

Barometr Inwestycyjny Xelion

42

Nr 9/2023

wrzesień



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Zgodnie z naszymi obawami z sierpniowego [Barometru](#), po rewelacyjnym pierwszym półroczu i świetnym lipcu sierpień przyniósł na globalnych rynkach akcji dość wyraźną korektę. Rozpoczęta przez spółki technologiczne i rynek chiński, objęła cały świat, ale szereg działań podjętych przez chińskie władze, rewelacyjne wyniki nVIDIi i narastające w końcówce sierpnia przekonanie, że pogorszenie w danych z USA oznacza, iż cykl podwyżek Fed mógł się zakończyć, poważnie zredukowało jej skalę. Finalnie zauważalne straty były odnotowane głównie na rynkach wschodzących - Hang Seng spadł o 8,45%, WIG20 o 7,58%, a MSCI Emerging Markets o 6,6%. Rozpoczynający ruch w dół NASDAQ zamykał się jednak zaledwie 2,17% niżej, odrabiając niemal 3/4 miesięcznej przeceny i bardzo łagodząc skalę spadków na S&P500. Indeksy europejskie traciły około 3%, co trudno nazwać wielką wyprzedzą. Zwracamy uwagę na bardzo dobre zachowanie preferowanych przez nas rynków zagranicznych - Japonii i rynków granicznych.

W naszym scenariuszu bazowym wrzesień ponownie może okazać się miesiącem spadkowym, co zresztą jest normą - sezonowo jest to najslabszy miesiąc w roku, a zarazem najlepszy, by w jego trakcie akumulować akcje. Następujący po nim okres październik-maj odpowiadał historycznie za nawet 75% wzrostów S&P500 w ostatnich dekadach, choć ostatnio ta sezonowość była zaburzana za sprawą wydarzeń jednorazowych (COVID, wojna w Ukrainie). Spodziewamy się, że w tym roku sytuacja może jednak nie odbiegać bardzo od typowego wzorca. **Przede wszystkim, o ile pogorszenia w amerykańskiej sferze realnej nie wesprą świetne dane inflacyjne, nie sądzimy, by Fed miał we wrześniu twardo zapowiedzieć koniec cyklu ani wykluczyć podwyżkę w listopadzie** (we wrześniu faktycznie zapewne dojdzie do pauzy). Nie negujemy znaczenia danych o silnym spadku liczby wakatów, ale przypominamy, że dane te były w ostatnich miesiącach dość wolatylne i prowadziły już do przedwczesnych wybuchów radości, że podwyżki się skończyły. Nie widzimy również sygnałów przełomu w Chinach, co dobrze ilustruje wykres dynamiki sprzedaży mieszkań. Oba te czynniki sprawiają, że szansa na pogłębienie sierpniowej korekty jest naszym zdaniem duża.

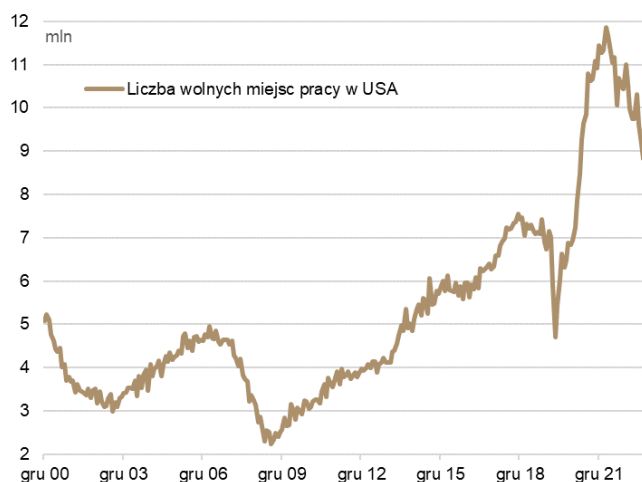
Zwracamy również uwagę, że dochodzimy do dołka dynamik inflacji produkcyjnej, co już potwierdzają wskaźniki wyprzedzające, a przede wszystkim cena ropy, która nieubłaganie zbliża się do 90 \$/b. Tak jak pisaliśmy w poprzednich miesiącach, oczekujemy przynajmniej tymczasowego przełamania tego poziomu, co może wywołać kolejną falę obaw o inflację. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do funduszy surowcowych, ich potencjał do zwyżek nie jest w naszej opinii wyczerpany i wciąż mogą ograniczać ryzyko portfeli złożonych z akcji i obligacji.

