

1. Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Kamil Sobolewski

2. Zagraniczne rynki akcji

Tomasz Piotrowski

3. Polski rynek akcji

Michał Stalmach

4. Rynki obligacji

Mateusz Roda



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

Okiem stratega: Nowy ład, polski ład, czy polski, czy nowy i czy ład?

Polityka gospodarcza, w tym polityka rządu, banku centralnego i szeregu innych instytucji państwowych determinuje ceny aktywów finansowych i pośrednio nasz majątek. W moim rozumieniu na politykę gospodarczą składa się coś więcej niż skala deficytu sektora finansów publicznych czy poziom stóp procentowych. W ostatnich latach liczy się szczególnie struktura dochodów i wydatków publicznych, realizowane przez banki centralne skupy aktywów i inne działania niestandardowe, ale także polityka klimatyczna czy polityka konkurencji. Pisałem o tym już na początku 2020 roku, wskazując, że do przewidywania stóp zwrotu z akcji czy obligacji przydaje się nie tylko ocena sytuacji fundamentalnej w gospodarce czy spółkach, ale także działań a wręcz intencji polityki gospodarczej. Stosując marynistyczną analogię, do przewidzenia ruchu okrętu trzeba zrozumieć oddziaływanie siły wiatru, fal czy prądów morskich, ale także działania i intencje bosmana. Od tamtej pory kilka osób bardziej obytych z ruchem okrętu zwróciło mi słusznie uwagę, że nie kieruje nim bosman, jednak idea „zagłądania w oczy” sternika, kapitana, czy innego wodza, by przewidzieć przyszły ruch gospodarki i rynków, chyba najtrafniej oddaje znaczną część zadania, jakie spotyka zarządzających funduszami od 2020 roku.

Wodzowie światowej i polskiej gospodarki mówią dziś do nas niemal codziennie słowami, które możemy czytać i wprost, i między wierszami. Wprost wnioskujemy o działaniach. Między słowami odczytujemy intencje. Nowy ład jest spisem planowanych działań, których oceny podjęto się przede mną wielu ekspertów i analityków, a swoje zdanie, często zakorzenione w przekonaniach politycznych, spora część czytelników zdążyła już sobie wyrobić. Ja skupię się tutaj na dwóch intencjach, które odczytuję w międzynarodowym kontekście, nie tylko z lektury rządowego dokumentu.

1. Decydować jest bosko.

Pandemia jako zjawisko (miejmy nadzieję) przejściowe spowodowała przesunięcie granicy społecznego przyzwolenia na decyzyjność władzy. Władza zawsze miała tendencję do zwiększania swojej strefy wpływów, ale w czasach ustalania kształtu banana bardziej nam to przeszkadzało. Obowiązek noszenia maseczek i zachowania dystansu akceptuje większość z nas, jednak czy to samo dotyczy śledzenia obywatela za pomocą jego smartfona, możliwości wydawania mu poleceń poprzez obowiązkową aplikację, czy zakazu podróżowania przez granice? Jest pewne, że władza niechętnie zaakceptuje „powrót normalności” w zakresie ponownego ograniczenia swoich uprawnień, oraz, że, przynajmniej dla części społeczeństwa, granice władzy państwa nad obywatelem już zostały przekroczone.

Na fali działań antykryzysowych pojawiły się też decyzje gospodarcze, które bez pandemii trudno byłoby mi sobie wyobrazić. Podczas gdy Zachód przesunął się w stronę gospodarki centralnie sterowanej, w której to władza dokonuje wyboru które branże, mniejszości czy grupy społeczne wspierać, Chiny zezwalają na trzecie dziecko w rodzinie.

Chińska liberalizacja przebiega bez rezygnacji z decyzyjności i oddaje moją obserwację: ingerencja polityków w naszą sferę prywatną potrafa prawdopodobnie dłużej niż problem, który ją sprowokował.

W tym nowym kontekście zwrócę uwagę na program Next Generation EU, który został już ratyfikowany przez wszystkie kraje Unii Europejskiej, a który wprowadza emisję wspólnego długu Unii Europejskiej, elementy wspólnej polityki (np.: dekarbonizacja), wspólnych podatków i wspólnej odpowiedzialności finansowej państw-członków. Pamiętam, jak trudno było przekonać niemieckiego podatnika do wsparcia małej Grecji przed niemal dekadą i zdumiewa mnie, jak łatwo ten podatnik zaakceptował finansowanie słabszych braci unijnych w wielokrotnie większej skali ze wspólnego budżetu, ale także jak sprawnie rozdrobnione i niejednokrotnie zorientowane wąsko na swój naród elity państw członkowskich zaakceptowały (suto opłacony przez Niemców) nowy porządek, który prowadzi Unię Europejską ku federalnej przyszłości. Rozumiem, że dla unijnych elit federacja jest kolejnym, koniecznym krokiem w ewolucji Unii Europejskiej, jednak decyzja o wykonaniu w tą stronę milowego kroku nie zapadła na skutek otwartej debaty publicznej i ponadnarodowego konsensusu społecznego, a niejako metodą faktów dokonanych. Klasyk ustami Janusza Gajosa u Barei mówił, że 60% ludzi nie rozumie „Dziennika”, że ludźmi trzeba rządzić, niekoniecznie przekazując im pełnię informacji. Sen się spełnia?

