

1. Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Grzegorz Zatryb

2. Zagraniczne rynki akcji

Michał Cichosz

3. Polski rynek akcji

Krzysztof Cesarz

4. Rynki obligacji

Mateusz Roda



Grzegorz Zatryb

**dyrektor departamentu
zarządzania funduszami
rynków kapitałowych**

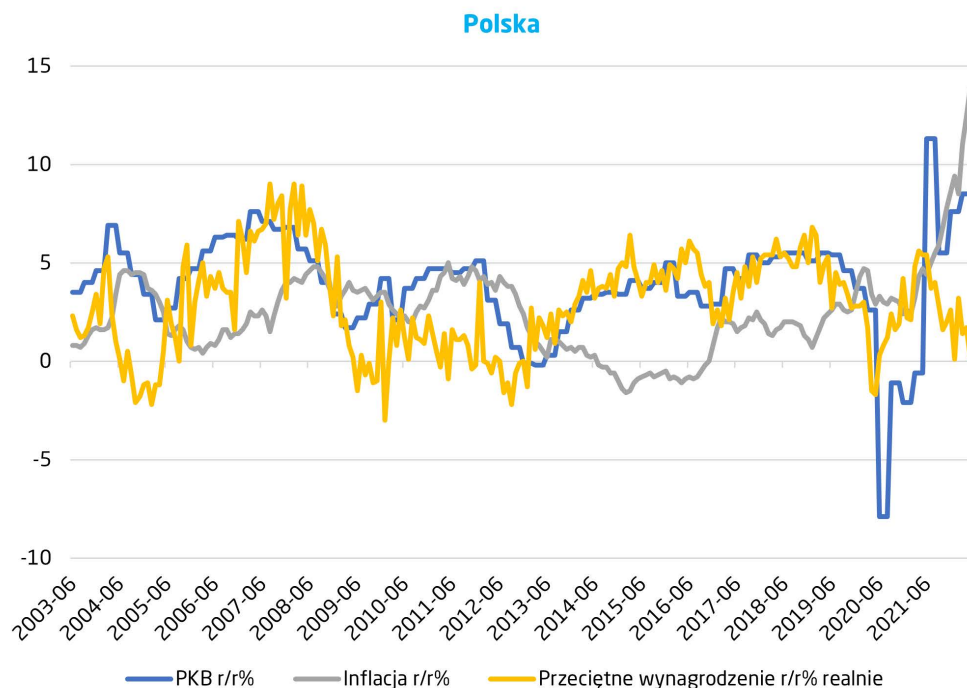
Jest absolwentem Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego. W instytucjach finansowych pracuje od 1991 roku. Doświadczenie zawodowe zdobywał w bankach, a następnie jako zarządzający w CAIB Securities, oraz BRE Asset Management. W latach 1998-2000 jako Dyrektor Biura Skarbu w TUiR WARTA odpowiadał za zarządzanie aktywami. Współtworzył także WARTA TFI (obecnie KBC TFI). W latach 2002-2008 pracował jako Wiceprezes Zarządu w PTE Skarbiec Emerytura, gdzie do jego zadań należało między innymi zarządzanie częścią dłużną portfela OFE Skarbiec-Emerytura oraz nadzorowanie całości procesu inwestycyjnego. W Skarbiec TFI od 2010 roku.

Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Zachowanie rynków finansowych w maj nieco ostudziły mój optymizm dotyczący najbliższej przyszłości rynków akcji. Nastroje wśród inwestorów są coraz bardziej minorowe, trudno powstrzymać się przed porównaniem obecnej sytuacji z „taper tantrum”. Takie porównanie jest jednak obecnie nieco ryzykowne, w 2013 obawiano się deflacji, obecnie zagrożeniem jest inflacja. Stawia to banki centralne w zupełnie innej sytuacji. Co więcej, obecnie władze monetarne nie działają już ręką w rękę z władzami fiskalnymi. Wówczas celem obu było utrzymanie gospodarek przy życiu i wsparcie rynków okaleczonych Wielkim Kryzysem Finansowym. Dobrym przykładem jest to co dzieje się na naszym, polskim podwórku. „Tarcze antyinflacyjne” różnej postaci i formy sprowadzają się do ekspansji fiskalnej, z której skutkami walczy bank centralny. Przypomina to humorystyczną definicję socjalizmu, jako „ustroju, który bohatercko walczy z problemami, które sam stworzył”.

