

Komentarz miesięczny

Wrzesień 2022



Rynek akcji

Duża słabość polskiego rynku

Rozpoczęte w drugiej połowie czerwca odbicie cen na globalnym rynku akcji było kontynuowane do połowy sierpnia. Największa skala odreagowania widoczna była na rynku amerykańskim, gdzie S&P500 od czerwcowego minimum wzrósł o 17%, a Nasdaq Composite o 23%. Druga połowa sierpnia przyniosła jednak pogorszenie atmosfery i w rezultacie miesiąc zakończył się umiarkowanymi spadkami na większości rynków – od -2% do -5%. Nieco lepiej wypadły rynki wschodzące: indeks MSCI Emerging Markets zniżył o 1,7%, a Shanghai Composite o 1,6%. Najmocniej w skali całego miesiąca zachowała się giełda w Japonii – Nikkei 225 wzrósł o 1,0%.

Polski rynek znalazł się w czołówce naj słabszych na świecie. Nie dość, że skala lipcowego odbicia była dużo mniejsza niż na innych parkietach, to w sierpniu główne indeksy w Warszawie zanotowały głębokie spadki: WIG -8,8%, a WIG20 aż -11,2%. Wyraźnie potaniały też akcje średnich spółek (mWIG40 -7,5%), ale indeks małych firm, sWIG80,

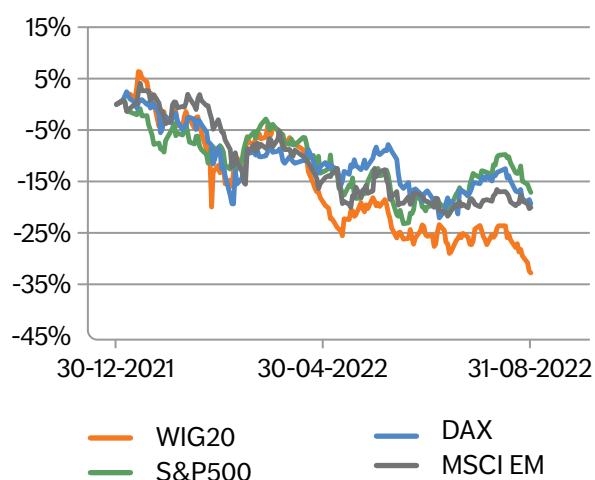
Indeks WIG*



stracił jedynie 1,4%. Takie zachowanie cen akcji w poszczególnych segmentach rynku wskazywało, że za zwiększoną podaż akcji odpowiadali przede wszystkim inwestorzy zagraniczni, mający dominujący udział w obrotach blue chips. W przekroju sektorowym najbardziej potaniały akcje spółek energetycznych, chemicznych i górniczych. W przypadku pierwszej grupy wyprzedaż związana była z zapowiedziami polskiego rządu i Komisji Europejskiej o planach uregulowania wzrostu cen energii elektrycznej, co zrodziło wśród inwestorów obawy o administracyjne wyznaczanie cen prądu bądź nałożenie na koncerny energetyczne podatków od nadzwyczajnych zysków. Przecena akcji spółek chemicznych wynikała z rosnących w szybkim tempie cen gazu i węgla energetycznego, będących głównymi surowcami w produkcji wyrobów chemicznych. W gronie spółek wydobywczych bardzo słabo zachowywał się KGHM, któremu ciążyły obawy o spadek globalnego wzrostu gospodarczego i w konsekwencji niższego popytu na miedź w kolejnych miesiącach. Jedyną branżą, która zakończyła miesiąc na symbolicznym plusie były nieruchomości – w tym sektorze najbardziej pozytywnie wyróżnił się deweloper powierzchni magazynowych, MLP Group, którego kurs akcji znacząco wzrósł po publikacji bardzo dobrych wyników za drugi kwartał.

Powrót negatywnego sentymentu rynkowego w drugiej połowie sierpnia w dużej mierze związany był z retoryką banków centralnych (przede wszystkim FED) o dalszej determinacji w ograniczaniu inflacji nawet kosztem obniżenia tempa wzrostu gospodarczego. Wzmogło to wśród inwestorów obawy o wystąpienie trwalszego i dłuższego spowolnienia gospodarczego. Tym bardziej, że wskaźniki wyprzedzające koniunktury w wielu regionach w sierpniu po raz kolejny spadły: PMI sektora przemysłowego w Unii Europejskiej do 49,1 pkt (z 49,3 pkt), w USA do 51,5 pkt (z 52,7 pkt), a Caixin Manufacturing PMI w Chinach do 49,5 pkt (z 50,4 pkt). W Polsce PMI spadł do 40,9 pkt, najniższego poziomu od czerwca 2020 r.