2. Dziel, rządź, drukuj i wygrywaj wybory.

Banki centralne stały się cudownym źródłem środków wykorzystywanych przez rządy do finansowania działań niezbędnych. Niezbędność jest tu kategorią umowną, skala tych działań przekraczająca 10% PKB ma znamiona użycia substancji uzależniających, a w roli strony pokonanej metodą faktów dokonanych znalazły się rynki finansowe. Bez pandemii, skup obligacji skarbowych w takim kraju jak choćby Polska, byłby z całą mocą kontestowany choćby przez rynek walutowy. Z pewnością wpłynęłyby także na zachowania biznesu i gospodarstw domowych wobec antycypowanej inflacji. Dziś zwiększanie długów państwa z wykorzystaniem banku centralnego jako źródła środków nie budzi kontrowersji, a część rynkowych analityków określa taką praktykę jako deflacyjną, skupiając się na fiskalnym, a nie monetarnym charakterze tego zjawiska. Jeżeli spełnianie potrzeb społecznych jest w ten sposób możliwe bez skutków ubocznych (jedynie jaki mi przychodzą do głowy to inflacja lub osłabienie waluty lokalnej), to będą na potęgę robiły albo obecnie rządzące ekipy polityczne, albo ich następcy, którzy wygrają wybory, bo zdecydują się obiecać więcej.

Rządy zatem, nawet, gdy pandemia wygasa, sięgają po nowe narzędzie z ochotą, zaś banki centralne stawiają swoją reputację na szali, przekonując o przejściowym, opartym o przejściowe efekty jednorazowe charakterze inflacji. Jeżeli skutki uboczne nie wystąpią ewolucyjnie, to będą musiały wystąpić w sposób wybuchowy. Ostatecznie nie da się skonomować więcej dóbr i usług niż te, które wytwarzamy, niezależnie od tego, ile zgromadzimy pieniędzy.

W tych warunkach wzrost obciążeń fiskalnych może dotknąć tylko mniejszości źle postrzegane przez resztę społeczeństwa, zadania niezależnych instytucji mogą być realizowane dopóki nie zderzą się z „wyższymi priorytetami,” a wszelkie działania typu „tax the rich”, „save the planet” czy „stop corporations” muszą odpowiadać zapotrzebowaniu szerokiej rzeszy odbiorców, czyli skupiać się na leczeniu objawów a nie przewidywaniu zagrożeń i leczeniu ich przyczyn. Polityka gospodarcza, nie tylko czy nie głównie w Polsce, staje się eklektycznym zbiorem doraźnych działań odpowiadających zapotrzebowaniu społeczeństwa i frakcji politycznych, odstając coraz bardziej od zorientowanej na osiągnięcie celu, długoterminowej strategii uwzględniającej odpowiednie motywacje i ramy prawne.

Nowy porządek świata polega na zwiększeniu roli i decyzyjności polityków, doraźnym i reaktywnym a nie strategicznym i przewidującym charakterze podejmowanych przez nich działań oraz na uleganiu nastrojom tłumu, który polityków do tej władzy wynosi. Pod tym względem polski nowy ład nie jest polski, nie jest nowy, i nie jest ładem w rozumieniu porządku: to transakcja, „deal,” na który wszyscy, z różnych powodów, się godzimy.



Tomasz Piotrowski

**zarządzający
funduszami akcyjnymi**

Absolwent Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, kierunku Finanse i Bankowość i programu Master Studies in Finance. Stypendysta programu Erasmus na Uniwersytecie Malardalen w Szwecji. Karierę zawodową rozpoczął w 2007 roku, w DWS Polska TFI S.A. (Grupa Deutsche Bank) - początkowo jako Analityk Rynku Akcji, a od 2009 r. na stanowisku Zarządzający Funduszami / Analityk, gdzie zajmował się m.in. funduszami funduszy (FoF), zarządzaniem pozycją walutową TFI (spot, hedging), zarządzaniem płynnością funduszy i planowaniem strategii inwestycji zagranicznych funduszy. W latach 2010-2015 w Skarbiec TFI zatrudniony na stanowisku Analityka w Departamencie Doradztwa i Analiz, następnie w Departamencie Zarządzania Aktywami jako Analityk i Zarządzający. W latach 2015-2018 zarządzający w Trigon TFI. Od grudnia 2018 roku w Skarbiec TFI.

