

Lipiec 2024

RYNEK DŁUGU

Mijający miesiąc charakteryzował się niewielkim spadkiem rentowności obligacji na rynkach bazowych. 10 - letnie Bundy zakończyły miesiąc około 15 bps niżej, a amerykańskie Treasuries około 10 bps niżej – poziomy odpowiednio 2,50% i 4,40%. Są to poziomy już wielokrotnie widziane na przestrzeni ostatnich miesięcy, potwierdzające, że nadal znajdujemy się w reżimie „higher for longer”.

Czerwiec był jednak bardzo ciekawym miesiącem dla europejskich rynków dłużnych i spreadów pomiędzy obligacjami poszczególnych krajów strefy euro. Pod wpływem wydarzeń politycznych, już od początku miesiąca, krzywe rentowności i stawki IRS zachowywały się bardziej nerwowo, niż w miesiącach ubiegłych. Uzyskanie przez opozycyjne partie konserwatywne dobrego wyniku w czerwcowych wyborach do Europarlamentu doprowadziło w paru krajach, m.in. we Francji i w Belgii, do przetasowań na lokalnej scenie politycznej. We Francji prezydent Macron ogłosił przedterminowe wybory parlamentarne, co spotkało się z brakiem zrozumienia zarówno u obserwatorów europejskiej sceny politycznej, jak i uczestników rynku. Spread 10-letniego francuskiego benchmarku do niemieckiego Bundu wzrósł do poziomu wieloletnich maksimów – okolic 80 bps. Niepewność co do składu nowego francuskiego rządu istotna jest zwłaszcza w kontekście wysokiego zadłużenia, które było już w tym roku przyczyną obniżenia ratingu tego kraju m.in. przez agencję S&P. Francja (obok m.in. Polski) jest krajem wobec którego została w czerwcu uruchomiona unijna procedura nadmiernego deficytu.

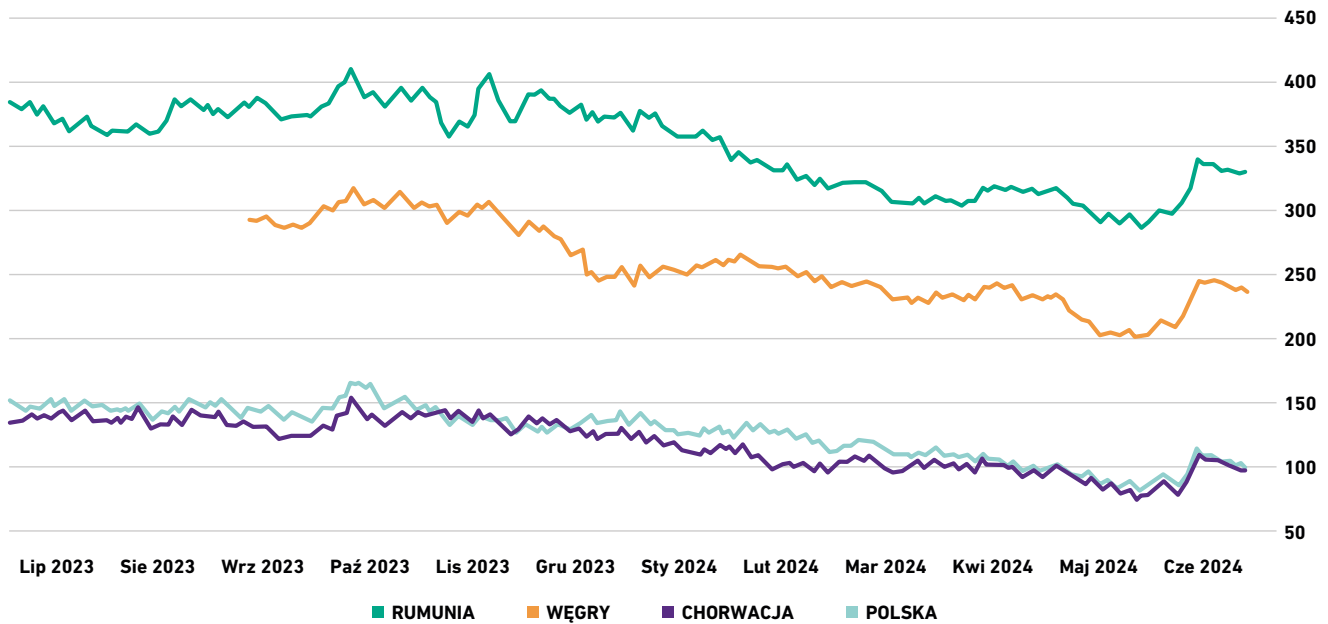
Spread pomiędzy obligacjami francuskimi a niemieckimi (10yr)



Źródło: Bloomberg

W ślad za rozszerzeniem się spreadów obligacji francuskich i tych z krajów peryferyjnych strefy euro, słabo zachowywały się również rynki CEE (rynki Europy Środkowo-Wschodniej), zarówno te notowane w walucie lokalnej jak i w euro, m. in. w Rumunii, Chorwacji czy w Polsce 10-letnie papiery w EUR traciły do Bundu ok 20-30 bps. Ze względu na risk-off (sprzedaż bardziej ryzykownych aktywów na rzecz bezpieczniejszych inwestycji) i oczekiwania, że Europejski Bank Centralny będzie musiał na zaistniałą sytuację polityczną zareagować cięciem stóp procentowych, osłabił się również kurs EURUSD.

Spready CEE vs niemiecki Bund (10yr)



Źródło: Bloomberg

Jak dotąd komentarze członków ECB jednoznacznie wykluczają chęć interwencji na rynku francuskich obligacji skarbowych. Bankierzy centralni, zgodnie z oczekiwaniami, na swoim czerwcowym posiedzeniu podjęli decyzję o obniżeniu stopy depozytowej o 25 bps do 3,75%. Decyzja była wcześniej bardzo dobrze zakomunikowana i niemal jednomyślna – jedyną osobą głoszącą przeciwko był tradycyjnie jastrzębi przedstawiciel banku Austrii. Na tym samym posiedzeniu opublikowano najnowsze projekcje makroekonomiczne. Co ciekawe, ścieżka inflacji na kolejne lata została zrewidowana w górę, w tym ścieżka inflacji bazowej. Zgodnie z czerwcową komunikacją ECB moment kolejnych obniżek stóp jest niepewny i uzależniany od danych. W połączeniu z konferencją prasową decyzję Europejskiego Banku Centralnego można scharakteryzować jako „hawkish cut”.