Jednocześnie ograniczone pozostaje naszym zdaniem ryzyko, że sierpniowe spadki przerodzą się w kilkumiesięczną, głęboką korektę. Cykl podwyżek w USA zbliża się do końca i zostanie to naszym zdaniem zakomunikowane dopiero 1 listopada. **Sytuacja w Chinach jest trudna, ale oczekujemy, że seria dalszych, punktowych działań w polityce monetarnej i fiskalnej będzie kontynuowana.** Jeżeli miałoby dojść do gwałtownego pogorszenia, rząd w końcu zareaguje rezygnacją ze swojej obecnej polityki i mocnym stymulusem fiskalnym, a sytuacja nie osiągnie na razie według nas rangi zagrażającej całym globalnym rynkom kapitałowym. Nikt nie jest jednak w stanie przewidzieć terminu takiego zwrotu, więc na razie w naszej opinii warto obserwować sytuację na azjatyckich rynkach wschodzących z boku. W koszyku EM preferujemy akcje rynków granicznych, Ameryki Łacińskiej czy EMEA.

Przedwyborcza niepewność, pogarszające się dane makro i generalny odwrót od akcji europejskich sprawiają, że najbliższe 1-2 miesiące mogą być trudne dla GPW, ale uważamy, że alokację w Polsce można śmiało uzupełniać. Fundusze akcji polskich są i pozostaną naszym zdaniem jedną z najlepszych inwestycji nie tylko tego roku, ale także kolejnych, dalej korzystając z otoczenia wyższej inflacji, niskich wycen wskaźnikowych i problemów dawnych konkurentów o kapitał zagraniczny (Rosja, Turcja).

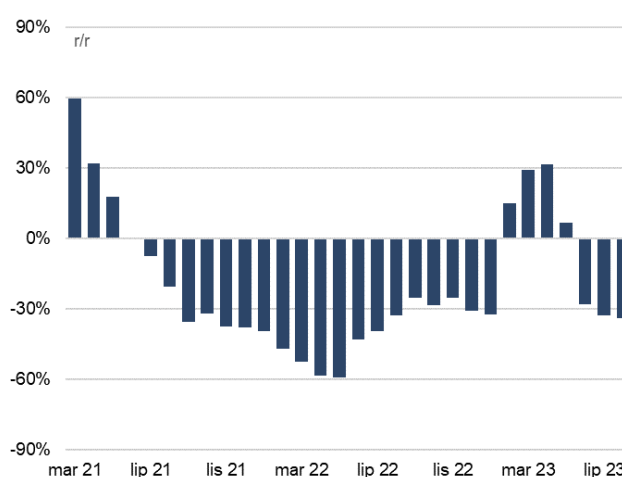
Sierpień był w naszej ocenie symptomatyczny jeżeli chodzi o dalsze perspektywy długu - niezależnie od słów członków FOMC doszliśmy do punktu, w którym jakiegokolwiek gorsze dane z USA będą budowały błyskawicznie oczekiwania zakończenia cyklu i przyspieszenia pierwszych obniżek. **Wierzymy, że rok zakończy się przy wyraźnie niższych rentownościach amerykańskich obligacji skarbowych, co oznacza również, że pomimo wciąż wysokich cen jakiegokolwiek zakupy akcji nie powinny odbywać się przy pominięciu najsilniejszego w tym roku sektora technologicznego.** Przewodzą mu spółki, które wielokrotnie udowodniły, że potrafią sobie radzić w trudnym otoczeniu gospodarczym, nVIDIA udowadnia, że sztuczna inteligencja to nie chwilowa moda, a ważny temat inwestycyjny. Nawet jeżeli to nie IT będzie przewodziło rozpoczętej w październiku ub.r. hossie (obawiamy się głównie o potencjał wzrostowy FAAMG w dłuższym terminie), w średnim terminie wciąż może pozostawać silniejsze niż szeroki rynek

Rynek pracy w USA zaczyna wysyłać sygnały spowolnienia

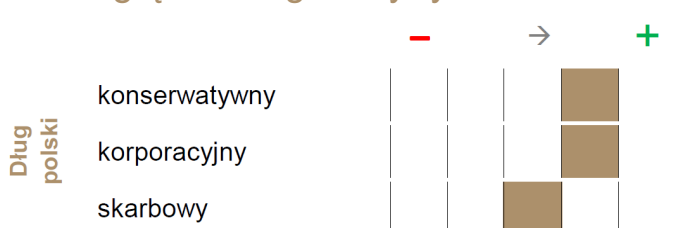


Źródło: Bloomberg (04.09.2023 r.)

