

## OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

### AKCJE

Trwająca już cztery miesiące hossa na obligacjach, także w sierpniu była kontynuowana. Wprawdzie w połowie miesiąca doszło do sporej korekty, która wyniosła rentowności obligacji 10 letnich powyżej 2%, ale potem spadki rentowności nastąpiły ze zdwojoną siłą, co powoduje, że pewnie lada dzień obejrzymy rentowność 10-letniego polskiego długu na historycznie niskim poziomie (1,5%? Niżej..?). W okresie od 30 kwietnia do 28 czerwca rentowność polskich obligacji 10-letnich spadła z 3,01% do 2,39%, a indeks Treasury BondSpot Poland, odzwierciedlający zyski z inwestycji w polski dług skarbowy o stałym oprocentowaniu, urósł aż 1,92% - co daje dwucyfrowe stopy zwrotu per annum. Główną przyczyną okazała się sytuacja na rynkach zagranicznych. Rentowność amerykańskich obligacji 10-letnich kontynuowała spadki, tym razem z 2,50% do 1,47%. Jeszcze pod koniec ubiegłego roku wielu uczestników rynku, w tym niestety autor komentarza, oczekiwało wysokiej inflacji i podwyżek stóp procentowych w roku 2019. Od tamtego czasu nastroje na rynku zmieniły się diametralnie. Inflacja co prawda wystąpiła, ale o podwyżkach stóp nie ma mowy. Pod koniec lata dyskutuje się już głównie o tym, kiedy i o ile stopy Fed zostaną obniżone. Co ciekawe, publikowane dane makroekonomiczne nie wskazują znaczącego spowolnienia w gospodarce USA (PKB nadal 2% wzrostu). Wprawdzie inflacja kształtowała się poniżej celu, niemniej stopa bezrobocia pozostawała blisko najniższych poziomów z ostatniego półwiecza. Z wypowiedzi członków władz banku centralnego wynikało jednak, iż mimo że zakładali oni kontynuację wzrostu gospodarczego, dostrzegali jednak narastające ryzyko niekorzystnego rozwoju wydarzeń. Rynki zinterpretowały to na swój sposób, dyskontując obniżki stóp rzędu 100 punktów bazowych w ciągu kolejnych kilkunastu miesięcy. Inwestorzy w strefie euro również nie mogli narzekać. W przeciwieństwie do USA, spowolnienie w Europie Zachodniej jest faktem, który trudno podważyć i nikt nie oczekiwał podwyżek stóp procentowych. Niemniej w sytuacji uporczywie niskiej inflacji i znaczących ryzyk dla wzrostu gospodarczego przedstawiciele Europejskiego Banku Centralnego również złagodlili swoją retorykę, a prezes Mario Draghi wprost zakomunikował, że brak poprawy sytuacji skłoni władze monetarne do złagodzenia polityki pieniężnej. Ostatecznie rentowność obligacji niemieckich zmniejszyła się w omawianym okresie odpowiednio z 0,01% do -0,67%. A ujemne rentowności długu skarbowego dotyczą takich krajów jak Finlandia, Szwecja, Austria etc. Bąbel spekulacyjny widoczny gołym okiem i tylko patrzeć jak pęknie. Mimo tego kontekstu, hossa na polskim rynku obligacji nadal wydaje się spektakularna. Pewnym wytłumaczeniem może być punkt wyjścia: w ostatnim dniu kwietnia ceny obligacji ukształtowały się na niskim poziomie po publikacji zaskakująco wysokiego odczytu inflacji. Drugim wytłumaczeniem jest ogólnie dobra kondycja gospodarki i w konsekwencji budżetu państwa. Mimo, że na początku przyszłego roku inflacja pewnie sięgnie jeszcze wyższych poziomów, to nie skłoni to Rady Polityki Pieniężnej do podwyżki stóp procentowych. Uwzględniając sytuację za granicą, nie należy spodziewać się obecnie znaczącej przeceny na rynku polskich obligacji skarbowych, ale osiągnięcie stóp zwrotu wyższych niż inflacja staje się wręcz niemożliwe. W tej sytuacji inwestujący w obligacje będą coraz baczniej przyglądać się obligacjom korporacyjnym.

