





## OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

### AKCJE

Nie chciałbym nadużywać piłkarskich metafor, czy sportowych porównań – zawsze to pachnie raczej literaturą niż profesjonalnym ekonomicznym komentarzem, ale będąc na świeżo po kolejnym fatalnym występie polskiej drużyny w eliminacjach ligi mistrzów naprawdę trudno mi się powstrzymać...Polska giełda pozostaje jednym z najsłabszych (jeśli nie najsłabszym) rynkiem na świecie (taka koincydencja z polską ekstraklas(p)ą piłki nożnej)... Znow możemy tylko zazdrościć innym kolejnych rekordów. Oczywiście okupią to kiedyś dotkliwymi spadkami (niektórzy twierdzą, że Titanic już zbliża się do lodowca...), ale póki co zarabiają prawdziwe pieniądze na prawdziwych wzrostach notowań. Na polskiej giełdzie w totalnej degrengoladzie pogrążone są spółki których właścicielem jest Skarb Państwa. A co za tym idzie WIG20 pozostaje, jak to się nudnie mówi, w trendzie bocznym. Moim zdaniem bardziej do indeksu tego pasuje parafraza dowcipu kończącego się puentą: „Co u Ciebie? – Żle (tu zwykle jest inne nie dające się przytoczyć ordynarne słowo) ale stabilnie”. Szalenie dobrze jest dalej na spółkach gamingowych co przypomina ostatnie oddechy hossy deweloperskiej. Na końcu też powstawały fundusze nieruchomości (teraz już kilka TFI uruchomiło fundusze gier bądź innowacji...). Spółki których core businessu dotychczas nawet nie dotykał branży deweloperskiej zmieniały swój profil działalności chcąc budować jak się okazało w większości przypadków wirtualne domy... S&P bije rekordy wszech czasów i jak to z rekordami bywa trudno wyznaczyć poziomy do których może dotrzeć. Nie wycofuję się jednak z prognozy, że jesteśmy blisko dnia odwracającego trend. Pamiętajmy, że wrzesień i październik to miesiące, w których niedźwiedzie w przeszłości wielokrotnie się uaktywniały. W tym roku dodatkowym czynnikiem zwiększającym ryzyko ponownego wejścia rynków w ponadprzeciętną zmienność mogą być przepychanki przez listopadowymi wyborami prezydenckimi w USA. Wydarzeniem miesiąca mającym wyznaczyć trend dla akcji było sympozjum w Jackson Hole. Pozytywnie odebrane przez rynki – inwestorzy usłyszeli to co chcieli usłyszeć i jak napisał jeden z portali anglojęzycznych cyt. „muzyka na Titanicu gra dalej”. Na czym polega nowe podejście Fed? W zasadzie jest to nadanie ram programowych podejściu, które Fed sygnalizował już od długiego czasu - cel inflacji na poziomie 2% jest symetryczny. Oznacza to, że zbyt niska inflacja jest tak samo niepożądana, jak zbyt wysoka. Teraz jednak Fed jasno podkreśla, że będzie chciał mieć inflację średnio na poziomie 2%, a to oznacza, że po okresie kiedy jest ona niższa (jak teraz, a w zasadzie jak przez niemal całą ostatnią dekadę) nie będzie reagował na jej wzrost podwyżkami stóp przez jakiś czas. Mało tego, Powell zasugerował, że mocny rynek pracy wcale nie musi rodzić presji inflacyjnej i dlatego spadek bezrobocia nie będzie miał wpływu na decyzje Fed, ale już wzrost i owszem. W teorii brzmi to pięknie - Fed wypracuje wyższą, ale stabilną inflację, gospodarka będzie dzięki temu szybciej się rozwijać. Tyle, że nie ma żadnych podstaw, aby zakładać sukces tego eksperymentu. Prezes Eques TFI od lat lansuje teorię „japonizacji rynków finansowych”, która zdaje się właśnie materializować. Bank centralny Japonii przez lata nie był w stanie wywiązać się z niskiego celu inflacyjnego, a jednak w 2013 roku podniósł go z 1 do 2%. Inflacja wzrosła przez moment w wyniku... podwyższenia podatku od sprzedaży, po czym spadła znow wyraźnie poniżej 1%. Japonia rozwijała się przez chwilę szybciej dzięki ogromnemu osłabieniu jena, ale ten efekt zniknął i nie widać trwałej poprawy. Tymczasem bank centralny zmonopolizował rynek długu i stał się głównym akcjonariuszem na giełdzie... To, że Fed chciałby wyższej, ale stabilnej inflacji nie oznacza, że tak będzie, bo jak sam Powell przyznał, możliwości oddziaływania za pomocą stopy procentowej wyczerpują się. Na konferencji próżno było jednak czekać na trudne i krytyczne pytania. Na przykład takie, czy bank centralny nie doszedł do limitu swoich (sensownych) możliwości i powinien to rządzącym zakomunikować wprost, aby wzięli się do pracy zanim będzie za późno. Wszyscy jednak doskonale wiedzą, że to skończyłoby się rynkową katastrofą. Rentowności obligacji wystrzeliłyby w górę, powodując wyprzedzą wszystkiego od akcji zaczynając.