Brak zmian w polityce monetarnej FOMC, koszt pieniądza został utrzymany w czerwcu bez zmian



Dobrze zakomunikowany wcześniej był również brak zmian w polityce monetarnej FOMC. Koszt pieniądza został utrzymany w czerwcu bez zmian, natomiast pewnym zaskoczeniem były projekcje makroekonomiczne i DOTS. Wg swoich najnowszych „kropek” FED obniży stopy procentowe w tym roku najprawdopodobniej tylko raz. Dwie obniżki zostały przeniesione z roku 2024 na lata kolejne. Podwyższono ścieżkę inflacji i long-term dot. Jastrzębie w porównaniu do oczekiwań rynkowych „kropki” zostały zrównoważone bardziej gotębim wydzwiękiem konferencji J. Powella. Na szczególną uwagę zasługiwał również opublikowany tego dnia odczyt inflacji CPI za maj, która wyniosła 3,3% r/r i była niższa od oczekiwanego 3,4% t/r. Stałszy odczyt inflacji CPI otworzył furtkę do spekulacji, że zaprezentowane przed FED projekcje są już nieaktualne. Pod koniec czerwca rynek stopy wycenił ok. 40 bps obniżek Fed Funds Rate do grudniowego posiedzenia FOMC włącznie.

Oczekiwania rynkowe co do polityki pieniężnej w USA na kolejnych posiedzeniach FOMC

Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate	Implied Rate	A.R.M.
31.07.2024	-0.113	-11.3%	-0.028	5.296	0.250
18.09.2024	-0.646	-53.2%	-0.161	5.163	0.250
07.11.2024	-0.961	-31.5%	-0.240	5.084	0.250
18.12.2024	-1.602	-64.1%	-0.401	4.923	0.250
29.01.2025	-2.179	-57.7%	-0.545	4.779	0.250

Źródło: Bloomberg

Polska krzywa rentowności na przestrzeni ostatniego miesiąca pozostała stabilna. Rentowności papierów 10-letnich nadal oscylują wokół 5,75 % i na takich poziomach zakończyły czerwiec. Posiedzenie NBP przez samego prezesa banku centralnego zostało określone jako jastrzębie. Według treści zawartej w komunikacie po posiedzeniu, a także w konferencji prasowej, najprawdopodobniej w tym roku nie będzie przestrzeni do obniżki stóp procentowych.

W czerwcu ciekawym wydarzeniem na polskim rynku pierwotnym była emisja nowego papieru indeksowanego inflacją - IZ0836. Od czasu wykupu obligacji IZ0823 w zeszłym roku, na rynku hurtowym nie było ani jednej takiej emisji. Na dwóch czerwcowych aukcjach papier IZ0836 został wyemitowany z rentownością realnie na poziomie ponad 3%, która implikuje breakeven inflation na poziomie ok. 2,50%. Parametry te zakładają, że w horyzoncie 12 lat inflacja w Polsce będzie dosyć skutecznie opanowana.

Niezależnie od prawdopodobieństwa powyższego scenariusza, w naszej ocenie, w najbliższym czasie rynki dłużne zapewne nadal będą poruszać się w trendzie bocznym.

AKCJE ZAGRANICZNE

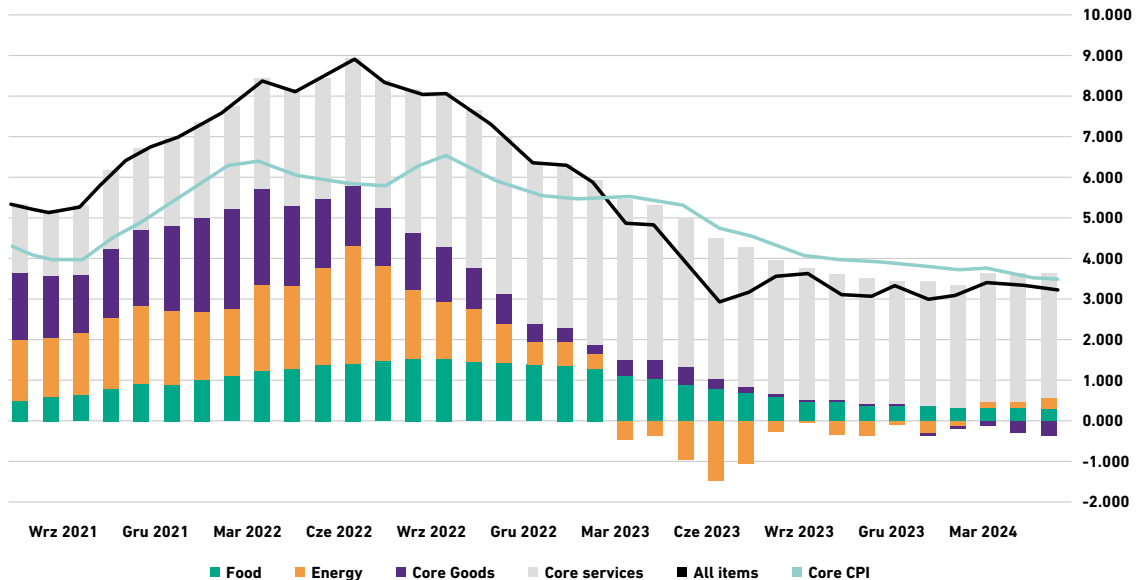
Czerwiec był udanym miesiącem dla rynków akcji amerykańskich oraz rynków wschodzących. Indeksy amerykańskie wybiły się na nowe szczyty, a rynki wschodzące odrobiły większość strat z drugiej połowy maja. Dużo słabiej zachowywały się rynki Europy Zachodniej, które już na początku miesiąca zostały obciążone informacjami związanymi z polityką regionalną. Po zakończonych wyborach do Parlamentu Europejskiego w pierwszym tygodniu czerwca, niespodziewana decyzja Prezydenta Francji w kwestii organizacji przyspieszonych wyborów parlamentarnych w kraju, zmroziła inwestorów na kontynencie. W konsekwencji przez resztę miesiąca obserwowaliśmy spadki przede wszystkim we Francji, zarówno na rynku akcji, jak i rynku długu, a także relatywną słabość innych krajów Europy.

