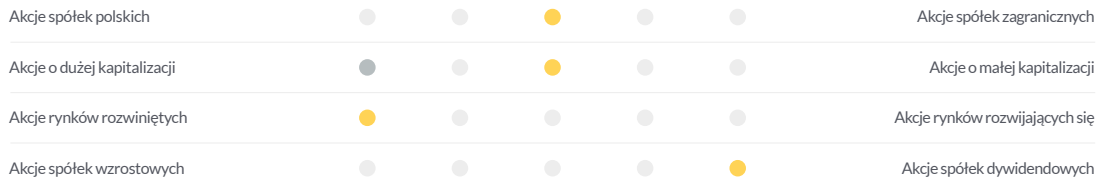


# OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

## AKCJE

Polski rynek kapitałowy, kolejny miesiąc (rok, dekadę...) znajduje się w czarnej otchłani. Gdzie szukać wyjątkowej słabości polskich akcji? Ekipa będąca przy władzy znalazłaby wytłumaczenie: albo Covid albo agresor Putin. W moim przekonaniu polskie akcje są na tle światowych, ale także europejskich rynków wyjątkowo nieatrakcyjne bo oprócz ogólnoswiatowych problemów inwestorzy zachodni biorą pod uwagę, ryzyko kuriozalnych pomysłów politycznych decydentów w kraju nad Wisłą. Jak w kontekście atrakcyjności akcji spółek z WIG20 można ocenić wypowiedź rzecznika rządu Piotra Mullera: „Trwa analiza, jeśli chodzi o kwestie związane z możliwym dodatkowym opodatkowaniem niektórych obszarów, nie tylko spółek Skarbu Państwa, ale generalnie podatkiem od zysków nieproporcjonalnych”...? Idee zawarte w powyższym cytacie są zbieżne z doktryną gospodarki socjalistycznej, ale niekorzystne dla wyceny spółek giełdowych. Straciliśmy zatem kolejny miesiąc, w sumie dobrej koniunktury na rynkach globalnych (S&P 500 odbił prawie 10%). Na świecie bowiem wygrał zapowiadany scenariusz zakupów pod...recesję. Rynki tak przyzwyczyły się do taniego pieniądza, że każde złe dane makro albo wypowiedź szefa FED nawet leciutko sugerująca wycofanie się z planowanych podwyżek wywołuje fale optymizmu. Kolejny miesiąc też pewnie będzie pełen wyczekiwania na słabe dane makro (bo te powodują wzrosty), a słowa „recesja” „stagflacja” będą odmieniane przez wszystkie przypadki. Wydarzeniem na polskim rynku kapitałowym była lipcowa fużja PKN Orlen i Lotos. W związku z połączeniem spółka z Płocka wyemituje 198 738 864 akcji serii E. Zgodnie z przegłosowanym parytetem za jedną akcję Lotosu każdemu z jej posiadaczy zostanie przyznane 1,075 akcji emisji połączeniowej Orlenu. Tak skończy się 17 letnia giełdowa historia spółki Lotos, która w stosunku do ceny emisyjnej w 2005 roku przyniosła 163% zysku. Dziś mamy zapowiedź, że także PGNiG mógłby przez ORLEN zostać wchłonięty i to pcha kurs 13% w górę. Sanah w swoim kolejnym przeboju śpiewa nam: „Moja Mama mówiła ostatnia umiera nadzieja”. I tego się trzymajmy. Może inwestorzy zarządzający globalnym pieniądzem kupią polskie akcje, nie bojąc się kolejnych wystrzałowych pomysłów rządu. Sesja kończąca lipiec (ponad 3% wzrostu) tę wydawałoby się absurdalną nadzieję czyni realną.

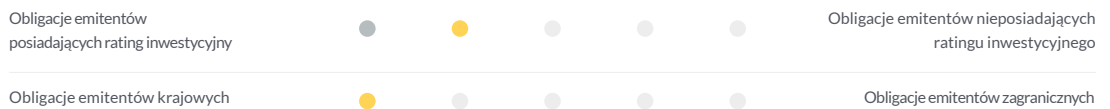
Wskaźnik nastawienia\*:



## OBLIGACJE

Lipcowy spadek rentowności obligacji skarbowych stało-kuponowych był spektakularny. Dość powiedzieć, że fundusz Rockbridge Obligacji 2 (fundusz o największej ekspozycji na ryzyko stopy procentowej) zyskał w miesiąc 18,28% (!!!). Na taki wzrost cen obligacji nałożyła się wcześniejsza za mocna i pchana umorzeniami funduszy obligacyjnych przecena i wyraźna zmiana w retoryce organów NBP. Ziścić się zakładany scenariusz, że będziemy mieli okres w którym inflacja będzie dalej wysoka (wstępny odczyt za lipiec 15,5% identyczny z czerwcowym), stopy procentowe będą wyraźnie niższe (obecnie 6,5% a docelowo góra 7%), a rentowności obligacji jeszcze pod rentownościami stopy procentowej (obecnie 5,5% a docelowo 4,5%-4,8%). Wydaje się, że wygra koncepcja w myśl której NBP ze swoim zbrojnym ramieniem w postaci RPP odpuszcza inflację, uznając, że ta kiedyś do tych 4-5% spadnie, a na świecznik zostanie wystawiona walka z recesją. W ten sposób wrześnieowa podwyżka stopy może być kończąca cykl. Rentowności będą spadały pod wpływem rosnących obaw stagflacyjnych, tak jak to miało miejsce w USA gdzie do spadku rentowności przyczynił się gorszy od oczekiwań odczyt amerykańskiego PKB za II kwartał. Spadek rentowności POLAND10Y być może nawet w okolice 4%, nastąpi pewnie wcześniej niż zmiana kierunku w polityce monetarnej (obniżka stóp procentowych), która póki co jest zapowiadana na drugą połowę 2023 roku (prezes Głapiński) lub 2024 (premier Morawiecki). Ci którzy nie zdążyli kupić funduszy obligacyjnych opartych o stałokuponowe obligacje, muszą mieć nadzieję, że ceny obligacji nie wykonają całego ruchu (spadek z 8.18% na planowane 4%) w dwa miesiące i że wrócą jeszcze powyżej 6%. Korekta po takich wzrostach jest bardzo prawdopodobna. W kontekście znaczącego polepszenia się perspektyw dla tych obligacji, znacznie mniej atrakcyjne stają się obligacje korporacyjne. Pogorszenie w realnej gospodarce może powodować kłopoty ze spłaceniami ustalanych na inflacyjnej górze oprocentowania obligacji, wzrosnie też ryzyko kredytowe samych działających w realnej gospodarce podmiotów.

Wskaźnik nastawienia\*:



# OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

## SUROWCE

Notowania złota po zejściu na roczne minima, w końcu ruszyły w górę, choć zapewne skończą miesiąc na minusie. I będzie to czwarty pod rząd miesiąc spadków. Tak jak wcześniej w dół cenę złota pchał umacniający się dolar tak w samej końcówce miesiąca pomogło mu jego osłabienie. Mimo kolejnej podwyżki stóp przez Fed i zapowiedzi jastrzębiego podejścia do polityki monetarnej w kolejnych miesiącach, inwestorzy retorykę Powella odebrali jako bardziej ostrożną od oczekiwań – co wywarło presję spadkową na notowania amerykańskiego dolara. Kropką nad „i” okazały się dane z końcówki miesiąca pokazujące ujemną dynamikę PKB w USA, które tym bardziej wskazały na możliwy scenariusz większej zachowawczości Rezerwy Federalnej w kwestii podwyżek stóp procentowych w kolejnych miesiącach. Te informacje pozytywnie wpłynęły na złoto, które notuje największy przebieg optymizmu od połowy maja br. Jeśli założymy powrót dolara na aprecjacyjną ścieżkę, to niestety cena złota może powrócić do spadków. Argumentem za złotem jest ewentualny powrót narracji w której jawi się ono jako aktywo dobre na czas inflacji. Potencjalny zasięg odbicia bardzo dużego spadku ceny to 1780 USD za uncję a 1850 USD to byłby plan raczej na parę miesięcy. Cena ropy w lipcu spadła w końcu poniżej 100 USD (co wydatnie pomogło polskiej inflacji która dzięki temu nie ustanowiła kolejnego rekordu). Bardzo niepokojące jest jednak to, że w Stanach Zjednoczonych gwałtownie maleją zapasy ropy. W ubiegłym tygodniu spadły one o 4,52 mln baryłek, czyli o 1,1 proc. do 422,09 mln baryłek. Komentarze Powella (komentarz przy innych klasach aktywów) złagodziły niektóre obawy inflacyjne, poprawiając ogólny apetyt inwestorów na ryzykowne aktywa, w tym ropę. Malejące zapasy plus nadzieja na gładkie przejście przez recesję mogą cenę ropy skierować znów powyżej 100USD.

