

# Komentarz miesiąca

Czerwiec 2022



dr Adam Łukojć, CFA  
Dyrektor Departamentu  
Zarządzania Portfelami  
Akcyjnymi

## Rynki akcji

### ŚWIAT

**W czerwcu ceny akcji silnie spadły. Indeks MSCI World, przedstawiający sytuację na rynkach rozwiniętych, stracił 8,8%. Ceny akcji w krajach rozwijających się zachowywały się podobnie: MSCI Emerging Markets zakończył miesiąc niżej o 7,1%.**

Wydaje się, że główną przyczyną spadków były coraz większe obawy przed recesją. Indeksy nastrojów konsumentów w niektórych krajach – w tym w Polsce i w Stanach Zjednoczonych – osiągnęły poziomy nie widziane nawet podczas kryzysu finansowego. W przedsiębiorstwach nastroje były lepsze niż u konsumentów, ale również się pogarszały. Niepewność i pogarszający się sentyment nie zachęcają do inwestowania, np. w nowe linie produkcyjne, a także zmniejszają konsumpcję niektórych surowców – w czerwcu ceny wielu surowców, w tym m.in. metali przemysłowych, spadły. Dla inwestorów na rynkach akcji niższe ceny metali przemysłowych mogły być jeszcze jednym zjawiskiem sugerującym rozpoczęcie się okresu spowolnienia czy nawet kryzysu.

Nie chciały tanieć surowce energetyczne. Gaz ziemny, z dostawą za miesiąc w Holandii, podrożał w czerwcu o 66%. Droga energia nie poprawiała nastrojów ani firm, ani konsumentów. Nastrojów nie poprawiały także agresywne podwyżki stóp procentowych, m.in. w Polsce i w Stanach Zjednoczonych.

### POLSKA

**Podwyżki stóp procentowych powinny pomagać cenom akcji banków – czerwiec był jednak wyjątkiem. Indeks WIG-banki spadł o 12,4%; inwestorzy obawiali się kosztów możliwych „wakacji kredytowych”, a także wzrostu kosztów ryzyka spowodowanego problemami finansowymi części kredytobiorców. Cały WIG stracił 6,7%.**

Zniżkowały ceny akcji spółek dużych i małych: WIG20 stracił 8,0%, mWIG40 spadł o 6,4%, a sWIG80 zakończył miesiąc niżej o 4,9%. Warszawska giełda zachowywała się lepiej niż większość rynków Zachodu: amerykański S&P 500 stracił 8,4%, NASDAQ Composite – 8,7%, a niemiecki DAX zniżył 11,2%. Silniejsze były rynki azjatyckie, na których prawdopodobnie już wcześniej oswojono się z myślą o spowolnieniu gospodarczym.

### PERSPEKTYWY

Podczas spowolnienia gospodarczego – może nawet kryzysu – zyski spółek giełdowych mogą spaść. Jednym z powodów jest „efekt batoga” (bullwhip effect): podczas pandemii i zaraz po niej, spółki zwiększyły wartość zapasów, kupując drogie i trudno dostępne towary w oczekiwaniu na utrzymanie się silnego popytu; skorzystały przy tym na inflacji – wzrost cen sprawił, że

kupione wcześniej materiały czy towary można było sprzedać z nadzwyczajnym zyskiem. Oslabienie popytu może jednak doprowadzić do konieczności sprzedania zapasów po niższych cenach.

Kreślenie pesymistycznych scenariuszy dla akcji jest jednak obarczone ryzykiem. Optymiści w obecnej sytuacji mogą również znaleźć argumenty za inwestowaniem w akcje: zyski giełdowych spółek wciąż są wysokie, ceny akcji wydają się być atrakcyjne (wskaźnik cena/zysk jest na niskim poziomie, i nawet przy spadku zysków o parędziesiąt procent akcje nie byłyby drogie – zwłaszcza w Polsce), kapitał szukający alternatyw dla akcji być może odpłynął już z giełd, a widmo głębokiego kryzysu sprawia, że niektórzy inwestorzy mogą taskawszym okiem spojrzeć na akcje przecenione w okresie szybkiego wzrostu stóp procentowych i rentowności obligacji.