Zagraniczne rynki akcji

Maj przyniósł uczestnikom globalnych rynków kontynuację dominujących trendów z ostatnich miesięcy, szczególnie widoczną w pierwszych dniach tego miesiąca. Główne indeksy rynku amerykańskiego odnotowały istotne zróżnicowanie w stopach zwrotu, przy czym indeks blue chipów Dow Jones Industrial Average wzrósł o blisko 2%, a technologiczny NASDAQ Composite spadł o 1.5%. Szeroki indeks S&P 500 zasadniczo się nie zmienił (+0.5%). Na Starym Kontynencie szeroki indeks EuroStoxx 600 kontynuował swoją dobrą passę z kwietnia rosnąc o 2.6%, co było najwyższą miesięczną zmianą zanotowaną wśród szerokich benchmarków akcyjnych. W tym czasie rynki wschodzące aprecjonowały o blisko 1%.

Trzeba przyznać, że kończący się sezon wyników za Q1 przynosił z tygodnia na tydzień coraz to większe zaskoczenia. Wydaje się, że należy w tym miejscu jedynie przypomnieć, że skala zmiany (delta) sytuacji w poszczególnych biznesach, od małych firm przemysłowych produkujących części samochodowe przez międzynarodowe koncerny paliwowe czy instytucje finansowe po lokalne firmy produkujące oprogramowanie dla przedsiębiorstw jest bezprecedensowa. Jeśli sięgniemy do naszej inwestycyjnej pamięci to z podobną sytuacją mieliśmy do czynienia przeszło dziesięć lat temu, zaraz po kryzysie finansowym lat '07-'09, choć i wtedy skala perturbacji była jednak mniej rozciągnięta i bardziej skoncentrowana w kilku obszarach rynku. Z uwagi na to, że obecna pandemia miała (i dalej ma choć w dużo mniejszym stopniu) zasięg globalny oraz odpowiedź na nią była (obecnie już mniej) skoordynowana na poziomie najważniejszych państw świata, to de facto zamknięcie gospodarki światowej na kilka miesięcy w ubiegłym roku (przede wszystkim od połowy Q1 do końca Q2 2020 r.) miała bezprecedensowy wpływ (negatywny) na wyniki finansowe w zdecydowanej większości przedsiębiorstw, niezależnie od skali, geografii działania czy modelu biznesowego (oczywiście z pewnymi wyjątkami, o czym pisaliśmy wielokrotnie). Pandemia spowodowała konwergencję strat u większości biznesów, przede wszystkim w tzw. „starej ekonomii”. Patrząc na to z perspektywy połowy już 2021 r. ma to olbrzymi wpływ na to w jaki sposób patrzeć na wyniki finansowe spływające za Q1 oraz oczekiwania na Q2 i drugą połowę roku. W tej chwili mamy do czynienia z efektem bazy i dynamiki od strony makro (vide PKB, dynamiki produkcji przemysłowej i innych agregatów, w tym po części również tempa inflacji) po mikro (wyniki finansowe poszczególnych przedsiębiorstw) są po prostu w sensie matematycznym bardzo trudne do powtórzenia (przynajmniej niektóre z nich). Zgodnie z raportem FactSet z 4.06 w pierwszym kwartale br. firmy wchodzące w skład S&P 500 zanotowały wzrost przychodów o przeszło 10% r/r, a zysków już o przeszło 50% r/r! Co istotne, drugi kwartał br. może być pod tym względem jeszcze bardziej spektakularny. Oczekuje się, że przychody firm wchodzących w skład S&P 500 wzrosną o prawie 20% r/r, a zyski o ponad 60% r/r. Gdyby to się wydarzyło byłby to największy wzrost zanotowany od... Q4 2009 r. Przy tak specyficznym układzie bazy porównawczej druga połowa roku powinna być już bardziej „normalna”, choć w dalszym ciągu dynamiki zysków mają szansę utrzymać się w okolicach +20% r/r.