Wskaźnik nastawienia\*:

Surowce spożywcze



Metale

## WALUTY

Na rynku walutowym mamy historyczne wydarzenie, o którym będziemy - wnukom opowiadać. Ostatni raz taka sytuacja miała miejsce 23 lata temu czyli...pokolenie temu. Parytet został złamany! Euro było wcześniej słabsze od dolara tylko jako niewidzialna waluta. Trwało to przez trzy lata, gdy nie było jeszcze monet i banknotów nowej waluty, a euro wykorzystywano tylko do celów rozrachunkowych. Kurs EUR/USD zszedł nawet na króciutko (parę minut) poniżej psychologicznej bariery 1,0000. O skali zmian na rynku walutowym może świadczyć to, że w 2008 r. kiedy euro było rekordowo silne wobec dolara, relacja na tej najważniejszej parze walutowej wynosiła 1,6. Tak silnego euro długo nie zobaczymy (może też trzeba będzie pokolenia...). Najnowsze perspektywy dla euro nie są dobre. Powody są przynajmniej dwa: kłopoty z dostawami rosyjskiego gazu do Europy a także dysparytet stóp procentowych pomiędzy USA i strefą EURO. Parytet na razie został jednak wybroniony. Gdyby obecny sentyment utrzymał się najbliższym czasie, poziom 1,0215 powinien być traktowany jako krótkoterminowy opór. Z kolei gdyby został on przekroczony, notowania miałyby szansę na atak nawet strefy oporowej przy 1,0360. Długoterminowy trend na EUR/USD pozostaje spadkowy. I nie zdziwiłbym się gdybyśmy dłuższy czas oglądali wartości na najważniejszej parze walut poniżej 1. Złoty, tak jak giełda, pozostaje słaby. I tak jak bijąca po oczach jest słabość polskiej giełdy na tle rynków światowych, tak widoczna jest też słabość polskiej waluty. I to nie tylko w parze z najważniejszymi globalnie walutami, ale także na tle walut regionu. I podobnie jak dla notowań polskich spółek, uzasadnieniem jest utrata zaufania inwestorów zagranicznych z powodu proinflacyjnych niezrozumiałych decyzji rządu będących w kontrze do zacieśniania polityki pieniężnej. Dowodem czeska korona. Choć w Czechach inflacja jest jeszcze wyższa niż w Polsce aprecjonowała ona do złotówki o 8%. W lipcu mieliśmy też maksimum z ostatnich 52 tygodni na parze USD/PLN - 4,85 zł. W ciągu 12 miesięcy osłabienie złotego do dolara sięga już ponad 20%. W ten sposób poprzez inflację ale także słabość złotówki płacimy wszyscy za lata jak kto woli – społecznej sprawiedliwości lub też jak mówią inni socjalnego rozdawnictwa. Czy złoty nadal będzie bardzo słaby? Krótkoterminowe perspektywy dla polskiej waluty są złe. Tym bardziej, że ostatnie działania RPP nie spełniły oczekiwań rynku (RPP podniosła stopy jedynie o 50 punktów bazowych, podczas gdy oczekiwania kształtowały się na poziomie 75 pb, bądź więcej). Dodatkowo, wypowiedź prezesa NBP może sugerować, że w tym roku należy spodziewać się tylko jednej podwyżki i to o jedynie 25 punktów bazowych. Decyzje polskiego rządu (wakacje kredytowe, dopłaty do węgla, zapowiedź opodatkowania spółek od zysków nadmiarowych) nie będą wspierały złotego. Być może po okresie dużej słabości złotego, wraz z kolejnymi (bądź kolejną ostatnią) podwyżkami stóp procentowych rynek znajdzie taki poziom, który będzie satysfakcjonujący dla zagranicznych instytucji finansowych. Już widać duży napływ w obligacje skarbowe. W perspektywie więc kilku miesięcy złoty może się wzmacniać, pozostając jednak bardzo chwiejną walutą rynków wschodzących. Zmiana jednak kierunku i ewentualny powrót w okolice 4,40 do EURO pozostaje w sferze letnich marzeń i bardziej prawdopodobny pozostaje atak szczytowy na 5 zł.

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.