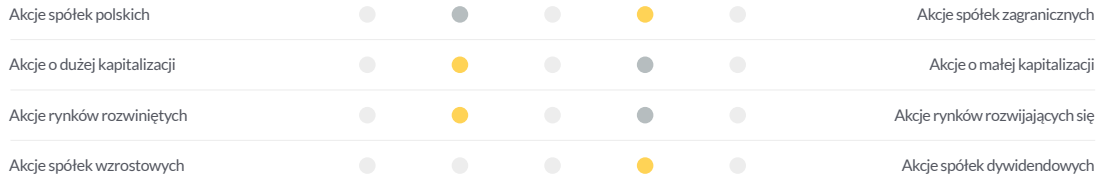


# OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

## AKCJE

Miniony tydzień dla amerykańskiego rynku akcji był najgorszy w tym roku, a polska giełda też rozgrywała wariant zapowiadanej korekty. Giełdowe indeksy, m.in. S&P500, ale również rodzimy WIG20, znalazły się w newralgicznym położeniu. Rynki są o włos od sforsowania barier, które rozdzielają korektę wielotygodniowej zwyżki od trwalszych i poważniejszych spadków. W przypadku S&P500 za złą wróżbę należałoby postrzegać zejście pod 3960 pkt, a w przypadku WIG20 sforsowanie okrągłego poziomu 1800 pkt. Uprzedzając pytanie, kiedy żaby powinny wskakiwać do stawu (w Phinance znana strategia uśredniania cen zakupów na poziomach wsparcia), to bardzo atrakcyjnym poziomem wydaje się poziom 1720 pkt. Gdyby rynek (nie sądzę, żeby to w kolejnych miesiącach nastąpiło) dał szansę zajmowania pozycji przy poziomie 1650pkt uznać należałoby to za szczególną okazję inwestycyjną. W dalszym ciągu, obecne spadki są korektą kilkumiesięcznych wzrostów i raczej przygotowaniem pod kolejną wzrostową falę, która pojawi się wraz z lepszymi danymi o inflacji i z bardziej widoczną perspektywą obniżania stóp procentowych. Na razie predykcja pivotu odsunięta została w czasie, co przecież nie znaczy, że uległa całkowitej dekapitacji. Za wzrostowymi rozstrzygnięciami w dalszej części tego roku przemawiają rewizje szacunków PKB w poszczególnych krajach. Wydaje się, że obecny wariant „miękkiego lądowania” jeśli chodzi o gospodarkę jest najbardziej prawdopodobny. W analizach Goldman Sachs, możemy odnaleźć szacunek spadku EPS (zysku przypadającego na akcję) indeksu S&P500 w 2023 roku do poziomu 11%. To bardzo optymistyczne spojrzenie na możliwości generowania zysków przez amerykańskie spółki (konsensus rynkowy zakłada większe spadki EPS), zważywszy że przecież indeksy mocno spadły z rekordowych poziomów. Względny optymizm widać także w oczekiwaniach wzrostu PKB w kolejnych kwartałach bieżącego roku. Goldman pozostaje zdecydowanie powyżej konsensusu nie prognozując ani jednego kwartału spadku PKB, a najgorszy I kwartał miałby przynieść 0,3% wzrostu ( w kolejnych kwartałach 1,0%, 1,3% i 1,3%). Jeśli prognozy te spełniły by się, to pozostaje jeszcze kwestia ich interpretacji przez inwestorów. Z jednej strony dobre zyski i w tej sytuacji dobre perspektywy amerykańskiej gospodarki to argument za wzrostem cen, z drugiej oddala się perspektywa szybkiego wejścia w cykl obniżania stopy procentowej...W tej sytuacji kluczowe dla cen akcji wydają się dane o inflacji. Wraz z pojawieniem się pierwszych wiosennych jaskółek, które przyniosłyby perspektywę jej spadku, jak to się pięknie wiosennie kiedyś mówiło – „odpalamy wrotki...”

