

Komentarz miesięczny

Lipiec 2022



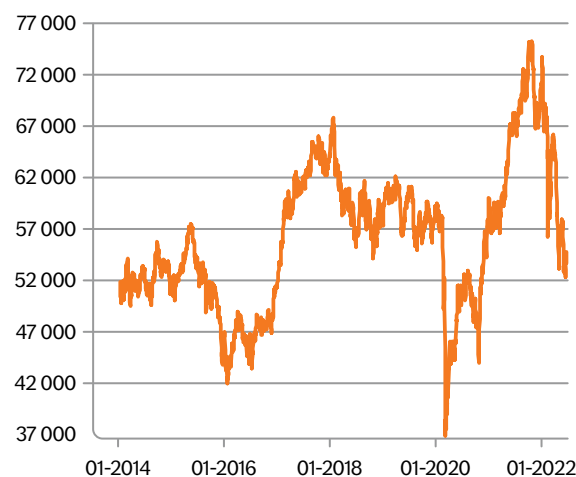
Rynek akcji

Inflacja straszy inwestorów

Czerwiec był trzecim z rzędu spadkowym miesiącem na większości rynków akcji. Nadal największy niepokój wśród inwestorów budziła wysoka inflacja, związane z tym podwyżki stóp procentowych i ryzyko wyraźniejszego spowolnienia gospodarczego w bliskiej przyszłości. Główne indeksy w USA i w Europie zanotowały solidne spadki: S&P500 stracił -8,4%, a niemiecki DAX -11,2%. Mniej potaniały akcje na rynkach wschodzących – indeks MSCI Emerging Markets zniżył o 5,7%. W przeciwieństwie do większości giełd, na wartości zyskiwały akcje chińskie, głównie dzięki znoszeniu obostrzeń w funkcjonowaniu gospodarki - indeks Shaghai Composite w miesiąc wzrósł o 6,7%.

Polska giełda wpisała się w trendy obserwowane na głównych parkietach - WIG20 zniżył o 8,5%, a WIG o 6,7%. Mniejsze spadki widoczne były w segmencie małych spółek (sWIG80 stracił 4,9%), co może sugerować, że inwestorzy indywidualni zachowywali się spokojniej od

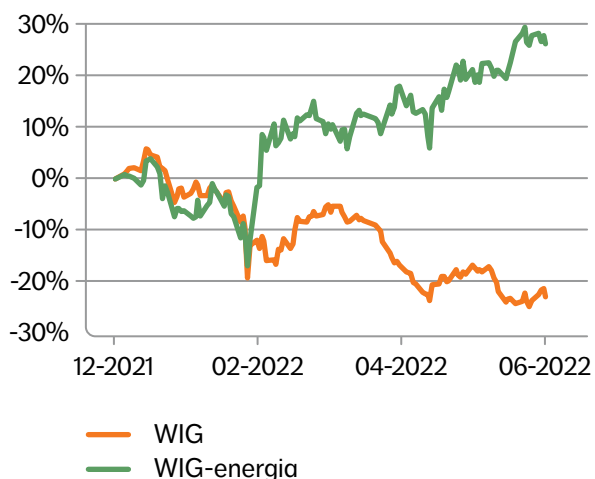
Indeks WIG*



instytucjonalnych, zwłaszcza zagranicznych. W przekroju branżowym zdecydowanie najlepiej zachowały się spółki energetyczne – WIG-energia wzrósł o 6,2% (to wyraźnie najlepiej zachowujący się indeks w całym pierwszym półroczu bieżącego roku). Służyły im, z jednej strony, bardzo wysokie ceny prądu, które powinny przełożyć się na rekordowe marże na produkcji energii w najbliższych kwartałach, z drugiej - zapewnienia Ministerstwa Aktywów Państwowych o zamiarze przeniesienia aktywów węglowych do Narodowej Agencji Bezpieczeństwa Energetycznego na przełomie 2022/2023 r. i koncentracji spółek energetycznych na budowie OZE. Najślabszymi sektorami były WIG-spożywczy i WIG-górnictwo – pierwszy tracił ze względu na toczącą się wojnę w Ukrainie (przede wszystkim obawy o możliwości zebrania i sprzedaży zbóż przez Kernela), drugi ze względu na strach przed spowolnieniem w gospodarce światowej – pod koniec miesiąca miedź spadła do poziomu najniższego od ponad roku, podobnie kurs akcji KGHM. Dwucyfrowe spadki zanotowały spółki z branży odzieżowej (dyskontowanie większej wstrzemięźliwości klientów w zakupach w związku z szybko rosnącymi cenami) oraz banki – szkodziła im przyjęta przez parlament ustawa uprawniająca klientów posiadających kredyty hipoteczne w złotych do zawieszenia spłat 4 rat kredytu w 2022 r. i 4 rat w 2023 r. (potencjalna wartość utraconych przez banki dochodów z tytułu odsetek może sięgnąć 20 mld zł).