Wartości głównych indeksów

Zmiany cen głównych indeksów	MTD%	QTD%	YTD%
S&P500	3.5%	3.9%	14.5%
Nasdaq	6.0%	8.3%	18.1%
Stoxx600	-1.3%	-0.2%	6.8%
RTY Index	-1.1%	-3.6%	1.0%
DAX	-1.4%	-1.4%	8.9%
MSCI Emerging Markets	3.6%	4.4%	6.1%
MSCI World	1.9%	2.2%	10.8%

Pierwszy tydzień miesiąca przyniósł kontynuację osłabienia na rynkach, trwającą od drugiej połowy maja, wspieraną silnymi danymi z rynku pracy w USA oraz obawami o jastrzębie nastawienie FED do polityki monetarnej. W konsekwencji wzrostu oprocentowania długu w USA, rynki podlegały presji, która zelżała już w połowie miesiąca, pomimo relatywnie jastrzębiej konferencji FED. Rynek najprawdopodobniej zaabsorbował sprzyjające dane na temat inflacji CPI i PPI w USA, wskazujące na stabilizację z szansą na dalsze spadki w kolejnych miesiącach.

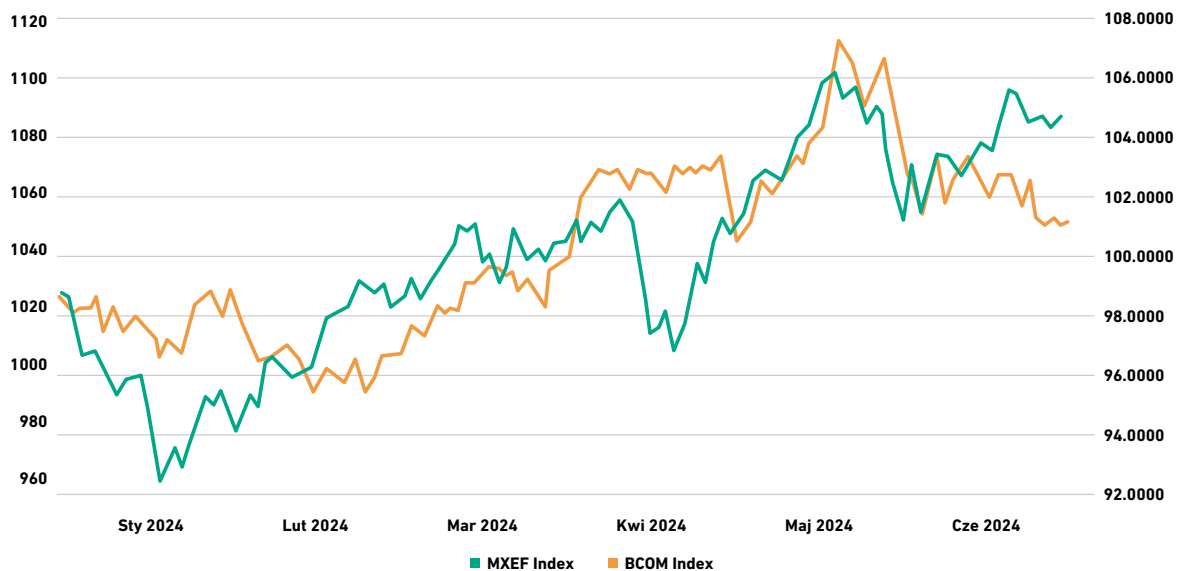
Inflacja CPI w USA – potencjalna stabilizacja na obecnych poziomach?



Źródło: Bloomberg

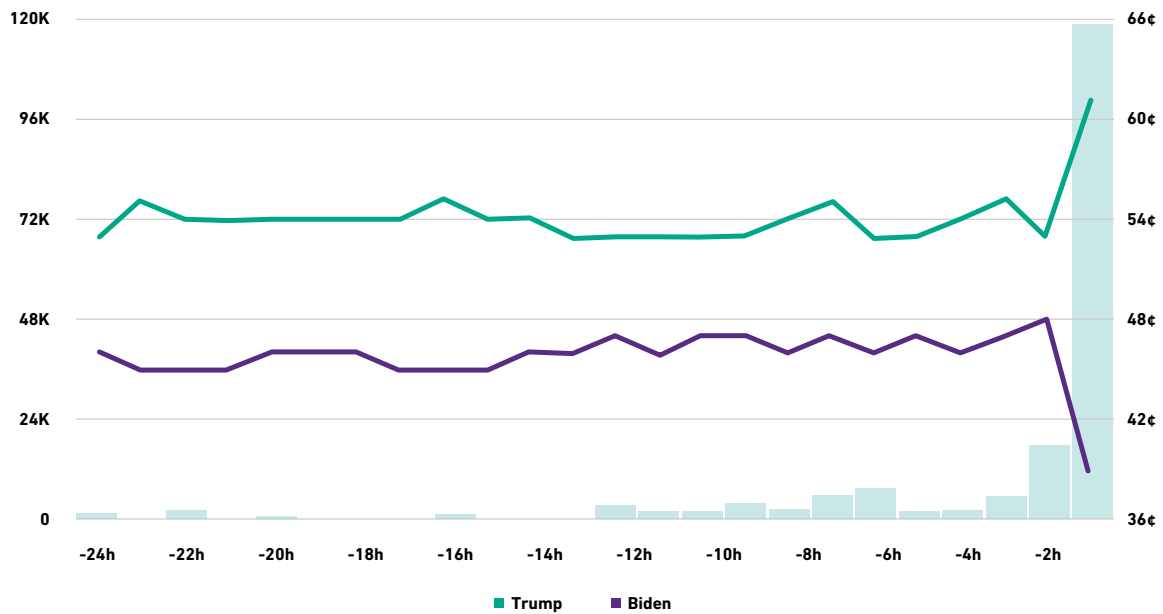
W czerwcu doszło także do korekty cen surowców, w szczególności metali, po majowych bardzo silnych wzrostach, najprawdopodobniej wspieranych aktywną grą spekulacyjną hedge fundów sektorowych. Bardzo dobrze na tym tle zachowywała się ropa naftowa, której cena urosła w całym miesiącu o 6%, odrabiając z nawiązką spadki z początku miesiąca spowodowane posiedzeniem OPEC. Silne zachowanie ropy wynika najprawdopodobniej z utrzymujących się napięć w regionie Zatoki Perskiej, a także rynkowych oczekiwań w zakresie potencjalnego deficytu surowca w szczycie sezonu (trzeci kwartał), przed planowanym zwiększeniem produkcji przez Arabię Saudyjską pod koniec roku.

