcu i kwietniu. Są to najwyższe wartości od 10 lat, kiedy to w 2010 roku miała miejsce jedna z ostatnich dużych prywatyzacji, czyli debiut PZU. Powyższe potwierdzają również wysokie wzrosty obrotów, odpowiednio 60% w marcu, 70% w kwietniu oraz ponad 20% w maju. Przeważnie rosnące zainteresowanie klientów detalicznych obserwowaliśmy w okresie bardzo dobrego zachowania giełdy, co niekoniecznie prowadziło do dobrych wyników inwestycyjnych. Tym razem było zdecydowanie inaczej, statystycznie stopy zwrotu „nowych” inwestorów powinny być dwucyfrowe. Nie można stąd wykluczyć, że po dobrych wynikach zdecydują się oni systematycznie, np. w ramach miesięcznych dochodów część z nich inwestować na giełdzie. Tym bardziej, że na lokatach bankowych jest już zgromadzone blisko bilion złotych. Parafrazując słowa słynnej piosenki. Prawie zero! Prawie zero! Dziś, po kolejnej obniżce stop procentowych, nominalne stopy procentowe są już na poziomie bliskim 0, a do tego mamy jeszcze 3% inflacji. Nie należy również zapominać, że w marcu i kwietniu łącznie inwestorzy wypłacili z funduszy obligacji ponad 20 mld, choć tu większość kwoty stanowiły prawdopodobnie środki firm.

Pandemia COVID-19 w Polsce przebiega w dwojaki sposób. Ilość osób dziennie podlegających diagnozie cały czas utrzymuje się na podobnym poziomie. Z kolei wielkość aktywnych przypadków jest nadal rekordowa. Jedynie liczba nowych śmierci spadła w porównaniu do przełomu kwietnia/maja. Sprawia to więc wrażenie, że wcale nie uporaliśmy się z tym problemem. Od początku pandemii zarejestrowaliśmy w Polsce około 25 tys. przypadków zachorowań, z czego ponad 1000 osób niestety zmarło. Obecnie mamy do czynienia z przeniesieniem się ogniska zakażeń z województwa mazowieckiego na Śląsk, gdzie COVID-19 stał się wyjątkowo uciążliwym problemem wśród społeczności górniczej.

Wobec takiego rozwoju wydarzeń, zupełnie inny obraz ukazuje nam ogólne zachowanie ludzi i kolejno ogłaszane etapy odmrażania gospodarki. Ewidentnie izolacja społeczna jest krótkotrwałym środkiem, którego nie da się utrzymać w dłuższym terminie. Od czerwca znajdujemy się już w IV - ostatnim - etapie ograniczania obostrzeń. Dla przypomnienia, 20 kwietnia zmniejszono restrykcje dla małych i dużych sklepów, od 4 maja otwarte zostały galerie handlowe, hotele, żłobki i przedszkola, pod pewnymi warunkami sanitarnymi. Od 18 maja „uwolniono” salony fryzjerskie i kosmetyczne, gastronomię, edukację i wydarzenia sportowe, a od 30 maja wprowadzono dalsze luzowanie restrykcji. Można więc odnieść wrażenie, że gospodarka wraca na stare tory. Z tą tezę czekamy jednak, aż pojawią się pierwsze dane, które na to wskazują.



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

Maj był na rynkach dłużnych miesiącem kontynuacji uspokojenia oraz wzrostu optymizmu, co do przyszłości gospodarki. Co do zasady był to okres stabilizacji cen na rynkach bazowych i dalszy powrót kapitału na rynki, które w marcu były pod znaczną presją wyprzedzały i ucieczki kapitału do bezpiecznych przystani.

Rentowności obligacji rynków bazowych poruszały się w wąskim korytarzu wahań. Dla dziesięcioletek amerykańskich zmieniała się ona pomiędzy 0,61%, a 0,73%, a dla jej niemieckich odpowiedniczek między -0,59%, a -0,41%. Tę stabilność należy zawdzięczać bankom centralnym, które starannie dbają o niskie stopy procentowe, poprawiając tym samym warunki finansowania rządów i emitentów korporacyjnych.

