

Komentarz miesiąca

Marzec 2023

Jest to informacja reklamowa. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z prospektem informacyjnym i dokumentem KID.

Rynki akcji



Bartosz Pawlak, CFA
Zarządzający
Funduszami Akcyjnymi

ŚWIAT

W marcu wystąpiła wysoka zmienność na rynku akcji, jednak ostatecznie większość indeksów akcyjnych odnotowała dodatnie stopy zwrotu. Indeks MSCI World, przedstawiający zmiany cen akcji na rynkach rozwiniętych, wzrósł o 2,8%. Podobne nastroje panowały na rynkach rozwijających się, gdzie indeks MSCI Emerging Markets zwiększył o 2,7%.

Głównym wydarzeniem mającym wpływ na rynki była panika bankowa (bank run), która rozpoczęła się od amerykańskiego Silicon Valley Bank. Inwestorzy obawiali się efektu „zarażenia”, czyli wycofania depozytów z innych stabilnie dokapitalizowanych banków, co mogłoby spowodować dalsze kłopoty sektora bankowego, a także wpłynąć na gospodarkę. W konsekwencji na rynkach nastąpiła awersja do ryzyka. Indeks zmienności, bardziej znany jako VIX, znalazł się na najwyższym poziomie w tym roku (im wyższy poziom indeksu tym większy „strach”). Spadły indeksy giełdowe, surowce (m.in. ropa), a kapitał popłynął do bezpieczniejszych aktywów.

Panika w sektorze bankowym przyczyniła się również do utraty zaufania do szwajcarskiego banku Credit Suisse, który ostatecznie został przejęty przez UBS. Dopiero skoordynowane działania rządów i banków centralnych, w tym m.in. dostarczenie płynności do sektora bankowego, przyczyniły się do stabilizacji na rynkach finansowych. Wspomniany wcześniej indeks VIX spadł, a nastroje inwestorów uległy poprawie w drugiej połowie miesiąca.

Pomimo dużej zmienności w ciągu miesiąca, indeksy giełdowe odnotowały ostatecznie relatywnie niewielkie zmiany względem końca lutego. Zdecydowanie większe dysproporcje stóp zwrotu miały miejsce w poszczególnych sektorach. Bardzo dobrze poradziły sobie spółki technologiczne, których nie dotyczyły bezpośrednio problemy sektora finansowego, a dodatkowo sprzyjały im spadki rentowności obligacji. Indeks Nasdaq Composite zakończył miesiąc wzrostem o 6,7%. Indeks S&P 500 zakończył miesiąc wzrostem o 3,5%, czemu sprzyjał duży udział spółek technologicznych w indeksie. Po drugiej stronie znalazł się sektor finansowy, w tym banki. Ujemne stopy zwrotu odnotowały również spółki surowcowe oraz reprezentujące sektor paliw. Podobne nastroje panowały na rynkach europejskich. Indeks Stoxx Europe 600 zakończył miesiąc spadkiem o 0,7%. Niemiecki indeks DAX wzrósł w tym czasie o 1,7%, jednak lepiej zachował TecDAX, przedstawiający zmiany cen akcji technologicznych spółek, kończąc miesiąc wzrostem o 3,7%.

POLSKA

Na rynku polskim panowały podobne nastroje, jak na globalnych rynkach akcji.

Indeks WIG20 stracił w marcu 4,8%, jednak głównie ze względu na relatywnie duży udział sektorów cyklicznych, w tym spółek finansowych, surowcowych oraz paliwowych. System finansowy w Polsce pozostaje w dobrej kondycji, jednak problemy europejskiego sektora bankowego oraz perspektywy mniejszych dywidend ciążyły również notowaniom polskich banków. Nie pomagają dalsze zapowiedzi wprowadzenia podatku od nadmiarowych zysków spółek górniczych i paliwowych. Dobrą passę kontynuowały natomiast małe i średnie spółki, a indeks mWIG40 wzrósł o 1,8%. Najlepiej zaprezentowały się małe spółki – indeks sWIG80 zyskał w marcu 3,4%, a od początku roku wzrost przekracza 15%.