Commodities (BCOM Index) vs EM market



Źródło: Bloomberg

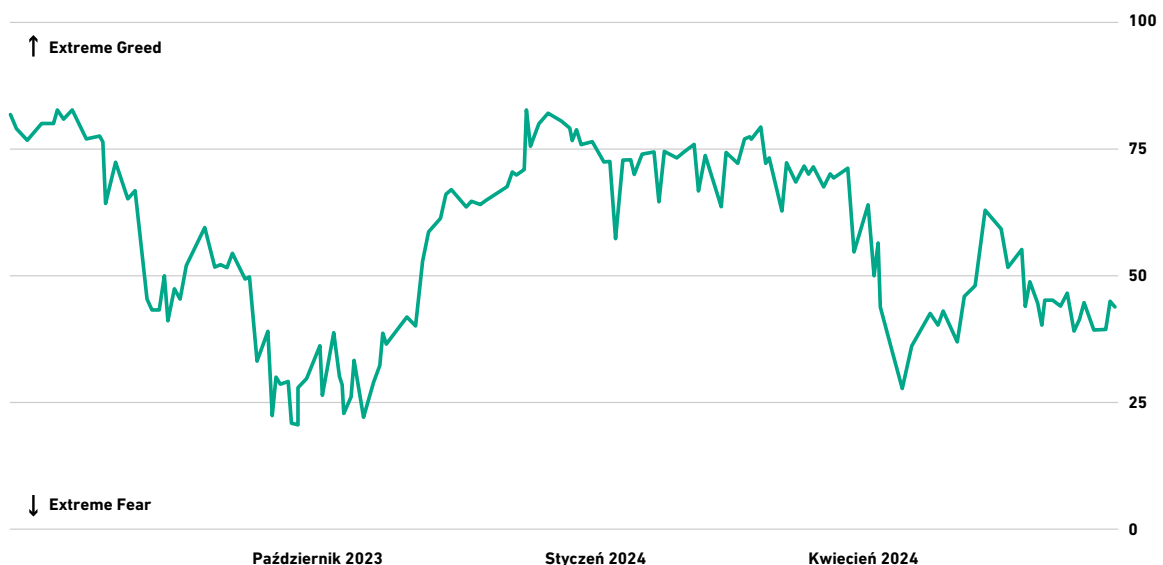
Stawki zakładów na wygraną w wyborach Bidena vs Trumpa po zesztotygodniowej debacie



Źródło: Fox Business

Istotnym wydarzeniem politycznym mogącym wpływać na rynki akcji była debata urzędującego prezydenta USA Joe Bidena z kandydatem Donaldem Trumpem. Była ona bardzo nieudana dla obecnego prezydenta, w konsekwencji rynek zakładów bukmacherskich szybko zdyskontował duże prawdopodobieństwo wygranej wyborów przez D. Trumpa. Nie ma to bezpośredniego wpływu na zachowanie rynków akcji, jednak zwracamy uwagę, że polityka gospodarcza republikanów może być bardziej sprzyjająca dla amerykańskich spółek cyklicznych, sektorów „value”, dużych płatników podatków w USA, a mniej korzystna dla spółek technologicznych i sektora źródeł odnawialnych.

Fear And Greed Index CNN



Źródło: CNN

Z perspektywy zachowania poszczególnych sektorów na największych rynkach akcji, w czerwcu po raz kolejny dominowały sektory technologiczne, związane z trendem w zakresie sztucznej inteligencji, napędzane dalszymi wzrostami spółki Nvidia oraz wsparte marketingową prezentacją funkcji AI przez Apple. Słabo zachowywały się sektory konsumenckie (odzieżowo-obuwnicze), gdzie komunikaty ze spółek wskazują na słabość popytu na kluczowych rynkach oraz w Chinach (przykładem może być Nike). W Europie słabo zachowywały się spółki sektora motoryzacji, na skutek informacji na temat potencjalnych sankcji na chińskie pojazdy w EU, które mogą rzutować na narzucenie ceł odwetowych przez rząd Chin.

