

1. Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Grzegorz Zatryb

2. Zagraniczne rynki akcji

Tomasz Piotrowski

3. Polski rynek akcji

Łukasz Siwek

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

Wakacje ze zmiennością

Z dzieciństwa pamiętam, że październik był miesiącem oszczędzania. Nikt nie wie, dlaczego akurat październik. Natomiast w tym roku czerwiec okazał się miesiącem banków centralnych. Fed podniósł stopę o 75 pb. W porównaniu z podwyżką z 3 marca 1980 roku, która wyniosła 500 pb. nie wygląda to imponująco, tyle że wówczas stopa wzrosła z 15% na 20%, zaś w czerwcu z 1% na 1,75%. Znacznie ciekawiej wygląda to nas tle inflacji. W marcu 1980 roczny wzrost cen wyniósł 14,8%, majowa inflacja w USA w roku bieżącym wyniosła 8,6%. To były czasy, banki centralne nie bały się realnie dodatnich stóp procentowych. Począwszy od 1971 roku, FED spotykał się 618 razy, zmieniał stopy 201 razy i 72% decyzji mieściło się między -50 a +50pb. Zmiany o +/- 75 pb dokonał tylko 13 razy. Tak więc, czerwcową decyzją należy do najbardziej radykalnych w historii. Czy czeka nas powrót do tak radykalnych działań władz monetarnych. Na razie nic na to nie wskazuje. Historia udziela nam jednak w tym zakresie dość niepokojącej lekcji. Gdy inflacja w Stanach Zjednoczonych przekraczała 5%, nigdy nie udało się jej obniżyć bez podniesienia stopy Fed powyżej wskaźnika CPI. Co prawda mam sceptyczne podejście do stosowania analogii historycznych. W takich przykładach zazwyczaj zestawia się dwie zmienne, kompletnie ignorując fakt, że otoczenie jest obecnie zupełnie inne, niż wówczas. Moim ulubionym przykładem takiego błędu było kurczowe trzymanie się poziomu wskaźnika cena/zysk 15 jako uniwersalnej metryki pozwalającej stwierdzić, czy akcje są tanie czy drogie. W rzeczywistości wskaźnik P/E zależy od stopy wolnej od ryzyka i zupełnie inaczej kształtuje się przy stopach banku centralnego na poziomie 3% i 0%, z czym mieliśmy do czynienia przez kilka poprzednich lat.

Europejski Bank Centralny, podobnie jak Fed, wykazał się determinacją w walce z inflacją. Podczas konferencji po posiedzeniu Rady, jej szefowa Christina Lagarde potwierdziła, że podwyżki stóp rozpoczną się w lipcu i, co więcej, wrześniowa podwyżka może wynieść 50pb. Uporczywość inflacji zmusza więc dwa najważniejsze banki centralne do przyspieszenia tempa zaostrzania polityki pieniężnej. Jeszcze większym zaskoczeniem było podniesienie stóp przez Bank Szwajcarii, co doprowadziło do umocnienia się CHF przejściowo o ponad 5%, czyli do zjawiska z którym SNB od wielu lat walczył.

Tak jednoznaczne wskazanie priorytetu przez władze monetarne bardzo negatywnie wpłynęło na sentyment inwestorów. Przez ponad dekadę wyrobili sobie oni dość mocny pogląd na temat dominującego znaczenia banków centralnych dla koniunktury na rynkach ryzykownych aktywów. Nie należy jednak mylić swoich przekonań z przekonaniem rynku i skoro ten uważa, że nadciąga recesja, którą pogłębią nierozgarnięte banki centralne, to nie ma co z nim polemizować. Mr Market is always right.