PERSPEKTYWY

Marzec zakończył dobry kwartał dla rynku akcji, a większość indeksów akcyjnych jest na wyraźnych plusach od początku roku.

Miesiąc ten pokazał jednak również ryzyka związane z agresywnym zacieśnianiem monetarnym przez banki centralne, które jako pierwsze uwidoczniły się w sektorze bankowym. Inwestorzy nadal będą wrażliwi na doniesienia z sektora finansowego, a także uważnie obserwować sytuację w innych sektorach wrażliwych na koniunkturę gospodarczą. W kolejnych miesiącach to właśnie transmisja zacieśniania monetarnego na gospodarkę oraz oczekiwania inflacyjne będą kluczowe dla rynku akcji. W związku z tym może utrzymać się podwyższona zmienność. W tym otoczeniu nadal mogą lepiej zachowywać się spółki technologiczne.

Rynki obligacji



Kamil Artyszuk
Analityk Zarządzający
Funduszem

ŚWIAT

O ile jeszcze na początku marca rynek wycenił, że cykl podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych zakończy się powyżej 5,50%, o tyle pod wpływem doniesień o upadku SVB, a następnie restrukturyzacji Credit Suisse, nastąpiło tąpnięcie w oczekiwaniach na przyszłe stopy procentowe i zakładany nagły zwrot w polityce pieniężnej Fed.

Scenariusz zakładany przez rynek obejmował sytuację, w której trudności w sektorze bankowym mogły nie być odosobnione, a konsekwencje utraty wzajemnego zaufania pogłębiły skalę zacieśnienia na rynku kredytowym zwiększając ryzyko wystąpienia „twardego lądowania”. Historycznie patrząc, zwrotom w prowadzonej polityce pieniężnej, często towarzyszyły kryzysowe sytuacje.

Chart 2: Fed tightening cycles always “break” something

US Federal Funds Target Rate (%)



Source: BofA Global Investment Strategy, GFD Finaeon, Bloomberg.

BofA GLOBAL RESEARCH

Tym niemniej, kreślony w głowach inwestorów scenariusz „powtórki z upadku Lehman Brothers” mógł mieć w swojej istocie błędne założenie owej powtórki. W sytuacjach kryzysowych Fed nauczył się wykorzystywać swoje instrumentarium w postaci dostarczenia płynności rynkowi. Niezależnie od tego, czy nazwiemy to QE czy punktowym działaniem, to lekcja sprzed 15 lat pozostała w pamięci instytucji, a z ostatnich lat wiemy, że bank jest też w stanie dostarczyć „nieograniczonej” płynności. Tym niemniej rynek zakłada dość dynamiczny zwrot w zakresie perspektyw kształtowania się stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych – obecnie rynek wycenia 58% prawdopodobieństwo jeszcze jednej małej podwyżki (25 pb.), ale w horyzoncie do końca roku możliwe są trzy obniżki (w lipcu, listopadzie i grudniu po 25 pb.). Znalazło to swoje odzwierciedlenie w krzywej dochodowości, gdzie na krótkim końcu rentowności spadły przejściowo o ponad 100 pb., w efekcie czego rentowności spadły nawet poniżej 3,8%, zaś na długim skali spadku rentowności była o połowę mniejsza, a w efekcie negatywne nachylenie krzywej zmniejszyło z poziomu 108 pb. do 40 pb. Pod koniec miesiąca skala spadków rentowności zmniejszyła się, a wraz z nią spread pomiędzy 2 i 10-letnimi obligacjami sięgnął 55 pb.

