

Barometr Inwestycyjny Xelion



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Lipiec okazał się piątym z rzędu miesiącem wzrostów na globalnych rynkach akcji. Choć w powszechnej świadomości trwająca hossa wciąż napędzana jest przez spółki technologiczne zaangażowane w rozwój AI, w ubiegłym miesiącu jej charakter był niezwykle szeroki. Indeksy Russell 1000 Growth oraz Russell 1000 Value odnotowały niemal identyczne, około trzyprocentowe wzrosty, nieodlegające od zachowania S&P500. Stopy zwrotu spółek technologicznych poprawiały się w końcówce miesiąca za sprawą świetnych wyników Alphabetu czy Meta Platforms, ale wcześniej wręcz pozostawały w tyle za resztą rynku. Z perspektywy naszych klientów kluczowym elementem wzrostów był fakt, że **wyraźnie lepiej od otoczenia zewnętrznego ponownie zachowywała się warszawska giełda**. Szczególnie imponujące były wzrosty średnich spółek - mWIG40 zyskał 10,27%, ponad trzykrotnie więcej niż MSCI World. Miesiąc był generalnie bardzo dobry dla rynków wschodzących, poza Polską także dla tzw. rynków granicznych oraz Ameryki Łacińskiej. Odbijały także Chiny na fali mocniejszych deklaracji Biura Politycznego KPCh w kwestii zbliżającej się stymulacji fiskalnej. Wprawdzie wciąż brakuje w nich konkretów, ale otwarcie w nich drzwi do nowych emisji obligacji ze strony samorządów jest pozytywnym sygnałem.

W lipcowym Barometrze zarysowaliśmy koncepcję, w której po lipcu, miesiącu w ostatnich latach bardzo dobrym, na rynkach akcji mogłaby zacząć realizować się korekta. Na początku sierpnia prawdopodobieństwo takiego scenariusza wydaje nam się rosnąć. Dotychczasowy przebieg sezonu wynikowego w USA oceniamy jako umiarkowanie pozytywny, nie widzimy jednak dużej skali zaskoczeń, a przede wszystkim rewizji prognoz w górę, które byłyby motorem dalszych wzrostów. Reakcje na wyniki sugerują zgodnie z naszymi przypuszczeniami, że oczekiwania były wygórowane - zachowanie spółek bijących prognozy jest przeciętnie słabsze niż w ciągu ostatnich 5 lat. Uważamy, że euforia związana z amerykańskim odczytem inflacji za czerwiec (spadek z 4,0% r/r do 3,0% r/r) była nadmierna. Tak silna zmiana dynamiki wynikała z efektów bazy i nie ma najmniejszych szans, że powtórzy się w podobnej skali w drugiej połowie roku. **Jest w naszej opinii całkowicie realne, że inflacja w USA ustabilizuje się w drugiej połowie roku w przedziale 2,8-3,5% r/r, a jej poziom w grudniu będzie wyższy niż w czerwcu.**