Jeżeli rynek nie myli się w kwestii nadciągającej recesji, to czeka nas jeszcze kilka nieprzyjemnych zdarzeń. Jednym z nich będzie solidna rewizja w dół prognoz zysków spółek. Obecnie przewidywane dynamiki EPS wyglądają jeszcze całkiem dobrze ale nie jest to spójne z tym, co dzieje się na rynkach obligacji. Amerykańska krzywa dochodowości na docinku 2 - 10 lat ma znowu ujemne nachylenie. Tymczasem 12-miesięczne dynamiki zysków spółek z FTSE, S&P500 czy EuroStoxx 50 utrzymują się od wielu miesięcy na poziomie +10%. Celowo posługuję się zyskami a nie wskaźnikiem P/E, gdyż te w warunkach bezprecedensowej zmienności stóp procentowych nie dostarczają zbyt wiele sensownej informacji. W ciągu 20 dni rentowność amerykańskiej 10-latki spadła o 70 pb., po wzroście o 70 pb. w takim samym czasie.

Fenomenem, który zwiększa zmienność jest niska płynność na większości rynków finansowych. Od czasu Wielkiego Kryzysu Finansowego obserwujemy jej systematyczne pogorszenie się. Do tego dochodzą wakacje, tradycyjnie okres mniejszej aktywności. Dlatego ostatnio obserwowane rozchwianie rynków nie powinno być wyznacznikiem rozwoju sytuacji w horyzoncie końca roku. Sceptyczne podejście do podejmowania ryzyka jest jak najbardziej zalecane ale ani recesja ani koniec świata jeszcze nie nadeszły.

Stopy zwrotu poszczególnych indeksów

Źródło: Bloomberg LP, Skarbiec TFI. Dane na 30.06.2022

2020	2021	12M	3M	YTD	WAR
Nasdaq 43,6	Brent 53,7	BISIT100 77,3	RUB 54,3	Brent 45,8	RUB 50,2
WIG80 33,6	S&P500 26,9	Brent 59,6	RTS\$ 41,7	RUB 38,0	Brent 22,8
BISIT100 29,1	BISIT100 25,8	RUB 34,5	BIST100 7,9	BIST100 29,5	BIST100 19,3
Gold 25,1	WIG80 24,6	Gold 2,1	Brent 5,1	Gold -1,2	RTS\$ 11,7
S&P500 16,3	EuroS600 22,2	FTSE100 1,9	Shanghai 4,0	FTSE100 -2,9	Nikkei225 -0,2
Nikkei225 16,0	Sensex 22,0	Sensex 1,0	US Bonds -3,7	Bovespa -6,0	Shanghai -2,6
Sensex 15,8	WIG 21,5	Shanghai -5,4	PL Bonds -4,9	Shanghai -6,6	FTSE100 -4,4
Shanghai 13,9	Nasdaq 21,4	Nikkei225 -8,3	FTSE100 -5,4	Nikkei225 -8,3	Gold -5,3
Ukr Bonds 11,5	MSCI Ukr 17,1	US Bonds -8,9	GE Bonds -5,8	Sensex -9,0	US Bonds -5,9
US Bonds 8,0	RTS\$ 15,0	EuroS600 -10,1	Nikkei225 -5,8	US Bonds -9,1	Sensex -7,4
HY Bonds 7,0	FTSE100 14,3	GE Bonds -11,1	Gold -6,5	PL Bonds -10,0	WIG80 -7,8
PL Bonds 6,7	Nikkei225 4,9	S&P500 -11,9	UK Bonds -9,0	GE Bonds -11,2	GE Bonds -8,7
UK Bonds 3,1	Shanghai 4,8	UK Bonds -14,5	Sensex -9,7	WIG80 -13,8	PL Bonds -10,2
GE Bonds 3,0	UK Bonds 1,0	WIG80 -16,0	EuroS600 -11,5	RTS\$ -15,7	EuroS600 -10,3
Bovespa 2,9	HY Bonds 1,0	HY Bonds -17,8	HY Bonds -11,8	EuroS600 -16,5	S&P500 -10,4
RUB -0,8	Rus Bonds 0,7	PL Bonds -18,2	WIG80 -12,2	HY Bonds -16,9	Bovespa -12,0
WIG -1,4	RUB 0,2	RTS\$ -18,7	S&P500 -17,8	UK Bonds -16,9	UK Bonds -12,6
EuroS600 -4,0	US Bonds 2,3	WIG -18,9	Bovespa -18,1	S&P500 -20,6	HY Bonds -13,2
MSCI Ukr -10,0	GE Bonds 2,7	Bovespa -22,3	WIG -18,7	WIG -22,7	WIG -14,7
RTS\$ -10,4	Gold 3,6	Nasdaq -24,0	Ukr Bonds -20,3	Nasdaq -29,5	Nasdaq -15,4
Brent -12,6	Ukr Bonds -9,4	MSCI Ukr -57,1	Nasdaq -23,6	Ukr Bonds -60,9	Ukr Bonds -49,4
FTSE100 -14,3	PL Bonds -10,7	Ukr Bonds -64,8	MSCI Ukr -33,4	MSCI Ukr -61,0	MSCI Ukr -52,1
Rus Bonds -16,5	Bovespa 11,9	Rus Bonds -100,0	Rus Bonds -100,0	Rus Bonds -100,0	Rus Bonds -100,0



