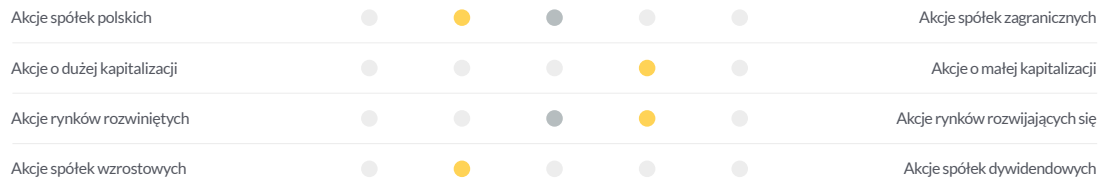


# OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

## AKCJE

Poprzedni komentarz kończył się tezą, iż coraz większym kłopotem dla spółek amerykańskich jest rentowność obligacji. Istniała (istnieje?) kiedyś taka teoria według której, kiedy rentowność obligacji 10Y zbliża się do 3% to następuje odwrót od akcji. To coś dopiero powinno się stać ma poziomach 4,5-5%...? FED trzyma rynek akcji w szachu, inwestorzy wyceniają na 40% możliwość jeszcze jednej podwyżki w USA. W tych warunkach o hossę trudno. Z punktu widzenia analizy technicznej na wykresie WIG20 końcówka września przyniosła wyznaczenie nowego minimum fali spadkowej. Indeks z rejonu 2200 pkt. żwawo zleciał i złamał kolejne psychologiczne wsparcie w rejonie 1900 pkt, spadając na 6 - miesięczne minimum. Układ techniczny wzmocnił obecną przewagę podaży budowaną na położeniu WIG20 pod linią trendu spadkowego, która prowadzi rynek od szczytu hossy oraz pod oporami w strefie 2000 pkt. Lokalne sygnały przewagi podaży łączą się z połamaniem linii trendu wzrostowego i jednocześnie linii hossy, co razem wzmacnia ryzyko spadku WIG20 w rejon 1820 pkt. Na tym poziomie wypełni się potencjał przeceny zbudowany domknięciem formacji głowy z ramionami. Oprócz analizy technicznej po stronie zagrożeń dla tej klasy aktywów, trzeba wpisać zbliżające się wybory. Od paru miesięcy forują wariant w którym do czasu rozstrzygnięcia wyborów polski rynek będzie omijany przez inwestorów zagranicznych. Kto wie co przyniesie 15.10..? Czy nie będzie pata i konieczności „dogrywki” wyborczej...? To byłby wariant najgorszy dla rynku akcji. Jakikolwiek jednoznaczne rozstrzygnięcie wyborów, bez względu na to która opcja wygra, będzie pozytywne dla akcji. Po stronie pozytywów trzeba też pamiętać o analizach dotyczących produktu krajowego. Jeśli warte są coś prognozy makro, które w następnym roku każą optymistycznie patrzeć właśnie na PKB, to przecenione polskie akcje można by uznać za atrakcyjne. Podobnie, fatalna dla złotówki i obligacji decyzja o nadmiarowej obniżce stóp procentowych, akurat dla analizowanych modelami wyceny akcji jest...pozytywna. Niestety w oczach inwestorów zagranicznych pozostaje jeszcze ryzyko walutowe, generowane przez urwisowską RPP na czele z prezesem, które muszą doważać podejmując inwestycje w polskie akcje. 15 października wybory. Życzę mądrych decyzji i obyśmy wszyscy wygrali.

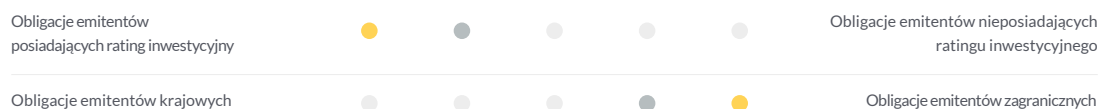
Wskaźnik nastawienia\*:



## OBLIGACJE

We wrześniu niemalże dokładnie po roku od ostatniej podwyżki, RPP rozpoczęła cięcie stóp procentowych. Z prawdziwą świadą ścięto stopy o 75 pkt bazowych. Teoretycznie to... znakomita informacja dla obligacji, po której ceny skarbówek powinny rosnąć... Rynek jednak decyzję wesołego ansamblu pod nazwą RPP, zweryfikował negatywnie. Ceny osuwają się w dół. Rentowność benchmarkowej obligacji 10Y podjechała na 5,91% a to już blisko stopy referencyjnej NBP. Co raz śmieiej politykę pieniężną organu państwa polskiego, odpowiedzialnego z walkę z inflacją, zaczęto porównywać do polityki prezydenta Turcji. A obligacje tureckie biją kolejne rekordy rentowności (spadek cen) przekraczając na odcinku dziesięciu lat 28%...Oprócz swawolnej polityki pieniężnej, nad obligacjami ciąży widmo kłopotów budżetowych (założenia budżetowe opisywałem miesiąc temu) z olbrzymimi potrzebami wydatkowymi. Trzeba przyznać, że w kontekście opisywanych kłopotów, Ministerstwo Finansów bez kłopotu póki co znajduje nabywców na obligacje. Bardzo znamieną była aukcja, która odbywała się 27.09, na której resort finansów sprzedał obligacje za ok. 8,3 mld zł przy zaskakująco wysokim popycie (ponad 14 mld zł). Łyżka dziegciu to niskie ceny zaaprobowane na aukcji, co może sugerować, że Ministerstwu Finansów może zależeć na jak największych emisjach, aby szybko prefinansować przyszłoroczne rekordowo wysokie potrzeby. Ważką przyczyną spadku cen obligacji jest bardzo zła sytuacja na rynkach bazowych. To już prawdziwy krach cenowy na obligacjach amerykańskich. 2Y obligacje amerykańskie z przytupem przekroczyły 5% rentowności. W opisywanej sytuacji makro, z wyborami nad głową, trudno być optymistą, jeśli chodzi o ceny polskich obligacji skarbowych. Pozostaje poszukiwanie innego rodzaju obligacji z innym ryzykiem niż stopy procentowej, ale i z inną oczekiwaną stopą zwrotu. Wydaje się, że takim segmentem mogą być obligacje korporacyjne, ze szczególnym uwzględnieniem dywersyfikacji ryzyka kredytowego emitenta, które zapewniają fundusze obligacji korpo. Tu jednak mamy dość przerażającą statystykę dotyczącą liczby bankructw w USA. Rok się jeszcze nie skończył, a już jest najgorszym rokiem pod tym względem od 2009 roku. Jak tak dalej pójdzie, to być może nawet ostatecznie pokonany zostanie poziom z czasów globalnego kryzysu finansowego. Wydaje się więc, że poszukiwania okazji inwestycyjnych trzeba zawęzić do polskiego rynku. Ci zarządzający funduszami, którzy dysponują dobrze zdywersyfikowanym portfelem budowanym na wysokich stopach procentowych, będą wygranymi.

Wskaźnik nastawienia\*:



# OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

## SUROWCE

Mamy w Polsce wyborczy paliwowy cud. Ceny ropy rosły i to przy mocnym dolarze, a cena benzyny w Polsce spada. Szkoda, że nie można było się z kimś założyć, bo można było w ciemno przypuszczać, że kontrolowany przez skarbu państwa paliwowy gigant, obniży przed wyborami ceny paliw na stacjach. W efekcie mamy paliwową niemiecką turystykę przygraniczną. W Polsce bowiem litr Pb95 kosztuje poniżej 6 zł a w Niemczech 1,5 Euro...Dotowanie cen odbija się naturalnie w wynikach PKN Orlen, ale to znacznie mniej ważne dla rządzących niż kupno kolejnych głosów. Przyczynkiem do odważniejszego podejścia ceny ropy pod 100 USD było ogłoszenie przez amerykański Instytut Paliw (API) raportu branżowego, z którego wynika, że zapasy ropy w kluczowym centrum magazynowania ropy w USA - w Cushing - spadły w ostatnim tygodniu września o 827 tys. baryłek, a w całym wrześniu o 2 mln baryłek. To mocniej niż oczekiwano. Dane o zapasach paliw okazały się decydujące i znacznie dla ceny ropy ważniejsze niż wpływ na realną gospodarkę a zatem i na popyt na ropę, dłuższe utrzymanie stóp procentowych banków centralnych na wysokim poziomie. Właśnie ta zmiana postrzegania polityki pieniężnej zepchnęła cenę złota na dawno niewidziane poziomy. Nastąpił wzrost rentowności obligacji amerykańskich co przy spadku inflacji oznacza stopniowy wzrost stopy realnej, który może być niezbędny do zbalansowania amerykańskiej gospodarki, ale negatywnie przekłada się na popyt na surowce. Aktualna pozostaje forowana od paru miesięcy prognoza według której do wzrostów cen złota dojdzie wtedy, jak gospodarka amerykańska będzie w recesji/stagnacji a FED będzie obniżał stopy. Kiedy to nastąpi? Średnio, począwszy od 1968r, Fed potrzebuje 8 miesięcy, aby zacząć obniżyć stopy procentowe po ostatniej podwyżce stóp. W 2008 r. płaskowyz trwał jednak 14 miesięcy, a w 1997 r. aż 17 miesięcy. Obecnie kontrakty terminowe pokazują 40 proc. szans na kolejną podwyżkę stóp procentowych w tym roku. Jeśli Fed ponownie podniesie stopy procentowe, to przy założeniu, że harmonogram będzie zgodny z historyczną średnią, obniżki stóp rozpoczną się w lipcu 2024 r. Jeśli Fed nie podniesie już stóp, to z lipca 2024 r. przesuwamy się już na marzec 2024 r. Gdyby jednak Fed ociągał się z pierwszym cięciem tak długo jak w 1997 i 2008 roku, obniżki stóp nie rozpoczną się przed 2025 rokiem...Pozostaje nadzieja, że rynek działając z wyprzedzeniem wróci do wzrostów nie co wcześniej.

Wskaźnik nastawienia\*:

Surowce spożywcze



Metale

## WALUTY

Artykuł 227 par. 1 zdanie drugie Konstytucji RP mówi: „Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza.” Na skutek decyzji RPP (organ NBP) złoty nie ma prawa być mocny. Wychodząc przed szereg z obniżką stopy rada skazała złotówkę na deprecjację a w najlepszym przypadku na stagnację. Motorem napędowym dla deprecjacji złotego będzie dysparytet stóp. Żeby daleko nie szukać czeski bank centralny utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie równym 7,00%, zgodnie z oczekiwaniami. Decyzja była jednomyślna. Bank podkreślił istotne ryzyka dla przyszłej ścieżki inflacji rozłożone po obu stronach projekcji, choć zestaw wymienionych czynników przemawiających za wyższą inflacją wydawał się obszerniejszy. Bank zaznaczył, że faktyczny przebieg stóp procentowych może być wyższy niż pokazywała projekcja. Prezes CNB określił bieżącą inflację jako wciąż nieakceptowalnie wysoką (w sierpniu wyniosła 8,5% r/r – dla przypomnienia w Polsce w sierpniu to 10,1%) i odmówił odpowiedzi na pytanie o szanse na obniżki stóp jeszcze w tym roku. W tej sytuacji, gdybyśmy zarządzali globalnie inwestującym funduszem, to czy aktywa funduszu wolelibyśmy mieć w złotym polskim czy w koronie czeskiej...? Utrzymanie jastrzębiego kursu przez FED, z tego samego powodu (dysparytet stóp) złotemu nie sprzyja. Wycieczka EURUSD do 1,05 odbiła się oczywiście nie tylko na złotym, ale szeroko na walutach wschodzących. Oprócz dysparytetu stóp, okres wyborczy, też nie będzie sprzyjał złotemu, a w dodatku żadna siła polityczna nie ma na afiszu wejścia do strefy EU. W przyszły tydzień jest kolejne posiedzenie RPP. Z pewnością im bliżej będzie decyzji RPP, tym bardziej może się robić nerwowo. Technicznie kurs jest w konsolidacji nad wsparciem w okolicy 4,25 do USD i dopóki kurs znajduje się powyżej tego poziomu kontrolę nad rynkiem mają "dolarowe" byki, które zapewne będą w którymś momencie chciały pociągnąć obecny ruch do oporu w okolicy 4,5. Czy RPP im w tym pomoże, czy wręcz przeciwnie, to zobaczymy już na początku miesiąca (3-4 października).

Wskaźnik nastawienia\*:

PLN



Waluty obce




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.