



# KOMENTARZ RYNKOWY

9/2024

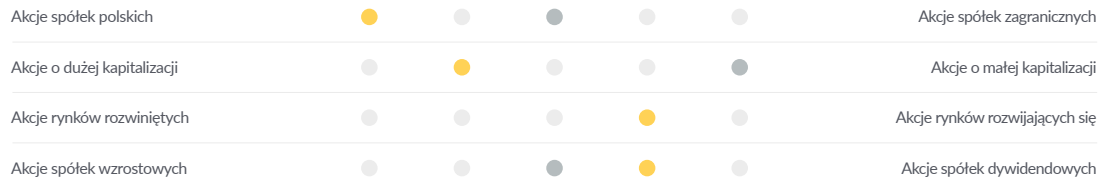


# OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

## Akcje

Nie kocha polskiego rynku światowa finansjera. Ileż to razy, komentarz dotyczący perspektyw dla polskich akcji, zaczynałem od przykrego stwierdzenia, że wyznaczające trendy na światowych rynkach, międzynarodowe firmy inwestycyjne nie są przesadnie zainteresowane polskimi akcjami (i jest to eufemizm). Podczas gdy najważniejsze światowe indeksy albo biją rekordy, albo do tych rekordów się zbliżają, polskie akcje ochoczo spadły na początku sierpnia, odrobiły część strat i...usiadły okrakiem na barykadzie. Albo kontrariańskie zachowanie polskiej giełdy, to tylko wyprzedzenie zmiany światowego trendu, albo jesienią zostanie szybko wyrównane. Scenariuszem bazowym dla akcji na ten rok, był wzrost cen akcji, budowany na nadziejach związanych z ogólnosiwiatową zmianą polityki pieniężnej banków centralnych. 18.09 do tej tendencji dołączy FED obniżając stopę procentową. Rynek czyni zakłady, o ile i w jakim tempie stopy procentowe w USA będą obniżane. Wrześniowa obniżka stóp, zastanie amerykańskie indeksy na maksimach albo blisko tych maksimów. Hossę w USA można zrozumieć – innowacyjna gospodarka, boom pod sztandarami sztucznej inteligencji. O tyle giełda niemiecka na maksimach, to raczej policzek dla modeli makroekonomicznych bazujących na założeniu, jakoby giełda papierów wartościowych była zwierciadłem gospodarki. Na tle niemieckiej gospodarki Polska przecież wygląda jak tygrys. GUS potwierdził wstępny szacunek sprzed kilku tygodni: w II kw. br. dynamika PKB Polski przyspieszyła z 2,0 do 3,2 proc. r/r. W Unii Europejskiej w tym okresie szybciej rozwijały się jedynie Cypr, Chorwacja i Dania. Trzymając się scenariusza bazowego na ten rok, bardzo prawdopodobne jest wejście w fazę bardzo dużych realizacji zysków. Uratować na jeszcze jakiś czas koniunkturę, mogą tylko wyniki spółek. I tu...tym bardziej trudno zrozumieć, niechęć do polskich akcji. Zapowiedź rządowa PKB na poziomie 3,9% na 2025 w zestawieniu z prawie zerowym wzrostem w Niemczech, powinna pieniądze kierować na polski okręt. Podniesienie prognozy inflacji przez Ministerstwo Finansów (na 5% w 2025 roku) to zła wiadomość dla obligacji ale bardzo dobra dla banków. A przecież Polska bankami stoi.

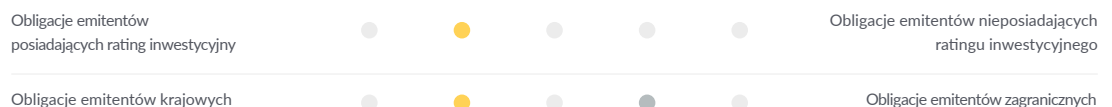
Wskaźnik nastawienia\*:



## Obligacje

Planowany zjazd rentowności 10YPoland został (chwilowo?) odwołany projektem budżetowym. Jak bardzo społeczeństwo musiało być zmęczone rządami PiS, skoro obecnej koalicji gładko przechodzi wszystko. Pod hasłami sprzątnięcia po poprzednikach, najpierw mieliśmy (mamy) festiwal niespełnionych obietnic wyborczych (kwota wolna od podatku, znaczne odejście od podatku od zysków kapitałowych) a teraz mamy projekt budżetu o którym nawet analitycy państwowego banku PKOBP napisali cyt. „Zaskakujący budżet”. Konkret: deficyt sektora finansów publicznych na poziomie 5,5% PKB i długiem publicznym na poziomie 59,8% PKB. Jest to wyraźnie mniej ambitna ścieżka fiskalna niż zakładano w Wieloletnim Planie Finansowym Państwa w kwietniu, bo ten przewidywał redukcję deficytu z 5,1% w 2024 r. do 4,4% PKB w 2025 r. oraz wzrost długu do 57,3% PKB w 2025 r. Deficyt budżetu państwa w 2025 r. wyniesie 289 mld zł (ok. 7,3% PKB). Potrzeby pożyczkowe budżetu zaplanowano na szokującym rekordowym poziomie 367 mld zł co oznacza wzrost o ok. 44% wobec 252 mld zł zaplanowanych w ustawie budżetowej na 2024r. Zadziwiający jest spokój z jaką tzw. rynek przyjął projekt. Gdyby podobny projekt wyszedł spod pióra PiS... Wydaje się, że przed wyborami prezydenckimi rząd schował do kieszeni ambicje w zakresie konsolidacji fiskalnej, unikając wszelkich trudnych i niepopularnych decyzji. Inwestujący w obligacje ocenili projekt budżetowy jednoznacznie – ucieczką z obligacji skarbowych. Rentowność 10Y ruszyła na 5,5%, w przeciwnym kierunku niż większość obligacji światowych. Trudno się dziwić, bo taki deficyt, to znakomity argument dla RPP, żeby nie obniżać stóp procentowych. Nie sposób w tej klasie aktywów, nie zauważyć rekordowych napływów w obligacje detaliczne. Po siedmiu miesiącach 2024 r. sprzedaż obligacji detalicznych wyniosła już 50,4 mld zł. To wynik wyższy niż w całym 2023 r, gdy Polacy kupili państwowe obligacje za 48,7 mld zł. W narodowej percepcji więc, oprócz tradycyjnej kawalerki na wynajem, jako „bezpieczna inwestycja” zakotwiczone zostały obligacje detaliczne. Imponująca jest kwota lipcowej sprzedaży (11,76 mld zł!!!). Historycznie lepszy był tylko czerwiec 2022 roku (14,1 mld). To co przykuwa uwagę, analizując wyniki letniej sprzedaży to zmiana preferencji w zakresie poszczególnych rodzajów obligacji. Hit inwestycyjny Polaków z poprzednich lat, czyli czteroletnie papiery COI, których oprocentowanie w pierwszym roku jest stałe, ale w kolejnych trzech zależy od inflacji to zaledwie 19% sprzedanych obligacji! Wygląda na to, że Polacy w powrót inflacji nie wierzą. Najchętniej bowiem kupowanymi instrumentami w lipcu były te o stałym oprocentowaniu (TOS), mimo trzyletniego czasu trwania inwestycji (odsetki z trzech lat są wypłacane razem z nominałem w dniu wykupu). Od 1 września oprocentowanie tych obligacji to 5,95% rocznie. Dużym zainteresowaniem cieszyły się również obligacje roczne ROR (25 proc. udziału), które przez większość czasu oprocentowane są zgodnie ze stopą referencyjną NBP (obecnie 5,75%). Bardzo symptomatyczne, że obligacje dwuletnie, oparte o tę samą stopę referencyjną – DOR, stanowiły zaledwie 8 proc. sprzedaży. Wniosek? Wygląda na to, że detaliści obstawiają obniżki stóp procentowych, ale raczej w 2026 roku.

Wskaźnik nastawienia\*:



# OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

## Surowce

„Od dziś nie piję niczego innego” – takie słowa padły z ust cara Rosji, Aleksandra, po otwarciu jednej z butelek szampana. Grono fanów złota w spółce Phinance, 16.08.2024 roku, otwierało Veuve Clicquot. Podczas sesji amerykańskiej złoto przebiło historyczną wartość 2 500 dolarów za uncję złota. Po otwarciu rynków cena dalej rosta. We wtorek 17.08.2024 roku była najwyższą, ustanawiając ATH (all time high) na poziomie 2 531,55\$. Złoto stale zyskuje na wartości od początku roku, rosnąc o blisko 500\$ od 1 stycznia. Analitycy, rozpisują się o złocie „jako bezpiecznej przystani”, że niby nic dziwnego że rośnie, bo na świecie niespokojnie...Rodzi się pytanie, a kiedyż to na świecie było spokojnie...? Owszem, za część wzrostu ceny odpowiadają inwestorzy uciekający przed ryzykiem wojny na bliskim wschodzie (szczerze jednak wątpię, czy jakby spytać statystycznie reprezentatywnego inwestującego w złoto, dlaczego to zrobił – odpowiedziaby, że z powodu grożącej wojny...). Za część wzrostu odpowiadają szukający ochrony przed spadkiem wartości walut. Ale rudymentalnym i absolutnie kluczowym jest popyt na złoto generowany przez banki centralne państw. Popyt na złoto w II kwartale 2024 roku wzrósł o 4 proc. do 1258 ton i był najwyższy, odkąd Światowa Rada Złota zbiera dane!!! Na czele państw, które królewskiego kruszcu kupują najwięcej, figurują Chiny, Turcja i Indie. Warto zauważyć, że Państwo Środka od kilkunastu miesięcy nieustannie dokupuje złoto. Prezes Glapiński okazał się na tym polu wizjonerem. W latach 2018-2023 Narodowy Bank Polski zakupił 255,8 ton złota. W efekcie Polska posiada 358,7 ton złota o wartości 25,5 mld USD, co stanowi około 13% wartości całkowitych rezerw walutowych. Są to 17-te pod względem wielkości rezerwy złota na świecie. Zarząd NBP planuje aby do końca 2025 roku zwiększyć rezerwy złota do takiego poziomu aby ich wartość stanowiła 20% całkowitych rezerw walutowych. To banki centralne zbudowały historyczne rekordy cen! Jesteśmy na ostatniej prostej do obniżki stopy procentowej w USA (18.09). Spadek kosztu zapożyczania się w amerykańskiej walucie w teorii osłabi (już słabnącego) dolara, do którego notowany jest surowiec. Dodajmy również, że inne banki centralne już rozpoczęły cykl redukcji kosztu pieniądza, czyli zjawisko zmniejszania kosztu walut fiat jest globalne. Powyższe warunki są wręcz idealne do dalszych wzrostów złota. Moje najszczersze obawy budzi brak jakichkolwiek predykcji pesymistycznych... To pokazuje jednowymiarowy optymistyczny nastrój. Nic nie rośnie w nieskończoność, a 5-10% korekty w końcu przyjdzie. Pytanie tylko z jakiego ATH, korekta się zacznie. Zmiana trendu długoterminowego, nastąpi jednak dopiero, jak banki centralne znajdą inne alternatywne aktywo (krypto?), albo jak...ktoś tym bankom centralnym zacznie pieniądze które lokują w złoto zabierać... Póki co nie walcząc z trendem, delektujemy się szampanem.

Wskaźnik nastawienia\*:

Surowce spożywcze



Metale

## Waluty

Wniosek z sierpniowych danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach jest jeden: Polacy się bogacą. Wzrost wynagrodzeń o 10,6%, przy obecnej inflacji 4,3% plus bardzo wysoki kurs realny waluty, daje wizję siedzącego pod palmami, pracującego zdalnie, zamożnego Polaka. Wielu wytrawnych finansistów eksponuje się, czy odwrotnie słabość waluty, postępując się kursem nominalnym. To miało miejsce podczas debaty inwestycyjnej Phinance (27.09). Faktyczną siłę złotego lepiej obrazuje jednak tzw. kurs realny, czyli skorygowany o inflację. Od wybuchu pandemii polska waluta umocniła się realnie aż o 20,6 proc. i jest obecnie najmocniejsza od 2008 r. (!!!). Tytuły artykułów jak cyt. „Czy dolar może być jeszcze tańszy?” pokazują kierunek w jakim złotówka zgodnie ze scenariuszem na ten rok podąża. Dwa przytaczane przez osiem ostatnich miesięcy argumenty – dysparytet stóp i KPO pozostają w kilkumiesięcznej perspektywie aktualne. Dolar w końcówce miesiąca wszedł w tryb rwanej korekty ostatniego osłabienia wywołanego wejściem w fazę pewności co do obniżek stóp w USA. EUR/USD po nieudanym ataku na 1,12 spada pod 1,11. W najbliższym czasie może dojść do odreagowania dolara i urealnienia zbyt wygórowanych oczekiwań odnośnie do skali zbliżających się cięć Fed. Po rozpoczęciu obniżek w USA rynek wschodzący nie będzie zapewne sprzyjać niepewność przed jesiennymi wyborami prezydenckimi tym bardziej, że szanse obu kandydatów na ten moment są wyrównane.

Wskaźnik nastawienia\*:

PLN



Waluty obce




Marcin Lau

Główny Analityk Phinance S.A.

Powyższy 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.

## KONTAKT

### Grzegorz Kaliszuk

---

Dyrektor Departamentu Produktów Inwestycyjnych

Kom: +48 600 241 457

Mail: [grzegorz.kaliszuk@phinance.pl](mailto:grzegorz.kaliszuk@phinance.pl)

### Marcin Lau

---

Główny analityk Phinance S.A.  
Makler papierów wartościowych nr licencji 1740

Kom: +48 666 011 113

Mail: [marcin.lau@phinance.pl](mailto:marcin.lau@phinance.pl)