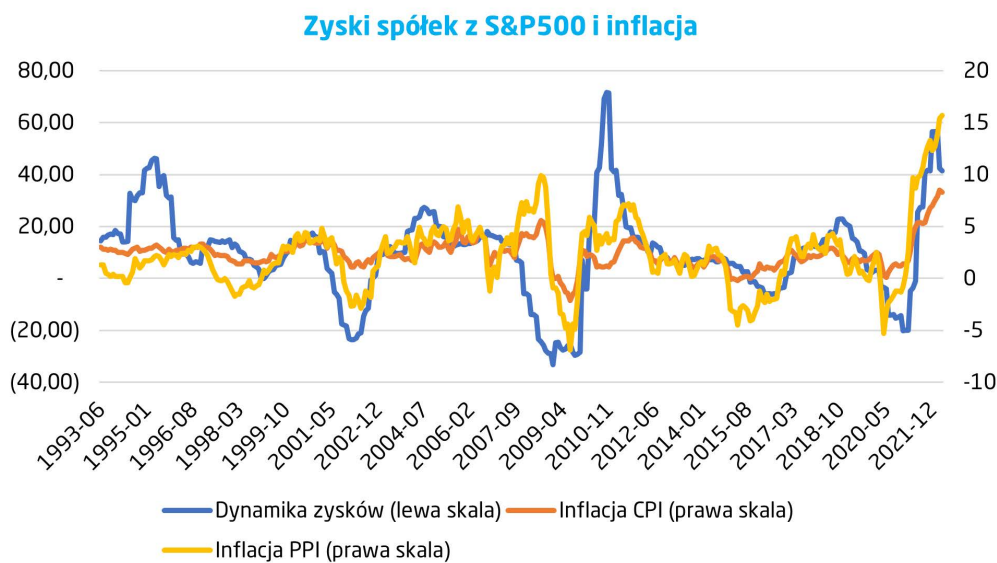
Gdy w 2009 roku ruszyło globalne luzowanie ilościowe, podniosły się liczne głosy ostrzegające przed niekontrolowanym wybuchem inflacji. Zamiast inflacji mieliśmy deflację, co uciszyło na długo większość inflacyjnych proroków. Będzie pewnie tematem licznych prac naukowych, czy inflacja zaczęłaby rosnąć i tak, ale dość bezpiecznie jest założyć, że głównym jej paliwem było bezprecedensowe wsparcie gospodarek przez rządy ratujące je przed skutkami pandemii. Szoki podażowe związane z zakłóceniami łańcucha dostaw zrobiły oczywiście swoje ale wyższe ceny ropy czy gazu to jednorazowy impuls do wzrostu cen. Tymczasem na całym świecie obserwujemy wzrost inflacji bazowej, czyli wskaźnika wzrostu cen oczyszczonego z wpływu drożejącej energii i żywności.

Gdy w latach 2014-2016 inflacja w wielu krajach zmieniła się w deflację, powszechnie wskazywano na niebezpieczeństwo „japonizacji” gospodarek. Nigdy nie zgadzałem się z tezą, iż deflacja sama w sobie jest złem. Jest ona jedynie objawem, zaś źródła leżą gdzie indziej. Japonia to kraj, w którym problemem jest struktura demograficzna społeczeństwa i pompowanie pieniędzy w rynek w żaden sposób tego nie zmieni. W Polsce deflacji doświadczyliśmy od lipca 2014 roku do listopada 2016. W tym czasie tempo wzrostu realnego PKB utrzymywała się przez większość tego okresu w okolicach 3-4% rocznie. Przeciętne wynagrodzenie rosło w tym czasie o 4-5% rocznie. Nasuwa się retoryczne pytanie: „komu to przeszkadzało?”. Zaś pod adresem straszących dewastującymi skutkami deflacji „chcieliście inflacji, to ją macie”. Początek mojego dorosłego życia upłynął w okresie hiperinflacji, w naturalny sposób jestem więc w obozie tych, którzy w inflacji widzą większe zagrożenie.



Źródło: Bloomberg

Po tej przydługiej dygresji wróćmy jednak do sedna sprawy. Gospodarka globalnie wykazuje pewne oznaki zadyszki, jednak nie jest to nic, co wykraczałoby poza klasykę tej fazy cyklu koniunkturalnego. Ostatnio argumentowałem, że wysoka inflacja wesprze nominalne metryki rynków akcji. Rzeczywiście, dynamiki zysków są obecnie wysokie jednak...