**Marek Kuczalski, CIIA**  
Departament  
Zarządzania Portfelami  
Dłużnymi

## Rynki obligacji

### ŚWIAT

**Czerwcowo zmienność na rynku instrumentów dłużnych, na długo zapadnie w pamięci inwestorów. Początkowo notowania większości rodzajów obligacji przebiegały relatywnie stabilnie. Sytuacja uległa zasadniczej zmianie po opublikowaniu w dniu 10 czerwca odczytu inflacji konsumenckiej w Stanach Zjednoczonych.**

Wskaźnik CPI wzrósł w maju o 8,6% r/r, przebijając oczekiwania nawet największych pesymistów. Konsensus rynkowy zakładał, że dynamika inflacji co najwyżej potwierdzi kwietniowy odczyt na poziomie 8,3% r/r, a szczyt inflacji mamy już za sobą. Nowy rekord wzrostu cen rozbudził obawy, że i tak mocno spóźniony FED, w obliczu uporczywej inflacji, podejmie bardziej zdecydowane działania. Inwestorzy przystąpili do wyprzedazy obligacji, windując rentowności do nowych, lokalnych szczytów. Rentowność amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych w krótkim czasie wzrosła z około 3% do poziomu 3,5%. Potwierdzeniem obaw inwestorów była kolejna podwyżka stóp procentowych w połowie miesiąca. Tym razem FED podjął radykalne działania, podnosząc stopy o 75 pb, do poziomu 1,50%-1,75%. Podobne nastroje panowały na starym kontynencie. Europejski Bank Centralny zmienił ton swoich wypowiedzi komunikując, że w lipcu, po raz pierwszy od 2011 roku, zamierza podnieść stopy procentowe o 25 pb, a następnie kontynuować podwyżki we wrześniu, kończąc erę ujemnych stóp procentowych w strefie euro. Ponadto ECB zadeklarował, iż zamierza zakończyć zakupy netto obligacji skarbowych z dniem 1 lipca. Jasna deklaracja władz monetarnych, przyspieszyła wyprzedaz obligacji w Europie. Szczególnie mocno ucierpiały obligacje państw peryferyjnych strefy euro, będące największymi beneficjentami programu skupu aktywów. Rentowność 10-letnich włoskich obligacji skarbowych skoczyła z poziomu lekko powyżej 3% do ponad 4%. W drugiej połowie miesiąca sytuacja uległa zasadniczej zmianie. Jednoznaczne stanowiska banków centralnych, deklarujących konieczność opanowania inflacji za wszelką cenę, rozbudziły obawy rynkowe, że zbyt duże podwyżki stóp procentowych mogą przetożyć się na znaczące spowolnienie gospodarcze, a nawet wywołać recesję. Potencjalna recesja, która może pokryć się z okresem stabilizacji lub spadku inflacji, powinna wpłynąć za złagodzenie stanowiska władz monetarnych. Dyskontując przyszłe wydarzenia, na rynek obligacji powróciły wzrosty cen obligacji. Mimo poprawy nastrojów, w skali miesiąca, globalny indeks obligacji skarbowych FTSE Government Bond Index spadł o 1,27%. Zdecydowanie większą zmienność niż na obligacjach skarbowych, mogliśmy obserwować na rynku kredytowym. Praktycznie przez cały miesiąc mogliśmy obserwować rozszerzanie się spreadów kredytowych. Pogarszająca się ocena kondycji finansowej przedsiębiorstw, związana z koniecznością ich działalności w środowisku wysokiej inflacji, uległa dalszej deterioracji, w wyniku narastających obaw recesyjnych. Szczególnie mocno urosły spready w segmencie amerykańskich obligacji High Yield. W skali miesiąca wzrosły one z około 430 pb do ponad 590 pb. W efekcie, indeks Barclays

Global Aggregate, odzwierciedlający obligacje o ryzyku inwestycyjnym spadł o 3,21% a indeks Global High Yield, stracił aż 7,53%. Słabo wypadły także obligacje rynków wschodzących. Indeks obligacji EM w twardych walutach spadł niemalże 5%, a indeks obligacji EM w walutach lokalnych, przecenił się o 3%.