Tematem przewodnim ostatnich miesięcy jest najwyższa od ponad 20 lat inflacja w większości krajów europejskich i w USA. Wymusza ona na bankach centralnych zaostrzenie polityki pieniężnej (w czerwcu FED podwyższył stopy procentowe o 0,75 pkt proc., co było największą jednorazową podwyżką od 28 lat). To zaś budzi wśród inwestorów obawy o istotne spowolnienie światowej gospodarki. Co ciekawe, w ostatnich tygodniach spada już prawie wszystko (akcje, obligacje, metale przemysłowe, zboża, kryptowaluty), z wyjątkiem surowców energetycznych.

Zmiany indeksów narastająco w 2022 r.*



Indeksy giełdowe**

	2022 YTD	Czerwiec 2022
S&P 500	-20,6%	-8,4%
FTSE 100	-2,9%	-5,8%
DAX	-19,5%	-11,2%
Nikkei 225	-8,3%	-3,3%
WIG	-22,7%	-6,7%
WIG20	-25,6%	-8,5%
SWIG80	-13,8%	-4,9%
MWIG40	-23,1%	-6,4%
WIG-banki	-36,9%	-12,4%
WIG-budownictwo	-2,3%	0,1%
WIG-chemia	13,7%	-8,5%
WIG-energia	26,1%	6,2%
WIG-górnictwo	-4,6%	-15,5%
WIG-gry	-44,1%	-8,5%
WIG-informatyka	-14,4%	0,1%
WIG-leki	-46,1%	-9,8%
WIG-media	-24,9%	3,1%
WIG-motoryzacja	-13,0%	-1,8%
WIG-nieruchomości	-10,3%	-1,7%
WIG-odzież	-45,0%	-11,6%
WIG-paliwa	-4,8%	-5,3%
WIG-spożywczy	-52,6%	-18,5%

To dosyć nietypowa sytuacja, bo najczęściej spadki cen akcji i surowców idą w parze ze wzrostami cen obligacji. Niemal reguła jest też, że amerykański rynek akcji zachowuje się dobrze w okresie podwyżek stóp procentowych – na 15 cykli wzrostu oprocentowania w ostatnich 100 latach, w 14 przypadkach indeksy giełdowe w USA rosły, spadły tylko jeden raz – w latach 1973-1974. Ten ostatni wariant jest jednak najbardziej zbliżony do obecnej sytuacji, bo wtedy głównym powodem wzrostu inflacji i podwyżek stóp był kilkukrotny wzrost cen ropy naftowej. Obecnie, oprócz cen ropy, inflację podbijają też inne surowce energetyczne – gaz i węgiel kamienny. Podobnie jak przed blisko 50-ciu laty, tak i obecnie, bezpośrednią przyczyną wysokich cen paliw kopalnych jest konflikt wojenny (w 1973 r. wojna izraelsko-egipska). Rozwój sytuacji w Ukrainie będzie mieć więc nadal duże znaczenie przede wszystkim dla inflacji w Europie – potencjalne zawieszenie działań wojennych, może przełożyć się na istotną korektę cen węgla i gazu. Pozytywnym elementem w skali globalnej jest utrzymywanie się na niskich poziomach inflacji w Azji: w Chinach +2,1% r/r, w Japonii +2,5% r/r/. Wiele krajów europejskich jest znaczącymi importerami produktów z Azji, więc przynajmniej z tej strony nie ma istotnej presji cenowej. Wydaje się, że w najbliższych miesiącach pozytywnie na poziom inflacji zaczną oddziaływać korekta cen na rynku metali – spadki cen miedzi, aluminium czy stali rzędu 25-40% w ostatnich 4 miesiącach, powinny przełożyć się na ceny produktów gotowych. Jesienią w spadku inflacji powinien pomagać też efekt bazy (gaz i węgiel zaczęły wyraźnie drożeć pod koniec sierpnia 2021 r.).

