

# Komentarz miesiąca

Listopad 2022

## Rynki akcji



**Bartosz Pawlak, CFA**  
Zarządzający  
Funduszami Akcyjnymi

### ŚWIAT

**W listopadzie kontynuowany był wzrost na rynkach akcyjnych. Indeks MSCI World zyskał 6,8%. Tym razem pozytywnie wyróżniły się rynki rozwijające, a indeks MSCI Emerging Markets, przedstawiający zmiany cen akcji w tych krajach, zwiększył o 14,6%.**

Jedną z głównych przyczyn poprawy nastroju na globalnych rynkach akcji były odczyty inflacyjne, które wskazują na słabnącą presję cenową. W październiku ceny w największej gospodarce świata wzrosły o 7,7%, a zatem poniżej oczekiwań ekonomistów, a także niżej niż poprzedni odczyt wynoszący 8,2%. Spadki dynamiki inflacji odnotowała również Europa, gdzie według wstępnych danych, inflacja CPI w listopadzie spadła do poziomu 10,0%, także poniżej poprzedniego odczytu wynoszącego 10,6%.

Zatamianie trendu wzrostowego inflacji ma istotne znaczenie dla rynków finansowych. Wydaje się, że banki centralne będą mogły spowolnić tempo zacieśniania monetarnego, co zostało pozytywnie odebrane przez inwestorów. Nie oznacza to jednak, że banki centralne przestaną podnosić lub wręcz obniżać stopy procentowe, a jedynie możliwość spowolnienia tempa ich wzrostu. Dotychczasowe tempo zacieśniania monetarnego było bardzo wysokie, a wyższe stopy procentowe będą wpływać na gospodarkę w kolejnych miesiącach.

Lepszym nastrojom inwestorów sprzyjały również informacje z Chin. Wydaje się, że władze Państwa Środka są coraz bliżej luzowania podejścia zero-COVID. Zniesienie restrykcji pandemicznych może wesprzeć wzrost popytu krajowego, a tym samym poprawić sytuację gospodarczą drugiej gospodarki świata. Dodatkowo mogłoby to wpłynąć na wzrost popytu na surowce przemysłowe i energetyczne, a tym samym ponownie zwiększyć presję inflacyjną. Dużo zależy od tempa znoszenia restrykcji, jednak wydaje się, że ten proces będzie przebiegać stopniowo w okresie zimowym.

Doniesienia o luzowaniu obostrzeń pandemicznych, spadająca dynamika inflacji oraz słabnący dolar wspierały akcje rynków wschodzących, głównie rynek chiński, gdzie indeks Hang Seng wzrósł o 26,6%. Dobre nastroje panowały również na rynkach europejskich, a indeks Stoxx Europe 600 zakończył miesiąc wzrostem o 6,8%. W tym czasie amerykański indeks S&P 500 zyskał 5,7%, natomiast technologiczny Nasdaq Composite wzrósł o 4,4%. Niższe stopy zwrotu spółek technologicznych, pomimo spadku odczytów inflacyjnych, mogą wynikać z relatywnie gorszych wyników w zakończonym sezonie publikacji za trzeci kwartał. Zyski spółek technologicznych spadły w trzecim kwartale w stosunku do ubiegłego roku, a duży wpływ na to miały m.in. Meta Platforms oraz Alphabet. Po drugiej stronie znalazł się sektor paliw, którego wyniki wzrosły o ponad 100%. Zakończony sezon wyników w Stanach Zjednoczonych można podsumować jako mieszany - zyski spółek z indeksu S&P 500 nieznacznie wzrosły, jednak była to najniższa dynamika od trzeciego kwartału 2020 roku.

## POLSKA

Dobre nastroje panowały również na krajowym rynku akcji. Indeks WIG20 zakończył miesiąc wzrostem o 11,2%. Ceny akcji średnich spółek – z indeksu mWIG40 – wzrosły o 7,5%, a małych spółek – z indeksu sWIG80 – o 7,1%.

Wyższe stopy zwrotu największych spółek wynikają ze wzrostu cen akcji spółek z sektora surowcowego oraz paliwowego, które mają istotny udział w indeksie WIG20. Poprawa nastroju na globalnych rynkach sugeruje również napływ kapitału zagranicznego do najbardziej płynnych spółek pod względem obrotów giełdowych na polskim rynku.

## PERSPEKTYWY

Za nami kolejny wzrostowy miesiąc na rynku akcji. Inwestorzy w listopadzie dyskutowali pozytywne informacje, a nastroje uległy wyraźnej poprawie. Wydaje się, że dynamika inflacji w największych gospodarkach świata hamuje, a banki centralne mogą spowolnić tempo zacieśniania polityki monetarnej. Stopy procentowe najprawdopodobniej pozostaną jednak wysokie na dłużej, a ich wpływ na gospodarkę będzie widoczny w kolejnych miesiącach. To właśnie wyniki publikowane przez spółki w kolejnych kwartatach będą kluczowe dla rynku akcji.



**Kamil Artyszuk**  
Analityk Zarządzający  
Funduszem

## Rynki obligacji

### ŚWIAT

Rynek długu z radością przyjął informacje o kontynuacji tendencji dezinflacyjnych w Stanach Zjednoczonych, co w warunkach powtarzających się sygnałów o pogarszającej się koniunkturze gospodarczej dało „paliwo” do wyraźnego odbicia tej klasy aktywów.