Maj był miesiącem bez posiedzeń głównych banków centralnych, co nie oznacza braku napływających sygnałów od członków FED, czy EBC dotyczących szczególnego monitorowania nadchodzących danych i gospodarki oraz sugerowania dostępności szeregu działań, w celu wspierania gospodarki. Bankierzy centralni cały czas nawołują do silnej stymulacji fiskalnej. FED studzi jednak oczekiwania, co do odbicia gospodarczego i szybkości powrotu do stanu sprzed pandemii. Rynek, pomimo tych ostrzeżeń, zwiększa apetyt na ryzyko zakładając, że jeśli pomoc będzie potrzebna, to polityka pieniężna i fiskalna ją zapewnią. Jednocześnie członkowie FED-u odrzekają się od możliwości wprowadzenia ujemnych stóp procentowych wskazując, że nie realizowałyby to oczekiwanych celów i są lepsze narzędzia do realizowania polityki pieniężnej w obecnej sytuacji.

FED w maju rozpoczął proces zakupu obligacji korporacyjnych na rynku wtórnym, głównie ETF-ów inwestujących w tego typu papiery dłużne. Podejście to ma jednak swoje wady, ponieważ zwiększa ryzyko istnienia tzw. przedsiębiorstw zombie, które nie są w stanie obsługiwać swojego zadłużenia, co zwiększa i odracza w czasie ryzyko kredytowe, gdy FED te zakupy skończy. Nad podobnym rozwiązaniem zastanawia się również EBC.

Rynki peryferii Europy w maju zawęziły się w stosunku do rynków bazowych. Najbardziej popularny spread rentowności 10-letnich obligacji włoskich i niemieckich zmalał z 235p.b. do 192 p.b., a greckich do niemieckich z 275p.b. do 197 p.b. Jest to rezultat rosnących oczekiwań, co do zwiększenia programu pandemicznego skupu aktywów przez EBC. Uspokojenie i chęć zakupów aktywów widać po dużej aktywności i rozrzutności inwestorów na aukcjach rynku pierwotnego. Paliwa dodaje opisana w pierwszej części niniejszego komentarza polityczna wola emisji w euro obligacji Unii Europejskiej, z których środki przeznaczone będą dla wszystkich krajów unijnej wspólnoty. Powoduje to apetyt na obligacje krajów, które poturbowane przez obostrzenia gospodarcze miałyby większe trudności z emisją i kosztem nowego zadłużenia. Sprzyja to również walutom i obligacjom krajów regionu CEE.

Kolejny miesiąc odbicia, za rynkami akcyjnymi, zanotował rynek obligacji high yield. Wzrosty te nie były już tak imponujące, jak kwietniowe odbicie z dołka, ale ten segment rynku utrzymuje swoją popularność, zapewne dzięki działaniom podejmowanym przez główne banki centralne, jak i duże postępy w odmrażaniu gospodarki, co daje większe szanse na przeżycie słabszym przedsiębiorstwom. Dobrze radziły sobie także obligacje na rynkach wschodzących, które skorzystały na odwróceniu nastrojów globalnych inwestorów.

Na krajowym rynku długu głównymi gwiazdami były kolejne gwarantowane przez Skarb Państwa emisje PFR i BGK. Oba podmioty przeprowadziły po dwie kolejne transze. Pierwszy z nich wypuścił obligacje zapadające w marcu i wrześniu 2025 roku. Drugi wyemitował kolejne serie obligacji już będących na rynku, zapadających w kwietniu 2027 roku. Trzeba zaznaczyć, że obligacje te oferowały premie do podobnych skarbówek rządu +70 p.b. Ich rentowność 5-letnia jest zbliżona do rentowności skarbowej obligacji dziesięcioletniej.