Zmiany indeksów narastająco w 2022 r.*



Indeksy giełdowe**

	2022 YTD	Sierpień 2022
S&P 500	-17,0%	-4,2%
FTSE 100	-1,4%	-1,9%
DAX	-19,2%	-4,8%
Nikkei 225	-2,4%	1,0%
WIG	-27,6%	-8,8%
WIG20	-32,6%	-11,2%
SWIG80	-14,9%	-1,4%
MWIG40	-27,5%	-7,5%
WIG-banki	-43,5%	-7,0%
WIG-budownictwo	-1,0%	-1,1%
WIG-chemia	-10,7%	-20,7%
WIG-energia	-3,9%	-24,9%
WIG-górnictwo	-26,7%	-20,4%
WIG-gry	-47,4%	-2,3%
WIG-informatyka	-14,1%	-0,8%
WIG-leki	-34,2%	-8,8%
WIG-media	-29,9%	-3,6%
WIG-motoryzacja	-23,6%	-11,4%
WIG-nieruchomości	-11,8%	0,6%
WIG-odzież	-49,1%	-13,7%
WIG-paliwa	-9,5%	-18,5%
WIG-spożywczy	-49,8%	-10,7%

Inflacja w większości regionów, przede wszystkim w Europie, utrzymuje się nadal na wysokich poziomach, głównie ze względu na drogie surowce energetyczne: gaz, węgiel, w dalszej kolejności – ropę naftową. Wydaje się jednak, że w kolejnych miesiącach roczna dynamika wzrostu cen może się obniżyć ze względu na rosnącą bazę odniesienia, niższą dynamikę popytu w gospodarce światowej, a w Europie ze względu na zapowiadane przez Komisję Europejską działania mające na celu ograniczenie wzrostu cen prądu i gazu dla odbiorców końcowych.

Krajowy rynek akcji w ostatnich miesiącach należy do jednych z najsłabszych na świecie – na koniec sierpnia WIG20 w ujęciu dolarowym osiągnął poziom najniższy od 19 lat. Wydaje się, że cenom akcji ciąży dużo czynników emocjonalnych, a mniej fundamentalnych. Polska postrzegana jest przez część zagranicznych inwestorów jako kraj bardziej ryzykowny ze względu na toczący się konflikt w sąsiedniej Ukrainie. Wizerunkowi w pewnej mierze szkodzą też wysuwane w ostatnim czasie roszczenia w sprawie reparacji wojennych wobec Niemiec czy oddalające się w czasie wypłaty środków z Krajowego Planu Odbudowy. Z drugiej strony zyski spółek giełdowych jak i przedsiębiorstw niefinansowych opublikowane przez GUS za drugi kwartał br. (wynik finansowy netto +33% r/r) okazały się najwyższe w historii. Mocno kontrastuje to ze spadkiem WIG od początku roku o 28% czy o 33% od szczytu z listopada ub. roku. Być może negatywne emocje będą towarzyszyć polskiej giełdzie jeszcze w najbliższych tygodniach, ale może okazać się, że dołki cenowe są już blisko.

Rynek obligacji

Wysoka zmienność i wakacyjna płynność

Z polskiej gospodarki napłynął szereg odczytów wskazujących, że dynamika inflacji przyspiesza, a spowolnienie gospodarcze jest silniejsze niż sądzono. Wstępny odczyt inflacji za sierpień był zaskakująco wysoki (16,1% wobec konsensusu 15,4%) i implikował wzrost dynamiki inflacji bazowej (która w poprzednim miesiącu wytracała już swoje momentum). Jednocześnie publikowane dane z gospodarki realnej sugerują mocne spowolnienie gospodarcze. Szczególnie posępnie wygląda wskaźnik PMI (40,9).

W sierpniu odbywały się niedecyzyjne posiedzenia władz monetarnych, jednak miesiąc ten obfitował w wiele jastrzębich wypowiedzi bankierów centralnych, zwłaszcza po sympozjum w Jackson Hole. Wystąpienie Jerome'a Powella rozwiłało wątpliwości (wywołane m.in. niższym od konsensusu odczytem CPI w USA) dotyczące skali i trwałości kierunku w którym podąża FED – również w kontekście tego, kiedy mogą nastąpić pierwsze obniżki stóp. Spowodowało to piętrzenie się amerykańskiej krzywej dochodowości i umocnienie USD. Jastrzębie wypowiedzi ze strony kilku decyzyjnych członków EBC oraz rosnące ceny energii podbiły w górę oczekiwania rynkowe odnośnie podwyżki europejskich stóp o 75 pb. na wrześniowym posiedzeniu EBC.

