

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

Listopad 2021

RYNKI AKCJI



dr Adam Łukojć, CFA
Dyrektor Departamentu
Zarządzania Portfelami
Akcyjnymi

ŚWIAT

W listopadzie ceny akcji spadły. Akcje notowane w krajach rozwiniętych, reprezentowane przez indeks MSCI World, zmniejszyły się o 2,3%; w krajach rozwijających się spadki były głębsze: MSCI Emerging Markets zakończył miesiąc niżej o 4,1%.

Pierwszym powodem spadków były obawy przed zamknięciami gospodarek spowodowanymi pojawieniem się nowej odmiany wirusa covid-19. Ceny akcji i surowców spadły, gdy okazało się, że mutacja omicron prawdopodobnie przenosi się łatwo, a ochrona dawana przez istniejące szczepionki może być mniejsza niż w przypadku innych odmian. Nie była znana śmiertelność – inwestorzy obawiali się, że jeśli okaże się taka sama lub wyższa niż w przypadku wariantu delta, to gospodarki ponownie będą zamykane. Pod koniec miesiąca informacji o nowej odmianie wirusa wciąż było niewiele, więc inwestorzy potraktowali omicron jak dodatkowe ryzyko.

Drugim powodem spadków była rosnąca inflacja. W październiku wyniosła 7,7% w Polsce, 5,2% w Niemczech i 6,2% w Stanach Zjednoczonych (inflacja w Stanach Zjednoczonych jest liczona w nieco inny sposób niż w Europie: upraszczając, w Europie porównuje się ceny państwowe z cenami z państwa z zeszłego roku, gdy w Stanach Zjednoczonych po-

równuje się ceny państwowe z wrześniowymi, a różnicę mnoży się przez 12). Inwestorzy oczekują, że podnieszone będą stopy procentowe, co z kolei będzie zniechęcało do lokowania pieniędzy w akcje.

Trzecim powodem były pojawiające się obawy o wzrost gospodarczy. Te obawy, na razie wciąż niewielkie, mogą być uzasadnione m.in.: wysokimi cenami energii, ograniczaniem wydatków przez budżety państw, a także wyczerpywaniem się popytu, który po pandemii był bardzo wysoki.

W efekcie amerykański indeks S&P 500 stracił 0,8%, europejski Stoxx Europe 600 zmniejszył się o 2,6%, a japoński Nikkei 225 zakończył listopad niżej o 3,7%. Lepiej zachowały się ceny akcji spółek technologicznych: NASDAQ Composite zyskał 0,3%, a TecDAX wzrósł o 0,4%.

POLSKA

Spadki na warszawskiej giełdzie należały do najsilniejszych na świecie. WIG zakończył miesiąc niżej o 7,8%; traciły zarówno ceny akcji spółek dużych, jak i małych: WIG20 zmniejszył się o 8,8%, mWIG40 – o 6,6%, a sWIG80 – o 5,3%. Spadły ceny akcji banków: podwyżka stóp procentowych została już wcześniej uwzględniona przez inwestorów w cenach akcji, natomiast ani kolejne podwyżki, ani utrzymanie bardzo niskich kosztów ryzyka nie były pod koniec listopada już tak pewne, jak kilka tygodni wcześniej.

Jednym z powodów kiepskiego zachowania się warszawskich indeksów mogły być oferty publiczne, przeprowadzane w krótkim czasie przez kilka spółek. Inwestorzy mogli sprzedawać posiadane akcje, żeby pozyskać pieniądze na kupno akcji spółek wchodzących na giełdę. Powodzenie tych ofert może stać jednak pod znakiem zapytania: duża część ofert publicznych z ostatnich kwartałów przyniosła straty inwestorom.

Dużą część warszawskich indeksów giełdowych stanowią akcje spółek cyklicznych, czyli tych, którym sprzyja poprawa koniunktury gospodarczej. W listopadzie inwestorzy odwrócili się od takich spółek – woleli wybierać np. spółki technologiczne. Z tego powodu jednymi z najlepiej zachowujących się indeksów na świecie były NASDAQ Composite i TecDAX; z tego samego powodu względnie słabo zachowywały się ceny akcji w Warszawie.