W tym sensie nie dziwią dynamiczne odbicia spółek, których biznesy były w zeszłym roku właściwie zamknięte, pytanie tylko, co się stanie, gdy powrócimy do sytuacji, w której biznesy te wrócą znów do poprzedniej trajektorii rozwoju? W tej chwili widzimy powrót do przed pandemicznej rzeczywistości. Wartości rynkowe wielu firm nie tylko zbliżyły się do poziomów ze stycznia / lutego 2020 r. lecz są również takie, które przekroczyły swoje wieloletnie maksima. Czy trajektoria dyskutowania poprawy może pozostać utrzymana? Czy biznesy rosnące w tempie 5% mogą aprecjonować w dłuższym horyzoncie bardziej niż te rosnące 50%? To są pytania, na które prędzej czy później rynek udzieli odpowiedzi.

**Michał Stalmach**zarządzający
funduszami akcyjnymi

Absolwent Akademii Leona Koźmińskiego. 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 ang go away? Not this time again! ... 8,9% wzrostu to historycznie najlepszy wynik WIG w maju w XXI wieku! „Bijące” oczekiwania wyniki spółek za I kwartał i udany debiut Pepco.

Po bardzo udanym maju, wyraźnie lepszym niż indeksy rynków bazowych, porównując stopy zwrotu od początku roku WIG (16,1%) wysunął się przed rynki rozwinięte (DAX 13,1% po 2,5% w maju, S&P500 odpowiednio 13,4% i 0,7%) czy MSCI Emerging Markets (6,2% i 1,2%). Tym samym do historycznych rekordów z 2007 roku WIG-owi roku brakuje już tylko kilka procent.

Przechodząc do poszczególnych indeksów liderów było dwóch. WIG20 (9,8% i 13,1% w USD), osiągnął taką samą stopę zwrotu jak mWIG40 (9,8%). Tym razem odstawały, będące decydującym liderem ostatnich miesięcy, małe spółki. SWIG80 zyskał w maju 4,5%. Wśród sektorów najlepiej radziły sobie motoryzacja i części samochodowe (17,6%), banki (17,4%), odzież (14,6%), paliwa (13,7%) oraz spółki ukraińskie (10,2%).

Jako główne czynniki bardzo dobrego zachowania polskich spółek w maju wskazałobyśmy: (i) „bijące” oczekiwania wyniki firm za I kwartał, (ii) napływy do funduszy akcji oraz (iii) publikację przez partię rządzącą „Polskiego Ładu”.

Zaczynając od wyników, realny PKB w I kwartale 2021 spadł o 0,9% r/r, pomimo iż nominalny wzrost wyniósł 4,8% r/r. Oznacza to, że deflator PKB, czyli zmiana poziomu cen dla całej gospodarki wyniósł aż 5,8% (dla porównania inflacja za maj wyniosła 4,8%, co było najwyższym poziomem od listopada 2011). Z kolei wg danych GUS przychody przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 49 osób wrosły w I kwartale br. o 10,1% r/r, zaś porównując do początku 2019 roku dynamika wyniosła 14,3%. Przechodząc na poziom EBIT w tym przypadku ze względu na specyfikę ubiegłego roku, cofnięcie się właśnie do bazy sprzed 2 lat nabiera większego sensu. I tak wg danych GUS w I kwartale 2021 r. skumulowany zysk operacyjny firm wzrósł o 69%, zaś w porównaniu do tego samego okresu było to 52%, co i tak w naszej opinii jest zaskakująco wysokim wynikiem, gdyż takie same porównanie dla spółek z indeksu WIG (I kw. 2021 wobec I kw. 2019) wynosi 24% (spółki paliwowe, chemiczne oraz nieruchomości komercyjne - to jedyne sektory, w których zyski nie zdołały przekroczyć poziomów z I kwartału 2019 roku). Powyższe wyniki m.in. z bardzo dużej poprawy zysków w handlu, w ograniczonej skali reprezentowanego na GPW. Warto również zaznaczyć, że kwartalne odczyty PKB (za I kw. 2020 - I kw. 2021), były wyższe od prognoz ekonomistów, co pozwala optymistycznie spoglądać na potencjalne „przebijanie” oczekiwań w bieżącym roku. Prognozy PKB na 2021 są stopniowo podnoszone, gdzie najwyższa sięga obecnie 5,7% wzrostu.

Z 100 najpłynniejszych spółek, które obserwujemy ok. 70% poprawiło wyniki r/r (wobec 55% w IV kwartale 2020) oraz ok. 2/3 przebiło rynkowe oczekiwania. Z kolei bazując na danych z serwisu Bloomberg (na bazie zaraportowanych wynikach dla 252 z 334 spółek) średnie pobicie na poziomie przychodów wyniosło 3%, zaś zysku netto - aż 34%.