Na lokalnym rynku największą niespodzianką „zafundowała” RPP, która na niestacjonarnym, przełożonym posiedzeniu obniżyła główną stopę procentową z 0,5% do 0,1%, wywołując skokowy ruch rentowności w dół i zapewniając historyczne maksima cenowe obligacji skarbowych. Rentowność papierów 10-letnich w ciągu miesiąca spadła z 1,46% do 1,18%, 5-letnich z 0,97% do 0,67%, a dwuletnich z 0,58% do 0,17%. Członkowie RPP dali też do zrozumienia, że bardzo mało prawdopodobne są dalsze cięcia. Pytanie, które się teraz nasuwa się w tej sytuacji, to czy i ewentualnie kiedy zacznie się gra pod podwyżki stóp procentowych?

Po takim skokowym ruchu w czerwcu możliwa wydaje się realizacja zysków. Nie musi to jednak oznaczać końca hossy na polskich obligacjach. Czynnikiem wspierającym są operacje zakupów na rynku wtórnym przez NBP.

Miniony miesiąc, a tak naprawdę jego końcówka, była bardzo dobra dla polskich skarbowych obligacji zmiennokuponowych. Najdłuższy papier zmiennokuponowy zdrożał o ponad 1%, obligacje 4, 6-letnie o ponad 0,5%. Lwia część wzrostu została wykonana po decyzji o cięciu stóp. W mojej opinii popyt na te obligacje dalej się utrzyma, jako na papiery, które dadzą lepszą stopę zwrotu, niż krótkoterminowe papiery stałokuponowe o bardzo niskiej rentowności. Największym ograniczeniem dla wzrostów obligacji zmiennokuponowych wydaje się w tej chwili być spread asset swap. Jednak wraz z zmniejszeniem ilości i wielkości emisji skarbowych powinien on kontynuować zawężanie.

W maju NBP przeprowadził dwie aukcje zakupu obligacji skarbowych i gwarantowanych, których zdecydowana większość to obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa, a wyemitowane przez PFR i BGK. Ministerstwo Finansów przeprowadziło w maju dwa przetargi sprzedaży obligacji. Na pierwszym z nich sprzedano obligacje za około 5,5 mld zł, a na drugim za około 5,2 mld zł. Na czerwiec zaplanowano dwie aukcje zamiany. Dodatkowo Ministerstwo poinformowało, że na koniec maja na rachunkach budżetowych było około 100 mld zł. Taka suma, brak kontynuacji przetargów bonów skarbowych oraz powrót do aukcji zamiany, świadczą o poprawie sytuacji gotówkowej i zdejmują z rynku podaż.

Maj okazał się być również lepszym, od poprzednich dwóch, miesiącem na rynku obligacji korporacyjnych. Na rynku widać było, wiedziona oczekiwaną interwencją, popyt na obligacje bankowe oraz dużych przedsiębiorstw, szczególnie tych, gdzie akcjonariuszem jest Skarb Państwa. To co się nie zmieniło, to niska płynność, a także relatywna niechęć do mniejszych emitentów, którzy bardziej są narażeni na ryzyko koniunktury, a to przecież nie zmalało i mimo pakietów pomocowych państwa przełożyć się może na problemy z spłatą długów w najbliższych latach.

Rynki surowców

Zamiany cen surowców

Pierwszy kontrakt	od końca 2013	od końca 2016	od końca 2019	3M	1M
CRB Index	-52%	-31%	-29%	-17%	13%
Ropa naftowa	-63%	-34%	-42%	-21%	88%
Olej opałowy	-68%	-43%	-52%	-35%	32%
Benzyna	-62%	-38%	-40%	-26%	47%
Gaz ziemny	-57%	-50%	-13%	10%	-5%
Aluminium	-13%	-9%	-14%	-9%	5%
Miedź	-28%	-3%	-14%	-5%	3%
Nikiel	-12%	23%	-14%	1%	1%
Złoto	42%	51%	14%	11%	3%
Srebro	-8%	16%	3%	13%	24%
Kukurydza	-23%	-7%	-17%	-11%	5%
Soja	-35%	-16%	-11%	-5%	-1%
Pszenica	-13%	28%	-7%	-2%	-2%
Cukier	-33%	-44%	-17%	-25%	5%
Bawełna	-31%	-18%	-17%	-6%	-1%
Kawa	-14%	-30%	-24%	-13%	-8%
Kakao	-7%	15%	-3%	-11%	1%
Sok Pomarańczowy	-10%	-38%	29%	20%	13%
Bydło	-26%	-16%	-21%	-12%	11%
Trzoda	-35%	-14%	-21%	-9%	-4%



