

# OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

## OBLIGACJE

Rentowność 10-letnich obligacji polskiego rządu sięgnęła w marcu najwyższego od prawie 10 lat poziomu 5,5 proc. Czeskie 10-latków zanotowały najwyższą rentowność od końca 2011 roku (3,98 proc.), a rentowność 10-letnich obligacji rządu Węgier była najwyższą od 2013 roku (6,515 proc.). Rentowność 10-latek Federacji Rosyjskiej stabilizowała się w strefie 13-14 proc. Rentowność 2-letnich obligacji skarbowych USA wyszła na swoje prawie 3-letnie maksimum (2,39 proc.). Podobnie były w przypadku tamtejszych 10-latek, których rentowność przekroczyła na chwilę poziom 2,5 proc.

Przekładając to na wyniki funduszy: te długoterminowych obligacji skarbowych notują dwucyfrowe straty w skali roku, a w dwóch przypadkach przekraczają one 20 proc. (Generali TFI ma dwa spośród trzech najgorszych funduszy obligacji długoterminowych - wg. klasyfikacji Analityczny.pl).

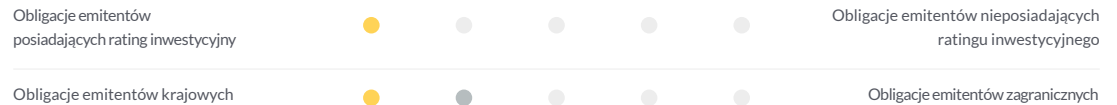
Wyniki funduszy odzwierciedlają to, co zaszło na rynku. Seria DS1030 przez ostatnich 12 miesięcy potaniała z 97,6 proc. do 73,4 proc., czyli o 24,8 proc. (!!!). Kupon rządu 1,25 proc. doprawdy nie mógł ostudzić tej katastrofy.

Zarządzający funduszami nie są całkowicie bezradni, mogą mitygować ryzyko stopy procentowej dobierając papiery o krótszych terminach lub zamiast stałokuponowych papierów wybierać wuzetki (skarbowe oparte o WIBOR) lub inne papiery o zmiennym oprocentowaniu. Dzięki tym zabiegom najlepszy z funduszy jako jedyny stracił przez rok mniej niż 10 proc. (dokładnie - 8,3 proc.). Skala spadków przeraża. Tylko że, analogicznie jak dla akcji, kiedy powinno się kupować? Najlepiej wtedy jak już wydaje się, że nie ma żadnej nadziei. Pora zatem na korekcyjny wzrost cen. Tym bardziej, że coraz bardziej widać wypukłości obligacji stałokuponowych (w pewnych zakresach jak rosną benchmarki to ceny już nie chcą spadać mocno, za to przy każdym cofnięciu rentowności, ceny ochoczo rosną - tylko tak potrafię opisać dosyć zawiłą matematycznie kwestię).

"Czy istnieje jakaś szansa, żeby bezpiecznie schować oszczędności przed skutkami inflacji na rynku dłużnym? Obligacje korporacyjne dają rzeczywistą ochronę przed inflacją, oczywiście pod warunkiem, że ich emitenci okażą się wypłacalni. I tu mamy garść dobrych informacji. Ghelamco (duży gracz na polskim rynku obligacji korporacyjnych) zawarło ostateczną umowę sprzedaży biurowców wraz z pasażem handlowym w kompleksie The Warsaw Hub. Tym samym ich właścicielem staje się Google (niektórzy mówią, że to najlepszy dowód, że wojna do Polski nie dotrze bo Google wie wszystko). Google Poland oficjalnie staje się właścicielem dwóch wież biurowych, pasażu handlowego oraz części podziemnej kompleksu. Wartość umowy to 582,71 mln euro. inwestując blisko 2,7 mld zł w zakup i dalszy rozwój kompleksu biurowego The Warsaw Hub, w samym sercu stolicy. W ten sposób Ghelamco, o które bardziej pesymistycznie nastawieni inwestorzy mogli obawiać się najmocniej, ma rekordowo niski wskaźnikiem zadłużenia i monstrialny zapas gotówki.