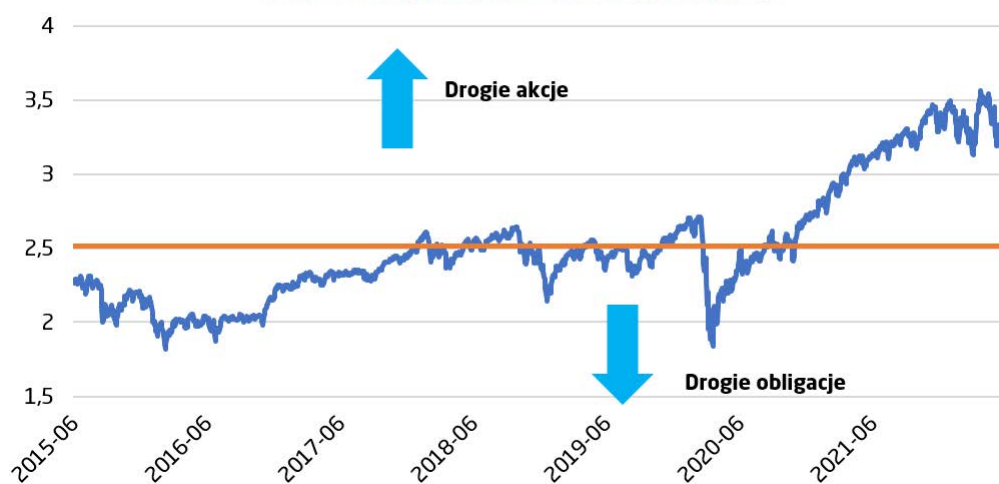
Źródło: Bloomberg

Na powyższym wykresie zestawione jest tempo wzrostu cen konsumentów i producentów (prawa skala) i dynamika rocznych zysków firm ujętych w indeksie S&P500 (lewa skala). Jest to wykres niepokojący z dwóch względów. Pierwszy, to różnica pomiędzy tempem wzrostu cen, po których przedsiębiorstwa się zaopatrują (PPI) i po których sprzedają (CPI). Szybszy wzrost tego pierwszego tworzy presję na marże osiąganą przez firmy i na możliwość generowania przez nie zysków. Historycznie, okresy w których PPI rosło wolniej niż CPI stanowiły bazę do wzrostu cen akcji, tak jak w latach 1998-2001, 2002-2005 czy 2015-2018. Odwrotne sytuacje widzieliśmy w okresie Wielkiego Kryzysu Finansowego i pandemii. Drugim powodem do obaw moim zdaniem jest obserwowany ostatnio spadek dynamiki zysków w warunkach wciąż rosnącej inflacji. Mimo, że ceny sprzedaży rosną, nie przekładają się na wzrost zysków firm, które przecież są raportowane w kategoriach nominalnych.

Ostatnie dane z amerykańskiego rynku pracy wskazują na duże prawdopodobieństwo „miękkiego lądowania” gospodarki. Rynki jednak działają obecnie w reżimie wyższych premii za ryzyko, co jest wobec sytuacji geopolitycznej oraz działań banków centralnych uzasadnione. W efekcie przecena związana ze spadkiem aktywności gospodarczej może być istotnie większa niż wynika to z twardych danych. Dobrym przykładem są spółki technologiczne, o czym pisze Michał Cichosz naszym w komentarzu dotyczącym globalnych rynków akcji.

Rynki ewidentnie wyceniają nadchodzącą recesję, recesję, w której banki centralne nie przyjdą z odsieczą, gdyż będą walczyć z inflacją. W takich sytuacjach zawsze zasadne jest pytanie, co jest już w cenach. Obawiam się, że mimo pokaźnej przeceny czekają nas dalsze spadki. Jeżeli jednak recesja nie okaże się tak ciężka jak sądzą rynki w swojej zbiorowej mądrości (którą niektórzy nazywają też instynktem stadnym), czeka nas dynamiczne odbicie. Pamiętajmy jednak, że otoczenie rynków akcji jest inne niż przez ostatnie kilkanaście lat. Chodzi mi przede wszystkim o wyższe stopy procentowe, które oznaczają, że inwestorzy „mają dokąd uciec”. Przy zerowych rentownościach obligacji na rynkach bazowych, inwestorzy godzili się na bardzo niskie premie za ryzyko na rynkach akcji. Teraz to się zmieniło. Dodatkowo, rośnie prawdopodobieństwo, że rentowności zaczną spadać. Im bliżej szczytów inflacji jesteśmy, tym szybciej to nastąpi. Wówczas obróć dochodu z odsetek i dyskonta, posiadacze obligacji będą

Indeks relatywnej wartości akcji i obligacji



Źródło: Bloomberg

Powyższy wykres pokazuje względną wartość akcji i obligacji, wyliczoną na podstawie indeksów globalnych akcji i obligacji Bloomberg. Ostatnie dwa lata to okres wzrostu cen akcji i spadku cen obligacji (czyli wzrostu ich rentowności). Właśnie ta względna taniość obligacji będzie w najbliższych miesiącach czynnikiem hamującym wzrosty cen na giełdach akcji. Papiery dłużne dają bowiem sensowną alternatywę. No i nie zapominajmy o surowcach, która są niejako naturalnym zabezpieczeniem przed inflacją, a wzrosty ich cen w ostatnich miesiącach przyciągają uwagę inwestorów i ich kapitał.

Na zakończenie przykład zachowania się inwestora w obecnej sytuacji. Jest to inwestor specyficzny, ale stoją za nim ogromne pieniądze. Mam na myśli fundusz emerytalny o zdefiniowanym świadczeniu. Wyliczając, ile wyniesie emerytura przyjęto różne założenia, tym które nas najbardziej interesuje jest stopa zwrotu z obligacji. Nie wnikając w konkretną jej wartość, można przyjąć, iż w warunkach zerowych stóp procentowych pierwotne założenie nie zostało spełnione. Zmusiło to zarządzających takimi funduszami do szukania stopy zwrotu w innych miejscach. Rynek akcji był jednym z nich. Teraz, gdy rentowności obligacji są znowu zbliżone do założonych, podejmowanie dodatkowego ryzyka przestaje być uzasadnione. Kapitał przepływa więc z akcji spółek wzrostowych do spółek value, ze spółek value do obligacji.

To, ile czasu potrwa ta rotacja zależy od dynamiki sytuacji makroekonomicznej. Im szybciej gospodarka wejdą w okres niskiego wzrostu/recesji, tym szybciej można oczekiwać, że inwestorzy poszukując stopy zwrotu wyjdą szerzej w spektrum aktywów ryzykownych. Ten moment jest jednak jeszcze przed nami.