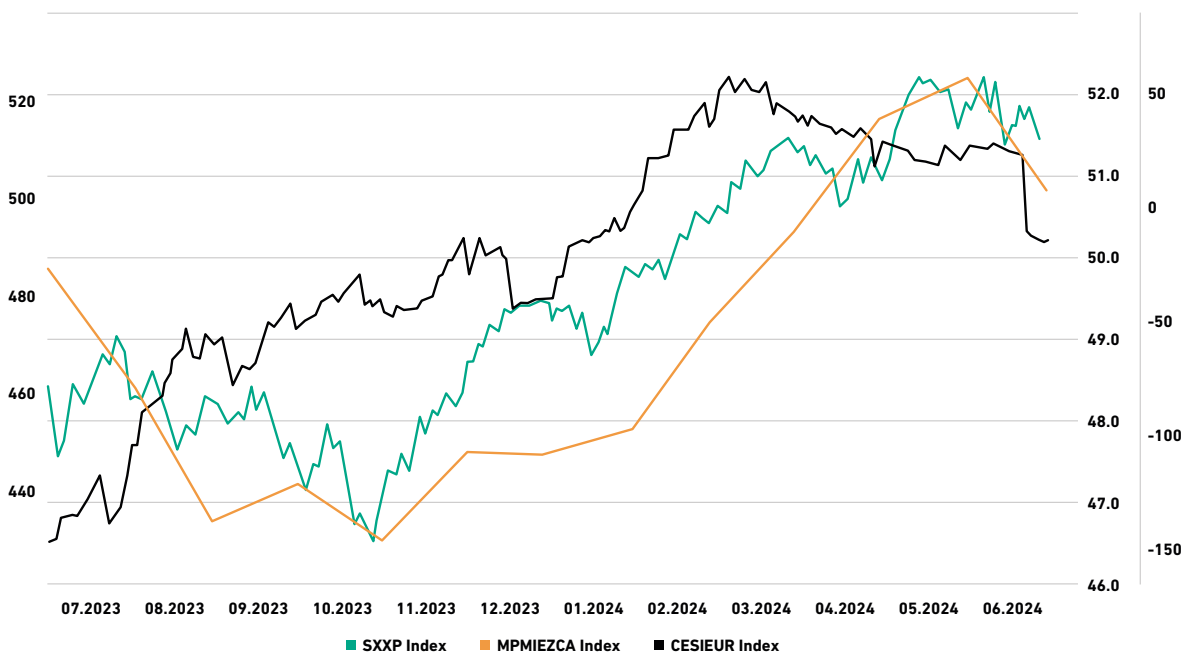


Pierwsza połowa roku zakończyła się w bardzo dobrych nastrojach dla rynków akcji.



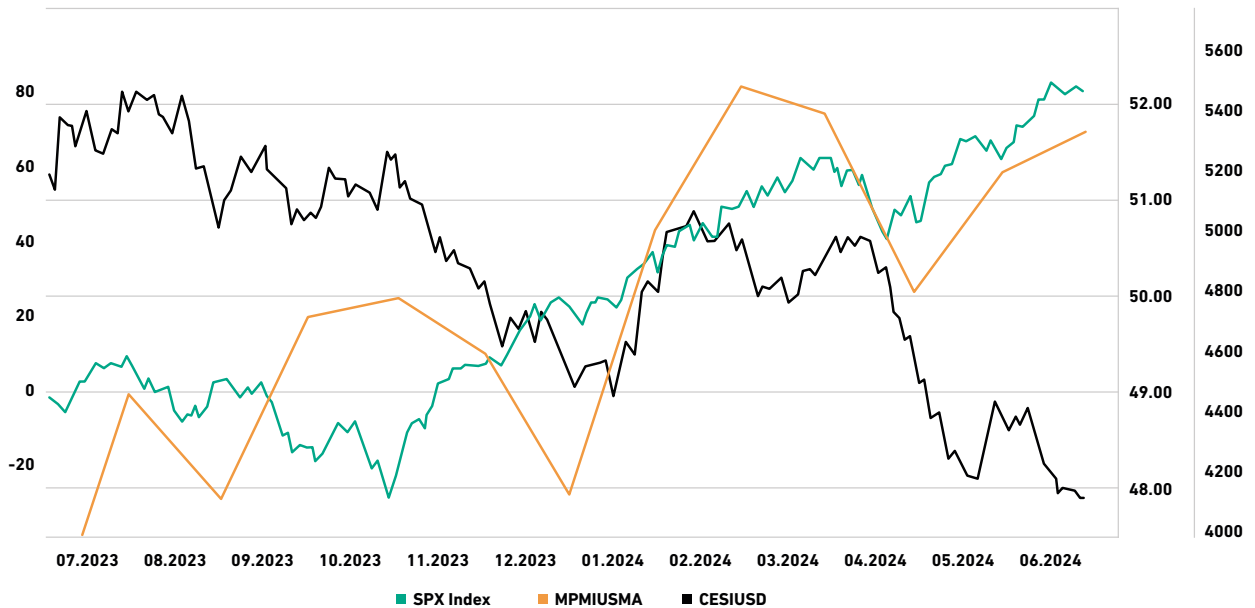
Pierwsza połowa roku zakończyła się w bardzo dobrych nastrojach dla rynków akcji. W szczególności rynek amerykański, wspierany największymi spółkami technologicznymi, zaraportował dwucyfrowe stopy zwrotu. Przy obecnych poziomach wycen, ryzykach powoli objawiających się słabszych danych makro oraz komunikatach spółek, widzimy zagrożenie dla sentymentu, co może uwypuklić się w najbliższym sezonie wyników za drugi kwartał. Spodziewamy się pewnej korekty na rynkach akcji, widząc też czynniki ryzyka w informacjach związanych z polityką (wybory we Francji, w USA na jesieni), słabnącej sile wzrostu gospodarczego w USA, odbijającej cenie ropy, potencjalnie wpływającej na „lepkość” inflacji w dalszych miesiącach. W długim okresie pozostajemy jednak pozytywnie nastawieni do akcji jako klasy aktywów, ze względu na nadal bardzo silne wyniki największych spółek, bardzo silne i bezpieczne bilanse, oraz brak jednoznacznych sygnałów świadczących o „bańce” na rynkach. Nie uwzględniając wycen największych spółek technologicznych, akcje pozostają atrakcyjnie wycenione.