Tomasz Piotrowski zarządzający funduszami akcyjnymi

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.

Zagraniczne rynki akcji

Po nieco spokojniejszym maju czerwiec przyniósł kontynuację spadków i słabych nastrojów na światowych rynkach akcji (i nie tylko). Każdy z ważniejszych indeksów giełdowych spadł o około 8%. Szeroki indeks grupujący światowe rynki akcji MSCI World spadł o 8,7%, a rynki wschodzące reprezentowane przez MSCI EM przeceniły się o 7,1%.

Przechodząc o poziom niżej na poszczególne kraje tempo spadków było zbliżone. Rynek amerykański mierzony indeksem S&P 500 spadł o 8,4%, a indeks NASDAQ Composite o 8,7%. Europa i tym razem nie była w stanie oderwać się od szeroko panujących nastrojów sprzedażowych przeceniając się na agregacie Euro STOXX 600 o 8,1%. Z poszczególnych rynków krajowych „in -”, wyróżnił się rynek niemiecki, którego DAX przecenił się o przeszło 11%. Zdecydowanie na plus wyróżniły się Chiny, które mierząc indeksem MSCI China (w USD) wzrosły o 5,7% notując pozytywny miesiąc jako jedyny istotny rynek akcyjny na świecie.

Czerwiec okazał się być również pierwszym tak słabym miesiącem od dłuższego czasu dla całego kompleksu surowcowego. To o tyle istotne, że sektory związane z szeroko pojętymi zasobami czyli branże surowcowe, paliwowe, wydobywcze były jednymi z najlepiej zachowujących się segmentów rynku w tym roku (i jako nieliczne były nominalnie na „+” w ujęciu stopy zwrotu). Trzeba zauważyć, że ceny większości surowców spadły w czerwcu dwucyfrowo. Ceny np. pszenicy spadły od majowego szczytu o blisko 40%, a w najbliższym czasie zaktualizowany indeks żywności FAO za czerwiec może zobrazować w sposób zagregowany spadki cen w tym segmencie. Biorąc to wszystko pod uwagę może nie dziwić, że spółki z szeroko pojętego obszaru „Value” miały nieco gorszy miesiąc (-11,3%) od obszaru „Growth” (-10%). Taka relacja sprawiła, że pierwszy raz od listopada ub. r. (wyjmując marzec) siła relatywna szeroko pojętego czynnika wzrostu nie była słabsza od czynnika wartości.

Czerwiec to również ostatni miesiąc kwartału i półrocza więc trudno nie wspomnieć również innych statystyk. Poprzednie święto amerykańskie obchodzone 4 lipca inwestorzy obchodzili z dużo lepszymi nastrojami ponieważ półrocze zakończyli z kilkunastoprocentowym zyskiem. W tym roku nastroje do świętowania są minorowe, bo inwestorzy obchodzą je ze stratami co najmniej dwudziestoprocentowymi. Nawet fajerwerki odpalane w roku „covidowym” nie były tak przygaszone jak obecnie. Trzeba mieć świadomość, że dla inwestorów na rynku amerykańskim jest to statystycznie najgorszy początek roku od pięćdziesięciu lat, czyli od lat 70. Co interesujące, w ujęciu realnym czyli uwzględniając inflację oraz annualizując to półrocze jesteśmy świadkami najgorszego roku dla akcji od... 1872 r., czyli gorszego od I wojny światowej, II wojny światowej, wielkiej depresji lat 30., szoku energetycznego z lat 70. itd. Czy faktycznie możemy obecne otoczenie w ogóle porównać do tamtych czasów i czy taka trajektoria jest do utrzymania?