## **POLSKA**

**Wydarzenia na rynku globalnym w połączeniu z zachowaniem banków centralnych naszego regionu, znalazły odzwierciedlenie na rynku polskich obligacji skarbowych. Kontynuująca zacieśnienie monetarne, Rada Polityki Pieniężnej na początku czerwca po raz kolejny podniosła stopy procentowe, tym razem decydując się na ruch o 75 pb. Tym samym stopa referencyjna wzrosła do poziomu 6%.**

O ile działania polskiego banku centralnego były zgodne z konsensusem, o tyle prawdziwym zaskoczeniem okazały się decyzje banków centralnych Czech i Węgier. Ten pierwszy podwyższył koszt pieniądza, aż o 125 pb, podnosząc stopy do poziomu 7%. Jeszcze większą determinacją wykazał się bank centralny Węgier, który podwyższył stopy o 185 pb do poziomu 7,75%. Uporczywy charakter inflacji przy luźnej polityce fiskalnej powodują, że podwyżki stóp procentowych stają się praktycznie jedynym narzędziem walki z inflacją. Podążając za rynkami globalnymi, w pierwszej połowie miesiąca rentowności znacząco wzrosły. Przy bardzo niskich obrotach, rentowność polskich obligacji 10-letnich przebiła poziom 8%. Na Węgrzech rentowności obligacji 10-letnich przebiły 8,5% a w Czechach doszły prawie do 6%. Druga połowa miesiąca przyniosła oddech i odreagowanie cen, jednakże cały miesiąc był spadkowy. Indeks polskich obligacji skarbowych TBSP.Index spadł o 0,97%, indeks obligacji czeskich spadł o 1,66% a obligacje węgierskie zaliczyły stratę w wysokości 4,22%. Wzrost rentowności obligacji skarbowych przy niesatysfakcjonującej ofercie depozytowej w bankach, podziałał zachęcająco na inwestorów indywidualnych. Pod koniec miesiąca w funduszach obligacyjnych zaczęły pojawiać się dawno nie widziane nabycia. Prawdziwym hitem okazały się obligacje przeznaczone specjalnie dla inwestorów indywidualnych. W czerwcu wartość ich sprzedaży osiągnęła poziom niemalże 14 mld złotych.

## **PERSPEKTYWY**

Determinacja banków centralnych w walce z inflacją w coraz większym stopniu rozbudza obawy recesyjne, czego skutkiem jest słabe zachowanie ryzykownych segmentów obligacji i wzrost zainteresowania obligacjami skarbowymi, zwłaszcza o długich terminach zapadalności. Pogorszenie sytuacji gospodarczej powinno w średnim terminie zmusić banki centralne do porzucenia restrykcyjnej polityki monetarnej oraz obniżek stóp procentowych. Choć na ten moment zapewne przyjdzie nam jeszcze poczekać, to rynki finansowe już teraz zaczęły dyskutować taki scenariusz. Wydaje się, że wzrost obaw o przyszłą recesję może w najbliższych tygodniach stanowić wsparcie dla obligacji skarbowych i ciążyć bardziej ryzykownym segmentom instrumentów dłużnych.

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](http://www.allianz.pl/tfi), pod linkiem [https://www.allianz.pl/pl\\_PL/dla-ciebie/dokumenty.html#tfi-pprospekty-informacyjne](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](http://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: 69 888 000 złotych (wpłacony w całości).