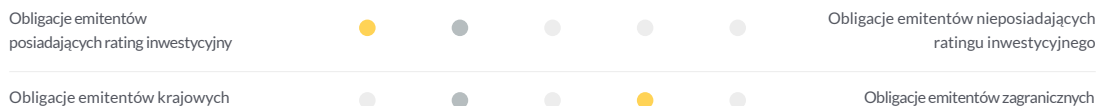
Wskaźnik nastawienia\*:



## OBLIGACJE

Trudno w to uwierzyć, ale jeszcze jesienią ubiegłego roku (czas szybko leci) rentowności polskich skarbówek znajdowały się na poziomie ponad 9%. Podtrzymuję tezę, że długie lata takich poziomów nie zobaczymy. Racjonalnych argumentów za spadkiem rentowności w okolicie 5% już teraz, przy stopie referencyjnej NBP na poziomie 6,75%, nie dostrzegałem miesiąc temu, nie widzę ich także w nadchodzącym miesiącu. Inflacyjna euforia, którą wywołało chwilowe zmniejszenie inflacji, wywindowała ceny obligacji wysoko. Nic dziwnego, że w lutym zgodnie z zapowiedzią zjechaliliśmy „na krechę” z tej górki. Amerykańskie fundusze hedgingowe, które miały największą krótką pozycję netto na amerykańskich obligacjach skarbowych przed posiedzeniem FED, jeszcze raz się nie pomyliły i ceny obligacji spadły. Preferowany przez Fed wskaźnik inflacji, tj. amerykańska inflacja PCE, zaskoczyła mocno w górę, rosnąc w styczniu do 5,4% r/r. Odczyt za grudzień został zrewidowany z 5% do 5,3%. Bazowa inflacja PCE wzrosła do 4,7% wobec konsensusu rynkowego na poziomie 4,3%. Dało to paliwo „jastrzębiom”. Komentując wysoki odczyt inflacji PCE, członkini FOMC, stwierdziła, że amerykański bank centralny będzie musiał bardziej zacieśnić politykę monetarną. Jej zdaniem ryzyka wynikające ze zbyt łagodnej polityki ciągle przeważają nad ryzykami związanymi ze zbyt restrykcyjną polityką monetarną. Uchyliła się jednak od odpowiedzi, czy wyższy odczyt ulubionej miary inflacyjnej Fedu oznacza konieczność podniesienia stóp o 50 pb na najbliższym posiedzeniu (23.03.2023). W jej opinii ważniejszym od skali kolejnej podwyżki jest podkreślenie kierunku, w którym powinna zmierzać polityka monetarna. Jak bardzo ceny obligacji spadły w lutym doskonale obrazują...niemieckie BUNDY, których rentowności osiągnęły najwyższy poziom od 2011r. - który wynosi 2,64% (!!!). Aż trudno uwierzyć, że ten sam instrument finansowy w marcu ubiegłego roku miał...ujemną rentowność (rekordowo wysoką cenę). Na tle obligacji niemieckich, polskie zachowują się bardzo spokojnie a lutowy spadek rentowności można odczytywać jako korektę. Do podejścia w górę polskich rentowności przyczyniła się przecena obligacji skarbowych na świecie. Inflacja może okazać się bardziej uporczywa, co może opóźnić ewentualny cykl obniżek stóp procentowych nawet przez dopingowany wyborczym rokiem NBP. Podtrzymać można predykcję, że stopy powyżej 6,75% nie urosną w tym cyklu. Spread do rynków bazowych, a także brak przekonania, że aktualny poziom stóp będzie wystarczający dla szybkiego obniżenia inflacji w Polsce, rozciąga w czasie zakładany powrót wzrostów cen. Obecne poziomy cenowe jednak, przy założeniu, że w drugim półroczu inflacja zacznie spadać wydają się już atrakcyjne do zajmowania pozycji w rocznym czy dwuletnim horyzoncie.