Wysokie tempo inflacji w dalszym ciągu zaskakuje swoją skalą, problemy na rynku pracy i dostępność zasobów ludzkich jest istotnym czynnikiem hamującym wiele branż, potencjalny „czarny łabędź” wojny na Ukrainie czyli konflikt atomowy oraz dalsze problemy z łańcuchami dostaw i dostępności towarów będą głównymi tematami do dyskusji w kontekście rynków akcyjnych i nie tylko. Globalizacja w takiej formie, jaką znaliśmy od lat 70., a właściwie od początku XXI w. (wejście Chin do WTO) się skończyła. Wykuwanie nowego porządku świata (deglobalizacja?) dzieje się na naszych oczach i z pewnością przyniesie również wiele okazji inwestycyjnych.



Lukasz Siwek

zarządzający
funduszami

Absolwent Akademii Górniczo-Hutniczej im. Stanisława Staszica w Krakowie na kierunku fizyka techniczna. Posiada licencję doradcy inwestycyjnego oraz licencję maklera papierów wartościowych. Karierę na rynku finansowym rozpoczął w 2011 roku w Navigator Capital S.A. oraz Navigator Capital Domu Maklerskim. Następnie, w latach 2012 - 2013 w Millennium Domu Maklerskim. W 2014 roku w NWA Brokerage House a od 2015 roku do lutego 2022 roku pracował w MetLife TFI. Od marca zatrudniony w Skarbiec TFI na stanowisku Zarządzającego Funduszami Akcji.

Polski rynek akcji

Kolejny miesiąc wyprzedza

W czerwcu na GPW mieliśmy do czynienia z kontynuacją trwającej od listopada 2021 roku przeceny. Wśród rodzimy indeksów najgorzej poradził sobie, grupujący blue chipy, WIG20 notując spadek 8,0% (-25,2% YTD), co uplasowało go na 63 miejscu wśród 92 głównych indeksów na świecie, grupowanych przez Bloomberg (85/92 YTD). Na tym tle relatywnie lepiej wypadły indeksy średnich i małych spółek (mWIG40 -6,4%, sWIG80 -4,9%). Zniżkującym indeksom towarzyszyły o 30% r/r niższe obroty (-27% m/m).

Główne zdarzenia, które wpływały na nastoje inwestorów w minionym miesiącu, to nadal rosnąca inflacja, słabnąca gospodarka i coraz niższe prognozy dla tempa wzrostu gospodarczego. Obawy te widać było szczególnie w spadających prognozach PKB dla Polski na 2023, których konsensus na koniec czerwca był na poziomie 2,9%. Publikowane już po zakończeniu miesiąca dane za czerwiec: wstępny odczyt inflacji konsumenckiej (CPI) na poziomie 15,6% (vs 15,5% oczekiwania i 13,9% w maju) oraz PMI dla przemysłu 44,4 pkt. (vs 48 pkt oczekiwania i 48,5 pkt w maju), przyczynią się zapewne do kolejnych rewizji oczekiwań ekonomistów.

Wśród spółek i sektorów z GPW szczególnie pozytywnie wyróżniała się energetyka, która na spadającym rynku zyskała 6,2% i była o około 15% mocniejsza od europejskich spółek z tego segmentu. Tak mocne zachowanie to wciąż efekt utrzymujących się oczekiwań na re-rating spółek po spodziewanym wydzieleniu aktywów węglowych. Wśród najsłabszych komponentów znalazły się: KGHM (podążający za zniżkującymi cenami miedzi), przedstawiciele sektora bankowego (wakacje kredytowe, możliwe dodatkowe obciążenia, spowolnienie gospodarcze), spółki ukraińskie (przedłużający się konflikt zbrojny) czy biotechnologiczne, po tym jak spółka Molecure poinformowało o wypowiedzeniu umowy partneringowej dla swojej głównej częsteczki.

