

Komentarz miesiąca

Maj 2022



dr Adam Łukojć CFA
Dyrektor Departamentu
Zarządzania Portfelami
Akcijnymi

Rynki akcji

ŚWIAT

Większość liczących się indeksów giełdowych zakończyła maj na poziomach podobnych do tych z końca kwietnia. Mimo to, miesiąc był dość burzliwy: w pierwszych dniach ceny akcji kontynuowały spadki, natomiast ostatnie sesje przyniosły odbicie.

Indeks MSCI World, przedstawiający zmiany cen akcji w krajach rozwiniętych, wzrósł o 0,2%, a MSCI Emerging Markets, obrazujący sytuację na giełdach w krajach rozwijających się, spadł o 0,1%.

POLSKA

W maju wiele spółek opublikowało raporty finansowe obejmujące pierwszy kwartał. Ogólny obraz płynący z tych raportów był dość optymistyczny; dobre wyniki były osiągnięte zwłaszcza przez te spółki, które prowadzą działalność korzystającą na wciąż dobrej sytuacji gospodarczej: banki, firmy przemysłowe (zwłaszcza zajmujące się przemysłem chemicznym), paliwowe, budowlane i deweloperskie. Niższe ceny akcji i wyższe zyski sprawiły, że wskaźnik cena/zysk spadł na niektórych giełdach – m.in. na warszawskiej – do poziomów nie widzianych od lat.

Coraz większa część inwestorów obawiała się pogorszenia sytuacji gospodarczej. Te obawy sprawiły, że spadły rentowności obligacji: im gorzej w gospodarce, tym prawdopodobnie niższe będą stopy procentowe w przyszłości. Spadek rentowności obligacji pomógł akcjom – obligacje stały się nieco gorszą alternatywą dla akcji.

Być może stopy procentowe będą, w perspektywie paru lat, niższe niż jeszcze niedawno oczekiwano, ale na razie świat generalnie je podnosi. Podwyżki stóp procentowych pomagają bankom. W maju kursy akcji banków amerykańskich (wchodzących w skład indeksu S&P 500) zyskały 6,7%, a europejskich (zgrupowanych w indeksie STOXX Europe 600 Banks) – zwykowały o 4,7%. Spadły ceny akcji polskich banków: indeks WIG-Banki stracił 3,7%, m.in. w wyniku zapowiedzi wprowadzenia powszechnych „wakacji kredytowych”. Akcjonariusze zachodnich banków wciąż liczą na podwyżki stóp procentowych; polskie banki mają już dużą część wzrostu za sobą.

Wojna w Ukrainie miała prawdopodobnie niewielki wpływ na ceny akcji. Inwestorzy wydają się nie reagować na wiadomości z frontu. Z drugiej strony, polskie akcje były wyceniane bardzo nisko, a mimo to nie przyciągnęły dużej ilości kapitału z innych krajów. Prawdopodobnie Polska jest postrzegana jako kraj, który może stracić na wojnie. Na razie jednak względnie niewiele polskich spółek giełdowych straciło przez wojnę. Wydaje się, że za niskie ceny akcji

odpowiedzialne są raczej wysokie stopy procentowe i coraz wyższe oprocentowanie lokat bankowych, odciągające kapitał z rynku akcji.

PERSPEKTYWY

Sytuacja gospodarcza może się szybko pogorszyć, m.in. z powodu agresywnych podwyżek stóp procentowych. Kapitał jest zachęcany do opuszczenia giełdy przez coraz wyższe oprocentowanie depozytów bankowych i obligacji. Dwaj sąsiedzi Polski prowadzą wojnę. Odbicie gospodarcze, które było skutkiem m.in. zakończenia pandemii, wydaje się już kończyć. Istnieją liczne argumenty przeciw inwestowaniu na giełdzie. Są też jednak przynajmniej trzy powody, żeby zainteresować się akcjami. Po pierwsze, akcje wydają się być tanie (przynajmniej w Polsce) – wskaźnik cena/zysk dla akcji z indeksu WIG wyniósł pod koniec maja 7,2 (dla zysków oczekiwanych w 2022 roku), a więc był na poziomie podobnym do tego z przełomu lat 2008 i 2009, czyli z apogeum kryzysu finansowego. Po drugie, podwyżki stóp procentowych, zniechęcające do inwestowania w akcje i zmniejszające wartość akcji, mogą się szybko skończyć. Po trzecie, wiele spółek jest niezbyt wrażliwych na sytuację gospodarczą czy na wojnę.