RYNKI OBLIGACJI

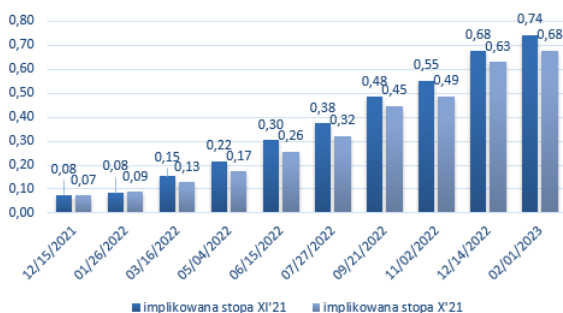


Kamil Artyszuk
Analityk Zarządzający
Funduszem

ŚWIAT

Po silnej wyprzedaży krajowych papierów skarbowych w październiku, w listopadzie obserwowaliśmy kontynuację tych tendencji. Jednak końcówka miesiąca przyniosła niespodziewany zwrot akcji pod wpływem doniesień o nowym szczepie wirusa (omikron). Strach doprowadził do odrotu od bardziej ryzykownych aktywów, ale nie ostudził trwale oczekiwań w zakresie podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych.

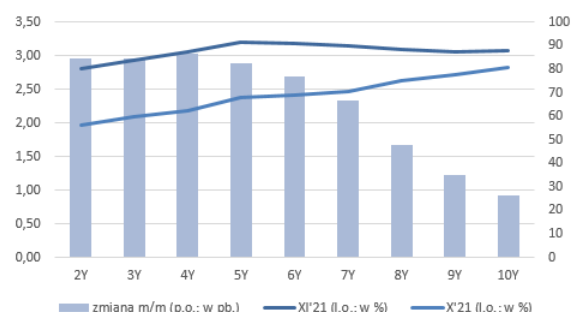
Wykres 1. Implikowana stopa Fed Fund z kontraktów (dane w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Bloomberg

Takie środowisko okazało się korzystne nie tylko dla klasycznych bezpiecznych przystani, ale także dla krajowego rynku długu. Tym niemniej w skali całego listopada indeks TBSP stracił 2,33%. Krzywa bardzo mocno wypłaszczyła się przez silniejsze wzrosty rentowności na krótkim końcu niż na długim. Na koniec miesiąca polska „10-tka” zamknęła się z rentownością nieco poniżej 3,1%, ale w szczytowym momencie przekraczała 3,4%.

Wykres 2. Zmiany na polskiej krzywej rentowności

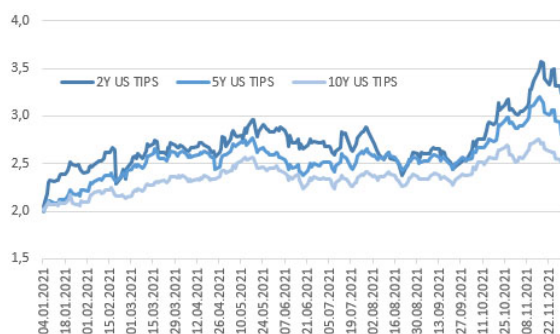


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Bloomberg

Spready kredytowe po obu stronach oceanu uległy rozszerzeniu, szczególnie w przypadku obligacji z ratingiem nieinwestycyjnym: w Stanach Zjednoczonych był to wzrost o 71 pb. do 386 pb., a w Europie o 37 pb. do 303 pb., co przełożyło się na ujemną stopę zwrotu w tych segmentach rynku - odpowiednio o 1,06% i 0,48%. W mniejszym stopniu rozszerzenie spreadów kredytowych widoczne było na obligacjach korporacyjnych z ratingiem inwestycyjnym, ale tutaj ze względu na efekt duration udało się uzyskać mniej więcej zerową stopę zwrotu (w Europie i Stanach Zjednoczonych). Przeniesienie uległy także obligacje rynków wschodzących w twardzej walucie (-1,39%). Po drugiej stronie bieguna były bezpieczne aktywa – indeks amerykańskich obligacji zyskał 0,77%. Słabiej zachowywały się amerykańskie TIPS-y i tak po początkowym dalszym wzroście oczekiwań inflacyjnych w Stanach Zjednoczonych (mierzone breakeven inflation w sektorze 10 lat), w drugiej połowie miesiąca nastąpiła

piła korekta i powrót breakeven inflation w rejon 2,5%. Indeks Bloomberg World Government Inflation Linked 1-10Yrs Unhedged USD Total Return stracił w skali miesiąca 0,39%.