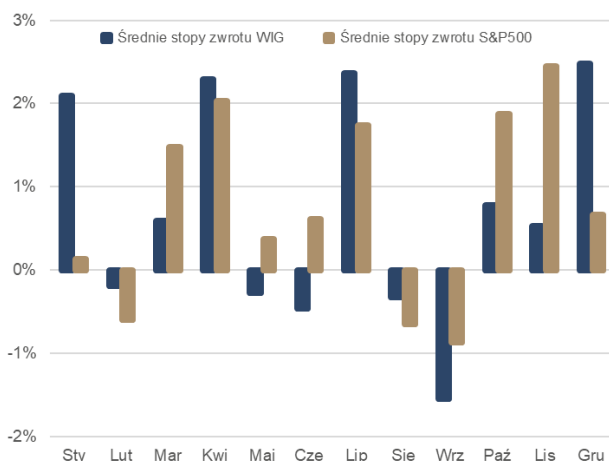
Taki scenariusz jest wspierany przez jedno z najważniejszych w naszej ocenie lipcowych zjawisk, czyli **niezwykle silne odbicie cen surowców, przede wszystkim ropy, która podrożała w skali miesiąca o 16%**. Spodziewamy się, że zgodnie ze wzorcem sezonowym, zaczęta rosnąć teraz m.in. cena gazu, a także ceny żywności znajdujące się dodatkowo pod wpływem „fenomenów pogodowych”. W sierpniu w USA rozpoczyna się sezon huraganów, które w przeszłości potrafiły dość wyraźnie zaburzać ceny surowców energetycznych. Rekordowo niski poziom rezerw ropy w USA nie będzie sprzyjał ich dalszemu upłynianiu na rynku, a dobra kondycja amerykańskiej gospodarki i potencjalny wzrost popytu w Chinach i Indiach mogą skutkować dziennym deficytem na poziomie 2 mln baryłek w 3Q2023 i 1 mln baryłek w 4Q2023. Uważamy, że znajdujemy się w okolicy punktu zwrotnego m.in. jeśli chodzi o dynamiki PPI, a narracja „niskiej inflacji i wysokiego wzrostu w 2024 r.” będzie musiała niedługo ulec korektom.

Wydarzenie, które na początku sierpnia zelektryzowało inwestorów, czyli obniżka ratingu USA ze strony Fitch, samo w sobie nie ma naszym zdaniem dużego znaczenia. Jest ono naszym zdaniem najwyższej pretekstem do ewentualnego ruchu korekcyjnego na wykupionym rynku. Trajektorja wzrostu amerykańskiego zadłużenia jest znana od dłuższego czasu, nie do końca przekonuje nas argumentacja agencji, że w związku z kolejnymi trudnymi negocjacjami jego limitów, następuje też erozja zaufania do amerykańskich władz. Bez tych dyskusji wydatki rosłyby zapewne w jeszcze szybszym tempie.

Ewentualna kontynuacja ruchu na surowcach **powinna oddziaływać w kierunku dalszego zamykania dysproporcji, która w tegorocznych stopach zwrotu pojawiła się pomiędzy spółkami wzrostowymi i value.** Słabnąc zaczyna też narracja wokół AI (efekt m.in. pogorszenia jakości tekstów ChatGPT), co wraz z ruchem na rentownościach może sprawiać, że korekta w najbardziej rozgrzanych segmentach sektora technologicznego będzie wyraźnie silniejsza niż na szerokim rynku. Spośród bardziej niszowych rynków akcyjnych wciąż podoba nam się Japonia i rynki graniczne. Podtrzymujemy tezę, że w najbliższych kwartałach warto przeważać fundusze akcji polskich. Ewentualne spadki będą naszym zdaniem mniej bolesne dla mWIG40 i sWIG80 niż WIG20.

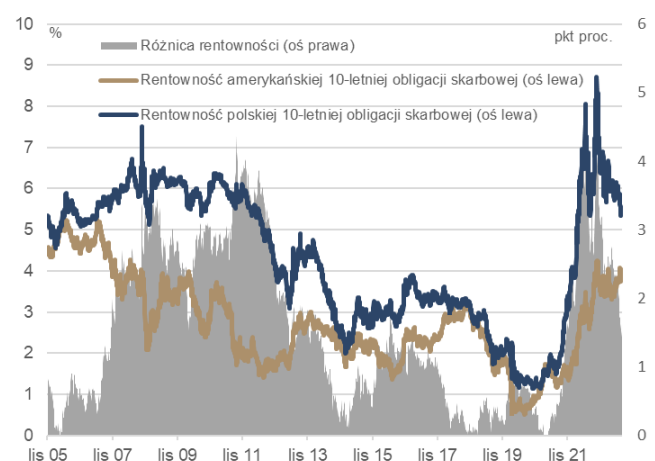
Wzrost rentowności amerykańskich obligacji skarbowych sprawia, że **krótkoterminowo zachowujemy ostrożność względem polskich obligacji skarbowych długoterminowych i zmieniamy nastawienie do nich na neutralne.** Lipiec był dla nich bardzo dobry pomimo pogorszenia otoczenia zewnętrznego, różnica rentowności między polskimi 10-letnimi skarbówkami, a obligacjami amerykańskimi to już tylko 140 pb, ułamek tego co w ubiegłym roku. Przy ewentualnym pogorszeniu nastrojów mogłoby dojść do rozszerzenia wspomnianej różnicy, uważamy, że rynek będzie musiał także skorygować wyceny kolejnych ruchów RPP. Lepszy stosunek potencjalnego zysku do ryzyka oferują chwilowo w naszej ocenie obligacje krótkoterminowe i korporacyjne.