Dalej wśród aktywów teoretycznie zabezpieczających przed inflacją mamy: obligacje oszczędnościowe indeksowane inflacją, które od kwietnia zyskują wyższe o 0,5 pkt proc. oprocentowanie. Gest w dobrym kierunku, ale po pierwsze oferta dopiero zrównała się z tą, którą inwestorzy mieli przed obniżką oprocentowania sprzed dwóch lat, po drugie realna strata i tak jest pewna w pierwszym roku inwestycji (oprocentowanie antyinflacyjnych obligacji jest stałe, w okolicach 2 proc.), dopiero w kolejnych latach - jeśli inflacja zacznie spadać - wyniki mogą być satysfakcjonujące. Pozostają więc papiery oparte o WIBOR. Ale tu jest gwarancja, że te skarbowe... nie pokonają inflacji tak długo, jak długo bank centralny będzie prowadził politykę ujemnych stóp procentowych, a w przewidywalnym horyzoncie trudno oczekiwać zmian. Możliwe, że do niej dojdzie, jeśli inflacja zacznie spadać, lecz to kalkulacja oparta na przewidywaniu recesji.

Wskaźnik nastawienia\*:



## AKCJE

Na rynku akcji - czym gorzej tym lepiej. Od dnia inwazji Rosji na Ukrainę WIG20 urosł o 20%. Okazało się, że do wszystkiego można się przyzwyczaić. Rynek nie straszny był COVID, a teraz również wojna.

Rosyjska agresja pojawia się w newsach jednak wkomponowała się po prostu w mainstream jako odległe zagrożenie. Rynek zdaje się traktować zdarzenia w Ukrainie jak film, a nie realną walkę za wschodnią granicą. W efekcie rubel się umacnia, a tak zwany „wolny świat” krok za kroczkiem wraca do „koniecznego biznesu” z Rosją.

Wojna prawdopodobnie potrwa długo, a negocjacje pokojowe będą pewnie dawały raz wzrostowe raz spadkowe impulsy.

Świat finansów jak widać odnalazł się w nowej rzeczywistości bardzo dobrze. Gdyby jednak doszło do jakiegoś pokojowego rozstrzygnięcia, albo przybliżenia tegoż rozstrzygnięcia, w nadchodzącym miesiącu - to obstawiam osobliwy wariant: spadku na rynkach akcji w myśl zasady kupuj plotki, ale sprzedawaj fakty.

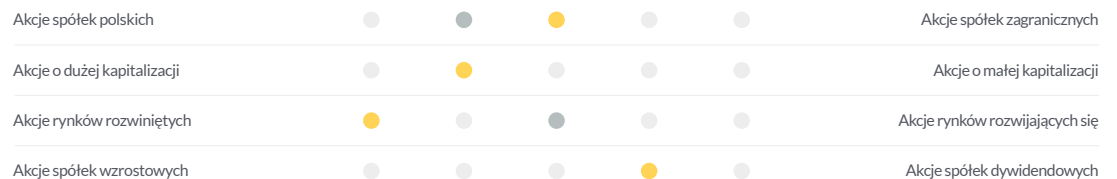
Może wtedy nastąpić okres, w którym na rynek wróci chłodna analiza i większość graczy zacznie dostrzegać małą atrakcyjność akcji w otoczeniu rosnących stóp procentowych i nadchodzącą nieuniknioną falę inflacji będącą pochodną wojny. Ukraina produkowała zboża, które wystarczały na roczne żywienie 600mln ludzi i teraz tych zbóż zabraknie i będzie to proinflacyjny impuls.