Wykres 3. Breakeven inflation z US TIPS (dane w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Bloomberg

POLSKA

Niestety, z obserwacji, ale także i statystyk wiadać, że płynność na krajowych papierach skarbowych znacznie pogorszyła się. Z opóźnionych statystyk Ministerstwa Finansów wynika, że wartość transakcji na rynku wtórnym zmniejszyła się o 25% w porównaniu do lat przedpandemicznych, ale niewykluczone, że dalsze znaczne pogorszenie w tym zakresie nastąpiło w listopadzie. Przy braku istotnego gracza jakim niegdyś było OFE, mocno dociążonych papierami skarbowymi bankach i wyjściu zagranicą oraz fali umorzeń, której doświadczyły fundusze dłużne TFI, w otoczeniu zaskakującej podwyżki w październiku doszło do efektu zbyt ciasnych drzwi. Rynek urywał się pod wpływem niewielkich transakcji. W takich warunkach ważne dla rynku będzie wsparcie ze strony banku centralnego, który zakomunikował pod koniec listopada, że będzie mógł przeprowadzać strukturalne operacje otwartego rynku gdy uzna, że wymagają tego uwarunkowania rynkowe. Stwarza to nadzieję, że problem nie pogłębi się w grudniu, gdy sezonowo płynność zanika. W dłuższym horyzoncie czasu, w wyniku skupu aktywów przez bank centralny, może być odwrotny efekt dla rynkowej płynności, na co wskazują chociażby szwedzkie doświadczenia.

Odnosząc się do bieżącej sytuacji na rynku należy zwrócić uwagę, że rynkowa przecena do-

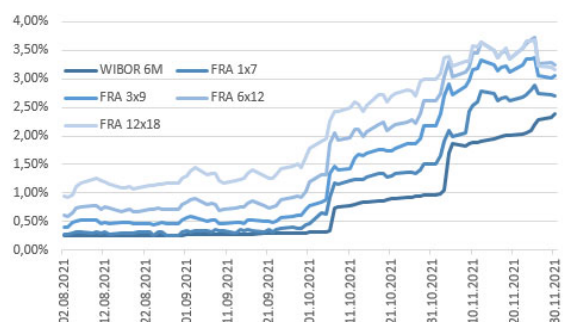
tykała zarówno papierów zmienne, jak i stałokuponowych, co wskazuje, że problemem nie było wyłącznie ryzyko stopy procentowej.

Drugim istotnym wydarzeniem było ogłoszenie tzw. „tarczy antyinflacyjnej”, która zmienia krótkoterminową ścieżkę inflacji, ale zasadniczo powinna być neutralna z punktu widzenia kształtowania polityki pieniężnej, z uwagi na średnioterminowy charakter oddziaływania stóp procentowych na procesy w gospodarce. Choć „technicznie” może być wspierająca dla obligacji, gdyż zmniejsza prawdopodobieństwo przebiecia ścieżki inflacji z projekcji NBP w krótkim terminie, co mogłoby dodatkowo zachęcać decydentów do kontynuacji serii podwyżek.

Dużo bardziej istotna dla rynku może być niepewność wynikająca z sytuacji pandemicznej, która z jednej strony może „studzić” popyt na część dóbr i usług, ale z drugiej strony w skali globalnej może doprowadzać do kontynuacji trudności o charakterze podażowym i w tym sensie może oddziaływać proinflacyjnie. Należy jednak zaznaczyć, że charakter tych zjawisk jest podażowy, a więc będący poza sferą oddziaływania instrumentarium banków centralnych.

Rynek wycenia agresywnie zacieśnianie polityki pieniężnej w Polsce, kontrakty FRA wyceniają 50-cio punktową podwyżkę stóp procentowych w grudniu. Oczekiwania co do wielkości całego cyklu podwyżek stóp zostały nieco schłodzone, ale w dalszym ciągu spodziewany jest dalszy wzrost kosztu pieniądza na rynku międzybankowym do ponad 3%.

Wykres 4. WIBOR 6M i oczekiwania na przyszłość



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Bloomberg

Wzmożony okres emisji obligacji korporacyjnych już się kończy. W warunkach trudności płynnościowych, na rynku widać było trudności w plasowaniu obligacji czy nawet odstąpienia od emisji. Na rynku wtórnym spready kredytowe uległy rozszerzeniu. Wydaje się, że zarządzający funduszami preferują obligacje korporacyjne w portfelu i obsługują umorzenia sprzedając obligacje skarbowe lub covidowe, ale zwłaszcza na obligacjach niskomarżowych widoczna jest presja na ceny ze względu na zmiany na papierach skarbowych.

PERSPEKTYWY

Ostatnie werbalne wskazania w zakresie kształtowania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych sugerują przyspieszenie taperingu. Naszym zdaniem może to ciążyć przede wszystkim bardziej ryzykownym aktywom i choć będzie to pewien etap normalizacji polityki pieniężnej, to przejściowo może wzmocnić popyt na bezpieczne aktywa.

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 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 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).