Historyczne zachowanie WIG oraz S&P500 w poszczególnych miesiącach (1997-2022)



Źródło: Bloomberg (01.08.2023 r.)

Rentowności polskich obligacji skarbowych na tle amerykańskich



Pogląd na segmenty rynkowe



Wydźwięk konferencji prezesa NBP po lipcowym posiedzeniu RPP wyraźnie podsylił oczekiwania rynku na rozpoczęcie cyklu obniżek już w najbliższych miesiącach. O ile dwie obniżki w Polsce do końca roku powinny być traktowane jako scenariusz bazowy, o tyle oczekiwania dotyczące kontynuacji agresywnego cyklu cięć stóp w 1H2024 wydają nam się nieco wygórowane. **W związku z tym obniżamy nastawienie do polskiego długu skarbowego na neutralne - zakładamy, że ostatni spadek rentowności polskich skarbówek w krótkim terminie wyczerpał swój potencjał.** W obecnym położeniu rynkowym bardziej preferujemy dług konserwatywny (obligacje krótkoterminowe) oraz korporacyjny, który charakteryzuje się niższym poziomem ryzyka stopy procentowej.

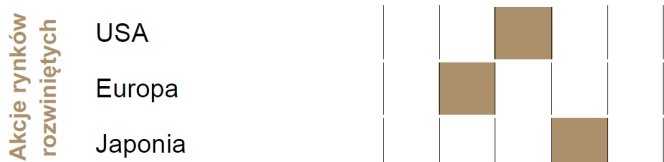


Niezmienne traktujemy aktualne poziomy rentowności za oceanem jako atrakcyjne i zakładamy, że obecny moment jest właściwy dla budowania ekspozycji na dług amerykański. Faktem jest to, że najłatwiejsza faza dezinflacji w USA jest już za nami, jednak obecny poziom stóp procentowych (najwyższy od lutego 2001 r.) powinien rozszerzać w najbliższym czasie grono członków FOMC, którzy jednoznacznie opowiedzą się za zakończeniem cyklu podwyżek. **W obliczu stabilnej sytuacji najważniejszej gospodarki świata, pozytywne nastawienie utrzymujemy również do globalnego długu korporacyjnego oraz high yield.**

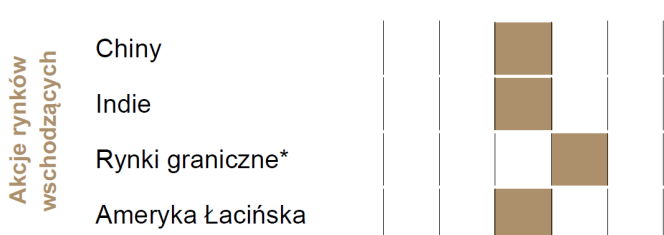
Tymczasem determinacja jastrzębi w ECB znacząco spadła w obliczu dynamicznie pogarszających się danych makro w Europie. **Niewykluczone, że cykl podwyżek w strefie euro został zakończony już w lipcu, a rynek nie docenia potencjalnej skali cięć stóp procentowych w 2024 r.** Gołębi zwrot ECB, który jako najbardziej spóźniony miał zamykać okno czasowe globalnego zacieśniania polityki pieniężnej jest kolejnym dowodem na to, że dług zagraniczny powinien mieć swoje miejsce w portfelach inwestorów.