Stopy zwrotu poszczególnych indeksów

Źródło: Bloomberg LP, Skarbiec TFI. Dane na 31.05.2022

2020	2021	12M	3M	YTD	WAR
Nasdaq 43,6	Brent 53,7	BISIT100 73,9	Brent 26,0	Brent 41,3	BISIT100 20,6
WIG80 33,6	S&P500 26,9	Brent 72,4	BISIT100 22,6	BISIT100 30,8	Brent 18,0
BISIT100 29,1	BISIT100 25,8	Sensex 17,0	RUB 9,1	RUB 4,9	RUB 14,1
Gold 25,1	WIG80 24,6	FTSE100 8,2	Gold 5,9	Gold 3,7	Nikkei225 1,5
S&P500 16,3	EuroS600 22,2	Gold 7,2	FTSE100 1,1	Bovespa 2,9	FTSE100 0,6
Nikkei225 16,0	Sensex 22,0	RUB 5,2	Nikkei225 0,5	FTSE100 2,2	Sensex -0,3
Sensex 15,8	WIG 21,5	EuroS600 3,0	Sensex -0,2	Sensex -2,0	Gold -0,6
Shanghai 13,9	Nasdaq 21,4	S&P500 -1,2	EuroS600 -3,3	Nikkei225 -6,8	EuroS600 -0,8
Ukr Bonds 11,5	MSCI Ukr 17,1	WIG -5,0	Bovespa -3,6	WIG80 -7,5	WIG80 -1,0
US Bonds 8,0	RTS\$ 15,0	UK Bonds -5,5	WIG80 -4,1	EuroS600 -7,7	S&P500 -2,2
HY Bonds 7,0	FTSE100 14,3	WIG80 -6,2	S&P500 -6,8	GE Bonds -8,0	Bovespa -3,7
PL Bonds 6,7	Nikkei225 4,9	Nikkei225 -6,8	US Bonds -6,8	US Bonds -8,5	US Bonds -5,2
UK Bonds 3,1	Shanghai 4,8	US Bonds -7,4	GE Bonds -7,4	PL Bonds -9,1	Nasdaq -5,4
GE Bonds 3,0	UK Bonds 1,0	GE Bonds -7,6	HY Bonds -7,6	HY Bonds -10,0	GE Bonds -5,4
Bovespa 2,9	HY Bonds 1,0	Bovespa -9,3	UK Bonds -8,3	UK Bonds -10,4	UK Bonds -5,7
RUB -0,8	Rus Bonds 0,7	HY Bonds -10,0	PL Bonds -9,0	S&P500 -13,3	HY Bonds -6,1
WIG -1,4	RUB 0,2	Shanghai -11,6	Shanghai -9,4	Shanghai -16,3	WIG -8,1
EuroS600 -4,0	US Bonds 2,3	Nasdaq -11,7	Nasdaq -10,4	WIG -16,7	PL Bonds -9,3
MSCI Ukr -10,0	GE Bonds 2,7	PL Bonds -17,8	WIG -13,7	Nasdaq -21,2	RTS\$ -10,2
RTS\$ -10,4	Gold 3,6	RTS\$ -27,2	RTS\$ -23,1	RTS\$ -32,2	Shanghai -12,7
Brent -12,6	Ukr Bonds -9,4	MSCI Ukr -40,0	MSCI Ukr -45,4	MSCI Ukr -49,6	MSCI Ukr -38,2
FTSE100 -14,3	PL Bonds -10,7	Ukr Bonds -63,5	Ukr Bonds -57,9	Ukr Bonds -60,9	Ukr Bonds -49,4
Rus Bonds -16,5	Bovespa -11,9	Rus Bonds -100,0	Rus Bonds -100,0	Rus Bonds -100,0	Rus Bonds -100,0

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

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

Zagraniczne rynki akcji

W maju na globalnych rynkach inwestorom ponownie towarzyszyły nerwowe nastroje i spora zmienność wynikające z obaw o recesję światowej gospodarki, mocnego zaostrzenia polityki monetarnej i chęci ograniczenia przyspieszającej inflacji cen przez banki centralne. Do tego dochodzą kwestie wojenne i ich wpływ na surowce, które reagują przy takim zestawie informacji mocnymi zwyżkami cen. Niejako trochę z boku przy akompaniamencie bębnow makroekonomicznych i geopolitycznych równoległe toczył się sezon wyników spółek za I kwartał, który z upływem miesiąca prawie dobiegł końca.

Do końca maja zdążyło już opublikować swoje wyniki 97% firm wchodzących w skład S&P 500. Póki co obecny sezon utrzymuje pozytywne tendencje z ostatnich kwartałów jeśli chodzi o procent spółek bijących oczekiwania analityków jak i samą skalę nadwyżki. Precyzyjnie rzecz biorąc, 77% spółek odnotowała wyższe zyski aniżeli konsensus prognoz, co jest na poziomie 5-letniej średniej. Natomiast, zaraportowane zyski na akcję były wyższe od prognoz tylko o 4,7% poniżej 5-letniej średniej na poziomie 8,9%. W sumie zyski zaraportowane wzrosły r/r jedynie o 9,2% (najniższa dynamika od 4Q 2020).

Ważniejszym parametrem według nas jest spojrzenie na poziom przychodów. Tutaj mamy powody do optymizmu, bo aż 73% firm przebiło prognozy rynkowe. Średnio przychody raportowane okazały się o +2,7% lepsze od prognoz analityków versus +1,7% dla 5-letniej średniej. W ujęciu sektorowym największym pozytywnym kontrybutorem do tych statystyk okazały się branże: Energy, Health Care i Financials. Sam poziom dynamiki przychodów r/r o +13,7% jest czwartym najwyższym od 2008 roku, wyższy wzrost odnotowaliśmy jedynie w 2021 roku w związku z efektem niskiej bazy z tytułu wcześniejszego lockdownu na świecie rok wcześniej. Wszystkie jedenaście sektorów odnotowały pozytywną dynamikę przychodów w 1Q.