CITI Economic Surprise indicator EU vs Stoxx600 I PMI Manufacturing w EU



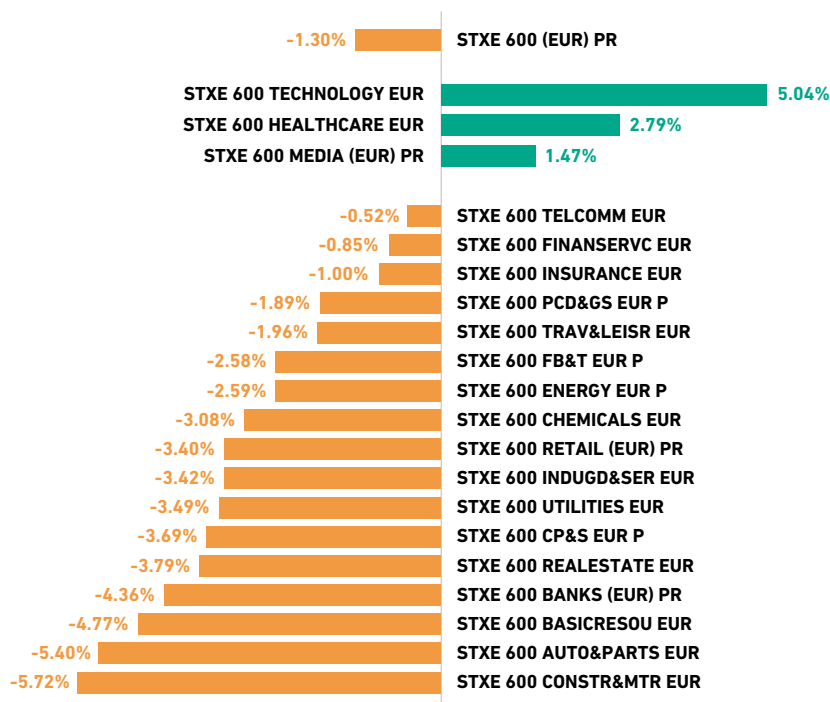
Źródło: Bloomberg

CITI Economic Surprise indicator vs S&P500 I PMI w USA



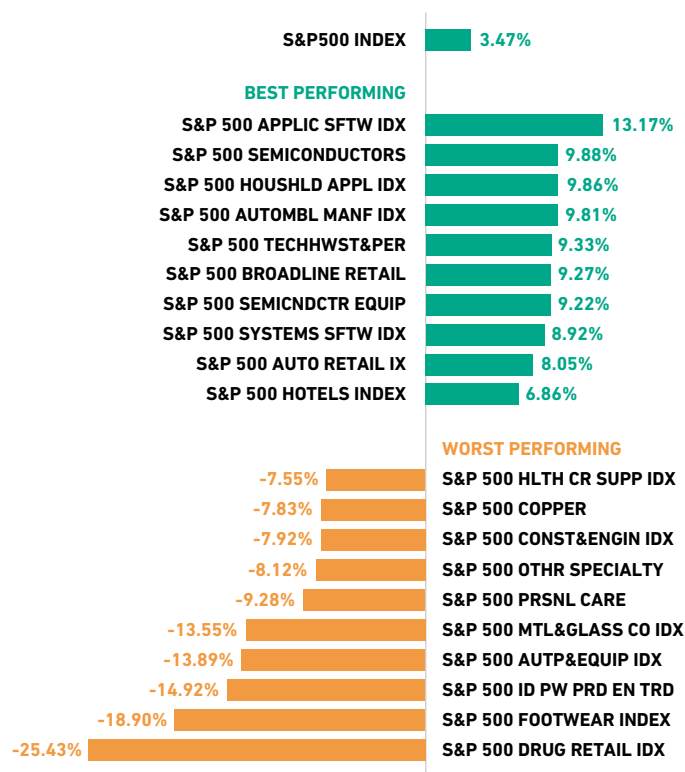
Źródło: Bloomberg

Stopy zwrotu z poszczególnych sektorów indeksu Stoxx600 w czerwcu 2024



Źródło: Bloomberg

Stopy zwrotu z poszczególnych sektorów indeksu S&P500 w czerwcu 2024



Źródło: Bloomberg

AKCJE POLSKIE

Giełda w Warszawie ma za sobą relatywnie udany miesiąc. Index WIG wzrósł o 2.7%, a w całym pierwszym półroczu o niecałe 13%. Pierwsza połowa miesiąca upłynęła jednak pod znakiem korekty rynkowej, co w szczególności było widoczne na spółkach cyklicznych – KGHM, Budimex, czy też na mniejszych bankach. Wynikało to z pogorszenia się sentymentu globalnego, obaw o dalszy wzrost gospodarczy w Europie i USA, nieustające napięcia geopolityczne (szczególnie na bliskim wschodzie), oraz odbicia cen ropy naftowej.

Wartości głównych indeksów

WIG	2.7%	7.1%	12.9%
WIG20	3.0%	5.1%	9.3%
WIG Banki	5.2%	2.2%	24.9%
mwig40 index	-0.5%	3.0%	12.7%
swig80 index	2.5%	4.2%	10.4%

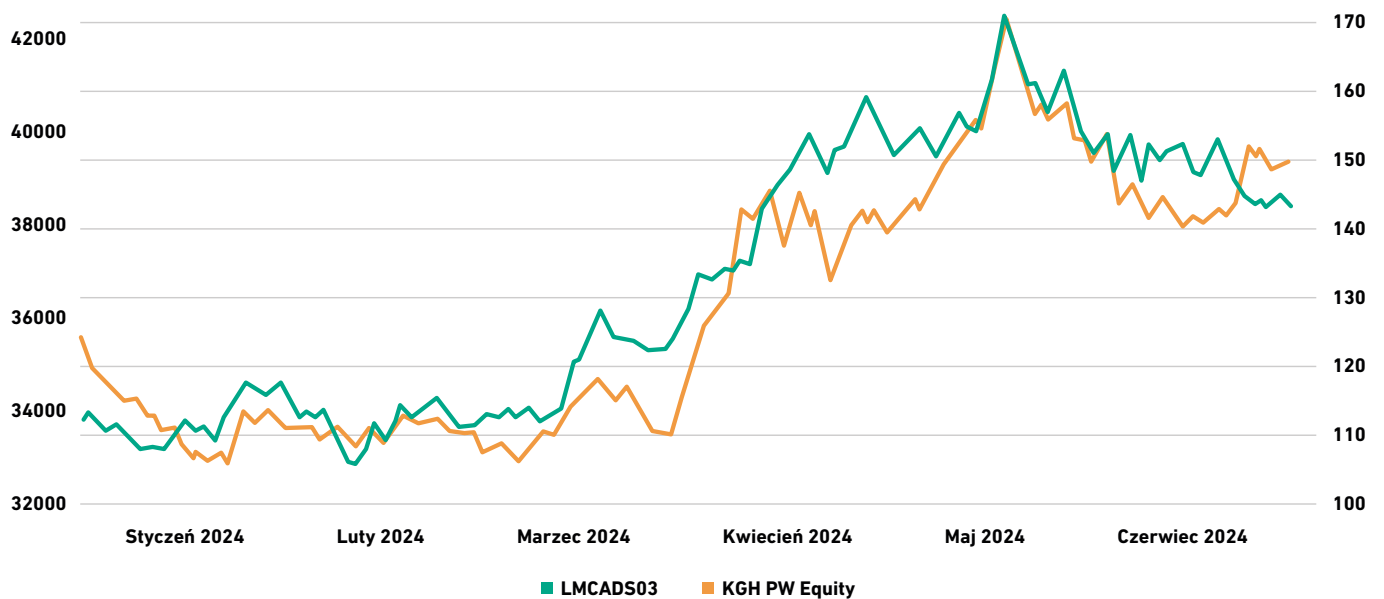


W czerwcu dane makro z Polski miały umiarkowany wpływ na rynki akcji.



