

Komentarz miesięczny

Rynek akcji

Trzeci miesiąc z rzędu wzrostów cen akcji

Czerwiec był trzecim z rzędu miesiącem wzrostów cen akcji na większości giełd na świecie. Cały drugi kwartał dla wielu indeksów giełdowych był najlepszy od około 20 lat. W przypadku rynku amerykańskiego nadal największe wzrosty notowały spółki technologiczne – Nasdaq Composite w miesiąc zyskał 6% ustanawiając maksimum wszech czasów. W Europie pozytywnie wyróżniał się rynek niemiecki – indeks DAX zwiększył o ponad 6%. Relatywnie mocno zachowały się rynki wschodzące – MSCI Emerging Markets wzrósł o 7%.

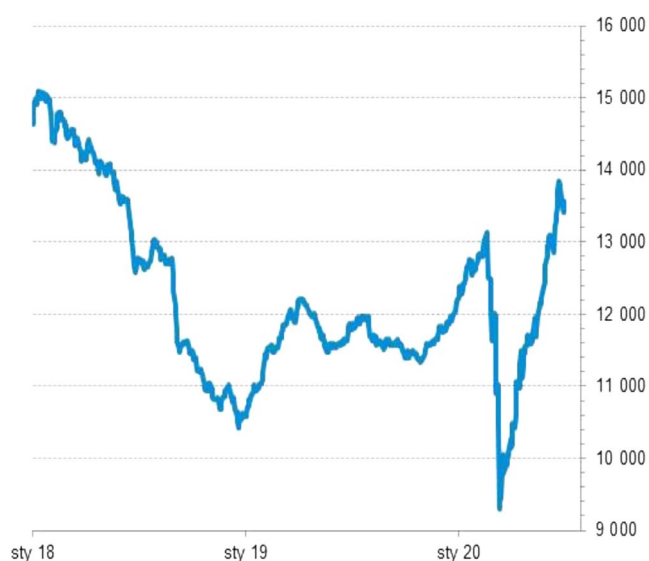
W Polsce prym wiodły małe spółki – sWIG80 zwiększył wartość o blisko 8%, docierając do poziomu najwyższego od ponad 2 lat. Indeksy średnich i dużych spółek zanotowały wyraźnie mniejsze zwyżki – mWIG40 o 3,2%, a WIG20 o 2,1%. Zdecydowanie najmocniejszą branżą była energetyka – indeks sektora wzrósł aż o 33%, na bazie zapowiedzi spółek o wyraźniejszym zwrocie w stronę odnawialnych źródeł energii oraz możliwości wydzielenia aktywów węglowych (kopalni i elektrowni) do jednej spółki kontrolowanej przez Skarb Państwa. Dostatecznie zachowały się spółki surowcowe (WIG Górnictwo +6,1%), z jednej strony dyskontujące ożywienie gospodarcze na świecie, z drugiej – reagujące na zmniejszenie wydobycia metali (miedzi, cynku, srebra) w Ameryce Południowej (ograniczenia w pracy kopalni w związku z koronawirusem). Nieco wyraźniejsze wzrosty zanotowały też banki (WIG Banki +4,6%), nadal jest to jednak zdecydowanie najsłabszy sektor od początku 2020 roku. W czerwcu najsłabiej wypadły spółki chemiczne – przede wszystkim Ciech, który zasygnalizował spadek popytu na szkło (wytwarzane m.in. z sody produkowanej przez tą spółkę) ze strony branży motoryzacyjnej.

Głównym powodem mocnego zachowania rynków akcji w ostatnich miesiącach była bardzo łagodna polityka banków centralnych (zbliżone do zera stopy procentowe i duże wartości skupowanych obligacji rządowych i korporacyjnych) oraz liczone w setkach miliardów dolarów i euro różnego rodzaju rządowe programy wsparcia dla firm i konsumentów. W połączeniu ze znoszeniem większości restrykcji w przemieszczaniu się ludności i funkcjonowaniu firm przełożyło się to również na dynamiczne odbicie wskaźników makroekonomicznych w czerwcu. Najbardziej było to widoczne w indeksach wyprzedzających koniunktury. W strefie euro PMI dla sektora przemysłowego wzrósł do 47,4 pkt (w kwietniowym minimum wynosił 33,4 pkt), w tym we Francji do 52,3 pkt, poziomu najwyższego od lutego 2018 r. W Polsce skala ożywienia także była wyraźna – zwyżka PMI z 31,9 pkt w kwietniu do 47,2 pkt w czerwcu. W Chinach Caixin

Indeks WIG*



Indeks sWIG80



Rynek akcji c.d.