W ujęciu segmentowym na rynku jeśli chodzi o percepcję ryzyka obserwowaliśmy kontynuację trendu z ostatnich miesięcy, czyli bardzo nerwowe reakcję i awersję do segmentów wzrostowych oraz przepływ kapitału do stylu value, napędzanego dobrymi wynikami ze spółek Energy oraz wysokimi cenami surowców.

Jeśli chodzi o obraz kondycji biznesowej spółek technologicznych z segmentu growth warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na wyraźne trendy, które pokazały wyniki za 1Q. Segmenty spółek technologicznych, których produkty były „łatwoklikalne” i w większości trafiające do klienta konsumenckiego, odnotowały znacznie niższe dynamiki wzrostu biznesu aniżeli w ubiegłych dwóch latach. Wynikało to z bardzo wysokiej bazy porównawczej z czasów i obostrzeń pandemicznych. Do tych sektorów zaliczyć można m.in. ecommerce, gaming, streaming, advertising czy communication i będą one borykały się jeszcze z efektem wysokiej bazy jeszcze przez co najmniej kwartał lub dwa.

Po przeciwnej stronie barykady, pomimo generalnych obaw inwestorów o spowolnienie, są spółki z oprogramowaniem „mission-critical” dla klientów biznesowych, które nie tylko pokazały dynamiki wzrostu lepsze od oczekiwań, ale również podnosiły prognozy na kolejne okresy wskazując bardzo mocny popyt na swoje rozwiązania i brak jakiegokolwiek pogorszenia się koniunktury w ich segmencie, a wręcz nawet jej poprawę.

Niestety pomimo tak znaczących różnic jeśli chodzi o wyniki i perspektywy pomiędzy technologią konsumencką a tą ukierunkowaną na biznes, inwestorzy w większości kierując się obawami makro, nie byli skłonni w ubiegłym miesiącu rozdzielić ziarna od plew i wyprzedawali agresywnie praktycznie cały koszyk spółek technologicznych o bardziej dynamicznym profilu uciekając w największe spółki jako bastiony bezpieczeństwa.

Przed nami czerwiec, który w obliczu zakończonego praktycznie sezonu publikacji ze spółek będzie raczej ponownie zdominowany przez wpływające odczyty ekonomiczne ze świata i oraz komentarze z banków centralnych co do trajektorii inflacji oraz tempa aktywności ekonomicznej na świecie.



Krzysztof Cesarz

zarządzający
funduszami

Absolwent Akademii Ekonomicznej w Poznaniu na kierunku Finanse i Bankowość. Karierę zawodową rozpoczął w 2008 roku w IPOPEMA TFI. Kontynuował ją w EQUES Investment TFI, a następnie w ESALIENS TFI. Uzyskał Złoty Portfel za najlepszy fundusz akcji polskich w 2014 roku. Posiada licencję Doradcy Inwestycyjnego nr 319 oraz certyfikaty Chartered Financial Analyst (CFA) i Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA).

Polski rynek akcji

Kolejna fala spadków

Po bardzo słabym dla inwestorów kwietniu, maj przyniósł lekkie uspokojenie nastrojów. Co prawda, pierwsza połowa miesiąca stała pod znakiem kontynuacji korekty z kwietnia (indeks WIG stracił ponad 8%), jednak w drugiej części maja indeksy odrobiły dużą część strat. Indeks szerokiego rynku WIG stracił w maju 0,6%, indeks blue chipów (WIG20) stracił 0,8% a indeks średnich spółek (mWIG40) oddał 0,5%. Wspomniana duża zmienność nie była tylko polskim fenomenem, podobne tendencje można było zaobserwować także na innych rynkach.

Od lutego czynniki wpływające na rynek nie zmieniają się. W maju inwazja Rosji na Ukrainę ciągle trwała. Inflacja na Świecie cały czas straszyla, budząc obawy o zacieśnianie polityki monetarnej przez banki centralne, a gospodarka Chin borykała się z lock downami będącymi skutkiem pandemii COVID-19.

Na lokalnym podwórku należy zwrócić uwagę, na mający miejsce sezon publikacji wyników finansowych za 1 kwartał 2022 r. Można postawić tezę, że były one lepsze od oczekiwań rynkowych, a spółki o dużej kapitalizacji poradziły sobie lepiej niż pozostała część rynku. Znacząco lepsze wyniki blue chipów, przełożyły się na dalszy spadek wskaźników wycen dla głównych indeksów rynkowych. Dużą w tym zasługą spółek mających ekspozycję na rynek surowcowy oraz banków. W obu tych sektorach oczekujemy kontynuacji pozytywnych trendów także w drugim kwartale. Mocny był ponadto sektor odzieżowy, gdyż wbrew powszechnym obawom, klienci nie zrezygnowali z zakupów. Wnioskując z aktualnych prognoz wzrostu gospodarczego dla Polski na rok 2022 r. w drugim kwartale pozytywne tendencje w wynikach spółek detalicznych powinny być utrzymane.

Po raz kolejny zwracamy uwagę na obecny poziom wycen, które w średnim terminie skłaniają do optymizmu. Indeks WIG (obrazujący zachowanie szerokiego rynku) notowany był na koniec maja na wskaźniku cena do zysk (P/E) równym 7,3 przy średniej 10letniej 12,5. Indeksy WIG20, mWIG40 czy sWIG80 też są handlowane znacznie poniżej historycznej średniej.

