

Komentarz miesięczny

Rynek akcji

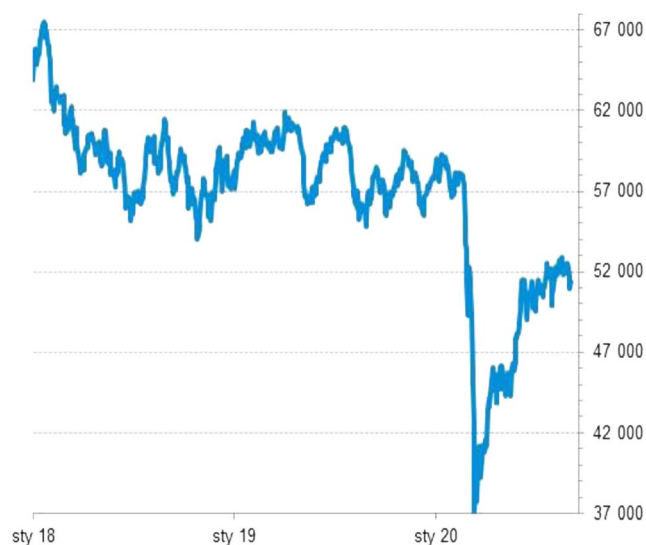
Piąty miesiąc z rzędu wzrostów cen akcji

Sierpień był piątym z rzędu miesiącem wzrostu cen akcji na większości giełd na świecie. Tak długa wzrostowa passa na rynkach nie zdarza się często. Nadal najlepiej zachowywała się giełda nowojorska – S&P500 w miesiąc zyskał 7%, ustanawiając kolejny rekord wszech czasów. Znakomita koniunktura utrzymała się na rynku technologicznym – Nasdaq Composite w sierpniu wzrósł o 9,6% (+72% od dołka z marca br.) i także wyznaczył poziom najwyższy w historii. Indeksy w Europie i Azji zanotowały wyraźne wzrosty, ich skala była jednak mniejsza niż w USA: niemiecki DAX zyskał 5,1%, a japoński Nikkei +6,6%.

W Polsce akcje drożały z wyraźnie większym trudem – główne indeksy zyskały po ok. 2%, nieco lepiej wypadł jedynie mWIG40 (+4%). W ujęciu branżowym nadal pozytywnie wyróżniała się branża surowcowa, przy czym była to zasługa tylko jednej spółki – KGHM, któremu służyły wzrosty cen srebra do 7-letnich maksimów (KGHM jest drugą na świecie firmą pod względem ilości produkowanego srebra). Ponadtoprzejęte wzrosty zanotowały spółki informatyczne i deweloperskie. Pierwsze z nich dyskutowały dobre wyniki za drugi kwartał, drugie reagowały na napływające informacje o powrocie klientów do zakupów mieszkań i rosnącej liczbie udzielanych pozwoleń na budowy domów i budynków mieszkalnych. Trzeci miesiąc z rzędu taniały spółki paliwowe – w ślad za obniżającymi się marżami na przerobie ropy naftowej. Korekta spadkowa wystąpiła w przypadku koncernów energetycznych – inwestorzy zaczęli niepokoić się odsuwającym się w czasie planem restrukturyzacji tych spółek, polegającym na wydzieleniu z nich kopalń oraz elektrowni węglowych i koncentracji na budowie odnawialnych źródeł energii.