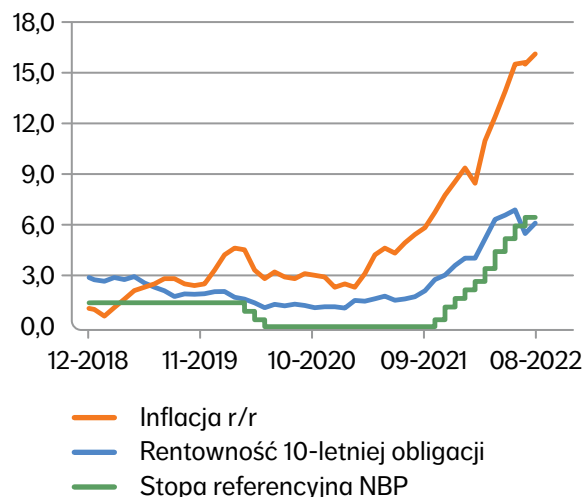
Krzywe rentowności**

Rentowność	Sierpień 2022	Zmiana YTD	Zmiana m/m
St. referencyjna NBP	6,50%	4,75%	0,00%
POL 1YR	6,68%	3,28%	0,01%
POL 2YR	7,10%	3,71%	0,33%
POL 5YR	6,68%	2,72%	0,72%
POL 10 YR	6,15%	2,48%	0,61%
St. efektywna Fed	2,33%	2,26%	0,01%
US 3M	2,90%	2,87%	0,58%
US 2YR	3,49%	2,76%	0,61%
US 5YR	3,35%	2,09%	0,67%
US10YR	3,19%	1,68%	0,54%
US 30YR	3,29%	1,39%	0,28%
St. refinansowa EBC	0,50%	0,50%	0,00%
GER 3M	0,08%	0,78%	0,10%
GER 2YR	1,20%	1,82%	0,92%
GER 5YR	1,39%	1,84%	0,86%
GER 10YR	1,54%	1,72%	0,72%
GER 30YR	1,63%	1,43%	0,56%

* Źródło: Bloomberg

** Obliczenia własne na podstawie danych Bloomberg

Obligacje krajowe oraz inflacja CPI*



W Polsce natomiast odczyty z gospodarki wskazują, że procesy dezinflacyjne nie są jeszcze na horyzoncie, a hamująca gospodarka stawia w trudnym położeniu Radę Polityki Pieniężnej, której w polityce mix nie pomaga ekspansywna polityka fiskalna.

Rentowności obligacji w sierpniu wzrastały (10-letni benchmark z 5,54% na koniec lipca do 6,15% na koniec sierpnia), jednak ruch ten (podobnie jak lipcowy zjazd rentowności) odbył się na niewielkich obrotach i wakacyjnej płynności rynku. Przy niskiej płynności i powstałej segmentacji rynku inwestorzy zagraniczni napotkali się ze skokowo zwiększonym kosztem finansowania ich pozycji w PLN, co było jednym z czynników, które spowodowały że udział inwestorów zagranicznych w Skarbowych Papierach Wartościowych spadł, przerywając serię czterech kolejnych miesięcy wzrostu zaangażowania.

Mocniejsze odwracanie się krzywej dochodowości będzie możliwe, dopiero gdy perspektywa procesów dezinflacyjnych pojawi się na horyzoncie, a RPP będzie bliska zakończenia cyklu podwyżek i w wiarygodny sposób zakomunikuje to rynkowi. Tymczasem czynnikiem wspierającym ceny obligacji we wrześniu może okazać się wykup emisji WS0922 i związany z tym powrót na rynek około 15 mld PLN.

W lipcu, po raz pierwszy od lutego 2021 r., wystąpił dodatni napływ netto do funduszy obligacji długoterminowych, lecz fakt ten został już odzwierciedlony w cenach obligacji. Ekspansywna i mało przejrzysta polityka fiskalna oraz brak perspektywy na szybkie rozwiązanie sprawy środków z KPO są z kolei czynnikami mogącymi negatywnie oddziaływać na rynek. W efekcie we wrześniu oczekujemy trendu bocznego ruchu rentowności obligacji długoterminowych o kuponie stałym.

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 obciążone 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.