Warszawska giełda ma za sobą trzeci z kolei spadkowy kwartał, a w ponad 20 letniej historii dłuższy okres nieprzerwanych spadków wystąpił jedynie raz i miał miejsce w latach 2007-2008. Obok statystyki do lekkiego optymizmu w perspektywie średnioterminowej zachęcają poziomy wycen. Indeks WIG (obrazujący zachowanie szerokiego rynku) notowany był na koniec czerwca na wskaźniku cena do zysk (P/E) równym 6,1 przy ponad dwukrotnie wyższej średniej 10letniej wynoszącej 12,5. Indeksy WIG20, mWIG40 czy sWIG80 też są handlowane istotnie poniżej historycznych średnich.

Wśród lokalnych czynników, które w naszej ocenie w sporym stopniu znalazły już odzwierciedlenie w notowaniach, są przyszłoroczne wybory parlamentarne. Z jednej strony jest to powód do obaw o to czy kolejne, oprócz banków, spółki nie zostaną obciążone dodatkowymi regulacjami lub podatkami. Z drugiej zaś jest to wsparcie dla polskiego konsumenta (pozytywne dla spółek detalicznych czy handlowych), które zapewne przełoży się na wolniejszy spadek inflacji i dłuższy okres występowania podwyższonych stóp procentowych (korzystne dla wyników sektora bankowego).

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

Indeks	cze.22	ytd	Indeks	cze.22	ytd	Indeks	cze.22	ytd
WIG	-6,7%	-22,7%	WIG-BANKI	-12,4%	-36,9%	WIG-GAMES	-7,0%	-41,3%
WIG20	-8,0%	-25,2%	WIG-BUDOW	0,1%	-2,3%	WIG-MEDIA	3,1%	-24,9%
MWIG40	-6,4%	-23,1%	WIG-CHEMIA	-8,5%	13,7%	WIG-MOTO	-1,8%	-13,0%
SWIG80	-4,9%	-13,8%	WIG-ENERG	6,2%	26,1%	WIG-NRCHOM	-1,7%	-10,3%
WIG30	-7,8%	-24,7%	WIG-GORNIC	-15,5%	-4,6%	WIG-ODZIEZ	-11,6%	-45,0%
NC Index	-9,0%	-25,9%	WIG-INFO	0,1%	-14,4%	WIG-PALIWA	-5,3%	-4,8%
						WIG-SPOZYW	-18,5%	-52,6%

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 czerwiec 2022.

Indeks WIG20	Zmiana	Indeks MWIG40	Zmiana	Indeks SWIG80	Zmiana
Dino Polska SA	6,7%	Polenergia SA	26,8%	ZEPAK SA	29,3%
PGE SA	5,4%	Enea SA	9,5%	Torpol SA	12,9%
Orange Polska SA	-0,2%	Neuca SA	6,2%	Sanok Rubber	12,8%
Bank Polska Kasa Opieki SA	-12,5%	Mabion SA	-19,5%	Ryvu	-28,6%
KGHM Polska Miedz SA	-18,3%	Bank Millennium SA	-20,7%	Bowim SA	-43,6%
mBank SA	-19,3%	Kernel Holding SA	-29,3%	Molecure SA	-46,5%



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 czerwcu rynki obligacji poruszały się od obaw związanych z inflacją po strach przed słabnącym wzrostem gospodarczym i rosnącym prawdopodobieństwem recesji. Emocji dostarczały posiedzenia banków centralnych. Skutkowało to bardzo wysoką zmiennością, czego dobitnym przykładem było zachowanie krajowego rynku obligacji.