Utrzymywanie dobrych nastrojów na rynkach akcji częściowo wynika z dynamicznego odbicia wskaźników makroekonomicznych, ale w dużej mierze jest konsekwencją łagodnej polityki banków centralnych i poszukiwania przez inwestorów alternatyw dla – oferujących zbliżone do zera stopy zwrotu – obligacji skarbowych. W ostatnich miesiącach oprócz inwestycji w akcje widać wzrost zainteresowania lokowaniem środków w złoto (na początku sierpnia cena tego kruszcu osiągnęła najwyższy poziom w historii) oraz nieruchomości. Na rynku akcji najbardziej drożeją spółki, które w sposób bezpośredni bądź pośredni zyskały na pandemii: koncerny farmaceutyczne, biotechnologiczne, firmy zajmujące się handlem internetowym, producenci gier. Wyniki większości spółek w trakcie pandemii wyraźnie się pogorszyły. Świadczy o tym 30% r/r spadek zysków netto firm z indeksu S&P500 w Q2 2020. Kontrastuje to ze wzrostem o 20%, w ciągu ostatnich 12 miesięcy, indeksu S&P500. Analitycy w całym 2020 roku spodziewają się ok. 20% obniżenia zysków spółek i poprawy wyników w 2021 roku o ok. 25%. W oparciu o te szacunki, wskaźnik ceny do zysku na akcję w okresie 12 miesięcy od dziś (P/E 12-month forward) dla indeksu S&P500 osiąga wartości najwyższe od 18 lat.

Indeks WIG*



Indeks S&P500*



Rynek akcji c.d.

Ciekawym zjawiskiem w wielu krajach rozwiniętych gospodarczo jest zwiększenie aktywności inwestorów indywidualnych. Widoczne jest to również w Polsce – w ciągu pierwszych 7 miesięcy 2020 roku, klienci otworzyli 83 tys. rachunków maklerskich (+7% od końca 2019 roku), najwięcej od 10 lat. Znalazło to odzwierciedlenie w mocnym zachowaniu cen akcji małych spółek: od początku bieżącego roku sWIG80 wzrósł o 22%, a indeks rynku pozagiełdowego NewConnect – o 133%. Wartość obrotów, wygenerowanych przez klientów detalicznych na giełdzie (57,8 mld zł), zwiększyła się ponad dwukrotnie w porównaniu z pierwszym półroczem 2019 roku, a na NewConnect wzrosła ponad siedmiokrotnie (7,7 mld zł). W obu przypadkach były to poziomy najwyższe w historii. Inwestorzy indywidualni zdominowali handel na rynku pozagiełdowym – ich udział w łącznych obrotach w pierwszym półroczu sięgnął 93% (na giełdzie zwiększył się o 9 pkt. proc. do 22%).

Czynnikiem, który prawdopodobnie przyciągnie na giełdę kolejną grupę krajowych inwestorów, będą planowane na jesień tego roku oferty pierwotne. Zdecydowanie największą będzie Allegro – wg nieoficjalnych informacji wartość akcji przewidywanych do sprzedaży inwestorom może wynieść ok. 10 mld zł, a wycena całej spółki szacowana jest na ok. 40 mld zł (Allegro w 2019 roku wypracowało ok. 400 mln zł zysku netto). Jeśli te wartości się potwierdzą, będzie to największe IPO w historii warszawskiej giełdy i jednocześnie największa polska spółka notowana na rynku. W krótkim terminie tak duża oferta może wpłynąć lekko negatywnie na notowania na warszawskiej giełdzie – część inwestorów może sprzedawać akcje, aby pozyskać środki na zakup Allegro.

Indeksy giełdowe**

	2020 YTD	Sierpień 2020
S&P 500	8,7%	7,0%
FTSE 100	-21,4%	1,1%
DAX	-2,3%	5,1%
Nikkei 225	-2,2%	6,6%
WIG	-10,7%	2,3%
WIG20	-16,3%	1,8%
WIG20TR	-16,0%	1,8%
SWIG80	22,2%	2,0%
MWIG40	-5,2%	4,0%
Banki	-42,8%	0,7%
Deweloperzy	-9,3%	4,5%
Chemia	-10,4%	-2,3%
Budowlanka	29,2%	1,9%
Energia	-3,0%	-4,4%
Spożywczy	-7,2%	-1,7%
Informatyka	38,6%	6,7%
Media	-3,8%	1,7%
Telekomunikacja	-0,1%	0,6%
Paliwa	-31,3%	-5,2%
Surowce	35,3%	7,8%