W strategii na 2020 rok, kalkulując wycenę WIG, wskazywaliśmy że indeks powinien w tym roku osiągnąć 65 tys. punktów, co odpowiadało 14% wzrostu. Obecnie uwzględniając wyższe od oczekiwań wyniki za IV kwartał 2020 oraz I kwartał 2021 (prognozę przygotowaliśmy w styczniu, gdzie ostatnie raporty okresowe spółek dotyczyły III kwartału 2020), powyższe szacunki należy podnieść w okolice 70 tys. punktów... gdzie materializacja takiego scenariusza oznaczałaby wyznaczenie przez WIG nowego rekordu wszech czasów, w której to kwestii pozostajemy optymistami.

Po drugie dobremu zachowaniu GPW powinny sprzyjać słabe wyniki funduszy obligacji (dość powiedzieć, że wszystkie fundusze w kategorii polskich obligacji skarbowych notują od początku roku wyniki poniżej zera) są szansą na rotację oszczędności do funduszy akcji polskich i wzmocnienie dotychczasowych raczej niewielkich, w stosunku do zgromadzonych tam oszczędności, transferów z depozytów i lokat bankowych. Swoją umiarkowany optymizm budują na tezie, że są to już klienci znający specyfikę inwestycji w fundusze, zaś fundusze obligacji nie spełniają obecnie zadania przynajmniej ochrony kapitału. Stąd szacujemy, że napływy do funduszy akcji i absolute return w maju mogły przekroczyć 1 mld PLN. Podobną lub nieco wyższą skalę mogły z kolei doświadczyć odpływy z funduszy obligacji. Podsumowując nasz optymizm odnośnie dobrego zachowania lokalnej bazy w dużej mierze na niespotykanej od wielu lat pozytywnej sytuacji „flowej”, która nie nosi przy tym znamion „bańki” czy „przeżrzenia” sentymentu.

Ostatnim czynnikiem, który wskazywaliśmy jako wspierający dobre zachowanie lokalnego rynku w maju była publikacja „Polskiego Ładu”. Z punktu widzenia giełdy, najważniejsze zmiany zdają się dotyczyć dalszego wsparcia konsumenta, m.in. poprzez redystrybucję podatków od osób najlepiej zarabiających do tych o niższych dochodach charakteryzujących się większą marginalną skłonnością do konsumpcji. Po publikacji założeń programu najmocniej zyskiwały właśnie spółki konsumencie, deweloperzy (wparcie Państwa dla wkładu własnego) oraz banki (potencjalnie niższe koszty ryzyka oraz presja inflacyjna i oczekiwanie na podwyżki stóp procentowych).

W końcu maja na GPW zadebiutowało Pepco (wartość oferty wyniosła 3,7 mld PLN). 12,5% wzrost kursu na debiucie (na zamknięciu) poprawia sentyment do rynku IPO (po dużym zawodzie spółki Huuge), zgodnie z zasadą Billa Shankiego „jesteś tak dobry jak twój ostatni mecz”. Obecnie wkraczamy jednak w okres wakacyjny, który z zasady charakteryzuje się mniejszą aktywnością na rynku ofert pierwotnych, co przy napływie nowych środków do funduszy, powinno mieć niewielki pozytywny wpływ na notowania spółek (zakładając, że krajowi inwestorzy instytucjonalni objęli 1/3 akcji Pepco na sfinansowanie zakupu wydali 1,2 mld PLN). Z kolei powodzenie kolejnych IPO będzie jak to zwykle miejsce, determinowane przede wszystkim bieżącą sytuacją na rynkach oraz dostępnością środków w funduszach.

Pomimo 25 mld PLN kapitalizacji (oraz 6,7 mld PLN free floatu), co plasowałoby Pepco jako dziesiątą największą spółkę w indeksie WIG20, zgodnie z nowymi zasadami włączania do indeksów, ostatni debiutant ma szansę dołączenia do indeksu blue chips dopiero w grudniu br. Obroty na akcjach Pepco wyniosły w maju 1,2 mld PLN (w ciągu 4 sesji), w tym 0,8 mld PLN w dniu debiutu. Z kolei na całym rynku (sesyjne na GPW) zamknęły się kwotą 28,2 mld PLN, tj. o 38 więcej r/r (i 28% powyżej kwietnia).

Rynki obligacji

Maj na rynkach bazowych obligacji był spokojnym miesiącem. Historycznie wysokie dynamiki wzrostu wskaźników gospodarczych w gospodarkach zachodnich nie zrobiły wrażenia na uczestnikach rynku. Temat zakładów reflacyjnych ucichł, co nie znaczy że tematu inflacji nie ma. Wydaje się, że rynek po prostu poczeka na odczyty, które nie będą zaburzone o efekty niskiej bazy. Większa zmienność była na rynkach lokalnych, w tym na rynku polskich obligacji skarbowych.