Ostatnio publikowane prognozy makroekonomiczne przewidują tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w 2022 r. powyżej 4% (poprawa w stosunku do poprzednich estymacji) natomiast obniżeniu uległy prognozy na 2023. Musimy jednak pamiętać, że czynniki które destabilizowały Europejską gospodarkę w pierwszym kwartale cały czas się utrzymują i są one źródłem potencjalnych pozytywnych jak i negatywnych zaskoczeń. Dodatkowo w 2023 r. w Polsce odbędą się wybory parlamentarne a to oznacza, że przed wyborami obóz rządzący może prowadzić luźną politykę fiskalną, sprzyjającą m.in. spółkom detalicznym.

W kolejnych miesiącach oprócz obserwowania publikowanych wskaźników gospodarczych, dużo uwagi poświęconej będzie środkom finansowym jakie Polska może otrzymać z różnych programów pomocowych. Mogą one stanowić ważne wsparcie dla spowalniającej dziś polskiej gospodarki.

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

Indeks	maj 22	ytd	Indeks	maj 22	ytd	Indeks	maj 22	ytd
WIG	-0,6%	-17,1%	WIG-BANKI	-3,7%	-27,9%	WIG-LEKI	-8,3%	-40,3%
WIG20	-0,8%	-18,7%	WIG-BUDOW	8,5%	-2,4%	WIG-MEDIA	-3,6%	-27,1%
MWIG40	-0,5%	-17,8%	WIG-CHEMIA	15,0%	24,3%	WIG-MOTO	-0,2%	-11,4%
SWIG80	-2,1%	-9,4%	WIG-ENERG	0,6%	18,8%	WIG-NRCHOM	-4,0%	-8,7%
WIG30	-0,7%	-18,3%	WIG-GORNIC	0,1%	12,8%	WIG-ODZIEZ	10,2%	-37,8%
WIG140	-0,5%	-17,4%	WIG-INFO	-2,6%	-14,5%	WIG-PALIWA	-2,3%	0,5%
						WIG-SPOZYW	3,0%	-41,9%

Poniższa tabela prezentuje stopy zwrotu z podstawowych polskich indeksów oraz stopy zwrotu z 3 najlepszych i 3 najgorszych inwestycji w ramach wymienionych indeksów. Dane za maj 2022.

Indeks WIG20	Zmiana	Indeks MWIG40	Zmiana	Indeks SWIG80	Zmiana
LPP SA	9,1%	Grupa Azoty SA	26,3%	Boryszew SA	55,8%
Allegro.eu SA	9,0%	PlayWay SA	23,4%	Bowim SA	40,2%
Powszechny Zakład Ubezpieczeń	5,5%	HUUUGE Inc	14,4%	CI Games SA	20,7%
Cyfrowy Polsat SA	-7,3%	TEN Square Games SA	-18,0%	PCF Group SA	-16,9%
Pepco Group NV	-7,5%	Celon Pharma SA	-18,8%	Shoper SA	-19,7%
CD Projekt SA	-10,2%	Develia SA	-21,8%	Onde SA	-24,1%



Mateusz Roda
zarządzający funduszami
dłużnymi

Absolwent Finansów i Rachunkowości na SGH. Jest doradcą inwestycyjnym (numer licencji 609) oraz maklerem papierów wartościowych (licencja numer 2899). Doświadczenie zawodowe zdobywał w Pekao Investment Banking. Od października 2017 pracuje jako zarządzający w Skarbiec TFI S.A.

Rynki obligacji

W maju na rynkach obligacji niedźwiedzie nie dominowały już tak mocno jak w poprzednich miesiącach. Walka z inflacją jest dla banków centralnych nadal głównym tematem, jednak coraz częściej na rynek oddziałują również obawy o wzrost gospodarczy, co ogranicza wzrosty rentowności.

W maju miało miejsce posiedzenie FED, na którym zgodnie z oczekiwaniami stopy zostały podniesione o 50 p.b. do przedziału 0,75-1,0%. FED zapowiedział rozpoczęcie redukcji bilansu banku centralnego

w tempie 47,5 mld dolarów miesięcznie (z czego 30mld papierów skarbowych i 17,5 mld papierów hipotecznych) od czerwca przez trzy miesiące. Od września tempo redukcji ulegnie przyspieszeniu i ma wynosić 95 mld dolarów miesięcznie (60mld papiery skarbowe, a 35 mld hipoteczne). Posiedzenie to nie przyniosło już jastrzębich zaskoczeń. Przedstawiciele z amerykańskiego banku centralnego są zgodni, co do podwyżek w skali 50 p.b. na dwóch najbliższych posiedzeniach, natomiast nie ma już klarownego przekazu co do dalszych ruchów na jesieni. Rynek wycenia, że do końca roku stopy zostaną podniesione o 175 - 200 p.b. Po wyprzedzeniu na rynku obligacji po posiedzeniu FED i ustanowieniu tegorocznych szczytów rentowności nastąpiło spore odciążenie i rentowności na koniec maja są niższe niż na koniec kwietnia. W trakcie miesiąca rentowności obligacji amerykańskich 10-letnich spadły z 2,94% do 2,84%, jednak w szczycie osiągnęły poziom 3,2%. Rentowności obligacji 5-letnich spadły z 2,95% do 2,82%, a 2-letnich z 2,71% do 2,56%. W tym okresie 10-letnie oczekiwania inflacyjne w USA spadły z 2,94% do 2,65%, co spowodowało, że 10-letnia realna stopa procentowa osiągnęła wartość dodatnią.

