

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

Wrzesień 2021

RYNKI AKCJI



dr Adam Łukojć, CFA
Dyrektor Departamentu
Zarządzania Portfelami
Akcyjnymi

ŚWIAT

We wrześniu MSCI World, indeks cen akcji na rynkach rozwiniętych, spadł o 4,3%. Na rynkach wschodzących sytuacja była podobna: MSCI Emerging Markets stracił 4,2%. Spadki miały kilka przyczyn.

Pierwszą były obawy o rynek nieruchomości w Chinach. Udział działalności związanej z rynkiem nieruchomości w PKB Chin wzrósł w ostatnich latach do poziomu, który widziano w Hiszpanii w 2006 roku. Ponad 20% mieszkań w Chinach jest pustych. O pustych mieszkaniach w Chinach mówi się od wielu lat – w ostatnich latach urbanizacja sprawiała, że nie zostawały one puste na zbyt długo, lecz część obserwatorów obawia się, że tym razem podaż wyprzedziła popyt zbyt mocno. Potencjalne bankructwo Evergrande, dewelopera, którego zobowiązania sięgają 3% PKB Chin (2% – bilansowe, 1% – pozabilansowe), może być nie tyle przyczyną problemów, co ich objawem.

Drugą przyczyną spadków, zwłaszcza pod koniec miesiąca, był narastający kryzys energetyczny. Ceny energii elektrycznej, gazu ziemnego i węgla energetycznego wzrosły w Europie, w samym wrześniu, o kilkadziesiąt procent. Ostatnie miesiące przyniosły gwałtowne ożywienie gospodarcze, a więc także zwiększony popyt na surowce energetyczne; wydaje się jednak, że większe znaczenie dla wzrostu cen miały problemy związane z podażą. W Chinach nie padało (elektrownie

wodne wyprodukowały niewiele energii), w Europie nie wiało (elektrownie wiatrowe nie wypełniły prognoz), zapasy gazu ziemnego w Europie były zmniejszone po ostrej zimie, a wydobycie węgla i gazu w wielu krajach ograniczono z powodów ekologicznych.

Trzecią przyczyną spadków były oczekiwania dotyczące inflacji i polityki monetarnej. Część inwestorów spodziewało się, że wyższa inflacja doprowadzi do zaostrzenia polityki pieniężnej, co doprowadziłoby do wzrostu rentowności obligacji; a wyższe rentowności obligacji oznaczałyby, że akcje – zwłaszcza spółek technologicznych – staną się mniej atrakcyjne: czekanie na zyski, które pojawią się w przyszłości, będzie kosztowało więcej. Amerykański NASDAQ Composite stracił we wrześniu 5,3%, a niemiecki TecDAX zniżył o 4,1%; odpowiednie indeksy dużych spółek z tych krajów zanotowały nieco mniejsze spadki: S&P 500 zakończył miesiąc niżej o 4,8%, a DAX – o 3,6%. Zaostrzenie polityki monetarnej może być jednak trudne, jeśli świat stanie w obliczu kryzysu energetycznego – FED nie będzie chciał popełnić błędu z 1974 roku, gdy podniósł stopę procentową pod wpływem wzrostu cen ropy, spowodowanego szokiem podażowym, a nie szybkim wzrostem gospodarczym.

Rosnące ceny energii, problemy z logistyką – rekordowo wysokie ceny frachtu – i negatywnie zaskakujące dane makroekonomiczne spr-

wiły, że analitycy zaczęli obniżać prognozy zysków spółek giełdowych. Obniżki prognoz zysków stały się kolejnym powodem do spadków.

POLSKA

W Polsce spadki cen akcji były mniejsze – WIG stracił 0,8%. Traciły ceny akcji dużych spółek: WIG20 zniżył o 2,4%, gdy mWIG40 wzrósł o 0,4%, a sWIG80 zyskał 0,3%. Najprawdopodobniej akcje były sprzedawane głównie przez inwestorów zagranicznych, wybierających WIG20; z kolei indeksy małych i średnich spółek wzrosły, bo o ich zmianach decydują przede wszystkim lokalni inwestorzy, którzy zachowywali się spokojnie.

Ceny akcji polskich spółek mogą być względnie mało wrażliwe na globalne problemy. Spółki przemysłowe, które prawdopodobnie

będą w największym stopniu dotknięte gwałtownym wzrostem cen energii, nie stanowią zasadniczej części warszawskiej giełdy; spadek cen nieruchomości w Chinach nie powinien zaszkodzić polskim spółkom, a względnie niskie ceny akcji mogą zniechęcać inwestorów do pospiesznego sprzedaży.