W minionym miesiącu uwaga koncentrowała się też na Banku Centralnym USA. W komentarzach anglojęzycznych analityków forsowana jest wersja, że podwyżki stóp w tym momencie gospodarce nie będą szkodzić. Na takim też stanowisku stoi FED. Gdyby zwały klasyczne reguły makroekonomiczne to największe zagrożenie w otoczeniu rosnących stóp, będzie towarzyszyło wycenom spółek technologicznych. Rosnący koszt pieniądza to zwykle problem dla tego sektora, w którym dominują spółki „growth”, a więc ze względu na agresywny model rozwoju posiadające się w dużej mierze kredytem. Gdyby np. NASDAQ zaczął się wyraźnie rozpędzać w górę, sugerowałoby to, że kapitał zaczyna grać na odejście FED od przyjętej obecnie ścieżki w stronę bardziej gołębiej.

Na chwilę obecną rynek porusza się na naruszenie stref oporowych, co widać w przypadku S&P500, NASDAQ oraz Dow Jones. W interesie uczestników rynku próbujących wciągnąć nowy kapitał do gry po długiej stronie, byłoby dołożenie kolejnych punktów i rozbięcie tych stref.

Jesteśmy po okresie uspokojenia, prób prowadzenia negocjacji czy informacji o wycofywaniu się w niektórych miejscach rosyjskich sił (według specjalistów jedynie w celu przegrupowania i z czasem ponownego uderzenia). Jeśli dorzucimy do tego: utrzymującą się narrację jastrzębiej polityki FED, próby przepychania rozliczeń handlu surowcami poza dolarem (z zagrożenie dla petrodolara), docieranie do poziomu 61,8% zniżenia FIBO (2220 pkt) mamy nad rynkiem akcji potencjalną falę spadków.

Wskaźnik nastawienia\*:



# OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

## SUROWCE

Zgodnie z noworoczną obietnicą cytując z literatury, tym razem jak najbardziej pięknej: „Marzę o cofnięciu czasu. Chciałbym wrócić na pewne zostaje dróg w swoim życiu, jeszcze raz przeczytać uważnie napisy na drogowskazach i pójść w innym kierunku.” Emfaticzna ta myśl pasuje do wielu analiz rynkowych i tym razem również do moich przewidywań co do kierunku ruchu cenowego złota. Wygrał scenariusz w którym mniej liczy się złoto jako aktywo na czasy inflacji, tu kapitały finansowe (ciekawe w jakiej części rosyjskie?) preferują kryptowaluty, a dużo bardziej liczy się jastrzębie podejście Rezerwy Federalnej do polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych. W poprzednim tygodniu FED zapowiedział stopniowe, konsekwentne podwyżki stóp procentowych w bieżącym roku, a takie zapowiedzi stanowią wsparcie dla notowań dolara amerykańskiego i jednocześnie, powodują presję na spadek cen złota. Dodatkowo: 25 marca Bank Rosji ogłosił kurs wymiany 5000 rubli za gram, który będzie obowiązywał do 30 czerwca. W sytuacji, w której USD/RUB wynosiłby 100, złoto za ruble można by kupić za równowartość 1550 USD. Przy obecnej cenie USD/RUB 88,9 jest to już 1750 USD za uncję. Nadal więc jest miejsce na arbitraż. Tu więc kryje się najmocniejszy czynnik aprecjonujący w ostatnim czasie rubla a przy okazji deprecjonujący cenę złota. Oczywiście Zachód wiedząc o tym szybko nałożył parę dni temu zakaz zakupu złota od Rosji. Tyle tylko, że dotyczy to tylko "Zachodu". Chińczycy, kraje arabskie, Indie czy kraje Ameryki Południowej nie mają z tym większego problemu i chętnie kupią złota po promocyjnej cenie w rublach. Po wygaszeniu tego arbitrażu cenowego aprecjacja złota wydaje się bardziej prawdopodobna. Niestety prawdopodobieństwo to pewnie po marcu spadło a nie wzrosło. Baryłka ropy West Texas Intermediate przekracza w końcu miesiąca 102,99 USD. Inwestorów niepokoi nasilenie się epidemii Covid-19 w Chinach, co jest dla rynków paliw kolejnym, po wojnie na Ukrainie i niespokojnej sytuacji w Arabii Saudyjskiej, źródłem zmienności notowań ropy. W Chinach wprowadzono blokadę połowy Szanghaju na 4 dni - w ramach walki z Covid-19. Następnie na 4 dni zostanie zamknięta druga część miasta. Analitycy Rystad Energy szacują, że blokada w Szanghaju może wpłynąć na spadek popytu na ropę nawet o 200 tys. baryłek dziennie w czasie obowiązywania ograniczeń w całym miesiącu. Rynek zelektryzowała wiadomość, że rząd USA chcąc obniżyć ceny ropy naftowej, której wysokie poziomy zagrażają koniunkturze gospodarczej w tym kraju i obniżają sentyment konsumentów, zamierza rozpocząć uwalnianie strategicznych rezerw ropy naftowej posiadanych przez Stany Zjednoczone. Te „zamiary” ale nie fakty wystarczyły do przeceny ropy, Rezerwy wynoszą obecnie 568 milionów baryłek, a zgodnie planami Białego Domu dziennie uwalniane z nich ma być przez wiele miesięcy 1 milion baryłek dziennie. Żeby zdać sobie sprawę z wagi informacji to odnotujmy, że w całym 2020 roku USA zużywały 20,54 milionów baryłek ropy dziennie. Gdyby do tego doszło cena ropy powinna wyraźnie spaść.