Wskaźnik nastawienia\*:



# OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

## SUROWCE

Kontynuacja procesu umocnienia dolara oraz wzrostu rentowności obligacji zainicjowanego na początku lutego w dalszym ciągu nie sprzyja metalom szlachetnym kwotowanym w amerykańskiej walucie. Dla złota oznaczało to pozostawanie pod presją podaży ze względu na fakt, że wyższe stopy procentowe kuszą inwestorów do lokowania pieniędzy w innych instrumentach: takich, które przyniosą odsetki. Jednocześnie, potencjał do dalszych zniżek cen złota najprawdopodobniej nie jest duży, ponieważ właśnie takiej retoryki inwestorzy spodziewali się i została już ona godziwie transponowana w cenę. Złoto pozostaje w korekcie fali wzrostowej zapoczątkowanej jesienią. Obecnie cena dociera już do pułapu, który wydaje się okazją cenową. Strefa wsparcia (dawnego oporu) w rejonie 1800 USD, a gdyby doszło do jej rozbicia - poziom 1760 USD za uncję, to poziomy, które jeszcze parę tygodni temu wydawały się pozostającymi w strefie marzeń. Z punktu widzenia zajmowania pozycji idealnie byłoby ten poziom najpierw przetestować, a następnie obronić. Na rynku ropy dane makro sprzyjają stronie podażowej. W opublikowanym protokole z ostatniego posiedzenia, potwierdzone zostało to, czego inwestorzy się spodziewali - a mianowicie, że amerykańska Rezerwa Federalna będzie kontynuować jastrzębią politykę monetarną w celu walki z podwyższoną inflacją. Są ku temu przesłanki, ponieważ rynek pracy w USA radzi sobie relatywnie dobrze, więc nie będzie on powstrzymywał Fed przez bardziej zdecydowanym działaniem. Potwierdzenie jastrzębiego podejścia Fed budzi obawy o stłamszenie popytu na ropę w USA. Tym bardziej, że niski popyt już widać - Amerykański Instytut Paliw podał, że według jego szacunków, w poprzednim tygodniu zapasy ropy naftowej w USA wzrosły aż o 9,89 mln baryłek. To kolejny duży wzrost zapasów ropy w USA (we wcześniejszym tygodniu API oszacowało wzrost o ponad 10 mln baryłek, a Departament Energii aż o ponad 16 mln baryłek) i kolejny wzrost powyżej oczekiwań rynkowych. Rosną zapasy - cena powinna spadać. Warto wspomnieć o dwóch ważnych dla trendów inflacyjnych, ale mniej oczywistych surowcach: pszenicy i gazie ziemnym. Kontrakty terminowe na pszenicę w Chicago zmierzają do piątej z rzędu miesięcznej straty, najdłuższego okresu spadków od dwóch dekad. Jeśli spadną nieco bardziej z obecnego poziomu, to osiągną najniższą cenę od około 17 miesięcy. Ceny gazu ziemnego są blisko 18-miesięcznego minimum (49,55 euro za MWh). I jeden i drugi surowiec jest więc znacznie tańszy niż był na długo przed napaścią Rosji na Ukrainę. Idzie wiosna. Ciepłe dni, więcej słońca (czego bardzo serdecznie Nam życzę)... To oznacza zmniejszenie zapotrzebowania na ogrzewanie w niektórych częściach Europy oraz uzupełnienie już i tak wysokich zapasów gazu. Zapowiadają się więc cieplejsze dni i tańsze bagietki.