W czerwcu dane makro z Polski miały umiarkowany wpływ na rynki akcji. W pierwszej połowie miesiąca, jedynie decyzja NBP o pozostawieniu stóp procentowych w Polsce na niezmiennym poziomie, przykuwała uwagę inwestorów. Jednak dopiero wysyp danych w drugiej połowie miesiąca miał większy wpływ na sentyment rynkowy. Po jastrzębich wypowiedziach prezesa NBP, dane o słabnącej dynamice inflacji CPI i PPI, mniej dynamicznych wzrostach płac (nawet widoczne spadki m/m) oraz dane o sprzedaży detalicznej istotnie poniżej oczekiwań, rzutowały na polski rynek finansowy. Można podejrzewać, że o ile w pierwszej połowie miesiąca rynek obawiał się zbyt jastrzębiego nastawienia banku centralnego do gospodarki, o tyle w drugiej połowie miesiąca obawy te zostały rozwiane przez gotębie dane ekonomiczne. Końcówka miesiąca przyniosła stabilizację rynku blisko szczytów z połowy maja, a dane o inflacji w Polsce za maj nie były zaskoczeniem.

Kurs KGHM (PLN) vs kurs miedzi (PLN)

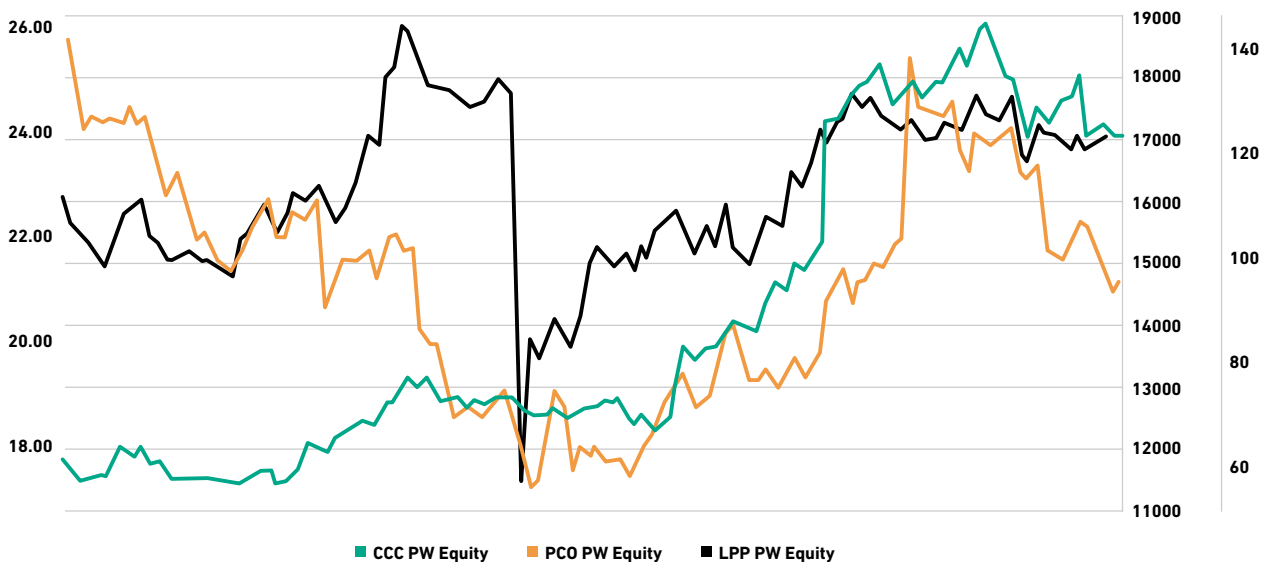


Źródło: Bloomberg

W czerwcu rynek polski żył informacjami na temat potencjalnych debiutów giełdowych planowanych na drugą połowę roku. Największym, oraz najbardziej oczekiwanym, jest planowane IPO detalisty Żabka, kontrolowanego przez fundusze CVC, która może ruszyć z ofertą jeszcze we wrześniu. Jest to istotne z racji potencjalnego wpływu na kompozycję indeksów w Polsce oraz pozycjonowania dużych inwestorów na spółkach sektora detalicznego. Debiut Żabki może mieć także wpływ na oczekiwane od akcjonariuszy Allegro dalsze zmniejszanie kontroli w spółce przez oferowanie akcji – lock-up na Allegro wygasa już 18 lipca. Ponadto na Giełdzie w Warszawie planują zadebiutować chorwacki sprzedawca detaliczny Studenac, który najprawdopodobniej chce się pozycjonować podobnie do polskiego Dino, oraz lokalna spółka z branży medycznej Diagnostyka.

W czerwcu relatywnie silnie zachowywały się duże spółki, w szczególności banki, Orlen oraz CD Projekt. Orlen był wspierany dobrym otoczeniem makro (odbicie ropy, utrzymujące się marże) oraz wywiadem z Prezesem, który wskazał na potencjalną rewizję planów inwestycyjnych spółki. CD Projekt odbił na fali optymizmu w spółkach technologicznych, dzięki zaprezentowanym dobrym wynikom, oraz rosnącym oczekiwaniom w zakresie nowych projektów. Relatywnie słabo zachowywała się spółka Pepco, najprawdopodobniej z powodu obaw uczestników rynku o utrzymanie pozytywnych dynamik sprzedaży oraz dużej presji konkurencyjnej w sektorze.