Wskaźnik nastawienia\*:



## WALUTY

"Rosja nadal bombarduje Ukrainę, ale rynki walutowe wyraźnie się ustabilizowały. Wzrost kursu EUR/PLN pod 5zł okazał się jedynym epizodem i notowania powróciły w okolice 4,70. Dolar wyceniany jest na 4,20 zł. Najbliższe dni obfitować będą w istotne wydarzenia, ale najważniejszym tematem dla inwestorów pozostaje rozpętana przez Rosję wojna. Potwierdziło się też wielkie znaczenie bariery 4,75 zł jako swoistego sufitu dla notowań. Tak długo jak kurs EUR/PLN nie przekroczy jej w sposób trwały, złoty będzie pozostawał na wzrostowej ścieżce.

Na razie trwa stabilizacja, ale zakładam, że dalsze umocnienie jest kwestią czasu i kurs euro powróci na początku drugiego kwartału w kierunku 4,60, czyli tam, gdzie znajdował się w momencie rosyjskiej napaści.

W ubiegłym tygodniu cała seria wypowiedzi bankierów centralnych z USA potwierdziła, że Rezerwa Federalna nieustannie zaostrza kurs. Rynek przyswoił wręcz perspektywę, że w maju i czerwcu stopy procentowe wzrosną nie o 25, lecz o 50 punktów bazowych. Wymowne jest to, że mimo to dolar nie zyskuje wyraźnie do większości walut. A powinien według klasycznych modeli makro. Wystarczy spojrzeć na UE w której mamy inflację w Niemczech na poziomie 7,3% r/r, a więc najwyższą od 1981 roku przy wciąż zerowych stopach ECB (!). Dla porównania ostatni raz przy 7,3 proc. inflacji w Niemczech (w listopadzie 1981 r.), główna stopa procentowa Bundesbanku wynosiła 11,4 proc. Mimo tych dysproporcji kurs w relacji do euro jest stabilny i EUR/USD cały czas ma w zasięgu 1,10. Potwierdza to, że dopóki amerykańskie władze monetarne nie zapowiadają, że znacznie wzrosnie docelowy poziom dla kosztu pieniądza, dopóty euro, a zatem i złoty powinien być w miarę bezpieczny. Z drugiej strony za kilka miesięcy żaden bank centralny gospodarki rozwiniętej nie będzie miał wyższych stóp niż Rezerwa Federalna. To atut dolara, który ograniczy pole do jego korekcyjnej przeceny. Skłaniam się ku prognozie, w której USD/PLN spadnie w najbliższych miesiącach poniżej 4,00 zł, głównie za sprawą odrabiania strat przed złotego, nie zaś odwrotu od amerykańskiej waluty."

Wskaźnik nastawienia\*:




Marcin Lau

Główny Analityk Phinance S.A.

Powyzszy 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.