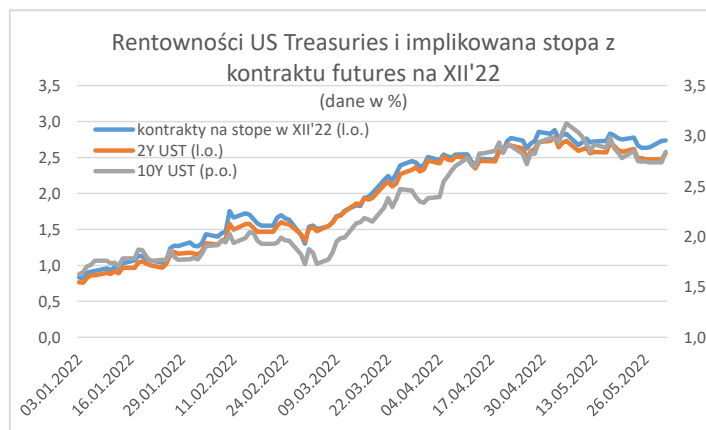
Kamil Artyszuk
Analityk Zarządzający
Funduszem

Rynki obligacji

ŚWIAT

Z sygnałów płynących z FOMC wynika, że decydenci są zdeterminowani żeby walczyć z inflacją i można spodziewać się w najbliższym czasie podwyżek po 50 pb. na posiedzenie.

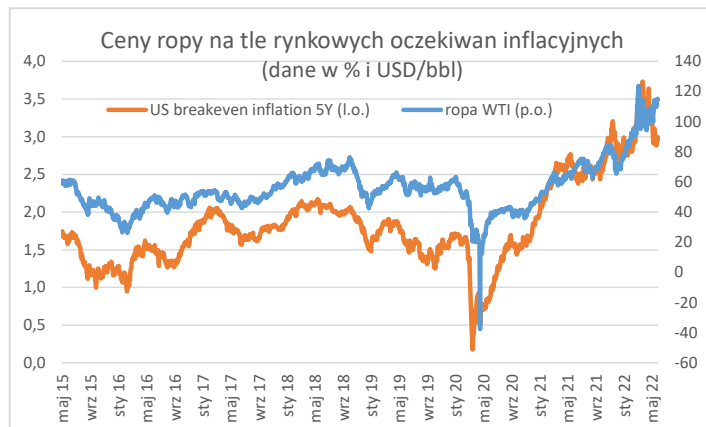
Rynkowe oczekiwania w zakresie ścieżki podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych zostały jednak nieco schłodzone (2,75% na XII'22), co sprzyjało odreagowaniu na rynku długu. Rentowność 2-letniego US Treasuries spadła o 16 pb. do 2,56%, a 10-latk o 11 pb. do 2,85%.



Źródło: dane na 31.05.2022, opracowanie własne na podstawie danych z Bloomberg.

Wzrost awersji do ryzyka przełożył się na rozszerzenie się spreadów w segmencie amerykańskich obligacji HY do ponad 500 pb., co historycznie było silną barierą wyznaczoną z lokalnych szczytów. Techniczny opór zadziałał i w krótkim czasie nastąpiło silne odreagowanie do 430 pb, choć w skali miesiąca i tak obserwowana była dekompresja spreadu. Rynek zdawał się grać pod „Fed put”, co było widoczne szczególnie w segmencie IG, gdzie odbiliśmy się od poziomu ostatnio widzianego przy okazji wybuchu pandemii i determinacji FOMC do obrony rynku. W warunkach wzrostu stóp procentowych i rozpoczynającej się redukcji bilansu Fed

można spodziewać się rozszerzenia się spreadów (negatywne środowisko dla ryzykownych aktywów). Wyceniani przez rynek cykl podwyżek stóp procentowych oddziałuje w kierunku obniżenia się oczekiwań inflacyjnych, co widoczne jest w opadających „breakeven inflation” na dłuższych papierach inflacyjnych (TIPS). Jednocześnie ze względu na efekt „duration” przy obniżających się rentownościach klasycznych papierów skarbowych, obligacje inflacyjne zachowały się całkiem dobrze (indeks tej grupy papierów z zapadalnością do 10 lat wyniósł ok. 0% m/m).

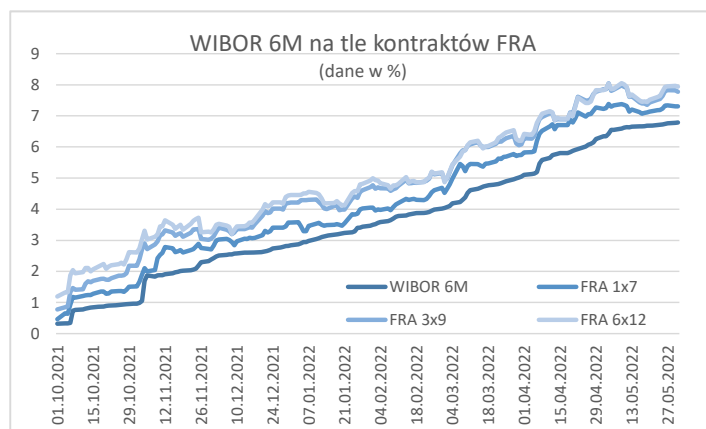


Źródło: dane na 31.05.2022, opracowanie własne na podstawie danych z Bloomberg.

POLSKA

Maj to tradycyjny okres resetu kuponu dla większości WZ-tek, co sprzyjało odbiciu ich cen. Discount margin na 2-letniej WZ-tce (WZ0524) zawężił się o 20 pb. i obecnie wynosi ok. 24 pb., ale w dalszym ciągu jest wyraźnie powyżej poziomu sprzed wybuchu wojny (różnica rzędu 37 pb.).