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

\*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.

## OBLIGACJE

Zacznijmy nietypowo górnolotnie – od konstytucji. W Konstytucji z 1997 r. przewidziano trzy progi ostrożnościowe od 50 proc. PKB (który zawiesił rząd Donalda Tuska, wprowadzając regułę wydatkową, zawieszoną z kolei obecnie przez rząd Mateusza Morawieckiego), 55 proc. i 60 proc. Po przekroczeniu środkowego progu rząd ma obowiązek wstrzymać się ze wzrostem wynagrodzeń urzędników, waloryzować emerytury do wysokości inflacji, zamrozić niektóre budżety i zakazać udzielania nowych poręczeń. Gdyby sytuacja budżetowa pogarszała się jeszcze bardziej i dług publiczny osiągnąłby 60 proc. PKB - czyli zostałby przekroczony tzw. III próg ostrożnościowy, rząd musiałby tak ściąć wydatki, by przyjąć budżet bez jakiegokolwiek deficytu. Dlaczegoż to repetytorium? Wakacje kończymy ciekawą informacją podaną przez Ministerstwo Finansów. Otóż w przyszłym roku dług publiczny Polski ma wynieść historycznie wysoki poziom 64,7 proc. PKB, co nominalnie oznacza przekroczenie magicznej bariery 1,5 biliona złotych. Dług według definicji unijnej, czyli najpełniejszy obraz finansów naszego kraju, biorący pod uwagę i różne fundusze, i budżet centralny, i zadłużenie samorządów, ZUS, odsetki itp. ma wynieść w 2021 r. 64,7 proc. PKB, a na koniec 2020 r. - 62,2 proc. To tylko liczba, ale gdybyśmy chcieli ją spozycjonować to zacznijmy od tego, że tak wysokie zadłużenia nasz kraj w swojej najnowszej historii jeszcze nie posiadał. Dalej - na koniec 2019 r. dług wyniósł 46 proc., co oznacza, że w ciągu dwóch lat zwiększył się on o również rekordowe 18,7 pkt. proc. Dla przypomnienia, gdy kilka lat temu dług sięgnął 56 proc., rząd Donalda Tuska dokonał rozbioru OFE...Dołożmy jeszcze koszty gospodarce pandemii, niewliczone do długu krajowego, rozłożone na Bank Gospodarstwa Krajowego (112 mld zł w funduszu COVID-19 po najnowszych zmianach) i Polski Fundusz Rozwoju (100 mld zł z tarczy finansowej) a otrzymamy naprawdę niewesoły obraz. Pytanie, jak długo agencje ratingowe, Unia Europejska, krajowi prawnicy oraz sami urzędnicy rządowi będą akceptować fatalny obraz finansów publicznych? Wszystko to ma oczywiście niebagatelny wpływ na rentowności obligacji skarbowych. Na razie niebezpiecznie zbliżyły się one do 1,5% i wydaje się, że krótkoterminowo wyczerpały możliwość wzrostu rentowności zwłaszcza w kontekście dobrej sytuacji na rynku europejskim w segmencie skarbówek (polskie obligacje co wielokrotnie opisywałem należą do najsłabszych). Niestety w długim terminie na horyzoncie widać czarne chmury.

Wskaźnik nastawienia\*:

Obligacje emitentów posiadających rating inwestycyjny



Obligacje emitentów nieposiadających ratingu inwestycyjnego

Obligacje emitentów krajowych



Obligacje emitentów zagranicznych

## WALUTY

Polityka FED polegająca na osłabieniu dolara, tak aby pomóc gospodarce w okresie załamania gospodarczego (nazywanego „redefiniowaniem gałęzi rozwojowych gospodarki efektywnej”) – odnosi sukcesy. EUR/USD pokonało gładko 61,8% zniesienia FIBO wskazywanego w poprzednim komentarzu jako opór (1,1825), które teraz będzie poziomem wsparcia. Poziom 1,19 wydaje się dość silnym oporem, z którego powinna rozwinąć się korekta prowadząca eurodolara na niższe poziomy. Od strony danych wspomina się, że dolarowi pomagają wyższe od oczekiwań dane o wydatkach Amerykanów (co powinno tworzyć większą presję inflacyjną i szybciej doprowadzić Fed do celu). Dla najważniejszej pary walut duże znaczenie miało wystąpienie w Jackson Hole (cytowane w komentarzu dla akcji). Rynek chciał usłyszeć, że Fed "zrobi więcej" i dostał to, czego chciał. Poznaliśmy między innymi cel inflacyjny wynoszący powyżej 2%. Obecna polityka monetarna ma być utrzymywany tak długo, jak ceny nie wzrosną wyraźnie powyżej tego poziomu. Oznacza to najprawdopodobniej długie przebywanie stóp procentowych na obecnym poziomie. Reakcją jest ponowny wzrost kursu dolara do 1,18 dolara za 1 euro. Poznaliśmy też pakiet danych z różnych europejskich państw. Najważniejsze było PKB za II kwartał z Francji. Spadek wyniósł 13,8%, aczkolwiek w realiach lockdownu covidowego nie jest to zaskoczeniem, pokryło się to zresztą z oczekiwaniami rynkowymi. Drugim ważnym odczytem była sprzedaż detaliczna w Hiszpanii. Spada ona 3,9%, co i tak jest lepsze niż dane sprzed miesiąca, mówiące o 4,7%. EURPLN wahał się cały ubiegły miesiąc między minimum (4,3788 – wskazanym w poprzednim komentarzu jako wsparcie) i maksimum (4,42), a USDPLN zanotował większe zmiany kończąc miesiąc blisko 3,68. Brak choćby przejściowej pozytywnej reakcji złotego na wystąpienie szefa Fed i ryzyko umocnienia dolara w najbliższym czasie może oznaczać, że krajowa waluta może w nadchodzącym miesiącu tracić.

Wskaźnik nastawienia\*:

PLN



Waluty obce

## SUROWCE

W sierpniu inwestorzy na rynku ropy naftowej żyli sytuacją w Stanach Zjednoczonych, a dokładniej – wyjątkowo silnym huraganem Laura, który nadszedł nad Zatokę Meksykańską, a potem uderzył w południowe wybrzeże USA. Huragan doprowadził do największych cięć produkcji ropy naftowej w rejonie Zatoki Meksykańskiej od czasu huraganu Katrina w 2005 roku. Budziło to obawy o to, że zniszczenia wywołane Laurą mogą być wyjątkowo dotkliwe, podobnie jak to było 15 lat temu. Uderzenie faktycznie było silne, jednak nie na tyle, aby doprowadzić do znaczących zniszczeń infrastruktury naftowej. Większość amerykańskich rafinerii oraz punktów wydobycia w tym regionie pozostała praktycznie nienaruszona, co oznacza, że będą one mogły powrócić do normalnej działalności operacyjnej. Podobnie jest z portami eksportującymi ropę naftową: co prawda huragan przyczynił się praktycznie do wyhamowania ich działalności, jednak aktualnie porty zaczęły przywracać swoje normalne działania. W tym miesiącu na rynek ropy powrócą zapewne standardowe pytania, głównie te związane z popytem na surowiec w obliczu wciąż szalejącej na świecie pandemii i związanego z nią kryzysu gospodarczego. Cena na złoto po ustanowieniu historycznych maksimów na początku miesiąca, w dalszej jego części spadała, a po wystąpieniu szefa Fed, Jerome'a Powella (opisywanego przy akcjach), w ciągu godzin kurs spadł aż do linii wsparcia wyznaczonej trendem wzrostowym, czyli aż do 1920 dol. za uncję. Ostatecznie cena złota zakończyła miesiąc na poziomie 1968 dol. za uncję. Niskie stopy proc. i ewentualny wzrost inflacji spowodują dalszy wzrost ceny złota zwłaszcza jeśli, mielibyśmy przed sobą rok lub dwa lata, zanim gospodarka naprawdę się odbuduje. Ewentualnym i raczej nie na ten rok, zagrożeniem dla wzrostu ceny kruszcu, jest zwiększenie produkcji przez Rosję. Zamierza ona gwałtownie zwiększyć produkcję złota w II połowie 2020 oraz 2021 roku. Według szacunkowych danych, produkcja złota w Rosji może wzrosnąć z 11,3 mln uncji w tym roku do nawet 15,5 mln uncji w 2029 roku, co oznacza roczną stopę wzrostu podaży złota o 3,7%. Dzięki temu, Rosja do 2029 roku chce być największym producentem złota na świecie wyprzedzając Chiny oraz Australię.

Wskaźnik nastawienia\*:

Surowce spożywcze



Metale



**Główny Analityk Phinance S.A. – Marcin Lau**  
**Wrzesień 2020 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.