PERSPEKTYWY

Wydaje się, że światowe rynki akcji od dawna nie stały przed tyloma ryzykami. Jedną z możliwych reakcji na te ryzyka może być przeniesienie kapitału w te segmenty rynku akcji, które powinny być mniej wrażliwe na ewentualne problemy gospodarcze.

RYNKI OBLIGACJI

ŚWIAT

Wrzesień stał pod znakiem wyprzedaży instrumentów dłużnych. Indeks obrazujący zachowanie amerykańskich obligacji skarbowych stracił 1,15%. Lepiej zachowywały się bardziej ryzykowne aktywa, jak amerykańskie High Yields (-0,17%), a w szczególności zmiennokuponowe obligacje High Yield (+0,05%), które były jedną z nielicznych grup aktywów na których można było uzyskać dodatnią stopę zwrotu. Sygnałem do wyprzedaży obligacji była komunikacja FOMC, która nie pozostawia złudzeń, co do kierunku kształtowania polityki pieniężnej. Nowa projekcja (poniżej, źródło: federalreserve.com) wskazuje na szybszą niż to wcześniej wskazywano normalizację stóp procentowych, co zostało już odzwierciedlone w oczekiwaniach rynkowych. Obecnie rynek dyskontuje jedną podwyżkę

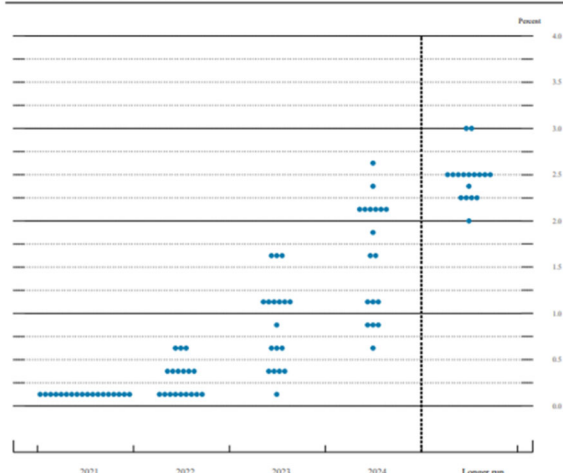
stóp pod koniec 2022 r. i stopniową kontynuację cyklu w kolejnych latach.

Jednocześnie zapowiedziane zostało zbliżające się wielkimi krokami rozpoczęcie ograniczania bilansu Fed. Korelacja pomiędzy zmianą stanu bilansu amerykańskiego banku centralnego a poszczególnymi grupami aktywów, w ostatnich miesiącach jest w większości kategorii słabła. Tym niemniej czynnik ten może doprowadzić do wyprzedaży bardziej ryzykownych aktywów. W teorii stwarzałoby to przestrzeń do umocnienia obligacji skarbowych, ale obecna faza risk-off (w którą nieśmiało wchodzimy) ma inne tło makroekonomiczne (tapering i rychłe podwyżki stóp). W kontekście kształtowania polityki pieniężnej warto zwrócić uwagę na zmiany w składzie członków FOMC, gdyż dwóch z nich ustępuje ze stanowiska (R. Kaplan i E. Rosengren), którzy mieli „jastrzębie” usposobienie, co mogłoby opóźnić moment zwrotu w zakresie stóp procentowych. Odnosząc się do tła rynkowego należy pamiętać także o ryzyku związanym z klimem fiskalnym, czyli problemie powracającym jak bumerang, który z reguły jest szybko rozwiązywany, a całą sytuację można spuentować „z dużej chmury mały deszcz”. Tym niemniej rozmowy polityczne wskazują na „deal wiązany”, gdzie podwyższenie limitu ma wiązać



Kamil Artyszuk
Analityk Zarządzający
Funduszem

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



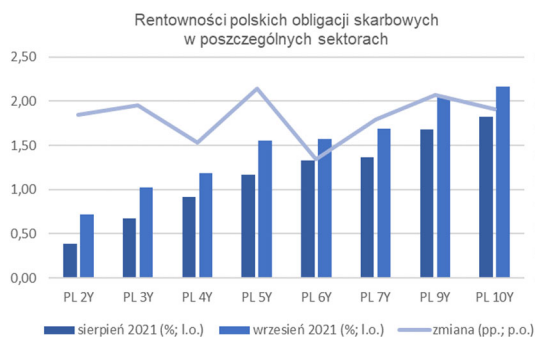
się z kolejnymi wydatkami budżetowymi. Mamy więc środowisko, w którym z jednej strony może pojawić się dodatkowa podaż długu związana z finansowaniem planowanych wydatków, a z drugiej strony powolne (ale jednak) skracanie bilansu przed Fed. Taka mieszanka może skutkować wystromieniem krzywej rentowności.