Pierwsze uderzenie w rynki przyszło ze strony EBC. Zapowiedziano podwyżkę w wysokości 25 p.b. na posiedzeniu lipcowym oraz zakomunikowano koniec skupu aktywów w ramach programu APP z dniem 1 lipca. Wpływy odsetkowe i zapadające obligacje mają być reinwestowane przez „dłuższy czas”. Decyzje były spójne z oczekiwaniami, jednak zielone światło dla ewentualnych podwyżek w wysokości 50 p.b. dało przestrzeń do wyceny szybszej i wyższej ścieżki cyklu podwyżek stóp procentowych. Ruch ten wspierały nowe projekcje ekonomiczne wskazujące wyższą niż poprzednio inflację i niższe ale zaskakująco dobre prognozy wzrostu gospodarczego. Spowodowało to znaczną przecenę europejskiego długu oraz rozszerzenie się spreadów kredytowych obligacji krajów południa Europy. W efekcie kilka dni później EBC zwołał nadzwyczajne posiedzenie mając na celu omówienie przeciwdziałania nadmiernego rozszerzania się spreadów obligacji krajów południa Europy. Podkreślono elastyczność przy reinwestacjach aktywów zakupionych w ramach pandemicznego programu skupu oraz prace nad nowym instrumentem. Szczegóły prawdopodobnie zostaną zaprezentowane na posiedzeniu lipcowym.

Rezerwa Federalna podniosła stopy procentowe o 75 p.b. do przedziału 1,5% - 1,75%, co było ruchem większym niż zapowiadano na posiedzeniu majowym. Rynek zdążył się jednak do tej podwyżki przygotować po odczycie inflacji CPI za maj, który przebił oczekiwania. Prezes Powell zapowiedział, że podwyżka o 75 p.b. w lipcu też jest możliwa. Aktualizacja kropek pokazała, że do końca roku możemy spodziewać się podwyżek w wysokości 175 p.b. Nowe projekcje pokazały podniesienie oczekiwanej inflacji na ten rok oraz obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego w latach 2022-2024 i wzrost stopy bezrobocia. Jastrzębia narracja pomimo pogarszających się perspektyw w gospodarce realnej pokazuje, jak bardzo FED jest zdeterminowany do walki z inflacją.

Podwyżki stóp były dokonywane przez wiele banków centralnych. Na kolejny ruch zdecydował się m.in. Bank Anglii podnosząc stopy o 25 p.b. Zaskoczeniem dla rynku była podwyżka dokonana przez Szwajcarski Bank Centralny, który podniósł stopę o 50 p.b. z -0,75% do -0,25% i zaznaczył możliwość dalszych ruchów. Rozszerzanie się ławy walczących z inflacją spowodowało, że pierwsza połowa miesiąca przełożyła się na szeroką wyprzedzą na rynkach obligacji, która została zawrócona po słabszych odczytach PMI z strefy euro oraz USA. Ostatnia dekada czerwca stała pod znakiem spadających rentowności na rynkach bazowych i wycofywaniem oczekiwań na podwyżki stóp procentowych, pomimo zaskoczeń w górę w odczytach inflacyjnych większości krajów strefy euro.

Na koniec czerwca wycena rynkowa oczekiwanej stopy FED jest zgodna z ostatnimi kropkami - przedział 3,25% - 3,5%. W szczycie oczekiwania były jednak o 50 p.b. wyższe. Na koniec półrocza rentowności obligacji amerykańskich 10-letnich wzrosły z 2,84% do 3,01%, jednak w szczycie osiągnęły poziom 3,5%. Rentowności obligacji 5-letnich wzrosły z 2,82% do 3,04%, a 2-letnich z 2,56% do 2,95%.

W strefie euro rynek na koniec miesiąca wycenia zacieśnianie EBC do końca roku o blisko 140 p.b. Rentowności 10-letnich obligacji niemieckich wzrosły z 1,12% do 1,34%, osiągając w szczycie 1,9%.

Zaostrzenie retoryki przez EBC spowodowało dalsze znaczne rozszerzenie się spreadów kredytowych obligacji krajów południa Europy. Zapowiedź powstania instrumentu mającego przeciwdziałać fragmentacji obligacji tych krajów spowodowało, że spready do końca miesiąca się zawężyły. Przykładowo różnica rentowności między 10-letnią obligacją włoską, a niemiecką spadła z 199 do 192 p.b, chociaż przejściowo sięgała ponad 240 p.b. Miniony miesiąc był negatywny dla obligacji krajów Europy Środkowo-Wschodniej oraz większości krajów rozwijających się w walutach bazowych. Rentowności obligacji tych krajów rosły mocniej niż rentowności na rynkach bazowych. Czerwiec przyniósł solidną kilkuprocentową przecenę w segmencie obligacji korporacyjnych high-yield.