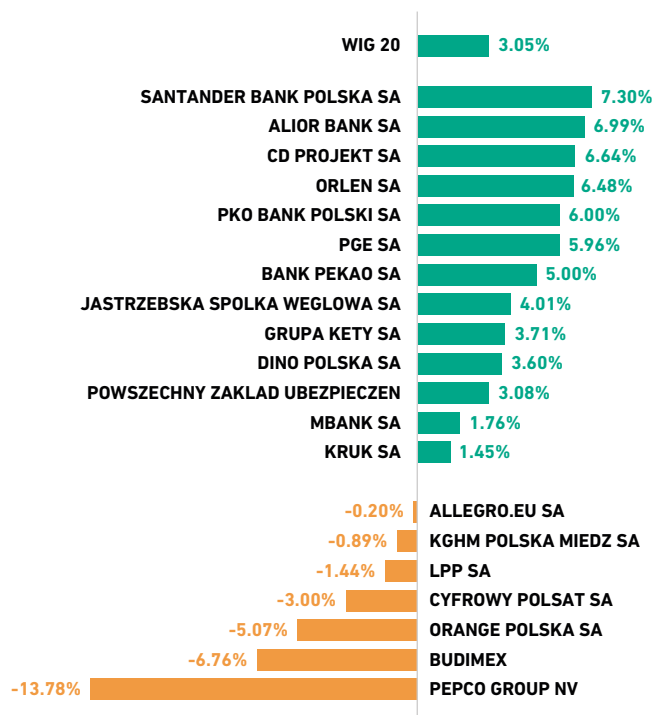
Kursy spółek sektora odzieżowego YTD



Źródło: Bloomberg

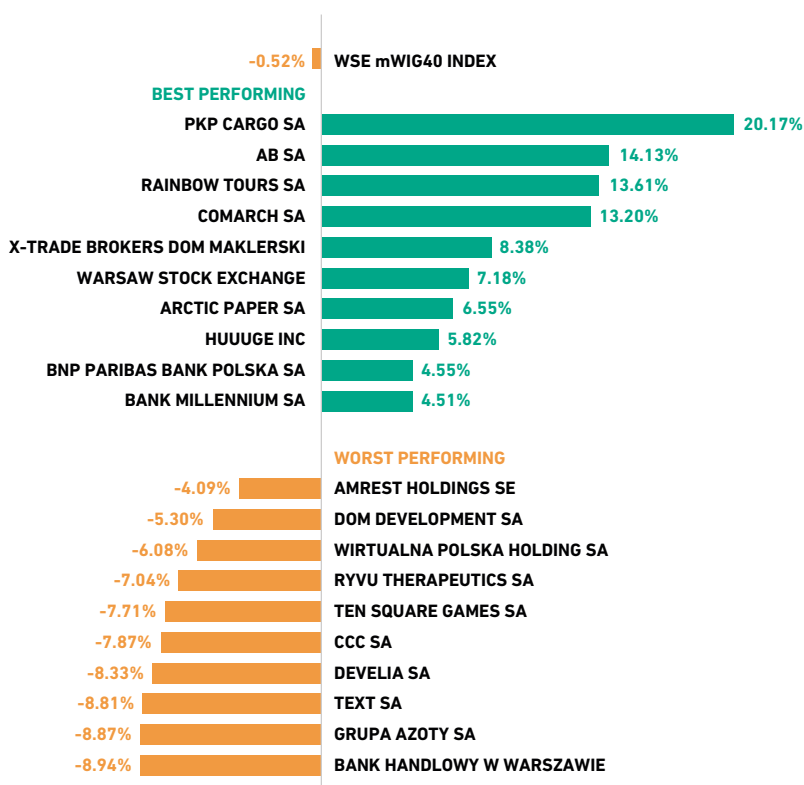
Po bardzo dobrym pierwszym półroczu dla polskich akcji pozostajemy relatywnie pozytywnie nastawieni do lokalnego rynku. Akcje w Polsce są nadal dość tanie względem zachodnich spółek, a czynniki ryzyka układają się relatywnie na korzyść lokalnych walorów. Spodziewamy się nadal dobrych wyników banków, coraz mniej wrażliwych na stopy procentowe, utrzymania względnie dobrych trendów w spółkach konsumenckich, a także liczymy na odbicie gospodarcze w kraju w końcówce roku powodowane przyspieszeniem akcji kredytowej, wspieranej programami unijnymi po uruchomieniu środków z KPO.

Zachowanie spółek WIG20 w czerwcu



Źródło: Bloomberg

Zachowanie spółek mWIG40 w czerwcu



Źródło: Bloomberg

NOTA PRAWNA

Przedstawiony materiał ma charakter reklamowy, nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego i nie należy go traktować jako rekomendacji inwestowania w jakiegokolwiek instrumenty finansowe. Rockbridge nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne szkody spowodowane wykorzystaniem opinii i informacji w nim zawartych. Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, jak również usługi rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie jest formą świadczenia doradztwa podatkowego, ani pomocy prawnej. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy się zapoznać z prospektem informacyjnym funduszu inwestycyjnego oraz dokumentami Kluczowych Informacji dla Inwestorów. Informacje o pobieranych opłatach manipulacyjnych znajdują się w tabeli opłat. Wymienione dokumenty są dostępne w siedzibie Rockbridge TFI S.A., placówkach dystrybutorów oraz na stronie internetowej www.rockbridge.pl. Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem i nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik powinien liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Wyniki historyczne nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych zysków w przyszłości. Jednostki uczestnictwa nie są depozytem bankowym. Wartość aktywów poszczególnych funduszy inwestycyjnych może charakteryzować się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego funduszu lub ze względu na stosowane techniki zarządzania. Wyniki historyczne nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych zysków w przyszłości. Uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Niezależnie od informacji zamieszczonych w materiale, przed zawarciem każdej transakcji Inwestor zobowiązany jest do określenia i oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści oraz ewentualnych strat, jak również w szczególności charakterystyki, konsekwencji prawnych i księgowych transakcji, konsekwencji zmieniających się czynników rynkowych oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć takie ryzyko. Materiał pochodzi od spółki Rockbridge Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, wpisanej do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy pod nr KRS0000002970; Kapitał zakładowy i wpłacony: 27 251 869,00 zł; NIP: 527-21-53-832, REGON 013083243. Rockbridge TFI S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa. Prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują Rockbridge TFI. Żadna z części tego materiału nie może być kopiowana lub przekazywana nieupoważnionym osobom. Materiał ten nie może być odtwarzany lub przetrzymywany w jakimkolwiek systemie odtwórczym: elektronicznym, magnetycznym lub innym. Wykorzystywanie jej przez osoby nieupoważnione lub działające niezgodnie z powyższymi zastrzeżeniami bez pisemnej zgody Towarzystwa lub w inny sposób naruszający przepisy prawa autorskiego może być powodem wystąpienia z odpowiednimi roszczeniami.