W przypadku polskiego rynku akcji wydaje się, że wiele negatywnych zjawisk jest w cenach. WIG od szczytu z października ubiegłego roku stracił już 30% i cofnął się do poziomów z lat 2014-2015. Tymczasem zyski spółek

giełdowych są obecnie blisko 2-krotnie wyższe niż wtedy. Obecne rekordowe wyniki wielu firm nie są do utrzymania, ale może okazać się, że skala pogorszenia będzie mniejsza niż się inwestorzy obawiają. Być może lato przyniesie więc pewne odregowanie na krajowym rynku.

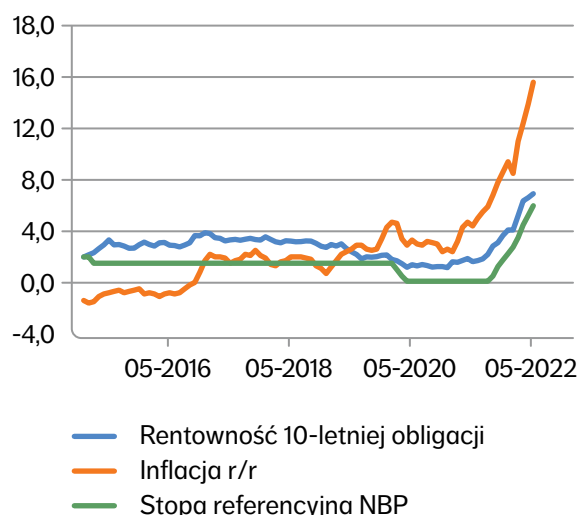
Rynek obligacji

Szczyt wszystkiego?

Kolejny miesiąc na rynku dłużnym przebiegł zgodnie z pojawiającymi się danymi inflacyjnymi, doniesieniami z wschodniej granicy oraz komunikatami z posiedzeń banków centralnych. Skutkiem decyzji tych ostatnich, znacznej podwyżce uległy stopy bazowe w USA (+0,75%) oraz w regionie CEE: w Polsce (+0,75%), Czechach (+1,25%) i na Węgrzech (+1,85%). Zestaw publikowanych informacji wpłynął zdecydowanie negatywnie na ceny obligacji. Dochodowości polskich papierów skarbowych wzrosły na całej długości krzywej. Przewidywania nie oparły się ani na obligacje amerykańskie ani państw strefy euro.

W krajowej sferze makro poznaliśmy przede wszystkim wstępne dane inflacyjne. CPI przyspieszył w czerwcu do 15,6% r/r, z 13,9% w maju. Zmiana miesięczna wyniosła aż 1,5%. Przyczyniły się do tego wzrosty cen paliw (+9,4% m/m) oraz nośników energii (+3% m/m). Więcej płaciliśmy również za żywność. Tutaj jednak dynamika miesięczna znacznie spowolniła i wyniosła zaledwie 0,7%. Odczyt za

Obligacje krajowe oraz inflacja CPI*



Krzywe rentowności**

Rentowność	Czerwiec 2022	Zmiana YTD	Zmiana m/m
St. referencyjna NBP	6,00%	4,25%	0,75%
POL 1YR	6,68%	3,27%	0,54%
POL 2YR	7,91%	4,52%	1,26%
POL 5YR	7,35%	3,39%	0,40%
POL 10 YR	6,93%	3,26%	0,31%
St. efektywna Fed	1,58%	1,51%	0,75%
US 3M	1,63%	1,60%	0,59%
US 2YR	2,95%	2,22%	0,40%
US 5YR	3,04%	1,77%	0,22%
US 10YR	3,01%	1,50%	0,17%
US 30YR	3,18%	1,28%	0,14%
St. refinansowa EBC	0,00%	0,00%	0,00%
GER 3M	-0,47%	0,24%	0,15%
GER 2YR	0,65%	1,27%	0,15%
GER 5YR	1,07%	1,52%	0,23%
GER 10YR	1,34%	1,51%	0,21%
GER 30YR	1,62%	1,42%	0,24%