Zacieśnianie polityki pieniężnej kontynuowały banki w regionie. W Czechach po ruchu o 125 p.b. podstawowa stopa procentowa osiągnęła poziom 7%. Jeszcze większą podwyżkę głównej stopy procentowej dokonano na Węgrzech, gdzie główna stopa procentowa została podniesiona o 185 p.b. do poziomu 7,75% i została zrównana z poziomem 1-tygodniowej stopy depozytowej.

RPP podniosła w czerwcu stopy procentowe o 75 p.b., co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Na konferencji prezes Głapiński sygnalizował jednak, że jesteśmy już bliżej końca cyklu podwyżek i utrzymywał bardziej gołębi ton niż na poprzednich posiedzeniach. Podtrzymał jednak, że cykl będzie kontynuowany co najmniej do momentu osiągnięcia szczytu inflacji. Wstępny odczyt CPI za czerwiec wyniósł 15,6% i był zbliżony do oczekiwań rynkowych. Negatywnym zaskoczeniem był odczyt PMI, który zanurkował do poziomu 44,4, wyraźnie poniżej oczekiwań. Wcześniej zawiodły jeszcze dane z rynku pracy, które wskazały na słabszy od oczekiwań wzrost płac, a także niższy wzrost produkcji przemysłowej. Brak zaskoczeń w górę na inflacji oraz słabsze z rynku pracy oraz PMI przyczyniły się do znaczącego spadku rentowności po wcześniejszym ich wzroście spowodowanym głównie przez otoczenie zewnętrzne. Rynek coraz mniej martwi się wysoką inflacją, a bardziej skupia się na perspektywach gospodarki w przyszłości.

Miniony miesiąc przyniósł prawdziwy rollercoaster na rynku stopy procentowej i obligacji. Na koniec czerwca rynek wycenia osiągnięcie stopy referencyjnej na poziomie 8% w drugiej połowie roku. Krzywa stopy procentowej uległa dalszemu wypłaszczeniu, co było spowodowane przez mocniejszy wzrost stóp krótkoterminowych. Stopa 2-letnia wzrosła z poziomu 7,43% do 7,85%, 5-letnia wzrosła z 6,71% do 6,9%, a 10-letnia wzrosła z 6,34% do 6,62%. Rentowności obligacji skarbowych rosły trochę mocniej niż krzywa stopy procentowej. Rentowności obligacji 2-letnich wzrosły z 6,65% do 7,9%, 5-letnich z 6,96% do 7,35%, a 10-letnich z 6,62% do 6,93%. W trakcie miesiąca obligacje 5-letnie osiągnęły szczyt rentowności na poziomie 8,5%, a 10-letnie 8,1%. Po osiągnięciu szczytu w trzy sesje rentowności spadły o ponad 120 p.b. Czerwiec przyniósł ponowny spadek obligacji zmiennokuponowych, po ich solidnym odbiciu w maju. Te o średnim terminie zapadalności spadały około 1%.

W minionym miesiącu Ministerstwo Finansów przeprowadziło aukcje zamiany oraz aukcje regularną. Na pierwszej sprzedano obligacje o wartości nominalnej 4,4 mld zł przy popycie blisko 6,3 mld zł. Większość aukcji zrealizowano na obligacjach stałokuponowych. Na aukcji regularnej sprzedano obligacje o wartości nominalnej 4 mld zł oraz 540 mln na aukcji dodatkowej. Zdecydowana większość została zrealizowana na obligacjach stałokuponowych.

W nadchodzącym miesiącu Ministerstwo Finansów przeprowadzi aukcję zamiany 14 lipca i regularną 28 lipca. Aukcję obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa BGK przeprowadzi 5 lipca oraz opcjonalnie 22 lipca. Ministerstwo Finansów podało, że w maju zaangażowanie inwestorów zagranicznych w obligacjach skarbowych w walucie lokalnej wzrosło o 5,6 mld zł, co jest dowodem na rosnące zainteresowanie krajowymi obligacjami. Stan środków na rachunkach budżetowych wyniósł na koniec miesiąca 138 mld zł, a potrzeby pożyczkowe brutto na 2022 są zrealizowane w 84%.

