



Komentarz rynkowy

sierpień 2019

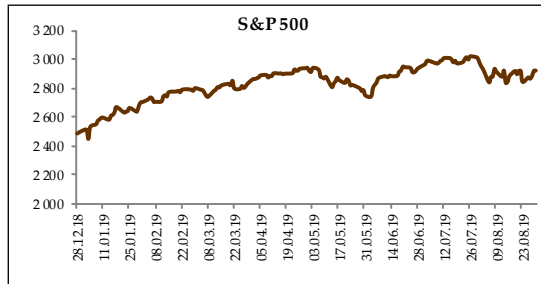
Rynki finansowe na świecie

W sierpniu na rynki największy wpływ miała (1) polityka monetarna FED-u i pierwsza obniżka stóp procentowych w USA; (2) dalsza eskalacja wojen handlowych, głównie na linii USA – Chiny; oraz w mniejszym stopniu (3) ogólna sytuacja makro w gospodarce globalnej. Zakładamy, że w kolejnych miesiącach dokładnie te same czynniki będą wywierać największy wpływ na rynki kapitałowe.

Pierwsza obniżka stóp przez FED jeszcze pod koniec lipca br. nie została dobrze przyjęta przez rynki długu i akcji. Spadły zarówno ceny akcji jak i rentowności obligacji skarbowych. Rynek uznał luzowanie za niewystarczające w obliczu spowalniającej gospodarki globalnej (a spowolnienie gospodarki USA jest tylko kwestią czasu), eskalacji wojen handlowych, oraz zdecydowanie bardziej luźnej polityki monetarnej w krajach poza USA. Jednakże FED niezmiennie twierdzi, że gospodarka USA pozostaje mocna i nie ma potrzeby aż tak dużych obniżek stóp procentowych, jakich oczekuje rynek długu skarbowego, albo prezydent Trump. Dodatkowo, trudno jest skwantyfikować wpływ wojen handlowych na przyszły stan gospodarki, co skłania Rezerwę Federalną do bardziej ostrożnych działań. Z dużym prawdopodobieństwem można zatem założyć, że w tym cyklu FED będzie reagował z dużym opóźnieniem. Innymi słowy będzie zbyt wolno obniżał stopy procentowe, co nie pomoże w przedłużeniu bieżącej ekspansji gospodarczej i przyspieszy ewentualne wejście w recesję.

Drugi najważniejszy czynnik wpływający na rynki kapitałowe to oczywiście nasilenie wojny handlowej USA - Chiny. Jeżeli ocenimy zachowania obu krajów w tym zakresie (a nie deklaracje), to obecnie jesteśmy na najwyższym poziomie eskalacji. Dodatkowo w interesie politycznym obu stron jest przeżycie muskułów i czekanie na ustępstwa konkurenta. Należy też pamiętać, że 1 X 2019 Chiny będą obchodzić 70 rocznicę powstania Chińskiej Republiki Ludowej. Można zatem założyć, że do tego czasu nie ma mowy o jakis istotnych ustępstwach po stronie chińskiej. Niemniej należy pamiętać, że wojna handlowa doprowadzi w średnim i dłuższym terminie do poważnego spowolnienia gospodarczego. Obu stronom zależy na braku negatywnego wpływu wojny handlowej na rynki kapitałowe, bądź na kupieniu czasu i rozłożeniu w czasie negatywnych konsekwencji.