Powoli wyhamowuje wzrost kosztu pieniądza na rynku międzybankowym – stawka WIBOR 6M po okresie silnych średniodziennych wzrostów po 3-4 punkty/dziennie istotnie spowolniła do 1 punktu w drugiej połowie maja. Można odczytywać to za sygnał do zbliżającego się końca cyklu podwyżek stóp procentowych. Kontrakty FRA 1x7, 3x9 czy 6x12 patrząc miesiąc do miesiąca także się zatrzymały, choć jednocześnie w dalszym ciągu wskazują na wzrost kosztu pieniądza w przyszłości. Tym niemniej okres stabilizacji pozytywnie wpłynął na krajowy rynek długu.



Źródło: dane na 31.05.2022, opracowanie własne na podstawie danych z Bloomberg.

Rynkowe oczekiwania na podwyżki stóp w trakcie miesiąca skorygowały się przejściowo w dół, co pomogło w odreagowaniu rosnących rentowności. W efekcie testowanie poziomu 7% na długim końcu krzywej zakończyło się niepowodzeniem. Na koniec miesiąca rentowność papierów 10-letnich wyniosła blisko 6,6%, co i tak jest poziomem wyższym niż miesiąc wcześniej. Rynek był bardzo wolatylny. Przejściowo zakończyliśmy okres inwersji krzywej, by na koniec miesiąca do niej powrócić. W przekroju maja rentowności wzrosły, w mniejszym stopniu na krótkim końcu krzywej (o 3 pb. do 6,60%), niż na długim końcu (wzrost o 25 pb. do 6,59%).

Zdaniem dealerów widać rosnące zainteresowanie krajowym rynkiem ze strony części inwestorów zagranicznych. Ich udział jest na niskim poziomie, co przy śródownisku taniego PLN może z ich punktu widzenia stwarzać okazje inwestycyjne. Tym bardziej, że stopień zaawansowania w realizacji cyklu podwyżek stóp procentowych w Polsce (ale i w naszym regionie) jest dużo wyższy, niż na wielu innych rynkach. Nie dziwi zatem fakt, że ostatnie statystyki MF wskazują na to, że zaangażowanie zagranicznych inwestorów wzrosło o blisko 5 mld PLN do ok. 135 mld PLN.

Z istotniejszych wydarzeń makroekonomicznych należy wyróżnić przede wszystkim zgodną z konsensem rynkowym inflację konsumencką (wcześniej odczyty przebijały oczekiwania rynkowe) i słabą strukturę wzrostu gospodarczego. Odczyt PKB za 1 kwartał 2022 r. był wysoki (8,5%), ale jego jakość była niska ze względu na bardzo wysoką kontrybucję zapasów (7,7 pp.). Budzi to wątpliwości o perspektywy dla wzrostu gospodarczego, włącznie z ryzykiem wystąpienia technicznej recesji. Mając na uwadze to ryzyko oraz oczekiwania stabilizacji inflacji na wysokim poziomie (część prognoz wskazuje na rejon nieco ponad 15%) nie można wykluczyć pogłębienia się ujemnej różnicy pomiędzy rentownością obligacji 2 i 10-cio letnich.

PERSPEKTYWY

Na rynku obligacji korporacyjnych widoczna była mniejsza presja podażowa, co może sugerować, że ustępuje fala umorzeń, która przetoczyła się przez rynek. Nowe oferty obligacji starają się dostosować do nowego otoczenia wysokich stóp i niepewności, wprowadzając coraz częściej opcję put (przedterminowy wykup na żądanie obligatariusza). Oczywiście taki instrument może być ofertowany jedynie przez podmioty z silnych grup bankowych o większej dostępności do gotówki. Sam fakt wprowadzenia takich rozwiązań wiele mówi o dużej niepewności po stronie kupujących. Trudność rynku widać także choćby przez pryzmat odstąpienia od emisji ze strony PZU. Krajowy rynek w tym segmencie jest dość płytki, a do tego już z ekspozycją na tego emitenta czy grupę, a brak skorzystania z opcji call będzie trwale ograniczał limity inwestycyjne funduszy. Z czego mogło wynikać mniejsze zainteresowanie przy satysfakcjonującej emitenta marży kredytowej? Obok płynności (wcześniejsza fala umorzeń, która dotknęła TFI), także presja na marże ze strony tanich WZ-tek (WZ1131: DM +88 – przejściowo przekraczaliśmy nawet poziom 100 punktów) i dociążanie rynku tanią podażą nowego długu ze strony BGK (FPC0631 – bardzo niska cena emisyjna) oraz Skarbu Państwa (na eurorynku: emisja nowych 10-letnich obligacji – mid swap +110 punktów).

Jest to informacja reklamowa. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z prospektem informacyjnym danego funduszu oraz z dokumentem zawierającym kluczowe informacje dla inwestorów. 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 instytucją 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 dla inwestorów 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 Nadzoru 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: 16 500 000 złotych (wpłacony w całości).