Kamil Sobolewski
strateg i zarządzający
funduszami



Edgar Mikołajek
młodszy zarządzający

Sytuacja na rynkach surowcowych

W tym miesiącu obserwowaliśmy wzrost Indeksu Thomson Reuters Jefferies Core Commodities CRB, wynik od początku miesiąca to +12,84%.

Ceny surowców energetycznych w maju dynamicznie odbiły, ceny WTI wzrosły od 18% (12-sty kontrakt) do 88% (1-wszy kontrakt), w zależności od serii kontraktów. Kontrakty terminowe na ropę WTI osiągnęły na koniec miesiąca 35,5 USD za baryłkę, a więc najwyższy poziom od 6 marca, ponieważ główni producenci ropy naftowej przedłużają obecne cięcia produkcji poza czerwiec. Nadzieje na ożywienie gospodarcze również wsparły nastroje, ponieważ kilka krajów nadal znosi ograniczenia związane z koronawirusem.

Jedynie gaz ziemny w maju stracił kolejne 5%, w przeciwieństwie do innych surowców energetycznych. Gaz ziemny stanowi prawie jedną czwartą zużycia energii w Stanach Zjednoczonych. Natomiast cena oparta jest na dostawie w Henry Hub w Luizjanie, na połączeniu 16 wewnętrznych i międzystanowych systemów gazociągów, które czerpią dostawy z licznych zasobów gazu w regionie. Pojawiły się dyskusje o zejściu gazu w terytoria ujemne, podobnie jak ostatnio ropy, jednak wymagałoby to nieracjonalnego zachowania producentów, którego się nie spodziewamy.

Główne metale przemysłowe zakończyły miesiąc na wzrostach: aluminium, miedź, nikiel. Klasa metali przemysłowych wzrosła, ponieważ dane o produkcji od największego konsumenta Chin i nadzieje na globalne ożywienie gospodarcze podsycały oczekiwania na zdrowsze perspektywy popytu. Potencjał wzrostów jednak jest ograniczony napięciami między USA i Chinami. Miedź jest trzecim, najczęściej stosowanym metalem na świecie. Natomiast Chile odpowiada za ponad jedną trzecią światowej produkcji miedzi, a następnie Chiny, Peru, Stany Zjednoczone i Australia. Największymi importerami miedzi są natomiast Chiny, Japonia oraz Indie. Drugi najczęściej używany metal, czyli aluminium jest szeroko stosowane w przemyśle lotniczym, opakowaniach, samochodach i wagonach kolejowych oraz jako materiał konstrukcyjny. Na Chiny przypada prawie 60 procent światowej produkcji aluminium. Natomiast największe zasoby boksytów, surowca, który jest głównym źródłem aluminium, znajdują się w Australii oraz Gwinei.

Kolejny miesiąc drożały metale szlachetne. Złoto jest atrakcyjną inwestycją w okresach niepewności politycznej i gospodarczej. Natomiast aż połowa konsumpcji złota na świecie przypada na biżuterię, 40% na inwestycje, a 10% na przemysł. Największymi producentami złota są Chiny oraz Australia.

Na rynku surowców rolnych wysoka zmienność. Największe miesięczne spadki odnotowała kawa. Arabica jest światowym punktem odniesienia dla kontraktów futures na kawę, które są przedmiotem handlu na giełdzie Inter Continental Exchange (ICE). Arabica stanowi 75 procent światowej produkcji i jest uprawiana głównie w Brazylii (40% całkowitej podaży na świecie) i Kolumbii. Robusta stanowi pozostałe 25% i jest produkowana głównie w Wietnamie (15% globalnej podaży) i Indonezji. W tym roku ze względu na pogodę prognozowana jest stabilna podaż.