Sytuacja reszty świata nie jest lepsza – pojawiły się już pierwsze oznaki recesji w Niemczech i niektórych krajach azjatyckich. Spowolnienie jest widoczne w gospodarce globalnej, ale jeszcze nie na taką skalę w gospodarce amerykańskiej. Dopóki nie zobaczymy słabości USA, nie będzie można mówić o globalnej recesji. Kiedy może ono nastąpić? Odpowiedzi możemy szukać na rynkach kapitałowych i w realnej gospodarce. Na dzisiaj rynek długu skarbowego w USA spodziewa się kolejnych 4 obniżek stóp procentowych w horyzoncie następných 15 miesięcy. Łącznie z obniżką z lipca br. dawałoby to 5 obniżek w cyklu łagodzenia polityki monetarnej. Tak duże obniżki historycznie nie występowały poza recesją. Oczywiście, rynek długu mógłby szybko zweryfikować swoje tezy w przypadku pozytywnego zakończenia tematu wojen handlowych, bądź wprowadzenia dużego stymulusa fiskalnego. Z drugiej strony, rynek akcji w USA jest tylko kilka procent poniżej szczytu wszechczasów i wycenia pozytywny scenariusz (brak recesji, a aktualne spowolnienie to podobna sytuacja np. do roku 2016). Z pewnością części z rynków się myli. Jeżeli spojrzymy na realną gospodarkę, to głównie znaki ostrzegawcze w USA widać na rynku nieruchomości, w przemyśle i w spadających wskaźnikach koniunktury (m.in. PMI). Niemniej to za mało od strony realnych danych, aby powiedzieć, czy to tylko chwilowe spowolnienie, czy też coś więcej.



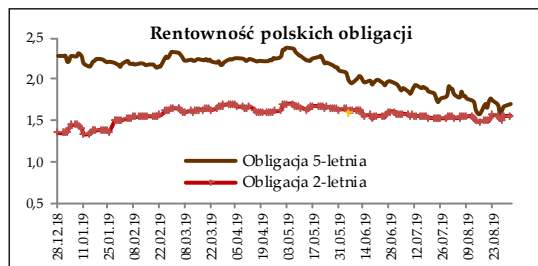
Dane makro

Stopa ref. NBP	1,5%	
PKB r/r Q2 2019	4,5%	
Inflacja r/r VII 2019	2,9%	
WIG	56 739,53	-4,9%
WIG20	2 135,25	-6,2%
mWIG40	3 768,00	-4,7%
sWIG80	11 616,48	-2,9%
S&P500	2 926,46	-1,8%

Polska – makroekonomia i rynek dłużny

W sierpniu tradycyjnie ukazała się publikacja danych o dynamice polskiego PKB w II kwartale br. Wzrost wyniósł 4,5% r/r i był na nieznacznie niższym poziomie niż w I kwartale (4,7% r/r, szacunkowy odczyt „flash” 4,4% r/r). Struktura wzrostu gospodarczego potwierdza dominującą rolę popytu krajowego i utrzymującą się na wysokich poziomach spożycie indywidualne gospodarstw domowych. Gorzej zachowują się inwestycje, które spowolniły do 9% r/r. Miesięczne dane pokazały odbicie po wcześniejszych słabszych danych. Produkcja przemysłowa wzrosła o 5,8% r/r w porównaniu do -2,7% poprzednio, co było w dużej mierze wynikiem odwrócenia się niekorzystnych czynników kalendarzowych. Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących wzrosła o 7,4% r/r w porównaniu do konsensusu prognoz rynkowych w wysokości 6,2% r/r.

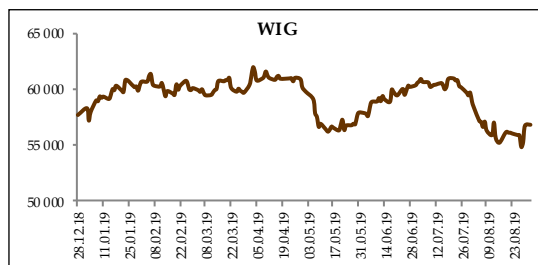
Na rynku pracy można było zaobserwować niższe dynamiki wzrostu zatrudnienia (2,7% r/r) oraz solidny wzrost przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw (7,4% r/r). Stopa bezrobocia odnotowała nieznaczny spadek z poziomu 5,3% do 5,2%. Z danych inflacyjnych pełny odczyt CPI zaprezentował wzrost wskaźnika o 2,9% r/r wobec 2,6% poprzednio. Za wzrost ponownie odpowiadały głównie wzrost cen żywności oraz kategorii inflacji bazowej (po wyłączeniu cen żywności i energii), która w ujęciu rocznym wyniosła 2,2% r/r wobec 1,9% poprzednio. Szybki szacunek inflacji zaprezentował nieznacznie niższą dynamikę wzrostu cen na poziomie aż 2,8% r/r wobec 2,9% r/r poprzednio. W sierpniu RPP miała przerwać wakacyjną w posiedzeniach. Natomiast zapisy z ostatniego posiedzenia wskazywały, że w lipcu złożono dawno niewiadziany wniosek o podwyżkę stóp procentowych. Członkowie RPP (K. Zubelewicz oraz E. Gatnar) ocenili, że tempo wzrostu gosp. i dynamika cen będą prawdopodobnie wyższe niż wskazuje lipcowa projekcja inflacji. W zeszłym miesiącu notowania polskich obligacji skarbowych kontynuowały dynamiczne wzrosty cen w przypadku instrumentów o dłuższych zapadalnościach. Kontynuacja spadków dochodowości wynikała głównie z umocnienia obligacji na rynkach bazowych, ale też z ograniczonej podaży ze strony MinFin i dobrze przyjętej zapowiedzi zrównoważonego budżetu w 2020 r. Na rynkach bazowych inwestorzy reagowali na dalszą eskalację tzw. wojny handlowej oraz pogarszających się danych makroekonomicznych. Rentowności obligacji wynosiły odpowiednio (OK0521) 1,50% wobec 1,46% na koniec lipca, (PS1024) 1,67% wobec 1,88% oraz (WS0428) 1,80% wobec 2,10%. Złoty znacząco stracił na wartości wobec głównych walut. Kursy PLN wynosiły odpowiednio: EUR/PLN 4,38 vs 4,29 i USD/PLN 3,99 vs 3,87.