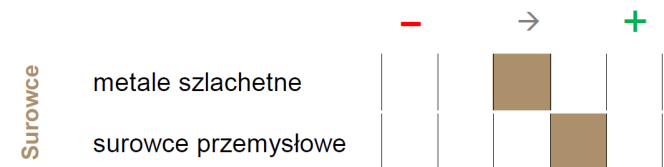
Lipiec był kolejnym rewelacyjnym miesiącem dla funduszy akcji polskich, które plasują się niemal na czele stawki najlepszych inwestycji tego roku. Poziom wykupienia z końcem miesiąca był duży, nie wykluczamy więc ewentualnej korekty w sierpniu i wrześniu. Zakładamy, że silniejsza okaże się ona na WIG20, a w szczególności w gronie małych spółek będzie miała łagodniejszy charakter. Ekspozycję na Polskę warto naszym zdaniem utrzymywać niezależnie od chwilowych turbulencji.



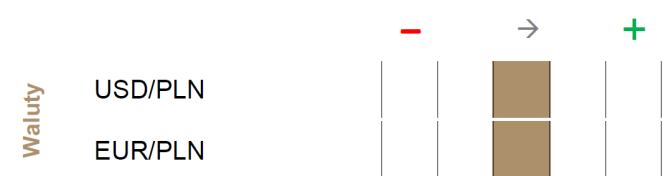
Nasze preferencje odnośnie rynków rozwiniętych pozostają niezmiennie względem ubiegłego miesiąca. Europę wciąż oceniamy najniżej, nie będzie jej sprzyjał wzrost cen surowców energetycznych, sytuacja gospodarcza na kontynencie jest gorsza niż w USA i Japonii. Ta ostatnia zachowywała się w lipcu poniżej oczekiwań za sprawą symbolicznego ruchu BoJ, który podniósł limit rentowności dla japońskich obligacji 10-letnich, ale **spodziewamy się, że najbliższe miesiące przyniosą kontynuację wzrostów Nikkei i stopniowego osłabienia jena. Utrzymujące się 25-30% dyskonto względem akcji amerykańskich czyni Tokio naszym rynkiem pierwszego wyboru.**



Lipiec był dobrym miesiącem dla wszystkich rynków wschodzących, najlepiej wśród nich zachowywały się preferowane przez nas rynki graniczne. **Co ważne, poprawa nastąpiła na akcjach chińskich, ale niemal całość wzrostów została dokonana bezpośrednio po komunikacie Politbiura w kwestii stymulusu fiskalnego.** Dopóki nie znamy szczegółów nadchodzących programów, trudno wyrokować, jak silnym impulsem się okażą. Słabiej niż szeroki koszyk zachowywały się akcje indyjskie, które po rewelacyjnym 2Q2023 wydają się wycenione wysoko nawet, gdy weźmie się pod uwagę bardzo dobrą kondycję tamtejszej gospodarki.



Bardzo dobre zachowanie surowców przemysłowych w ujęciu koszykowym w lipcu obaliło mit, że do większego ruchu w przypadku tej klasy aktywów niezbędna jest poprawa sytuacji w Chinach. **W obliczu zaskakującej nawet dla największych optymistów odporności gospodarki amerykańskiej, wciąż widzimy w horyzoncie najbliższych miesięcy lepsze perspektywy dla surowców przemysłowych niż dla metali szlachetnych.** Zwracamy przy tym uwagę, że skala ostatniego odbicia, w szczególności cen ropy naftowej oraz fakt, że rynek ten pozostaje silnie zmanipulowany, rodzi naturalne ryzyko korekty. **Uważamy jednak, że ewentualne ruchy korekcyjne powinny być traktowane jako okazja do doważenia w portfelu funduszy surowcowych.**