Rynek obligacji

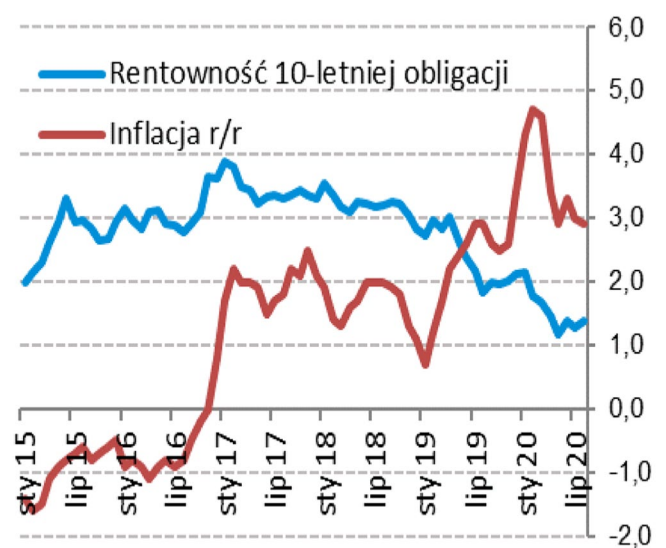
Fed na nowo definiuje cel inflacyjny

Sierpień przyniósł niewielkie zmiany na krzywych dochodowości. Najbardziej, bo o kilkanaście punktów bazowych, wzrosły rentowności obligacji długoterminowych.

Co stało za spadkami cen obligacji, zwłaszcza o terminie wykupu 10 lat i powyżej? Kalendarz spotkań był pusty, jeśli chodzi o typowe posiedzenia kluczowych banków centralnych, podczas których mogłyby zapaść decyzje zmieniające nastroje inwestorów. Rynek był zapoznawany zaledwie z historycznymi już protokołami ze spotkań z poprzednich miesięcy. Zadziały więc inne czynniki. Były to poprawiające się wskaźniki makroekonomiczne, m.in.: rosnące PMI, rewizje w górę odczytów finalnych PKB za 2 kwartał, świetne dane z rynku nieruchomości w USA oraz dosyć często zaskakujące prognozy wyższe poziomu inflacji.

I właśnie ta ostatnia zmienna wydaje się, że mogła mieć najistotniejszy wpływ na kształt krzywych rentowności. Powtarzane zapewnienia bankierów centralnych, że stawki referencyjne nie zostaną podniesione przez kolejne lata oraz trwające hojne programy fiskalne rządów wywołały wzrost premii za ryzyko podwyższonej inflacji. Zmaterializowało się

Obligacje krajowe vs. inflacja*



Rynek obligacji c.d.

Jednocześnie oczekiwanie analityków rynkowych dotyczące modyfikacji w zakresie polityki pieniężnej Fed'u. Podczas wirtualnego sympozjum w Jackson Hole, Jerome Powell – szef amerykańskiego banku centralnego ogłosił nową formułę celu inflacyjnego. Od tej pory będzie go wyznaczać średnia z poprzednich okresów. Takie podejście, przy niskich odczytach inflacyjnych z ostatnich lat, oznacza de facto zezwolenie na „przestrzelenie” wcześniej sztywno i punktowo ustalonego poziomu 2%. Stąd mieliśmy do czynienia z niedźwiedzim wystromieniem (bear steepening) krzywych dochodowości w USA i na innych rynkach bazowych. Jest to sytuacja, kiedy ceny krótkoterminowych obligacji nie zmieniają się wcale lub spadają nieznacznie, a długoterminowe papiery tracą bardziej na wartości.