czerwiec poznaliśmy jednak dopiero ostatniego dnia miesiąca. Na przecenę obligacji wpłynęły zatem dane inflacyjne za maj oraz jastrzębia retoryka Federalnego Komitetu Otwartego Rynku oraz Rady Prezesów EBC. W momencie największej panicznej wyprzedazy, rentowność intra-day sięgnęła poziomu 8,16% dla 10-letnich obligacji skarbowych, 8,55% dla 5-letnich oraz 8,60% dla dwulatek. Spread względem niemieckiego Bunda rozszerzył się do 6,3%. Tak wysokie oprocentowanie nominalne oraz znaczna różnica w dochodowości złotych i eurowych papierów rządowych, skłoniła inwestorów zagranicznych i krajowych do odwrócenia zakładów rynkowych. Innym, właściwie nawet ważniejszy powodem zmiany wielomiesięcznego trendu, były pierwsze oznaki spowolnienia gospodarczego ujawniające się w danych o rozczarowującej sprzedaży detalicznej, wzroście wynagrodzeń w przedsiębiorstwach i gospodarce narodowej (realnie ujemne), a także w niekorzystnym bilansie handlowym. Mocno tąpnęły wskaźniki wyprzedzające koniunktury – w tym najbardziej PMI Manufacturing. Odczyt na poziomie 44,4 dał nam ostatnie miejsce na świecie w całej grupie badanych krajów. Ceny obligacji na fali recesyjnego „story” zaczęły dynamicznie piąć się w górę. Nie zdołały jednak zamknąć minionego miesiąca na plusie.

Pod względem plasowania emisji i tym samym finansowania potrzeb pożyczkowych państwa, Ministerstwo Finansów radziło sobie bardzo dobrze. Według ostatnich danych i zgodnie z obowiązującą ustawą budżetową, sfinansowano aż 84% potrzeb pożyczkowych na ten rok. Przeprowadzone

* Źródło: Bloomberg

** Obliczenia własne na podstawie danych Bloomberg

aukcje obligacji hurtowych uznawano za udane. Struktura sprzedaży koncentrowana na obligacjach stałokuponowych średnio- i długoterminowych wskazywała na duży udział inwestorów zagranicznych. W sumie tym kanałem Departament Emisji Długu wyemitował papiery dłużne o wartości nominalnej 8,44 mld zł. To jednak nie wszystko. W mniej aprobowany przez rynek sposób, Ministerstwo Finansów przekazało do różnych podmiotów publicznych (BGK, Tauron Wydobycie, Polska Grupa Górnicza), obligacje o nominale 6 mld zł. Jednak niekwestionowanym hitem sprzedaży ubiegłego miesiąca były obligacje detaliczne. Osoby fizyczne, do których kierowana jest ta oferta, wydały na ich zakup rekordową kwotę 13,9 mld zł; według danych z KDPW. Połowa tej kwoty została przeznaczona na nowo wprowadzone papiery 1-letnie i 2-letnie, których kupon jest zmienny i powiązany ze stopą referencyjną NBP. Należy podkreślić, że rozszerzanie udziału klientów detalicznych w emisjach skarbowych papierów dłużnych jest niezmiernie ważne i potrzebne. Według Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Polska jest na 7-y miejscu pod względem wielkości koncentracji długu państwowego. Banki bowiem skupiają ponad 50% krajowego długu. Drugą pod względem wielkości udziału kategorią podmiotów, są inwestorzy zagraniczni. Ich udział wynosi 17%. Nie można jednak powiedzieć, że są to stabilni i lojalni inwestorzy. W momencie pojawienia się problemów w sektorze bankowym lub chociażby zmniejszenia jego nadpłynności, plasowanie emisji na rynku krajowym może być ogromnym wyzwaniem dla rządu, nawet jeśli

oprocentowanie obligacji wydaje się niezwykle atrakcyjne.

W nadchodzącym miesiącu uwagę przykuwać będą znowu posiedzenia banków centralnych. Czy na skutek gorszych danych makroekonomicznych Rady Polityki Pieniężnej zdecyduje się na mniejszą podwyżkę stóp niż ostatnio? Czy też może ze względu na fakt, iż w sierpniu odbywa się jedynie posiedzenie niedecyzyjne wybierze wariant czeski lub węgierski? Co zrobi EBC, kiedy spotka się w lipcu? Podwyżka kosztu pieniądza o 25 pkt bazowych jest przesądzona. Słysząc jednak nieodosobnione głosy o konieczności podjęcia bardziej zdecydowanych kroków w celu walki z inflacją. W przypadku Fed, najbardziej prawdopodobny wydaje się powrót do mniejszej skali podwyżek, tj. o 50 pkt. bazowych, ze względu na spadającą trzeci miesiąc z rzędu inflację bazową PCE – którą bank centralny USA najchętniej wykorzystuje w charakterze miernika.

