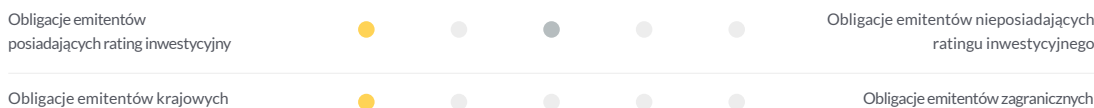


OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

OBLIGACJE

Na rynku obligacji skarbowych stałokuponowych mocna huśtawka nastrojów. Czerwiec rozpoczął się traumą po jastrzębim hołubcu głównych banków centralnych, wzrostem oczekiwań dotyczących skali przyszłych podwyżek stóp i wzrostem rentowności obligacji na świecie do nowych lokalnych szczytów. Polski rynek ochoczo przystąpił do śrubowania rekordów rentowności, a co za tym idzie generowania gargantuicznych strat funduszy budowanych na stałokuponowych skarbówkach. Dość powiedzieć, że 10Y Poland z rentowności 6,55% wskoczył w trakcie miesiąca na 8,18%. Jak tylko jednak, nawet chwilowo, górę biorą obawy o to, że szok surowcowy i radykalne zacieśnienie monetarne nieuchronnie wepchnie światową gospodarkę w recesję – obligacje wykonują nagły zwrot. Duża zmienność powoduje, że notowania funduszy obligacyjnych skarbowych zmieniają się w tempie charakterystycznym dla funduszy akcyjnych... Doszliśmy do miejsca w którym każde ewentualne złe dane krajowe (produkcja, zatrudnienie, płace, sprzedaż detaliczna), sugerujące, że gospodarka zaczyna hamować, będą działać na korzyść obligacji, a każde dobre odwrotnie...W lipcu zapewne nic się nie zmieni i pierwszoplanowe będą informacje nt. perspektyw inflacji, wzrostu gospodarczego i stóp procentowych, determinujące trend na globalnych rynkach. 1 lipca rozpoczniemy wstępną inflacją CPI i indeksem PMI za czerwiec. Spodziewam się kolejnego mocnego wzrostu CPI do 15,5% r/r (z 13,9% w maju) do czego przyczyni się mocny wzrost cen paliw (niemal 10% m/m) i spory wzrost cen żywności. Polski PMI zapewne znowu spadnie (prognoza 47,0), podobnie jak indeksy w innych krajach UE, zapowiadając dalsze hamowanie aktywności w przemyśle. Kluczowym pozostaje pytanie do jakiego poziomu wzrosną stopy procentowe i kiedy skończy się cykl podwyższania. Spóźniona RPP rozpoczęła cykl podwyżek w październiku 2021 r. Od tego czasu stopa referencyjna wzrosła z 0,1 proc. do 6 proc., co przełożyło się na około 100% wzrost rat kredytów. Konsensus rynkowy zakłada podwyżkę o 75pb w lipcu (obstawiam 100pb) i jeszcze dwie po 50pb (wrzesień, październik). Poziom docelowy wypadnie więc gdzieś w okolicach 8%, ale nie brak takich, jak ekonomiści Bank of America, którzy poziom docelowy dla stopy referencyjnej estymują na 9-10 proc. Narodowy Bank Węgier, który rozpoczął cykl podwyżek wcześniej, bo już w czerwcu 2021 r. podniósł właśnie stopę o 185pb (!) a miało być 50pb...Co ciekawe inflacja na Węgrzech jest niższa niż w Polsce (w maju 10,9 proc. w Polsce 13,9%). Uczestnikom funduszy obligacyjnych skarbowych trzeba życzyć, żeby RPP, będąc w poszukiwaniu straconego czasu, nie zadziałała zbyt ambitnie, chcąc dorównać węgierskiej fantazji.

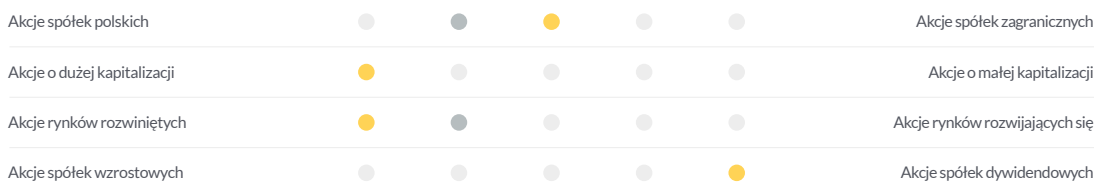
Wskaźnik nastawienia*:



AKCJE

„A kto umarł, ten nie żyje...” – cytat z obchodzącego za parę miesięcy 30 lecie premiery filmu należącego do klasyki polskiego kina, bardzo pasuje do kondycji polskiej giełdy. Wyczekiwanie na nieuniknioną recesję i próba oceny jej wpływu na zyski polskich spółek znajdują odzwierciedlenie w kursach giełdowych. Zagrożeń dla kondycji spółek nie brakuje. Będący na pierwszej linii ekonomicznego frontu Doradcy PHINANCE, widzą jak hamuje akcja kredytowa. Po latach prosperity trzeba się przygotować na ciężki czas. O dziwo, załamania na rynku kredytowym nie widać w danych o produkcji budowlanej. W maju nastąpił jej wzrost z 9,3% r/r do 13,0% r/r, podczas gdy konsensus rynkowy zakładał, że utrzyma się kwietniowa słabość (mediana prognoz na maj wyniosła 8,0% r/r). Najbardziej zmiennym składnikiem produkcji budowlanej jest budowa budynków, a ta w maju pokazująca dynamikę roczną +34,7% (!!!) i dodała o 3,5 pkt. proc. więcej niż w kwietniu do wzrostu produkcji budowlanej ogółem. Tak jak i w kwietniu, o wiele bardziej rosta aktywność w ramach prac remontowych (+28,7% r/r) niż w ramach projektów inwestycyjnych (+3,6% r/r). Majowy odczyt zaskoczył w górę, ale któż z Was, najlepszych w Polsce „kredytowców”, nie spodziewa się znacznego spowolnienia w sektorze, biorąc pod uwagę ograniczenia podażowe (w zakresie materiałów budowlanych i siły roboczej) oraz bardzo prawdopodobny zmniejszony popyt mieszkaniowy? Średni wzrost produkcji budowlanej w III kw. br. może być już poniżej 10% r/r a w IV kw. poniżej 5%. Tym bardziej, że jak się pogrzebie w danych to widać, że w sektorze mieszkaniowym nadal dużo projektów się kończy, ale mało zaczyna... Strumień nowych pozwoleń na budowę pozostaje silny (ok. 2% powyżej bardzo wysokich odczytów sprzed roku), ale najwyraźniej deweloperzy i osoby prywatne decydujące się na budowę domu w zderzeniu z wysokimi i dalej rosnącymi kosztami materiałów budowlanych i kredytu dość często wybierają wstrzymanie prac. Będzie to sprzyjać hamowaniu produkcji budowlanej. A od niej ponoć wszystko się zaczyna...Rynek akcji nie ma zbyt wielu argumentów za wzrostami, ale z jakiegoś powodu, nie chce też pogłębić rocznych dołków. Stare prawidło maklerskie mówi, że jak nie chce spaść, to urośnie...Byłby to jednak zaskakujący scenariusz, biorąc pod uwagę otoczenie podnoszenia stóp, silnego dolara i widmo trudnej do oszacowania recesji.

Wskaźnik nastawienia*:



OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

SUROWCE

„Nie oszukujmy się, ta zima będzie bardzo trudna. Apelujemy do naszych klientów, abyśmy przede wszystkim oszczędzali energię, żebyśmy nie mieli problemów z niedoborem ciepła, energii elektrycznej w zimie” – powiedział prezes PGE Wojciech Dąbrowski. Trzeba przyznać, że brzmi to katastroficznie... Agresja na Ukrainę spowodowała wzrost cen paliw, co przekłada się na ceny końcowe. Polska i świat znalazły się w trudnej sytuacji kryzysu energetycznego, z którym nie mieliśmy do czynienia od co najmniej 40 lat. Po stronie przyczyn mamy Rosję, która doprowadziła do ograniczenia dostaw gazu do Europy. Polska honorowo, sama zrezygnowała z importu węgla z kierunku kraju agresora. Szczególnie na wschodnich terenach Polski ma to duże znaczenie, bowiem historycznie wiele elektrociepłowni korzystało w jakiejś mierze z węgla właśnie z tego kierunku. I tak o to mamy cenowe szaleństwo na węglu, interwencję państwa, a węglarze z filmu „Miś” uchodzili by dziś za bogatych ludzi...Notowania ropy naftowej po krótkiej korekcie i chwilowym zejściu poniżej 100 USD za baryłkę powróciły do wzrostów docierając do 110 na WTI. Do znanych kłopotów dołączyły tym razem zakłócenia w dostawach surowca m.in. z Libii i Ekwadoru. Libijska państwowa firma naftowa National Oil Company (NOC) poinformowała, że może zawiesić eksport ropy z Zatoki Syrty, w ciągu najbliższych 3 dni w związku z pogłębiającym się kryzysem politycznym. Z kolei w Ekwadorze wydobywanie ropy prawdopodobnie zostanie wstrzymane całkowicie w ciągu 48 godzin, jeśli nadal będzie dochodzić do blokad dróg i niszczenia szybów naftowych w ramach społecznych protestów antyrządowych. Produkcja ropy w Ekwadorze spadła o ponad 50 proc. poniżej średniej 520 tys. baryłek dziennie, jakie produkowano przed wybuchem protestów, a 1.176 szybów naftowych zostało zmuszonych do zaprzestania produkcji. Każde wstrzymanie dostaw ropy będzie pchało cenę w górę, a już teraz sytuacja jest napięta z powodu rosnącego popytu na ropę po pandemii Covid-19 i zakłóceń w dostawach ropy z Rosji. Zbliża się comiesięczne spotkanie OPEC+, na którym zapadnie decyzja o dostawach ropy od tej grupy producentów. Na rynku paliw musiałyby pojawić się więcej baryłek ropy, aby ceny tego surowca znacząco i stale spadały. Perspektywa dostaw większej ilości ropy od dwóch kluczowych producentów surowca w OPEC wydaje się tymczasem ograniczona. Prezydent Francji Emmanuel Macron przekazał prezydentowi USA Joe Bidenowi, że Arabia Saudyjska i Zjednoczone Emiraty Arabskie (ZEA) obecnie już pompują prawie tyle ropy, ile mogą. Prezydent USA Joe Biden ma udać się w przyszłym miesiącu na Bliski Wschód, aby rozmawiać o dostawach ropy w celu okiełznania rosnących cen tego surowca. Na spadek ceny nie trzeba było za to namawiać miedzi. Ten ważny dla notowań polskiego KGHM surowiec, przez ostatnie trzy tygodnie notowała dynamiczną przecenę. W rezultacie, notowania zmniejszały się z poziomów przekraczających 4,50 USD za funt do obecnego rejonu 3,73 USD za funt. Za większość z tych zniżek odpowiadają oczekiwania spowolnienia gospodarczego, które niewątpliwie wpłynęły na popyt na miedź. Analitycy wskazują, że za spadek ceny miedzi odpowiada też...szybkie zakończenie strajku w spółce Codelco – chilijskim gigancie, będącym największym producentem miedzi na świecie.

Wskaźnik nastawienia*:

 Surowce spożywcze  Metale

WALUTY

Jak widać na przykładzie mijającego miesiąca pole do umocnienia złotego jest mocno ograniczone. Najbardziej prawdopodobne jest utrzymanie EURPLN w pobliżu 4,70 i ewentualnie próby wybicia w górę w przypadku pogłębienia globalnej awersji do ryzyka. Kluczowym dla kursu walutowego będzie (tak jak dla obligacji) zarówno tempo podnoszenia stóp procentowych jak i skala. Zależność ta jest dwukierunkowa - kurs walutowy (tzw. pass-through) wpływa przeciwieństwo na inflację a w efekcie stopy procentowe. Kolejny z Banku Pekao oceniają, że słabszy złoty podbija inflację o 0,3-0,4 pkt proc. Te 0,4 pkt proc. oznacza konieczność podwyżek stóp o 1 pkt proc. Ważnym elementem scenariusza stóp procentowych w Polsce są perspektywy polityki pieniężnej prowadzonej przez główne banki centralne, tj. Fed oraz EBC. RPP podejmując decyzje dotyczące wysokości stóp procentowych, musi brać pod uwagę różnice pomiędzy ich poziomem w Polsce oraz w USA i strefie euro. Wspomniany dysparytet stóp procentowych może poprzez przepływy kapitału spekulacyjnego, a w konsekwencji kanał kursu walutowego wzmacniać lub osłabiać efekty polityki pieniężnej prowadzonej przez RPP. Wydaje się jednak, że nawet jakaś zaskakująco wysoka ewentualna podwyżka stopy procentowej, nie spowoduje silnego umocnienia złotówki. Reakcją na nieoczekiwaną podwyżkę na Węgrzech (opisaną przy obligacjach) widać było na rynku walutowym właściwie przez chwilę...Forint umocnił się względem głównych walut o 1%...Konstatując, dopóki mamy jastrzębi FED i globalną awersję do ryzyka, dopóty liczyć się trzeba ze słabą złotówką. Wypatrując, póki co mglistych, argumentów za złotówką, to można by zaryzykować, że takim aprecjacyjnym czynnikiem mogłaby być przegrana PiS w wyborach i np. zapowiedź wejścia do strefy EURO (ale tu chyba się mocno rozmarzyłem w czerwcowym letnim upale).

Wskaźnik nastawienia*:

 PLN  Waluty obce


Marcin Lau

Główny Analityk Phinance S.A.

Powyszy 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.