Manufacturing PMI był najwyższy od początku bieżącego roku (51,2 pkt), a w USA, ISM Manufacturing (52,6 pkt) wyznaczył ponad roczne maksimum.

Skala odbicia cen akcji w ostatnich kilkunastu tygodniach jest zaskakująca dla dużej części uczestników i obserwatorów rynku. Warto przypomnieć, że w połowie marca nastroje były zupełnie inne, a wielu ekonomistów ostrzegało przed największą od 90 lat recesją w światowej gospodarce. Tępienie w danych makroekonomicznych za kwiecień było duże, ale ostatnie 2 miesiące wskazują też na dosyć mocne odbicie. Powrót do aktywności sprzed COVID-19 zajmie pewnie kilka kwartałów, ale prawdopodobnie będzie to trwało krócej niż się 3 miesiące temu obawiano.

To, co może budzić obawy w krótkim terminie, to stosunkowo duży optymizm wśród inwestorów giełdowych – ceny wielu akcji prawdopodobnie znacząco wyprzedziły poprawę wyników w spółkach. Poziom wycen jest relatywnie wysoki i wynika głównie z dużej ilości wolnych środków na rynku, „wypychanych” z lokat bankowych i instrumentów dłużnych rekordowo niskimi stopami procentowymi. Widać to w przypadku inwestorów instytucjonalnych, ale również wśród klientów indywidualnych, zarówno w USA, jak i w Polsce. Jak podał Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych w marcu i kwietniu otwartych zostało 47 tys. rachunków maklerskich (wzrost o 3,7%), najwięcej od 10 lat. Znalazło to odzwierciedlenie w mocnym zachowaniu segmentu małych spółek i indeksu sWIG80.

Czynnikiem, który może mieć największy wpływ na koniunkturę w średnim terminie jest polityka banków centralnych. Ewentualne zapowiedzi ze strony FED czy ECB stopniowego zmniejszania sum bilansowych mogą

Indeksy giełdowe**

	2020 YTD	Czerwiec 2020
S&P 500	-3,8%	1,8%
FTSE 100	-18,7%	1,5%
DAX	-7,1%	6,2%
Nikkei 225	-5,8%	1,9%
WIG	-14,3%	3,0%
WIG20	-18,2%	2,1%
WIG20TR	-18,1%	2,1%
SWIG80	11,4%	7,8%
MWIG40	-11,3%	3,2%
Banki	-38,6%	4,6%
Deweloperzy	-13,9%	3,5%
Chemia	-3,9%	-5,1%
Budowlanka	20,9%	3,2%
Energia	-0,2%	33,3%
Spożywczy	-2,5%	0,2%
Informatyka	20,6%	0,9%
Media	-6,2%	-3,4%
Telekomunikacja	-8,2%	0,9%
Paliwa	-21,6%	-2,0%
Surowce	-6,3%	6,1%

doprowadzić do korekty na rynku akcji. Dyżurnym tematem, powracającym co jakiś czas, jest kwestia wojen handlowych. Zaostrzenie retoryki przez USA stanowi potencjalne ryzyko dla obecnych wycen spółek. Na koniec, nie należy też zapominać, że „walka” z koronawirusem jeszcze się nie zakończyła.

Rynek obligacji

Mała stabilizacja

Ostatni miesiąc pierwszego półrocza przebiegał dosyć spokojnie na rynku długu. Jak widać w tabelce obok, zmiany rentowności obligacji rządowych w czerwcu były niewielkie. Było to skorelowane z prowadzoną w tym czasie polityką monetarną. Ostatnie posiedzenia głównych banków centralnych, czy też protokoły z tych posiedzeń, nie dostarczyły nowych istotnych z punktu widzenia inwestorów informacji. Wypowiedzi bankierów wskazywały na chęć utrzymywania niskich stóp procentowych przez znacząco długi okres oraz kontynuację ogłoszonych wcześniej programów skupu aktywów. Jednocześnie kierowano apele do rządów, aby dalej wspierały gospodarki krajowe za pomocą pakietów pomocowych i fiskalnych.