Polska – rynek akcji

Sierpień przyniósł korektę na rynkach akcji oraz dalszy wzrost cen obligacji i złota. Mimo korekty od początku roku indeksy S&P500 i DAX wzrosły o 16,7% i 13,1%. Na warszawskiej GPW skala spadków była większa niż na rynkach rozwiniętych, głównie za sprawą przeceny dużych spółek. Po 8 miesiącach WIG20 spadł o 6,2%, a WIG o 1,7%. Nadal lepiej zachowywały się średnie i mniejsze polskie spółki, chociaż i one nie oparły się korekcie. Mimo tego sWIG80 urósł od początku roku o 9,9%. Sierpień był bardzo dobrym miesiącem dla obligacji i złota. Rentowność 10-letnich instrumentów niemieckich spadła do -0,70%, amerykańskich do 1,50%, a polskich do 1,84%. Surowce w większości potaniały. Ropa kosztowała 55,10 dolarów (+21% w br.), a miedź 2,55 dolarów (-3%). Złoto znacząco zyskało na wartości i kosztowało 1.529 dolarów (+19%). Złoty sporo stracił na wartości. Dolar kosztował 3,98, euro 4,37, a frank 4,02.

Co dalej? Kluczową kwestią pozostaje rozstrzygnięcie czy będziemy na świecie mieć tylko spowolnienie, czy recesję. Banki centralne robią, co mogą, by uchronić inwestorów przed negatywnym scenariuszem. Fed i ECB mogą obniżyć stopy we wrześniu. Otwartą sprawą pozostaje to czy na wysokości zadania staną również politycy (negocjacje USA-Chiny, Brexit). Jeśli tak, jest szansa na pozytywny rozwój wydarzeń w kolejnych miesiącach. Jeśli nie, stan globalnej gospodarki będzie się pogarszał, co miałoby negatywny wpływ na rynki akcji, a szczególnie amerykańskie. W przypadku polskich akcji mamy do czynienia z 2 pozytywnymi aspektami. Po pierwsze wyceny, obecnie już prawie wszystkich spółek, są niskie. Po drugie ruszył program PPK, który powinien poprawić relatywną siłę popytu do podaży na GPW w Warszawie w perspektywie najbliższych miesięcy.



Rekomendacja ogólna

W sierpniu miała miejsce oczekiwana przez nas korekta. Ceny polskich akcji znowu są atrakcyjne. Głównym ryzykiem jest kwestia czy spowolnienie w globalnej gospodarce przerodzi się w recesję.

Rekomendowany

Fundusz/Subfundusz

QUERCUS Dłużny Krótkoterminowy
 QUERCUS Ochrony Kapitału
 QUERCUS Obligacji Skarbowych
 QUERCUS Stabilny
 QUERCUS Global Balanced
 QUERCUS Agresywny
 QUERCUS Global Growth