Wskaźnik nastawienia\*:

Surowce spożywcze



Metale

## WALUTY

Na eurodolarze obstawiający aprecjację dolara wykazują dużą konsekwencję w realizacji korekty. Kurs wspólnej waluty zmierzał w lutym w kierunku poziomu 1,05. Wraz z przejmowaniem na parkietach akcyjnych kontroli przez sprzedających dolar stopniowo zyskiwał na wartości. EUR/USD w drugiej połowie lutego oderwał się od 1,07 i otworzył drogę do 1,05. Kurs dolara w relacji do złotówki, zdołał oddalić się nieco od 4,50 zł. Nastąpiło też kilkugroszowe umocnienie złotego w relacji do euro. Dość dziwne, że wspólnej walucie nie pomagają powtórzenie przez szefową Europejskiego Banku Centralnego deklaracji, że w marcu stopy zostaną podniesione, a polityka pieniężna będzie prowadzona w taki sposób, by nie tylko sprowadzić dynamikę cen do dwuprocentowego celu inflacyjnego, ale by nadmierna presja cenowa nie powracała. Rynek aprecjonował jednak dolara wyceniając większą wiarygodność, czy też determinację FED. Wystarczyło pojawienie się oczekiwań, że Rezerwa Federalna może powrócić do silniejszych ruchów stóp niż podwyżki o skali 25 punktów bazowych, aby pchnąć USD w górę. Jeśli się tak nie stanie (a zakładam że 23.03 będzie podwyżka o 0,25pkt a nie o 0,50pkt) EURO będzie rosło w siłę. Na początku marca mamy odczyty indeksów ISM odzwierciedlających nastroje w przemyśle (01.03 16:00) i usługach (03.03.2023). W pierwszym tygodniu marca poznamy również dane o inflacji w lutym w Eurolandzie (02.03). Te dane ustawią notowania walut w pierwszej części miesiąca. Zwłaszcza dane o inflacji, jeśli okażą się wyższe od zakładanych w analizach, mogą wydatnie pomóc w aprecjacji wspólnej waluty. Koniec korekty na EUR/USD i powrót do trendu zakładanego w scenariuszu na ten rok (umocnienie EURO) można by obwieścić powyżej wybitego ostatnio zniesienia Fibo 23,6%, czyli powyżej oporu w rejonie 1,07. Złoty w marcu może mieć problem z kontynuacją umocnienia. Kurs euro nowy miesiąc rozpoczyna w okolicy 4,71 i więcej postawiłbym na to że skończy go wyżej. Wśród głównych złotych par walutowych najwięcej przestrzeni do zniżek może być w przypadku GBP/PLN ze względu na słabość brytyjskiej gospodarki. Jeśli nastroje inwestycyjne szybko i radykalnie się nie poprawią, to za bardziej prawdopodobny scenariusz dla EUR/PLN niż spadek pod 4,70 postrzegać będzie trzeba wzrost w kierunku 4,75.

Wskaźnik nastawienia\*:

PLN



Waluty obce




Marcin Lau

Główny Analityk Phinance S.A.

Powyższy komentarz nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku. Został on sporządzony w celach informacyjnych i nie powinien stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Ani autor ich opracowania, ani Phinance S.A., nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie informacji zawartych w niniejszym komentarzu. Kopiowanie bądź powielanie niniejszego opracowania bez podania źródła jest niezgodne z prawem.

Komentarz wyraża wiedzę oraz poglądy autora według stanu na dzień sporządzenia. Został on sporządzony z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autora za wiarygodne.

Inwestycja w fundusze inwestycyjne jest obciążona wieloma czynnikami ryzyka np. między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju i międzynarodową, określonym stanem prawnym i możliwością jego zmian, a także tendencjami zachodzącymi w innych segmentach rynku finansowego (m.in. rynki walutowe, stopy procentowe) czy towarowego.

Żaden fundusz inwestycyjny nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik funduszu inwestycyjnego powinien mieć świadomość możliwości osiągnięcia zysku, ale również poniesienia straty.

Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej zalecane jest zapoznanie się z prospektem informacyjnym danego funduszu oraz kluczowymi informacjami dla inwestorów lub z analogicznym dokumentem, opisującym ryzyka związane z inwestowaniem w dany instrument finansowy.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego komentarza lub jego części bez pisemnej zgody Phinance S.A. jest zabronione.