Szczyt popandemicznego wzrostu gospodarczego jest z pewnością za nami. Jednocześnie podobnie analitycy wypowiadają się o cenach surowców przemysłowych nieenergetycznych, a w niektórych przypadkach także o cenach żywności. Do tego letnie akcje promocyjne na stacjach paliwowych mogą zaburzyć dotychczas rysowaną przez ekonomistów krajową ścieżkę inflacji. Czyżby zatem szczyt inflacji był już tuż tuż? A może, jeśli chodzi o Polskę, niepostrzeżenie już go minęliśmy? Na część tych pytań odpowie nam lipcowa projekcja PKB i inflacji sporządzana przez Departament Analiz i Badań Ekonomicznych NBP.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień jego sporządzenia i ma wyłącznie charakter informacyjny. Przedmiotowe opracowanie nie powinno stanowić podstawy do podejmowania jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Autorzy oraz Nationale-Nederlanden Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. nie ponoszą odpowiedzialności za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania. Niniejszy materiał nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej. Nationale-Nederlanden Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. i Fundusze Inwestycyjne zarządzane przez Nationale-Nederlanden Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. nie gwarantują osiągnięcia założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Historyczne wyniki inwestycyjne Funduszy Inwestycyjnych nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników inwestycyjnych w przyszłości. Inwestycje w Fundusze Inwestycyjne są obarczone ryzykiem inwestycyjnym, włącznie z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanego kapitału. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji w dany Subfundusz jest uzależniona od daty zbycia oraz odkupienia jednostek uczestnictwa, wysokości pobranych opłat manipulacyjnych oraz obowiązków podatkowych uczestnika. Powyżej 35% wartości aktywów poszczególnych Subfunduszy Nationale-Nederlanden FIO (nie dotyczy Nationale-Nederlanden Subfunduszu Globalnych Innowacji, Nationale-Nederlanden Subfunduszu Multistrategia) oraz aktywów poszczególnych Subfunduszy Krajowych Nationale-Nederlanden

SFIO może być lokowane w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski. Aktywa Subfunduszy Zagranicznych Nationale-Nederlanden SFIO lokowane są w większości w jednostki uczestnictwa zagranicznych subfunduszy wskazanych w Statucie Nationale-Nederlanden SFIO (nie dotyczy Nationale-Nederlanden Subfunduszu Akcji Europejskich oraz Nationale-Nederlanden Subfunduszu Akcji Ameryki Łacińskiej). Wartość aktywów netto: Subfunduszy Nationale-Nederlanden FIO (nie dotyczy Nationale-Nederlanden Subfunduszu Obligacji Skarbowych, Nationale-Nederlanden Subfunduszu Konserwatywnego), Subfunduszy Krajowych Nationale-Nederlanden SFIO (nie dotyczy Nationale-Nederlanden Subfunduszu Konserwatywnego Plus i Nationale-Nederlanden Subfunduszu Obligacji Plus) oraz Subfunduszy Zagranicznych Nationale-Nederlanden SFIO (nie dotyczy Nationale-Nederlanden Subfunduszu Obligacji Światowych), cechuje się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego Subfunduszu lub na stosowane techniki zarządzania tym portfelem. Szczegółowe informacje, w tym szczegółowy opis czynników ryzyka, znajdują się w Prospekcie Informacyjnym i Kluczowych Informacjach dla Inwestorów Nationale-Nederlanden SFIO oraz w Prospekcie Informacyjnym i Kluczowych Informacjach dla Inwestorów Nationale-Nederlanden FIO, dostępnych na stronie internetowej www.nn.pl oraz u podmiotów prowadzących dystrybucję.

Profil ryzyka KIID to profil ryzyka Subfunduszu wyrażony syntetycznym wskaźnikiem ryzyka (profil ryzyka i zysku), który obrazuje poziom historycznych wahań Jednostki Uczestnictwa mierzony odchyleniem standardowym tygodniowych stóp zwrotu z jednostki uczestnictwa za okres obejmujący 5 lat działalności funduszu. Dane historyczne, takie jak dane stosowane przy obliczaniu wskaźnika syntetycznego, nie dają pewności co do przyszłego profilu ryzyka Subfunduszu.

Ze względu na swoją konstrukcję syntetyczny wskaźnik ryzyka nie obejmuje szeregu ryzyk występujących w Subfunduszu, ryzyka istotne dla poszczególnych subfunduszy zostały wymienione w dokumencie Kluczowe Informacje dla Inwestorów. Nie ma gwarancji, że wskazana kategoria profilu ryzyka i zysku pozostanie niezmienna. Przypisanie Subfunduszu do określonej kategorii może z czasem ulec zmianie. Najniższa kategoria ryzyka nie oznacza inwestycji wolnych od ryzyka.