Wskaźnik nastawienia\*:

Akcje spółek polskich	● ● ● ● ●	Akcje spółek zagranicznych
Akcje o dużej kapitalizacji	● ● ● ● ●	Akcje o małej kapitalizacji
Akcje rynków rozwiniętych	● ● ● ● ●	Akcje rynków rozwijających się
Akcje spółek wzrostowych	● ● ● ● ●	Akcje spółek dywidendowych

### OBLIGACJE

Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej wyda zapewne już we wrześniu wyrok w sprawie legalności pewnego polskiego kredytu hipotecznego z 2008 r., który powiązany został ze szwajcarskim frankiem. Gdyby sędziowie w Luksemburgu orzekli na korzyść dłużnika, zgodnie z opinią jaką otrzymali od rzecznika generalnego Trybunału, mogłoby to stanowić precedens prawny, który kosztowałby polskie banki 60 mld złotych – czterokrotnie więcej niż roczne zyski branży. I chyba to jest przyczyną głębokich spadków cen banków na polskiej giełdzie. Wydaje się, że skala tej przeceny jest w niektórych przypadkach absurda. Nie chciałbym snuć teorii spiskowych, ale niedawno KNF ogłosił, że BNP Paribas i duży brytyjski fundusz inwestycyjny Polygon, dokonał sprzedaży „na krótko” dużego pakietu akcji polskiego banku. Sierpniowy komentarz kończyłem zdaniem, które wskazuje, że wyceny spółek w USA zbliżyły się do poziomów z ostatniego krachu. Faktycznie spadki w USA w końcu wystąpiły, ale większość uczestników rynku, a zwłaszcza anglojęzyczne analizy, oceniają, że mogło

● ● ●

## OBLIGACJE

...  
 być to dopiero preludium spadków (Łukasz - dziękuję za link do artykułu wieszczącego dekapitację na rynku akcji :). Byłoby wyjątkowe, gdyby krach nadszedł w momencie kiedy wszyscy się go spodziewają, ale...może tym razem tak będzie? Zapalnikiem może być temat wojny handlowej w której nie widać na razie szans na żadne przełomy, jeżeli już to negatywne (o ile zapowiedziane na początek września amerykańskie cła rzeczywiście wejdą przy podwyższonych stawkach, Chiny zapowiedziały dodatkowe retorsje). Wyraźnie powiedział to prezydencki doradca, P. Navarro, który stwierdził, że jest "mało prawdopodobne, że szybko się coś wydarzy". Polska giełda to „inna bajka”. Zapomniany rynek krajowy, w którym główne dzienniki ekonomiczne zaczynają wiadomości od wycinki puszczy albo od ścieków w rzece. Globalne pieniądze zapomniały o Polsce – hossa w ostatnich latach była przecież globalna. Pozostaje mieć nadzieję, że jak naprawdę znacznie spadać na świecie to tą ujemną korelację dalej zachowamy. W innym wypadku (dotkliwych spadków) może być to ta jedna w dekadzie szansa na zakup akcji których cenę odzyskamy w zysku w ciągu zaledwie kilku lat...

Wskaźnik nastawienia\*:

 Obligacje emitentów  
 posiadających rating inwestycyjny

 Obligacje emitentów  
 nieposiadających  
 ratingu inwestycyjnego

Obligacje emitentów krajowych



Obligacje emitentów zagranicznych

## WALUTY

No i stało się! Cena złota przebiła psychologiczny poziom 1500 dolarów za uncję. Globalne przyczyny wzrostu ceny są znane. Przekroczona została granica, przed którą wydawało się, że istnieją jakieś szanse na zatrzymanie wojny handlowej. W tej chwili wydaje się, że będzie to możliwe dopiero, gdy wyrządzi ona trwałe, poważne szkody globalnej gospodarce, co wspiera scenariusz silnego spadku na rynkach akcji, obniżenia rentowności na świecie do bezprecedensowych poziomów oraz dalszego wzrostu cen złota. Dodatkowym driverem okazało się zniesienie przez Chiny ograniczenia na import kruszcu. Z powodu wprowadzonych ograniczeń około 300-500 ton tego metalu szlachetnego o wartości 15-25 miliardów dolarów nie zostało importowane do Chin od początku maja. Chiński bank centralny od kilku miesięcy ograniczał lub nie przyznawał kwot importowych bankom komercyjnym odpowiedzialnym za import większości złota, które dostaje się do tego kraju. Na wykresie złota pewnie lada dzień obejrzymy jakąś płaską korektę w strefie oporu znajdującej się pomiędzy psychologicznym poziomem 1500 dolarów a kluczowym poziomem 1555 dolarów, będącym onegdaj dolnym ograniczeniem fali spadkowej z 2011 roku, która zakończyła wcześniejszą wieloletnią hossę na tym szlachetnym metalu. W przypadku kolejnego ataku popytu ważne będzie przebiecie wspomnianego wcześniej poziomu 1555 dolarów. Wtedy też bykom może otworzyć się droga nawet w stronę szczytu z 2012 roku na poziomie 1795 dolarów. Za wzrostem ceny złota, tradycyjnie już z pewnym opóźnieniem wystrzeliły ceny srebra. Przed miesiącem cena srebra to było 16.5 USD za uncję a w końcu sierpnia po raz pierwszy od 2 lat przekroczony został poziom 18 dolarów za uncję. Metal, który jest mocno skorelowany ze złotem przyspieszył ostatnio tempo wzrostów goniąc swojego "cenniejszego brata". Zupełnie inna sytuacja jest na rynku ropy i miedzi. Tu także polityka odciska swoje piętno, tyle tylko że w drugą stronę...O formacji głowy z ramionami pisałem w końcu lipca i jeszcze raz ta silna prognoza spadku okazała się trafiona. Cena ropy WTI spadła poniżej poziomu 54 USD za baryłkę, z kolei notowania ropy Brent zeszły do okolic 59 USD za baryłkę. W dół runęły także notowania miedzi, które spadły na najniższe poziomy w tym roku. Zaostrzenie konfliktu handlowego pomiędzy Chinami a Stanami Zjednoczonymi dla wielu inwestorów oznaczało obawy o wyraźniejsze spowolnienie globalnej gospodarki, które niewątpliwie miałyby duży wpływ na popyt na najpopularniejsze surowce, z ropą naftową i miedzią na czele.