W ciągu miesiąca rentowności 10-latek amerykańskich spadły z 1,63% do 1,59%. Spadkowi rentowności towarzyszył wzrost 10-letnich oczekiwań inflacyjnych z 2,41 do 2,45%. Rentowność niemieckich skarbówek wzrosła kosmetycznie z -0,2% do -0,19%, jednak w trakcie miesiąca zaliczyła nowy szczyt rentowności w tym roku na poziomie -0,08%. Dla porównania w Niemczech oczekiwana 10-letnia inflacja wzrosła z 1,36% do 1,39%.

Stabilizacja rentowności na rynkach bazowych nieznacznie pomogła spreadom kredytowym w strefie euro, które w trakcie miesiąca, gdy rentowności notowały tegoroczne maksima, chwilowo się rozszerzyły a maj rentowności obligacji południa krajów Europy zakończyły niewielkim zmniejszeniem się spreadów do rentowności niemieckich. Pod koniec miesiąca wspomagały je oczekiwania, że wszystkie kraje UE dadzą zielone światło na finansowanie Funduszu Odbudowy i tak też się stało. Zakończenie procesu ratyfikacji pozwala UE rozpocząć proces pożyczania środków na rynkach finansowych.

Zróznicowanie radziły sobie obligacje krajów Europy Środkowo -Wschodniej i Bałkanów. Dobrze zachowywały się obligacje Serbii w walutach bazowych. Wzrost rentowności zaliczyły obligacje Chorwacji, czy Bułgarii. Maj okazał się mieszany dla rynku obligacji z segmentu high - yield i patrząc ogółem nie przyniósł istotnych zmian.

Zmienność w maju zobaczyliśmy na rynku polskich obligacji skarbowych i nie była to zmienność, która cieszyła posiadaczy obligacji. Zarówno obligacje stałokuponowe, jak i zmiennokuponowe uległy solidnej przecenie. Dla obligacji stałokuponowych była to kontynuacja przeceny w z drugiej połowy kwietnia natomiast obligacje zmiennokuponowe swój szczyt zaliczyły na przełomie kwietnia i maja.



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.

Od początku roku inwestorzy zagraniczni grający na wzrost stóp procentowych spowodowali, że ruch na krzywej stopy procentowej PLN był istotnie większy niż wzrost rentowności na polskich obligacjach. Spowodowało to, że od kilku miesięcy na całej polskiej krzywej skarbowej widzieliśmy mocno ujemne spready asset swap, co oznacza, że rentowności obligacji były niższe niż rynkowa stopa procentowa o podobnym horyzoncie czasowym. Agresywne zakupy NBP pogłębiły w kwietniu ten efekt. Pierwsza połowa maja charakteryzowała się nadrabianiem zaległości obligacji do stopy procentowej. Wyprzedaż obligacji, w szczególności przed aukcją zakupu NBP prowadzili inwestorzy zagraniczni, dla których relatywna wartość polskich obligacji stała się mniej atrakcyjna. Zakupy NBP zwiększały dodatkowo płynność w dniach bezpośrednio przed aukcją ze względu na możliwość sprzedania obligacji do NBP. Część inwestorów zagranicznych postanowiła wykorzystać tą lepszą płynność i agresywnie redukowała pozycje na polskich obligacjach. Nie pomogła bardzo duża aukcja zakupu NBP w dniu 12 maja (odkup obligacji o wartości nominalnej blisko 8 mld zł), a górkę rentowności zobaczyliśmy 17 maja. Był to chwilowy moment kiedy najdłuższa obecnie emitowana obligacja zapadająca w październiku 2030 miała wyższą rentowność niż stopa procentowa swapa o tej zapadalności. Równolegle odbywała się przecena obligacji zmiennokuponowych, która została zapoczątkowana w dniu pierwszej emisji obligacji zmiennokuponowej emitowanej przez BGK w ramach Funduszu Przeciwdziałania Covid19. Spora wartość sprzedaży tej obligacji (blisko 4,5 mld zł) spowodowała, że odbiło się to czkawką dla obligacji skarbowych zmiennokuponowych. W maju okazało się nagle, że chętnych na zakup „WZ-etek” trzeba szukać dużo niżej. Poza dużym przetargiem BGK negatywnie na obligacje zmiennokuponowe oddziaływała wyprzedaż na stałokuponówkach. Sentyment od 17 maja zaczął się stopniowo poprawiać. Rentowności obligacji zaczęła spadać i to dużo mocniej niż krzywa stopy procentowej. Dobry sentyment trwał do kolejnej aukcji odkupu NBP, na której to bank centralny odkupił tylko obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa (za ponad 1,9 mld zł), a nie odkupił żadnych obligacji skarbowych pomimo złożenia do odkupu obligacji o wartości ponad 4 mld zł. To popsuło sentyment i po raz kolejny mieliśmy do czynienia z przeceną obligacji.