Dzięki współpracy rządów i banków centralnych nastąpiła mała stabilizacja cen długu skarbowego i dalsze zawężenie spreadów kredytowych.

Mimo to, w bieżących publikacjach strategów i ekonomistów, coraz częściej pojawiają się oczekiwania, co do wystramiania się krzywych rentowności. O ile tzw. krótki koniec jest dobrze zakotwiczony, poprzez wspomniane wcześniej deklaracje dotyczące pozostawienia stóp referencyjnych na niezmiennych niemal zerowych poziomach, to na dłuższym końcu stale ciąży presja podaźowa pochodząca z nowych emisji. Można to już było zauważyć na przykładzie polskiej dziesięciolatki, której rentowność w czerwcu wzrosła o 20 pkt. bazowych.

Rynek obligacji c.d.

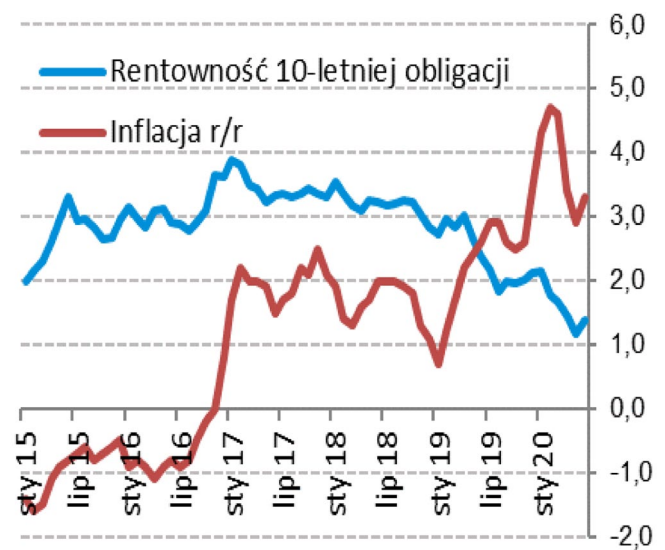
W Polsce, oprócz dynamicznie powiększającego się deficytu budżetowego (na koniec maja wyniósł 25,9 mld zł), na kształtowanie się cen obligacji o dłuższym terminie zapadalności niewątpliwie miały również wpływ anegdotyczne doniesienia o „inflacji paragonowej”. Media załączyły obrazki przedstawiające wydruki z kas fiskalnych z wysokimi cenami usług kosmetycznych, fryzjerskich i restauracyjnych. Ostatecznie tzw. szybki odczyt CPI za czerwiec wskazał na wzrost inflacji miesiąc do miesiąca aż o 0,7%, a rok do roku o 3,3%. Inflacja bazowa z kolei skoczyła do poziomu nie notowanego od 2002 r., tj. do 3,8% r/r. I chociaż nadal analitycy rynkowi prognozują lekki spadek cen w dalszej części tego i na początku przyszłego roku, to mało kto wypowiada słowo „deflacja” w kontekście Polski. Niestety brak konferencji prasowych po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej nie sprzyja lepszemu zrozumieniu decyzji przez nią podejmowanych, ani także nie ułatwia interpretacji procesów inflacyjnych i gospodarczych zachodzących w kraju.

Nadal mamy do czynienia z nadpłynnością w systemie bankowym. O jej ogromnej skali świadczą liczby dotyczące przeprowadzonych emisji 7-dniowych bonów pieniężnych NBP, których zadaniem jest „ściągnięcie” nadmiaru gotówki od banków komercyjnych. Średnia czerwcową z 4 przetargów wyniosła 152 mld złotych. Dla porównania średnia kwota emisji w całym roku 2019 wyniosła 65 mld. Jednocześnie od marca bieżącego roku Bank Gospodarki Krajowej oraz Polski Fundusz Rozwoju wyemitowali łącznie 117 miliardów złotych obligacji „covidowych”. Część z tej kwoty, w operacjach strukturalnych „outright buy”, skupił NBP, co dodatkowo zwiększyło podaż pieniądza w systemie. Banki komercyjne jednak póki co chętniej inwestują w wyżej wymienione bony NBP, obligacje „covidowe” (które oferują wysoką premię do instrumentów rządowych), obligacje skarbowe o zapadalności do 5 lat, czy też w papiery o zmiennym kuponie, niż w aktywa o dłuższych terminach do wykupu. Taka strategia wydaje się roztropna biorąc pod uwagę niepewność związaną z opóźnianą nowelizacją tegorocznego budżetu i co za tym idzie – z poznaniem ostatecznej wysokości potrzeb pożyczkowych państwa.