W kraju doczekaliśmy się w końcu nowelizacji ustawy budżetowej na rok 2020 oraz nowego jej projektu na rok 2021. W obu przypadkach przyjęte założenia w ujęciu nominalnym można było odebrać mocno negatywnie. Pandemia spowodowała, że finanse państwa w 2020 roku nie tylko nie będą zrównoważone, ale deficyt będzie najwyższy w historii i sięgnie blisko 110 mld zł. Tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto mają wynieść 232,6 mld złotych. W przyszłym roku będzie to aż 283 mld złotych. Tym samym do budżetów zostały wpisane wyższe potrzeby pożyczkowe netto odpowiednio 101,3 mld i 113,5 mld. Może to zaskakiwać, biorąc pod uwagę, że rząd spodziewa się dynamicznego odbicia gospodarki w następnych kwartałach i związanego z tym wzrostu dochodów podatkowych. Tymczasem reakcja na te liczby była zaskakująco umiarkowana. Prawdopodobnie wynikało to z kilku powodów, mianowicie:

- 1) otwartego programu skupu aktywów prowadzonego przez NBP,
- 2) wysokiego salda na rachunkach budżetowych wynoszącego 126,5 mld zł. na koniec lipca,
- 3) będącymi pochodną punktu drugiego – niskimi emisjami obligacji skarbowych (głównie w postaci aukcji zamiany),
- 4) wyraźnie mniejszymi podażami quasi rządowych papierów emitowanych przez BGK i PFR oraz 5) rekordowymi napływami środków do funduszy dłużnych w lipcu.

Ciekawostką w ubiegłym miesiącu była informacja o podaży pieniądza M3, która w lipcu zmniejszyła się aż o 5,4 mld zł, chociaż trzeba podkreślić, że rok do roku wzrosła o 16,8%. System bankowy pozostaje więc nadal bardzo nadpłynny, ale

Krzywe rentowności**

Rentowność	Sierpień 2020	Zmiana YTD	Zmiana m/m
St. referencyjna NBP	0,10%	-1,40%	0,00%
POL 1YR	0,05%	-0,97%	-0,02%
POL 2YR	0,13%	-1,36%	0,03%
POL 5YR	0,73%	-1,08%	0,07%
POL 10 YR	1,40%	-0,72%	0,11%
St. efektywna Fed	0,09%	-1,46%	-0,01%
US 3M	0,09%	-1,43%	0,01%
US 2YR	0,13%	-1,43%	0,03%
US 5YR	0,27%	-1,40%	0,06%
US10YR	0,70%	-1,17%	0,18%
US 30YR	1,47%	-0,86%	0,28%
St. refinansowa EBC	0,00%	0,00%	0,00%
GER 3M	-0,56%	0,14%	0,00%
GER 2YR	-0,65%	-0,05%	0,06%
GER 5YR	-0,63%	-0,16%	0,09%
GER 10YR	-0,40%	-0,21%	0,13%
GER 30YR	0,06%	-0,29%	0,16%

* Źródło: Bloomberg

** Obliczenia własne na podstawie danych Bloomberg

zastopowana została silna kreacja pieniądza z jaką mieliśmy do czynienia w Q2 2020. Co to oznacza? Przede wszystkim, że banki udzielają znacznie mniej kredytów obrotowych, inwestycyjnych i hipotecznych, a co za tym idzie, że presja inflacyjna w Polsce może zelżeć w najbliższym czasie. Wstępny szacunek za sierpień wyniósł 2,9% r/r; był zatem niższy od odczytu za lipiec o 0,1%.

Wrzesień oznacza powrót do większej aktywności. Na tę chwilę jednak trudno prognozować, w którą stronę podaży rynek. Wszystkie scenariusze są jednakowo prawdopodobne, włącznie z dalszą konsolidacją/stabilizacją cen na obecnych poziomach.

metlife.pl

MetLife TUnZiR 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 TUnZiR S.A. podlega nadzorowi
Komisji Nadzoru Finansowego. MetLife TUnZiR S.A. jest spółką z grupy MetLife, Inc.