Turbulencje w sektorze bankowym nie pozostały bez wpływu na rynek kredytowy. Nastąpiło rozszerzenie się spreadów kredytowych w segmencie US High Yield, w szczytowym momencie do ponad 540 pb., czemu towarzyszył dynamiczny przyrost emitentów zagrożonych niewypłacalnością. Podwyższone ryzyka widać było także na CDS’ach po obu stronach oceanu, zaś traktując to jako wyznacznik potencjalnych przyszłych problemów - mogą one dotknąć banków z południa Europy. Poziom niewypłacalności w ostatnich latach był niski, czemu sprzyjało otoczenie niskich stóp procentowych i luźnej polityki monetarnej, ale w sytuacji radykalnego zacieśnienia w warunkach wysokiego poziomu zalewarowania i spowolnienia gospodarczego (niezależnie czy miękkie lądowanie czy twarde) ofiar „walki z inflacją” może być więcej. W tym kontekście, odnosząc się do historycznych prawidłowości: szczyt fali niewypłacalności następuje u progu wyjścia z recesji/spowolnienia, więc kulminacyjny punkt jest jeszcze przed nami.

Obawy związane z sektorem bankowym doprowadziły do wzrostu awersji do ryzyka, a inwestorzy uciekali do bezpiecznych aktywów, co przełożyło się na ceny obligacji rządowych (FTSE Government Bond Index), zaś segment ten zyskał w ujęciu miesięcznym 2,55%. Jeszcze wyższe wyniki można było uzyskać na obligacjach inflacyjnych, których indeks o zapadalności do 10 lat wzrósł o 3,17%. Stopy zwrotu w segmencie papierów z ratingiem inwestycyjnym były zbliżone, choć nieco niższe w Europie (1,97%; po drugiej stronie Oceanu 2,54%). Słabsze wyniki, ale dodatnie stopy zwrotu udało się uzyskać w większości segmentu papierów nieinwestycyjnych. Natomiast obligacje rynków wschodzących w twardych walutach zyskały 1,48%, a w lokalnej walucie 2,81%. Z kolei indeks TBSP zyskał ok. 2%. Kierunkowe zmiany w rentownościach zostały nadane przez rynki bazowe, ale w przeciwieństwie do nich, u nas skala spadków dochodowości papierów z długiego końca była większa. W horyzoncie miesiąca rentowności na krótkim końcu spadły o 25 pb., a na długim o 50 pb. Podaż długu na krajowym rynku była ograniczona, co w połączeniu z danymi potwierdzającymi minięcie szczytu inflacyjnego i słabszymi danymi ze sfery realnej dało paliwo do „gry” na obniżki stóp procentowych. Dodatkowym wsparciem były informacje o wysokim poziomie sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych i zamiar konsolidacji finansowej publicznych, który przełożył się na zawężenie się G-spreadu na papierach „covidowych” do 40-60 pb. w zależności od zapadalności.

Na rynku obligacji korporacyjnych widać ożywienie, aczkolwiek emitenci oferują wyższe marże kredytowe. Kolejne banki emitują obligacje MREL’owskie, których podaż będzie się prawdopodobnie dalej nasilała się. Większe banki prawdopodobnie mogą być bardziej chętne do emisji euroobligacji, natomiast średniej wielkości będą skazane na łaskę i nietaskę krajowych inwestorów.

PERSPEKTYWY

Odnosząc się do perspektyw można przyjąć, że rynek pozostanie bardzo wrażliwy na ewentualne doniesienia z sektora bankowego. To pod ich wpływem obraz rynku zmienił się i obecnie zakłada agresywne obniżki stóp procentowych. Jednak należy mieć na uwadze, że agresywna wycena może zakończyć się w sytuacji uspokojenia nastrojów i odbudowy zaufania do sektora bankowego. Jednocześnie jednak należy podkreślić, że pozostajemy w okresie podwyższonej bazy statystycznej dla inflacji (stwarza to miejsce dla niższych odczytów w ujęciu rocznym), a jednocześnie wchodzimy w okres najsilniejszego oddziaływania dokonanych przez FOMC podwyżek, co będzie determinowało gorsze odczyty ze sfery realnej gospodarki. Takie otoczenie w sposób naturalny będzie stanowiło za przeniesieniem akcentów z inflacji na problemy ze wzrostem gospodarczym i tym samym może być paliwem do kontynuacji gry na obniżki stóp procentowych (abstrahując od sytuacji w sektorze bankowym). Tym samym do publikacji istotniejszych danych może utrzymywać się tendencja do zmniejszania oczekiwań na obniżki stop procentowych, ale pod wpływem nowych twardych danych może ponownie powstać pozytywne środowisko dla obligacji.