Rynek stwarzał wrażenie jakby chciał rosnąć. Wszelkie informacje choćby były tylko potwierdzeniem wcześniejszych oczekiwań rynku, spotykały się z pozytywnym odbiorem ze strony inwestorów – jak chociażby kwestia zapowiedzianego możliwego spowolnienia tempa wzrostu stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Tak, spowolnienia tempa wzrostu. Stopy dalej będą podwyższane, a zarysowany wcześniej obszar minimalnej restrykcyjności nie zmienił się, to ciągle poziom 5,0%, ale rynek jakby przyjmował to z ulgą. W takim otoczeniu pogłębiło się negatywne nachylenie amerykańskiej krzywej z 43 pb. do 70 pb., sugerując dotkliwą recesję. Z kolei na niemieckich Bundach krzywa odwróciła się po raz pierwszy od upadku Lehman Brothers. Jej nachylenie nie jest duże, krzywa jest dość płaska, ale i tak ma złowieszczy charakter. Jednocześnie spready kredytowe po obu stronach oceanu zawężyły się, co kontrastuje ze zmianami w kształcie krzywej. Spready w segmencie HY od paru miesięcy zawężają się i są w obszarach typowych dla co najwyżej delikatnego otarcia się o recesję. Choć może bardziej niż wysokość spreadów dziwi kierunek ich zmian. Rynek oczywiście chce wyprzedzić przyszłość, ale tym razem może aż za bardzo. Tym niemniej w listopadzie indeksy obrazujące zachowanie się obligacji korporacyjnych zarówno segmentu inwestycyjnego jak i nieinwestycyjnego dawały wysokie stopy zwrotu (od 2,2% na US HY do 3,7% na US IG). Jeszcze lepiej zachowywały się rynki wschodzące, szczególnie w twardej walucie (blisko 7% - oprócz efektu duration, pomogło zawężenie się spreadów), ale także w walucie lokalnej (4,2%).

### POLSKA

Sytuacja na krajowym rynku długu uległa diametralnej poprawie. Indeksy TBSP i ICE BofA Poland zyskały po ok. 7% w ujęciu miesięcznym. Krzywa na całej szerokości przesunęła się dość równomiernie w dół po ok. 170 pb., z lekką tendencją do pogłębienia negatywnego nachylenia.

W efekcie rentowność 10-letnich obligacji spadła w ciągu miesiąca z okolic 8,35% do 6,60% na koniec listopada. Czynniki wpływające na taki stan było co najmniej kilka: oprócz sytuacji na rynkach bazowych i ogólnej poprawy sentymentu na rynku, napędzanej między innymi wiarą w odblokowanie środków z KPO, było wsparcie techniczne w postaci poprawy płynności do czego przyczynia się nie tylko zdjęcie podaży z krajowego rynku długu, ale także zasilenie środkami z odsetek od obligacji WZ czy wykupem obligacji WZ1122. Dodatkowo rynek zaczął wyceniać nie tylko zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych, ale także możliwość redukcji stóp jeszcze w 2024 r., co jest widoczne w spadkach kontraktów FRA. Kierunek dla rynku obligacji zdaje się wyznaczać krzywa IRS. Co ciekawe asset swap (ASW) zawężił się, ale tylko nieznacznie i pozostaje na wysokim poziomie, co jest raczej charakterystyczne dla sytuacji stresowych i ucieczki z polskich obligacji. Możliwym wyjaśnieniem jest zamykanie krótkich pozycji przez inwestorów zagranicznych na IRS'ach, choć nie sposób potwierdzić tej tezy.

Poprawę płynności widać także w odbiciu na obligacjach zmiennokuponowych (WZ), które jeszcze na koniec października wykazywały ekstremalnie wysoki discount margin (DM). Wraz ze zbliżającym się terminem wykupu WZ1122 sytuacja ulegała stopniowej poprawie. W pierwszej kolejności nastąpiło odbicie na krótkich WZ-tkach, być może pod oczekiwany większy popyt ze strony niektórych klientów na najkrótszą WZ-tkę. Następnie w dużo mniejszym stopniu, ale nastąpiła korekta na WZ-tkach nieco dłuższych.

Jak co miesiąc poznaliśmy także opóźnione statystyki MF dotyczące struktury inwestorów. Widoczne jest nieznaczne zmniejszenie zaangażowania ze strony inwestorów zagranicznych na krajowym SPW (uciekł „gorący pieniądź”). Podczas gdy praktycznie wszystkie pozostałe grupy inwestorów, na czele z bankami, zwiększały swoje zaangażowanie. Co ciekawe kupowały także fundusze inwestycyjne, które zmagają się ciągle z odpływami aktywów. Fundusze inwestycyjne ogólnie sprzedawały WZ-tki (prawdopodobnie pod obsługę umorzeń) i krótkie obligacje staokuponowe, a nabywała papiery z dłuższym duration (przy czym nie oferowane na przetargach DS0432, a szczególnie DS1029).

#### **PERSPEKTYWY**

W krótkim terminie czeka nas tradycyjny spadek płynności na rynku pod koniec roku. Brak regularnej aukcji ze strony MF stwarza dobre otoczenie dla rynku. Planowany jest tylko przetarg zamiany oraz mniej popularne obligacje BGK (gwarantowane przez Skarb Państwa).

Zmiany prawne w zakresie wyłączenia z podatku bankowego obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa mogą przyczynić się do zawężenia się spreadu do papierów skarbowych, choć pewnie w przypadku dłuższych papierów taka tendencja może nastąpić później i/lub w mniejszym zakresie z uwagi na ciągle wiszącą podaż w przyszłym roku w tej grupie obligacji. Natomiast odnosząc się do wyników funduszy należy mieć na uwadze, że prawdopodobieństwo powtórzenia tak wysokich stóp zwrotu, jak te na funduszach długoterminowych skarbowych, w równie krótkim okresie, wydaje się być mało prawdopodobne.

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/p\\_PL/dla-ciebie/dokumenty.html#tfi-pprospekty-informacyjne](https://www.allianz.pl/p_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).