Innym czynnikiem wywierającym presję na rynek obligacji była kontynuacja zakładu płacenia stóp w Polsce (grania na podwyżki). W połowie maja pojawił się interes gry na mocniejszy niż dotychczas wzrost stóp krótkoterminowych (wzrost stóp był widoczny na większości krzywej swapowej, jednak prym wiódł krótki koniec). Rynek oczekuje, że NBP nie utrzyma tak długo jak wcześniej sugerowała większość członków RPP gołębiej retoryki. Takim zakładom sprzyjały wypowiedzi jastrzębiego skrzydła RPP o niewielkiej podwyżce stopy bazowej jeszcze w tym roku, w celu zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych.

Pozycji gołębi nie poprawiają wysokie odczyty inflacji CPI (odczyt za maj 4,8% r/r) oraz inflacji bazowej. Utrzymywanie się tej drugiej na wysokim poziomie, w okolicach 4% jest dla rynku niepokojące. Efekty podwyższonej inflacji np. na cenach paliw znikną z koszyka inflacji CPI za rok jednak odczyty inflacji bazowej pozwalają sądzić, że temat wzrostu cen w Polsce nie odpuści tak szybko, a w tym roku prawdopodobnie nie uda się jej wrócić poniżej górnemu odchyleniu od celu NBP. Nie bez znaczenie pozostają wyższe odczyty inflacji w regionie Europy Środkowo - Wschodniej oraz „jastrzębie” retoryki z sąsiednich banków centralnych. Część uczestników rynku uważa, że na Węgrzech podwyżkę stóp zobaczymy już w czerwcu.

Kolejnym bodźcem, który nie sprzyjał obligacjom było ogłoszenie zaproponowanego przez partię rządzącą Polskiego Ładu, którego wprowadzenie przyniesie większy wzrost PKB, ale też wyższą inflację.

Podsumowując zmiany w maju rentowność polskich skarbowych 2-letnich wzrosła z 0,08% do 0,23%, 5-letnich z 0,93% do 1,24%, a 10-letnich z 1,71% do 1,87%. Wycena stopy procentowej dwuletniej wzrosła z 0,64% do 0,78%; pięcioletniej z 1,43% do 1,5%, a 10-letniej spadła z 1,98% do 1,92%.

Gołębiego tonu NBP nie potwierdzają również zakłady rynkowe. Obecnie rynek wycenia około 25 p.b. podwyżki do końca roku oraz ponad 90 p.b. do końca 2022 r.

W maju przeprowadzono jedną aukcję zamiany obligacji oraz jedną aukcję sprzedaży. Na pierwszej sprzedano obligacje o wartości nominalnej ponad 4,4 mld zł wartości przy popycie na poziomie ponad 5,4 mld zł. Największy udział miała obligacja stałokuponowa 5-letnia. Aukcja sprzedaży została zrealizowana w wielkości nominalnej 5 mld zł oraz ponad 0,5 mld aukcji dodatkowej. Najwięcej sprzedano długich obligacji stało- i zmiennokuponowych.

W maju dwa przetargi obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa zrealizował BGK. Na pierwszym, wspomnianym wcześniej przetargu uplasowana została po raz pierwszy obligacja zmiennokuponowa zapadająca w czerwcu 2031 (FPC0631) o wartości blisko 4,5 mld zł oraz kosmetyczna ilość obligacji FPC1140. Na drugiej aukcji sprzedano wyłącznie obligacje FPC0631 o wielkości 2,2 mld zł.

Ministerstwo Finansów poinformowało że posiada na koniec maja na rachunkach budżetowych około 126 mld zł oraz sfinansowało około 71% potrzeb pożyczkowych na rok 2021. W czerwcu Ministerstwo Finansów przeprowadzi dwie aukcje zamiany, 11 oraz 24 czerwca. W tym miesiącu emisje obligacji ma przeprowadzić BGK - 7 oraz 30 czerwca. NBP planuje jedną aukcję odkupu, 16 czerwca, co może być interpretowane, jako sygnał wycofywania się z zakupów oraz zaostrzenia polityki pieniężnej. Ta informacja była już w cenach i nie spowodowała bezpośrednio negatywnej reakcji rynku w dniu ogłoszenia.