W maju retorykę zaostrzyli członkowie EBC, którzy komunikowali, że rozpoczęcie podwyżek powinno rozpocząć się już w lipcu, co oznaczałoby by też zakończenie programu skupu aktywów. Zaostrzeniu narracji sprzyjają kolejne zaskoczenia inflacyjne w strefie euro. Rynek na koniec miesiąca wycenia zacieśnianie EBC o blisko 120 p.b. Rentowności 10-letnich obligacji niemieckich wzrosły z 0,94% do 1,12%.

Zaostrzenie retoryki przez EBC nie sprzyja spreadom kredytowym obligacji krajów południa Europy, co powoduje, że rentowności tych obligacji rosną szybciej niż rentowności obligacji niemieckich. Różnica rentowności między 10-letnią obligacją włoską, a niemiecką wzrosła z 183 do 199 p.b. W minionym miesiącu w zróżnicowany sposób, zależny od czynników specyficznych zachowywały się rentowności obligacji krajów Europy Środkowo-Wschodniej i Bałkanów denominowanych w walutach bazowych. Maj nie przyniósł dalszej przeceny na rynkach obligacji korporacyjnych high-yield.

Zacieśnianie polityki pieniężnej kontynuuje Bank Anglii, który podniósł stopę bazową o 25 p.b. do poziomu 1%, a także banki centralne w regionie. W Czechach po ruchu o 75 p.b. podstawowa stopa procentowa osiągnęła poziom 5,75%. Taki sam ruch wykonał Bank Rumunii, jednak główna stopa osiągnęła dopiero poziom 3,75%. Na Węgrzech główną stopę podniesiono o 50 p.b. do 5,9%.

RPP podniosła w maju stopy procentowe o 75 p.b., co było ruchem poniżej oczekiwań rynkowych. Na konferencji prezes Glapiński sygnalizował jednak, że mniejszy ruch niż w kwietniu nie jest oznaką zbliżania się końca cyklu podwyżek. Wstępny odczyt CPI za maj wyniósł 13,9% i był na poziomie konsensusu, a nie jego wyraźnym przebicciem jak w dwóch poprzednich miesiącach. Rosnąca inflacja bazowa oraz kolejne solidne dane z rynku pracy i sprzedaży detalicznej za kwiecień przemawiają za dalszymi podwyżkami stóp procentowych. Zapowiadane wakacje kredytowe są kolejnym elementem, który nie będzie pomagał walczyć z inflacją.

Na koniec maja rynek wycenia osiągnięcie stopy referencyjnej na poziomie 7,5% w drugiej połowie roku. Krzywa stopy procentowej uległa nieznacznemu wystromieniu, co było spowodowane przez mocniejszy wzrost stóp długoterminowych. Stopa 2-letnia wzrosła z poziomu 7,18% do 7,43%, 5-letnia wzrosła z 6,46% do 6,71%, a 10-letnia wzrosła z 5,94% do 6,34%. Rentowności obligacji skarbowych rosły wolniej niż krzywa stopy procentowej. Rentowności obligacji 2-letnich wzrosły z 6,61% do 6,65%, 5-letnich z 6,87% do 6,96%, a 10-letnich z 6,37% do 6,62%. W maju do łask wróciły obligacje zmiennokuponowe. Na większości z nich zmianie uległ kupon, który teraz wynosi 6,68% w skali roku. Najmocniej, o blisko 1% zdrożały te o średnim i długim horyzoncie zapadalności.

W minionym miesiącu Ministerstwo Finansów przeprowadziło aukcje zamiany oraz aukcje regularną. Na pierwszej sprzedano obligacje o wartości nominalnej 5,2 mld zł przy popycie 6,1 mld zł. Większość aukcji zrealizowano na obligacjach stałokuponowych. Na aukcji regularnej sprzedano obligacje o wartości nominalnej 5,2 mld zł oraz 250 mln na aukcji dodatkowej. Ponownie sprzedano więcej obligacji stałokuponowych. W maju Ministerstwo Finansów przeprowadziło na rynku międzynarodowym emisję 10-letnich obligacji stałokuponowych o wartości nominalnej 2 mld euro, co odciążyło rynek obligacji w walucie lokalnej. Aukcję obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa przeprowadził BGK sprzedając obligacje o wartości nominalnej ponad 1,3 mld zł. W nadchodzącym miesiącu Ministerstwo Finansów przeprowadzi aukcję zamiany 10 czerwca i regularną 23 czerwca. Możliwość przeprowadzenia przetargu obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa na 15 czerwca zapowiedział BGK. Ministerstwo Finansów podało, że w kwietniu zaangażowanie inwestorów zagranicznych w obligacjach skarbowych w walucie lokalnej wzrosło o 4,7 mld zł, co jest dowodem na rosnące zainteresowanie krajowymi obligacjami. Stan środków na rachunkach budżetowych wyniósł na koniec miesiąca 108 mld zł, a potrzeby pożyczkowe brutto na 2022 są zrealizowane w 75%.