Supercykle na rynkach surowców

Supercykle na rynkach surowców różnią się od krótkoterminowych zakłóceń podażowych. Cykle te mogą trwać nawet kilkadziesiąt lat. Przyjmując, że cykl taki rozpoczynał się od wzrostów i kończył spadkami, spróbowaliśmy określić, kiedy były i jak długo występowały super cykle oraz co było ich powodem? Według badań przeprowadzonych przez bank Kanady wyróżnione zostały 4 największe cykle od 1899.

- 1899-1932: Industrializacja Stanów Zjednoczonych
- 1933-1961: Globalne zbrojenia i powojenna odbudowa
- 1962-1995: Reindustrializacja w Europie i Japonii
- 1996-obecnie: Industrializacja Chin

Ostatnie super cykle trwały około 29-33 lat. Jak widać, szybka industrializacja lub rozwój regionu, to główne czynniki cyklów na rynkach surowców. Od uprzemysłowienia Ameryki w XX wieku, po wejście Chin na globalny rynek na początku XXI wieku, te historyczne wydarzenia napędzały globalny popyt na surowce. Cykle występują m.in. dlatego, że podaż często pojawia się z opóźnieniem, co jest wynikiem znaczących nakładów inwestycji i czasu potrzebnych do uaktywnienia nowych zasobów.

Mogą być także spowodowane dynamicznym wzrostem zapotrzebowania na surowce w wyniku industrializacji danego regionu. Dodatkowo warto zauważyć, że potencjalnie inflacja może przełożyć się na wzrost cen surowców. Masywne programy fiskalne i monetarne oraz globalne otoczenie niskich stóp procentowych tworzą doskonałe środowisko do powstania inflacji. Obecna sytuacja makroekonomiczna oraz przerwanie łańcucha dostaw, na pierwszy rzut oka, wydaje się nie sprzyjać surowcom. Jednak potencjał na wzrost surowców może wynikać z reindustrializacji lokalnych gospodarek i wykorzystania programów pomocowych do uaktywnienia lokalnego przemysłu oraz stworzenia mniejszych, niezależnych łańcuchów produkcyjnych.

Obecny supercykl na rynku surowców

Ostatni cykl rozpoczął się wraz z dynamiczną industrializacją Chin od 1996. Zakończenie trwającego cyklu oraz rozpoczęcie kolejnego supercyklu oznaczałoby powrót do trwającego nawet kilkanaście lat wzrostu surowców. Jak zachowywał się Indeks CRB od 1996? Od stycznia 1996 do szczytu pod koniec czerwca 2008, ten indeks surowców odnotował wzrost o 230%, natomiast od szczytu do dołka odnotowanego pod koniec kwietnia tego roku strata wyniosła 77,5%. Przyjmując te daty można zaobserwować 12-letnie wzrosty oraz 12 -letnie spadki na zagregowanym indeksie surowców. Cykle są obserwowalne dopiero, gdy się utworzą, lecz warto wiedzieć, co może być powodem ich tworzenia i obserwować możliwość ich powstania.

Seria kontraktu a zachowanie się cen surowców

Surowce są specyficznym rodzajem aktywów, bowiem nie ma na nie jednej ustalonej ceny. Ceny różnią się nie tylko ze względu na rodzaj, jakość, czy miejsce dostarczenia surowca, ale także, a może po ostatnich wydarzeniach przede wszystkim, ze względu na czas zaplanowanej dostawy.

W otoczeniu, gdzie zmienność jest wysoka, zazwyczaj najbliższe kontrakty są bardziej zmienne, niż dalsze. Wynika to m.in. z niepewności i płynności. Z bardzo silnymi rozbieżnościami w zachowaniu się cen surowców na różne terminy mamy do czynienia podczas pandemii. Szczególnie dało się to zauważyć na kontraktach na ropę naftową West Texas Intermediate, WTI. Patrząc na wyniki 1, 2, 3, 6 i 12 kontraktu, można zaobserwować, że zmiany cen w długim terminie są zbliżone, natomiast w ostatnim miesiącu krótkie kontrakty na WTI wzrosły znacznie mocniej.