Jak dotąd, ogłoszona przez Ministerstwo Finansów niewielka podaż obligacji skarbowych na trzeci kwartał, sprzyja posiadaczom długich pozycji. Programy emisyjne BGK oraz PFR są już wykorzystane w ponad połowie. Pojawia się zainteresowanie nimi również wśród inwestorów zagranicznych, a do tego niewykluczone są emisje eurowe, które odciążąby rynek krajowy.

Wobec wszystkich tych czynników i pomimo prognoz ekonomistów, nie należy odrzucać możliwości spadku dochodowości obligacji 10-letnich do poziomu 1,00%. Oczywiście realizacja takiego scenariusza w dużej mierze zależy będzie od rynków bazowych. A propos których... również panuje przekonanie wśród analityków o powolnym wzroście rentowności długich obligacji. Przypomnieć jednak należy, że Fed poważnie analizuje możliwość zastosowania

Obligacje krajowe vs. inflacja*



Krzywe rentowności**

Rentowność	Czerwiec 2020	Zmiana YTD	Zmiana m/m
St. referencyjna NBP	0,10%	-1,40%	0,00%
POL 1YR	0,04%	-0,99%	-0,01%
POL 2YR	0,14%	-1,35%	-0,04%
POL 5YR	0,71%	-1,10%	0,04%
POL 10 YR	1,39%	-0,73%	0,20%
St. efektywna Fed	0,08%	-1,47%	0,03%
US 3M	0,13%	-1,39%	0,00%
US 2YR	0,15%	-1,42%	-0,01%
US 5YR	0,29%	-1,38%	-0,02%
US10YR	0,66%	-1,22%	0,00%
US 30YR	1,41%	-0,92%	0,00%
St. refinansowa EBC	0,00%	0,00%	0,00%
GER 3M	-0,54%	0,16%	-0,02%
GER 2YR	-0,69%	-0,09%	-0,03%
GER 5YR	-0,70%	-0,22%	-0,05%
GER 10YR	-0,45%	-0,27%	-0,01%
GER 30YR	0,01%	-0,34%	0,00%

* Źródło: Bloomberg

** Obliczenia własne na podstawie danych Bloomberg

tzw. kontroli krzywej rentowności na podobieństwo Banku Japonii, a ostatnio również Banku Australii. Dla inwestorów to byłby kolejny istotny „game changer”.

[metlife.pl](https://www.metlife.pl)

MetLife TUnŻiR S.A. jest spółką z grupy MetLife, Inc. wiodącej światowej firmy oferującej ubezpieczenia, renty kapitałowe i programy świadczeń pracowniczych i usługi zarządzania aktywami klientom indywidualnym oraz instytucjonalnym. Poprzez swoje spółki zależne i stowarzyszone MetLife zajmuje czołową pozycję na rynkach w Stanach Zjednoczonych, Japonii, Ameryce Łacińskiej, Azji Wschodniej, Europie i na Bliskim Wschodzie. W Polsce MetLife oferuje szeroki zakres ubezpieczeń na życie, fundusze emerytalne oraz fundusze inwestycyjne.

MetLife Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie i Reasekuracji Spółka Akcyjna,

ul. Przemysłowa 26, 00-450 Warszawa, zarejestrowane przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr. KRS 0000028131; NIP 526-030-50-06; wysokość kapitału zakładowego: 21.490.000,00 złotych, wpłacony w całości; działające na podstawie zezwolenia Ministra Finansów z dnia 30 października 1990 roku. MetLife TUnŻiR S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. MetLife TUnŻiR S.A. jest spółką z grupy MetLife, Inc.