Dla krajowego rynku długu istotnym wydarzeniem będzie zasilenie środkami z wykupu OK0423. Z zapadających papierów o wartości 21 mld PLN, ponad 6,5 mld PLN jest w posiadaniu instytucji rządowych i samorządowych, więc de facto na rynek powróci ok. 15 mld PLN. Co ciekawe jest to seria obligacji, która jest najbardziej popularna wśród inwestorów indywidualnych (1,8 mld PLN; stanowi to ponad 1/3 portfela skarbowego gospodarstw domowych). Kwota, która wróci na rynek jest istotnie zbliżona do planowanej podaży długu w kwietniu (8-14 mld PLN w dwóch przetargach), więc środki z zapadającego długu mogą zostać zagospodarowane nowymi emisjami.

Jest to informacja reklamowa. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z prospektem informacyjnym danego funduszu oraz z dokumentem zawierającym kluczowe informacje. Informacja ta nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeksu Cywilnego, jak również nie stanowi usługi doradztwa finansowego, prawnego i podatkowego oraz nie należy go traktować jako rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Fundusze Allianz nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego subfunduszu, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Wartość aktywów netto portfeli inwestycyjnych subfunduszy prowadzonych w ramach Funduszy może charakteryzować się dużą zmiennością wynikającą ze składu tych portfeli lub z przyjętej techniki zarządzania portfelami, w sytuacji dużej zmienności cen na rynku akcji. Fundusze mogą lokować powyżej 35% wartości aktywów poszczególnych subfunduszy w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, jednostki samorządu terytorialnego, państwa członkowskie Unii Europejskiej, jednostki samorządu terytorialnego państw członkowskich Unii Europejskiej, państwa należące do OECD lub międzynarodową instytucję finansową, której członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub co najmniej jedno z państw członkowskich Unii Europejskiej. Prezentowana zmiana wartości jednostki uczestnictwa jest oparta na historycznej wycenie Subfunduszu i nie stanowi gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Uczestnik musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym Funduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa przez Fundusz, a także od wysokości pobranych opłat manipulacyjnych, które obniżają wartość inwestycji, kategorii jednostek uczestnictwa oraz obowiązków podatkowych obciążających uczestnika, w szczególności wysokości podatku od dochodów kapitałowych.

Prospekty informacyjne Funduszy Allianz zawierające wymagane prawem informacje, w tym o ryzyku inwestycyjnym, opłatach, kosztach i podatkach oraz kluczowe informacje dostępne są w języku polskim na stronie www.allianz.pl/tfi, pod linkiem https://www.allianz.pl/pl_PL/dla-ciebie/dokumenty.html#tfi-pprospekty-informacyjne oraz w Towarzystwie i u dystrybutorów Funduszy Allianz. Streszczenie praw inwestorów znajduje się w Prospektach Informacyjnych (Rozdział III, pkt 4) dostępnych w języku polskim na stronie www.allianz.pl/tfi.

TFI Allianz Polska S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nac Finansowego) z dnia 19 listopada 2003 roku.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Rodziny Hiszpańskich 1, 02-685 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS: 0000176359, NIP 521-32-59-888, REGON 015555893, wysokość kapitału zakładowego: 69 888 000 złotych (wpłacony w całości).