	WTI_1	WTI_2	WTI_3	WTI_6	WTI_12
od końca 2013	-63%	-63%	-62%	-61%	-57%
od końca 2016	-34%	-34%	-35%	-35%	-33%
od końca 2019	-42%	-41%	-40%	-38%	-32%
3M	-21%	-20%	-20%	-19%	-17%
1M	88%	64%	49%	29%	18%

Oznacza to między innymi, że dwa portfele, nawet o identycznym składzie ze względu na rodzaj surowców, w które inwestują, różniące się jedynie czasem dostawy, mogą mieć w krótkim terminie bardzo istotnie różnice w stopach zwrotu.

PRZEGLĄD RYNKÓW

DANE NA 31.05.2020

INDEKSY ŚWIATOWE

	kurs	tydzień	miesiąc	ytd
S&P500	3044,31	4,53%	-5,8%	9,2%
DJIA	25383,11	4,26%	-11,1%	0,8%
NASDAQ	9489,87	6,75%	5,8%	25,4%
CAC40	4695,44	2,70%	-21,5%	-10,5%
FTSE100	6076,60	2,97%	-19,4%	-15,8%
DAX	11586,85	6,68%	-12,5%	-2,6%
NIKKEI225	21877,89	8,34%	-7,5%	4,5%
SHANGHAI COMP	2852,35	-0,27%	-6,5%	-1,8%
RTS	1219,76	8,42%	-21,3%	-5,2%
ISE 100	105520,50	4,36%	-7,8%	17,2%
BOVESPA	87402,60	8,57%	-24,4%	-10,3%
SENSEX	32424,10	-3,84%	-21,4%	-18,6%

STOPY PROCENTOWE (ZMIANA W P.B.)

		tydzień	miesiąc	ytd
WIBOR 3M	0,28	-40	-143	-144
Polska 2 lata PLN	0,17	-40	-131	-147
Polska 5 lat PLN	0,67	-30	-115	-147
Polska 10 lat PLN	1,18	-28	-94	-153
Polska 10 lat EUR	0,49	-13	33	-10
Polska 10 lat USD	1,30	-28	-89	-155
USA 10 lat	0,65	1	-126	-156
Niemcy 10 lat	-0,45	14	-26	-27
High Yield USD	7,02	-104	183	55
High Yield EUR	0,32	-4	9	-14

INDEKSY POLSKIE

	kurs	tydzień	miesiąc	ytd
WIG20 TR	3139,98	4,5%	-19,8%	-20,3%
WIG	48127,64	4,4%	-16,8%	-16,4%
mWIG40 TR	4378,79	2,6%	-13,9%	-13,2%
sWIG80 TR	15877,23	7,1%	4,2%	12,8%
MSCI Poland	1198,42	4,6%	-20,7%	-24,8%

SUROWCE

	kurs	tydzień	miesiąc	ytd
ROPA BRENT	35,33	39,8%	-46,5%	-47,2%
ZŁOTO	1 730,27	2,6%	14,0%	34,3%
SREBRO	17,87	19,3%	0,1%	23,0%
MIEDŹ	242,55	3,0%	-13,3%	-8,6%
ALUMINIUM	1 535,00	4,7%	-14,2%	-13,0%
GAZ ZIEMNY	1,85	-5,1%	-15,5%	-27,4%

POLSKA Y/Y

USA Y/Y

STREFA EURO Y/Y

UE Y/Y

	najnowsze	poprzednie	najnowsze	poprzednie	najnowsze	poprzednie	najnowsze	poprzednie
PKB	2,00	3,20	0,20	2,30	-3,20	1,00	-2,60	1,30
Inflacja	2,90	3,40	0,30	1,50	0,10	0,30	0,70	1,20
Sprzedaż detaliczna	-22,60	-7,00	-21,60	-5,70	-19,60	-8,80	-18,00	-7,60
Produkcja przemysłowa	-24,60	-2,50	-15,04	-4,88	-12,90	-2,20	-11,80	-1,60
Stopa bezrobocia	5,80	5,40	14,70	4,40	7,30	7,10	6,60	6,40

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.