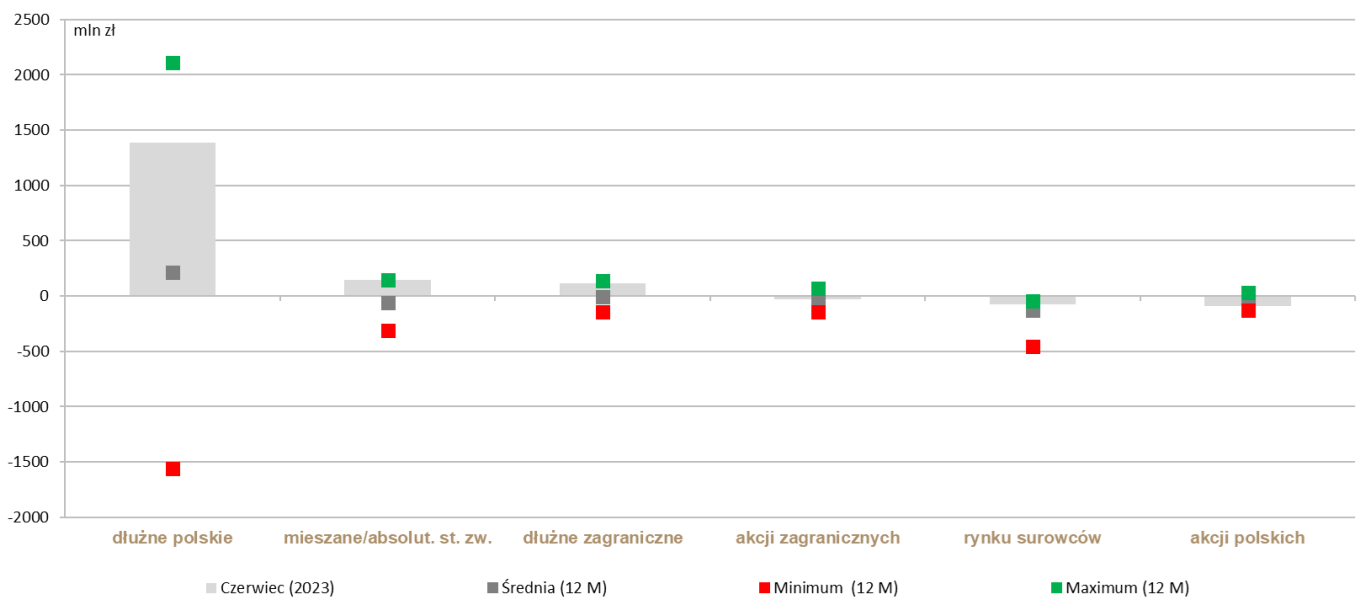
Kurs EURPLN przetestował w końcówce lipca poziom 4,40, ale finalnie zakończył miesiąc neutralnie. Podtrzymujemy opinię, że w związku z nadchodzącymi w Polsce obniżkami stóp procentowych potencjał do dalszej aprecjacji złotego jest ograniczony. Nie będzie dla nas zaskoczeniem, jeżeli kurs USDPLN powróci w okolice 4,15-4,20 zanim wyczerpie się potencjał korekcyjny EURUSD. W średnim i długim terminie naszym scenariuszem bazowym pozostaje kontynuacja osłabienia dolara, natomiast rozpoczynająca się recesja w Niemczech i pogorszenie nastrojów na rynku będą raczej negatywnie oddziaływały na euro w najbliższym czasie.

*Rynki graniczne z reguły są mniejsze, mniej rozwinięte i trudniej dostępne niż rynki wschodzące, ale niejednokrotnie charakteryzują się wysokim potencjałem długoterminowym. Do krajów granicznych można zaliczyć m.in.: Bahrajn, Kazachstan, Nigerię, Pakistan, Wietnam.

Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	0.83%	1.99%	8.38%	4.85%	6.02%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.98%	2.53%	8.60%	5.97%	6.55%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.86%	2.04%	8.93%	5.51%	6.34%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	1.79%	3.43%	10.05%	-6.23%	10.00%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-1.98%	-3.82%	-13.55%	-2.87%	-6.95%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	0.23%	-2.74%	-9.16%	-10.91%	-2.88%
papierów dłużnych globalnych High Yield	1.12%	1.40%	5.37%	0.45%	5.12%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0.37%	-0.03%	1.25%	1.78%	2.43%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	0.88%	1.12%	2.95%	-6.51%	4.38%
papierów dłużnych rynków wschodzących	2.40%	4.39%	12.69%	-8.12%	8.40%
akcji polskich uniwersalne	5.64%	11.59%	29.36%	39.50%	25.48%
akcji polskich małych i średnich spółek	6.54%	11.79%	30.27%	44.09%	26.92%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	2.48%	7.64%	9.90%	19.00%	15.79%
akcji amerykańskich	2.22%	8.92%	7.35%	29.60%	16.10%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	1.62%	1.65%	9.00%	24.95%	9.97%
akcji europejskich rynków wschodzących	6.95%	9.31%	36.89%	61.47%	16.58%
akcji globalnych rynków wschodzących	4.60%	6.46%	4.34%	1.79%	8.29%
akcji azjatyckich bez Japonii	4.85%	1.92%	-7.59%	-6.56%	-1.53%
akcji tureckich	14.20%	7.63%	61.06%	68.04%	-11.40%
ryнку surowców - metale szlachetne	3.44%	-4.92%	3.64%	-21.31%	-0.88%
ryнку surowców pozostałe	5.37%	1.90%	3.00%	53.82%	-0.95%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	1.24%	1.92%	8.54%	4.86%	6.39%
mieszane polskie	2.62%	5.09%	14.92%	11.22%	12.95%
mieszane zagraniczne	1.76%	3.83%	6.59%	12.15%	8.56%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 31.07.2023 r.)

Istotne informacje

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (02-595) przy ul. Puławskiej 107, wpisany do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 000061809 („DI Xelion”). DI Xelion prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Nadzoru Finansowego i podlega nadzorowi tego organu. Wymagane przepisami prawa informacje o DI Xelion oraz świadczonych usługach, w tym o pełnej ofercie DI Xelion i pozostałych funduszach, ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub przed rozpoczęciem świadczenia usługi.

Niniejsze opracowanie:

- zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym;
- jest udostępniane w jednakowym brzmieniu wszystkim Klientom za pośrednictwem strony www.xelion.pl oraz za pośrednictwem systemu Platforma;
- nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego;
- nie zostało sporządzone na podstawie zlecenia ze strony Klienta ani w wykonaniu usług świadczonych na rzecz Klienta na podstawie umowy z DI Xelion;
- nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego ani nie stanowi rekomendacji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w ramach tej usługi;
- nie stanowi również informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną, ani rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Materiał zawiera treści sporządzone niezależnie od dokonanej przez DI Xelion oceny indywidualnej sytuacji Klienta (m.in. poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych, doświadczenia inwestycyjnego) oraz nie uwzględnia sytuacji finansowej, potrzeb, cech i celów inwestycyjnych Klienta.

Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani DI Xelion nie gwarantują jednak poprawności, kompletności i dokładności tych informacji.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem i oznacza, że inwestor może utracić część lub całość zainwestowanych środków. Stopień ryzyka zależy od rodzaju i klasy aktywów będących przedmiotem inwestycji. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej inwestor powinien, oprócz prognozy potencjalnego zysku, określić także czynniki ryzyka, jakie mogą wiązać się z daną inwestycją. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią wobec kogokolwiek zapewnień ani zobowiązań natury prawnej ze strony DI Xelion, nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez DI Xelion lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.

Właścicielem i wydawcą materiału jest DI Xelion. Wszelkie prawa są zastrzeżone. Zabronione jest wykorzystywanie materiału w działalności gospodarczej innej niż działalność DI Xelion. Udostępnienie niniejszego materiału nie jest równoznaczne z przeniesieniem przez DI Xelion majątkowych praw autorskich do niniejszego materiału oraz nie stanowi udzielenia licencji do jego wykorzystywania. Zabroniona jest dekompozycja, dekompilacja, dezintegracja czy też zmiana struktury materiału.