W Europie z kolei, otoczenie rynkowe jest nieco inne. Gospodarka niemiecka zdaje się wchodzić w fazę spowolnienia, co sugeruje zegar koniunktury Ifo, a dodatkowo skokowo rosną ceny energii w warunkach pojawiającego się kryzysu energetycznego, który z jednej strony może być kolejnym „uderzeniem” podaźowym, a z drugiej czynnikiem oddziałującym w kierunku przyspieszenia inflacji. Trudno oszacować na ile trwałe czy też cykliczne będzie to zjawisko, ale jest to czynnik który może zachęcać decydentów do prowadzenia akomodacyjnej polityki pieniężnej w warunkach dynamicznie zmieniającego się otoczenia.

Rynek zaczyna bardzo mocno dyskontować przyspieszenie inflacji w największych europejskich gospodarkach – breakeven inflation obligacji 2-3 letnich wzrósł o 0,3-0,7 pp., a w przypadku rocznej obligacji włoskiej nawet o 1,6 pp. Inwestorzy w przeciwieństwie do decydentów już wcześniej spodziewali się bardziej trwałego wzrostu inflacji.

POLSKA

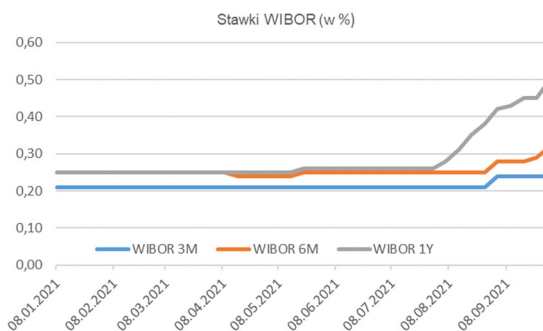
Na krajowym rynku długu wrzesień stał pod znakiem spadków, co widać w spadku indeksu TBSP o 1,1% w ujęciu miesięcznym. Krzywa rentowności dość równomiernie przesunęła się na całej szerokości.



Źródło: opracowanie własne, na podstawie Bloomberg

Długi koniec dość wiernie odwzorowywał zmiany na amerykańskim Treasuries i dopiero przy silniejszym ruchu wzrostowym na amerykańskiej 10-latce (po decyzji FOMC) widać było gwałtowniejszą wyprzedzą polskiej 10-latki. Na koniec miesiąca rentowność krajowej 10-tki sięgnęła poziomu 2,16% przekraczając poziom sprzed pandemii. Z kolei osłabienie na krótkim końcu było związane z rosnącymi oczekiwaniami na podwyżki stóp procentowych. Rynek obecnie wycenia podwyżkę o 40 pb. do końca br. i kontynuację serii podwyżek do 150 pb. w horyzoncie roku, po której stopy procentowe miałyby pozostać bez zmian. Jednocześnie z uwagi na ogromną nadpłynność w sektorze bankowym oraz wpływ podatku bankowego, obligacje z terminem zapadalności do 1 roku zachowują się bardziej stabilnie.

Na rynku krajowym obligacji korporacyjnych widoczna jest zwiększona ilość emisji. W ramach budowania „książek” widoczny jest duży popyt, który skutkuje z jednej strony przesunięciem się marż kredytowych w dół, a z drugiej wysokimi stopami redukcji. Jednocześnie drugi komponent wyznaczania oprocentowania, czyli stawki WIBOR od paru tygodni rosną w ślad za zbliżającą się oczekiwaną przez rynek nadchodzącą podwyżką stóp procentowych, co w przyszłości pozwoli na uzyskiwać wyższe stopy zwrotu na obligacjach zmiennokuponowych.



Źródło: opracowanie własne, na podstawie Bloomberg

PERSPEKTYWY

W kontekście perspektyw na przyszłość należy zwrócić uwagę, że rynek wycenia normalizację polityki pieniężnej. Na poszczególnych rynkach w różnym stopniu, w przypadku Polski i horyzontu 12 miesięcy wydaje się że dużo jest w cenie, a scenariusze które zakłada

rynek mogą się wydawać wymagające. Na krajowy rynek wspierająco oddziaływać też może brak podaży długu (planowane są tylko aukcje zamiany w całym 4Q'21) w połączeniu z zasileniem rynku środkami z wykupu DS1021 (8,5 mld PLN) i odsetkami od innych serii obligacji.

natury podażowej (i związanym z tym kryzysie energetycznym) może stwarzać warunki do umocnienia obligacji stałokuponowych.

Ponadto wydaje się, że rynek wchodzi w fazę risk-off, co przy jednoczesnych trudnościach

Niniejszy materiał ma charakter informacyjny oraz reklamowy i 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 zależy od dnia zbycia i dnia odkupienia jednostek uczestnictwa przez Fundusze Allianz oraz od pobranych opłat za nabycie. 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, w Towarzystwie oraz u dystrybutorów. 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).