8 czerwca zobaczymy jak na kolejne solidne dane z krajowego rynku pracy oraz przyspieszającą inflację zareaguje RPP. Dzień później EBC zapewne zakomunikuje zakończenie skupu aktywów i utwierdzi uczestników rynku, że w lipcu dojdzie do pierwszej podwyżki stop procentowych. Poznamy nowe projekcje inflacji i PKB dla strefy euro. Czerwiec będzie pierwszym miesiącem redukcji bilansu przez amerykański bank centralny. FED poza kolejną podwyżką o 50 p.b. pokaże nowe projekcje makroekonomiczne oraz kroki z oczekiwanym przez władze monetarne poziomem stóp procentowych. Uwaga poza bankami centralnymi będzie się kształtować na odczytach inflacji oraz sygnałach o spowalniającej gospodarce.

PRZEGLĄD RYNKÓW

DANE NA 31.05.2022

INDEKSY ŚWIATOWE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
S&P500	4132,15	0,01%	-13,3%	-1,7%
DJIA	32990,12	0,04%	-9,2%	-4,5%
NASDAQ	12081,39	-2,05%	-22,8%	-12,1%
CAC40	6468,80	-0,99%	-9,6%	0,3%
FTSE100	7607,66	0,84%	3,0%	8,3%
DAX	14388,35	2,06%	-9,4%	-6,7%
NIKKEI225	27279,80	1,61%	-5,3%	-5,5%
SHANGHAI COMP	3186,43	4,57%	-12,5%	-11,9%
RTS	1208,12	11,71%	-24,3%	-24,4%
ISE 100	2547,09	4,79%	37,1%	79,3%
BOVESPA	111350,51	3,22%	6,2%	-11,8%
SENSEX	55566,41	-2,62%	-4,6%	7,0%

STOPY PROCENTOWE (ZMIANA W P.B.)

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIBOR 3M	6,59	54	405	638
Polska 2 lata PLN	6,65	4	326	637
Polska 5 lat PLN	6,96	9	299	570
Polska 10 lat PLN	6,62	25	295	476
Polska 10 lat EUR	0,03	0	0	0
Polska 10 lat USD	3,59	14	213	260
USA 10 lat	2,84	-9	133	125
Niemcy 10 lat	1,12	18	130	131
High Yield USD	7,09	11	288	306
High Yield EUR	1,70	22	150	159

INDEKSY POLSKIE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIG20 TR	3458,00	-0,6%	-18,5%	-15,6%
WIG	57432,29	-0,6%	-17,1%	-13,4%
mWIG40 TR	6026,02	0,6%	-16,4%	-8,3%
sWIG80 TR	24465,12	-2,1%	-8,8%	-9,2%
MSCI Poland	1204,29	-0,7%	-20,2%	-18,7%

SUROWCE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
ROPA BRENT	122,84	12,3%	57,9%	77,2%
ZŁOTO	1,837,35	-3,1%	0,4%	-3,6%
SREBRO	21,55	-5,4%	-7,5%	-23,1%
MIEDŹ	429,60	-2,3%	-3,8%	-8,2%
ALUMINIUM	2,763,75	-9,0%	-1,4%	12,0%
GAZ ZIEMNY	8,15	12,4%	118,4%	172,8%

POLSKA Y/Y

USA Y/Y

STREFA EURO Y/Y

UE Y/Y

	POLSKA Y/Y				USA Y/Y				STREFA EURO Y/Y				UE Y/Y			
	najnowsze	za okres	poprzednie	za okres	najnowsze	za okres	poprzednie	za okres	najnowsze	za okres	poprzednie	za okres	najnowsze	za okres	poprzednie	za okres
PKB	8,50	1 kw. 2022	7,60	4 kw. 2021	3,50	1 kw. 2022	5,50	4 kw. 2021	5,10	1 kw. 2022	4,70	4 kw. 2021	5,20	1 kw. 2022	4,90	4 kw. 2021
Inflacja	13,90	maj 22	12,40	kwi 22	8,30	kwi 22	8,50	mar 22	8,10	maj 22	7,40	kwi 22	8,10	kwi 22	7,80	mar 22
Sprzedaż detaliczna	33,40	kwi 22	22,00	mar 22	8,20	kwi 22	7,30	mar 22	0,80	mar 22	5,20	lut 22	1,70	mar 22	5,60	lut 22
Produkcja przemysłowa	13,00	kwi 22	17,30	mar 22	6,40	kwi 22	5,36	mar 22	-0,80	mar 22	1,70	lut 22	0,70	mar 22	2,80	lut 22
Stopa bezrobocia	5,20	kwi 22	5,40	mar 22	3,60	kwi 22	3,60	mar 22	6,80	kwi 22	6,80	mar 22	6,20	kwi 22	6,20	mar 22

Dane w kolumnie PKB „poprzednie” są o kwartał starsze. Dane w kolumnach Inflacja, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa i stopa bezrobocia „poprzednie” są o miesiąc starsze.

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie powinien być rozumiany jako materiał o charakterze doradczym lub jako podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Nie powinien też być rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem opinii autorów w dniu publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Skarbiec TFI SA nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania. Wymagane prawem informacje dotyczące subfunduszy, w tym o czynnikach ryzyka inwestycyjnego znajdują się w prospekcie informacyjnym SKARBIEC FIO i Kluczowych Informacjach dla Klientów, dostępnych w siedzibie SKARBIEC TFI SA w serwisie skarbiec.pl i w sieci sprzedaży. Subfundusze nie gwarantują osiągnięcia określonego celu i wyniku inwestycyjnego, a uczestnik ponosi ryzyko utraty części wpłaconych środków.