Czerwiec na rynku międzynarodowym obligacji powinien być ciekawszy niż maj. Po majowej przerwie zobaczymy posiedzenia FED i EBC, na których zobaczymy nowej projekcje ekonomiczne oraz sygnały dotyczące polityki pieniężnej. Na rynku lokalnym też nie powinno być nudno. Poza wskazanymi powyżej przetargami zmienności może dodać komunikat po posiedzeniu RPP, które odbędzie się 9 czerwca, a także (o ile się odbędzie, zwyczajowo w piątek po posiedzeniu RPP) 11 czerwca konferencja prezesa Głapińskiego. Członkowie RPP mają coraz cięższy orzech do zgryzienia, żeby uzasadnić utrzymanie bardzo gołębiej polityki pieniężnej w obliczu dynamicznie poprawiającej się sytuacji gospodarczej oraz wysokiej inflacji.

PRZEGLĄD RYNKÓW

DANE NA 31.05.2021

INDEKSY ŚWIATOWE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
S&P500	3876,50	0,91%	19,4%	16,1%
DJIA	31521,69	1,69%	17,6%	8,7%
NASDAQ	13533,05	-0,07%	26,8%	41,3%
CAC40	5767,44	3,74%	21,1%	-4,3%
FTSE100	6612,24	-1,24%	13,6%	-10,7%
DAX	13950,04	0,55%	10,7%	2,7%
NIKKEI225	30156,03	5,32%	30,6%	28,9%
SHANGHAI COMP	3642,45	0,99%	13,0%	19,8%
RTS	1455,33	2,61%	22,4%	-4,6%
ISE 100	1550,61	0,53%	38,5%	32,7%
BOVESPA	112667,70	-4,01%	16,1%	-0,9%
SENSEX	49744,32	1,77%	36,1%	20,8%

STOPY PROCENTOWE (ZMIANA W P.B.)

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIBOR 3M	0,21	0	-1	-150
Polska 2 lata PLN	0,08	1	1	-147
Polska 5 lat PLN	0,68	28	5	-108
Polska 10 lat PLN	1,31	10	-2	-75
Polska 10 lat EUR	-0,05	5	0	-2
Polska 10 lat USD	0,82	-1	-1	-105
USA 10 lat	1,37	28	70	-11
Niemcy 10 lat	-0,34	17	16	9
High Yield USD	4,01	-14	-197	-115
High Yield EUR	-0,01	7	-2	-2

INDEKSY POLSKIE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIG20 TR	4096,48	9,8%	12,7%	30,5%
WIG	58157,32	1,5%	21,1%	1,3%
mWIG40 TR	6573,28	9,8%	24,8%	50,1%
sWIG80 TR	26930,64	4,6%	29,0%	69,6%
MSCI Poland	1295,25	0,4%	13,6%	-12,1%

SUROWCE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
ROPA BRENT	65,24	17,7%	55,6%	11,5%
ZŁOTO	1 809,67	-2,5%	-3,1%	10,1%
SREBRO	28,14	10,4%	21,6%	52,2%
MIEDŹ	414,10	14,2%	39,5%	58,8%
ALUMINIUM	2 147,75	8,1%	25,2%	26,2%
GAZ ZIEMNY	2,95	20,7%	31,4%	55,0%

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	-0,90	1 kw. 2021	-2,70	4 kw. 2020	0,40	1 kw. 2021	-2,40	4 kw. 2020	-1,80	1 kw. 2021	-4,90	4 kw. 2020	-1,70	1 kw. 2021	-4,60	4 kw. 2020
Inflacja	4,80	maj 21	4,30	kwi 21	4,20	kwi 21	2,60	mar 21	2,00	maj 21	1,60	kwi 21	2,00	kwi 21	1,70	mar 21
Sprzedaż detaliczna	25,70	kwi 21	17,10	mar 21	51,20	kwi 21	29,00	mar 21	23,90	kwi 21	13,10	mar 21	22,40	kwi 21	12,40	mar 21
Produkcja przemysłowa	44,50	kwi 21	18,60	mar 21	16,49	kwi 21	1,05	mar 21	10,90	mar 21	-1,80	lut 21	11,00	mar 21	-1,40	lut 21
Stopa bezrobocia	6,30	kwi 21	6,40	mar 21	5,80	maj 21	6,10	kwi 21	8,00	kwi 21	8,10	mar 21	7,30	kwi 21	7,30	mar 21

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.