W lipcu uwaga inwestorów ponownie będzie zwrócona na banki centralne. Na rynku krajowym 7 lipca zobaczymy, czy RPP w obliczu oznak spowolnienia gospodarczego utrzyma dotychczasowe tempo zacieśniania. Opublikowane będą też nowe projekcje inflacji i PKB, które będą ważnym sygnałem dla dalszego zachowania się krajowych obligacjach. W drugiej połowie miesiąca decyzje będą podejmować m.in. EBC, który rozpocznie cykl podwyżek stóp procentowych, a następnie FED może po raz kolejny podnieść stopy o 75 p.b.

PRZEGLĄD RYNKÓW

DANE NA 30.06.2022

INDEKSY ŚWIATOWE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
S&P500	3785,38	-8,39%	-20,6%	-11,9%
DJIA	30775,43	-6,71%	-15,3%	-10,8%
NASDAQ	11028,74	-8,71%	-29,5%	-24,0%
CAC40	5922,86	-8,44%	-17,2%	-9,0%
FTSE100	7169,28	-5,76%	-2,9%	1,9%
DAX	12783,77	-11,15%	-19,5%	-17,7%
NIKKEI225	26393,04	-3,25%	-8,3%	-8,3%
SHANGHAI COMP	3398,62	6,66%	-6,6%	-5,4%
RTS	1345,01	11,33%	-15,7%	-18,7%
ISE 100	2405,36	-5,56%	29,5%	77,3%
BOVESPA	98541,95	-11,50%	-6,0%	-22,3%
SENSEX	53018,94	-4,58%	-9,0%	1,0%

STOPY PROCENTOWE (ZMIANA W P.B.)

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIBOR 3M	7,05	46	451	684
Polska 2 lata PLN	7,91	126	452	760
Polska 5 lat PLN	7,35	40	339	610
Polska 10 lat PLN	6,93	31	326	531
Polska 10 lat EUR	0,03	0	0	0
Polska 10 lat USD	4,03	44	257	303
USA 10 lat	3,01	17	150	154
Niemcy 10 lat	1,34	21	151	154
High Yield USD	8,89	180	468	515
High Yield EUR	2,10	40	190	202

INDEKSY POLSKIE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIG20 TR	3188,01	-7,8%	-24,9%	-21,8%
WIG	53573,42	-6,7%	-22,7%	-18,9%
mWIG40 TR	5663,72	-6,0%	-21,4%	-13,0%
sWIG80 TR	23589,14	-3,6%	-12,1%	-13,1%
MSCI Poland	1103,60	-8,4%	-26,9%	-24,8%

SUROWCE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
ROPA BRENT	114,81	-6,5%	47,6%	52,8%
ZŁOTO	1,807,27	-1,6%	-1,2%	2,1%
SREBRO	20,28	-5,9%	-13,0%	-22,4%
MIEDŹ	371,45	-13,5%	-16,8%	-13,5%
ALUMINIUM	2,432,50	-12,0%	-13,2%	-3,5%
GAZ ZIEMNY	5,42	-33,4%	45,4%	48,6%

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	5,40	1 kw. 2022	4,70	4 kw. 2021	5,60	1 kw. 2022	4,90	4 kw. 2021
Inflacja	15,60	cze 22	13,90	maj 22	8,60	maj 22	8,30	kwi 22	8,60	cze 22	8,10	maj 22	8,80	maj 22	8,10	kwi 22
Sprzedaż detaliczna	23,60	maj 22	33,40	kwi 22	8,10	maj 22	7,80	kwi 22	3,90	kwi 22	1,60	mar 22	5,00	kwi 22	2,80	mar 22
Produkcja przemysłowa	15,00	maj 22	12,40	kwi 22	5,43	maj 22	6,12	kwi 22	-2,00	kwi 22	-0,50	mar 22	-0,50	kwi 22	0,80	mar 22
Stopa bezrobocia	5,10	maj 22	5,20	kwi 22	3,60	maj 22	3,60	kwi 22	6,60	maj 22	6,70	kwi 22	6,10	maj 22	6,10	kwi 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.