Wskaźnik nastawienia\*:

PLN



Waluty obce

## SUROWCE

Poprzedni komentarz kończyłem prognozą wzrostu kursu CHF ponad 4 złote co dość gładko wydarzyło się w ubiegłym miesiącu. Nie widać póki co, żeby trend ten miał zostać odwrócony i nawet jeśli kurs CHF spadłby poniżej 4 złotych to raczej krótkookresowo. Złotówka po prostu nie ma dobrej passy. Nie dość, że nie służy jej sytuacja globalna i ucieczka w złoto, nie służy jej aprecjacja USD, to jeszcze pojawił się odgrzany z nową mocą problem kredytów frankowych. W sądach toczą się sprawy Klientów banków i jedna z nich zaowocowała zapytaniem do Trybunału Sprawiedliwości

...

## SUROWCE

...

Unii Europejskiej. Pojawiły się obawy (moim zdaniem wyolbrzymione), iż dojdzie do masowych unieważnień lub zmian umów, co oczywiście dla samych banków byłoby bardzo kosztowne (akcje), ale i wpływ na dalszą deprecjację złotówki znaczny. Gdyby szukać pozytywów to te odnaleźć można w analizie technicznej - w przypadku EURPLN warto uważnie przyjrzeć się zachowaniu dziennego oscylatora RSI - może on wiele powiedzieć nt. szans rozwinięcia korekty w stronę 4,33, bardzo mało jednak prawdopodobne jest, żeby we wrześniu poziom ten został przebity. W Azji - Bank Chin ustalił kurs juana na 11-letnich minimach w stosunku do dolara. Zaskutkuje to pewnie zaostreniem wojny celnej (Trump już nazwał Chiny „walutowym manipulatorem”), a i będzie argumentem za obniżką stóp procentowych w USA. Mimo wysiłków administracji rządowej USA najbardziej prawdopodobne jest dalsze umacnianie się USD. Wydaje się, że kurs EUR/USD 1:1 (takiego wyniku życzyłem Legii w meczu z Rangers ) nie jest już tak bardzo odległy. Póki co nie zmienił się obraz gospodarki wspólnotowej, a wisi nad wspólną walutą problem wyłonienia rządu we Włoszech. Dla „Londyńczyków” też przykra wiadomość - kurs funta szterlinga spadł do nowego 31-miesięcznego minimum do dolara na poziomie 1,2056 i 23-miesięcznego minimum do euro na poziomie 0,9290 po publikacji nieoczekiwanych danych pokazujących, że brytyjski produkt krajowy brutto skurczył się w drugim kwartale po raz pierwszy od 2012 r. PKB spadło 0,2% kwartał do kwartału, co było poniżej wszystkich prognoz ekonomistów cytowanych przez agencję Reuters, wskazujących raczej na płaski odczyt czyli 0,0%. Nawet do bardzo słabego złotego, funtem handluje się na poziomie jedynie 4,6540 czyli najniżej od stycznia 2018 roku. Wydaje się jednak, że przynajmniej krótkookresowo potencjał dalszej deprecjacji funta się wyczerpał.

Wskaźnik nastawienia\*:

Surowce spożywcze



Metale



**Główny Analityk Phinance S.A. – Marcin Lau**  
**Wrzesień 2019 r.**

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie powinien być on w szczególności rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna ani jako inna podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Skorzystanie z niniejszego materiału jako podstawy bądź przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej następuje wyłącznie na ryzyko osoby, która taką decyzję podejmuje, a Phinance S.A. nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie decyzje inwestycyjne. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem najlepszej wiedzy i opinii autorów na dzień publikacji i mogą ulegać zmianie bez zapowiedzi. W takim przypadku Phinance S.A. nie ma obowiązku aktualizacji tego materiału. Phinance S.A. ul. Ratajczaka 19, 61-814 Poznań.

\*wskaźnik pokazuje ocenę atrakcyjności różnych klas aktywów. Kolorem żółtym oznaczono obecne nastawienie, kolorem szarym zaznaczono nastawienie w zeszłym miesiącu. Im wskaźnik bardziej przeważony w kierunku danej klasy tym wyższa jest ocena jej atrakcyjności.