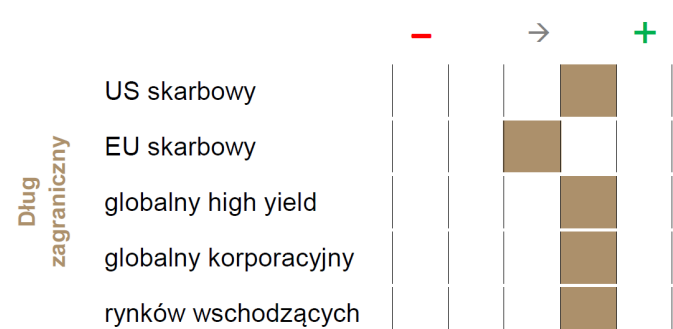
Dynamika sprzedaży mieszkań w Chinach



Pogląd na segmenty rynkowe

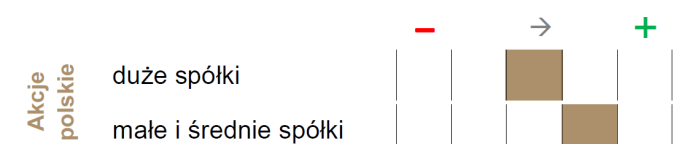


Pomimo niespełnienia warunku spadku inflacji do poziomu jednocyfrowego w kontekście rozpoczęcia cyklu obniżek zakładamy, że losy wrześniowego posiedzenia RPP wciąż nie zostały przesądzone. Widzimy sporą szansę, że już w tym miesiącu RPP zdecyduje się na obniżkę stóp o 25 pb. Rynek aktualnie wycenia scenariusz **trzech obniżek do końca roku oraz kontynuację cyklu w 2024 r.** Kontrakty na stopę procentową wskazują, że w połowie przyszłego roku stopa referencyjna znajdzie się w okolicach 5%. Uważamy, że obecne oczekiwania odnośnie dynamiki cyklu obniżek są zbyt wygórowane (szczególnie w kontekście 1H2024). **Dlatego też utrzymujemy neutralne nastawienie do polskiego długu skarbowego** (podejście to wspiera dodatkowo gorący okres przedwyborczy). Preferujemy dług konserwatywny (obligacje krótkoterminowe) oraz korporacyjny.



Bez względu na rezultat wrześniowego czy listopadowego posiedzenia, Fed zbliża się nieuchronnie do zakończenia cyklu, czyli wydarzenia, po którym historycznie ceny obligacji wyznaczały swój dółek. **W naszej ocenie obecne wysokie poziomy rentowności obligacji amerykańskich są nie do utrzymania na dłużej** bez solidnego powodu w postaci znaczącej rewizji ścieżki inflacyjnej w górę. Utrzymujemy, że obecny moment jest sprzyjający do budowania ekspozycji w ramach długu zagranicznego, którego zachowanie będzie w kolejnych miesiącach wspierane opóźnionym „pivotem Fed”.

Tymczasem obniżki stóp procentowych w niektórych krajach zaliczanych do koszyka emerging makets stały się już faktem. W okresie wakacyjnym skalą obniżki zaskoczyła Brazylia oraz Chile - w przypadku tych państw stopy zostały obniżone odpowiednio o 50 pb i 100 pb. **Uważamy, że wkrótce grono gołębi banków centralnych krajów EM znacząco się rozszerzy.** Oczekiwana przez nas złagodzona postawa Fed ograniczy jednocześnie ryzyko deprecjacji walut rynków wschodzących, dając tamtejszym decydom monetarnym zielone światło do działań.

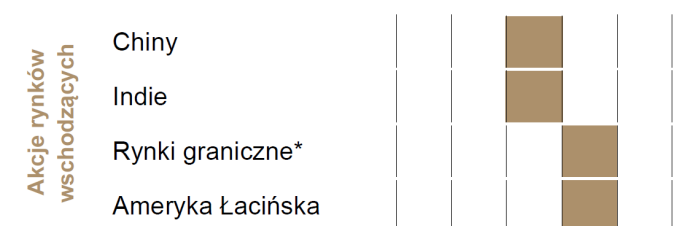


Polskie duże spółki broniły się przed spadkami na początku sierpniowej korekty, ale późniejsza przecena była nawet silniejsza niż w Europie. Mieszany sezon wynikowy i wcześniejsza dywergencja względem DAX sprawiają, iż oczekujemy spadku WIG20 do okolic 1900 pkt, co można wykorzystać na akumulację akcji polskich. Przecena funduszy będzie zapewne wyraźnie mniejsza dzięki małym i średnim spółkom. Polska pozostaje rynkiem, gdzie w naszej ocenie należy pozostawać przeważonym.

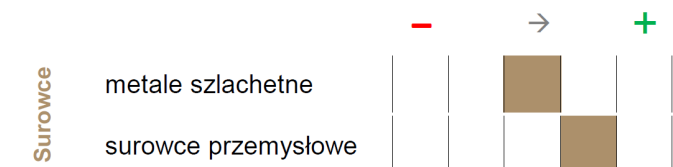


Nasze preferencje odnośnie rynków rozwiniętych pozostają niezmiennie. W ujęciu szerokiego rynku najbardziej podoba nam się Japonia. Posiedzenie w Jackson Hole oddaliło ryzyko jakichkolwiek zwrotów w polityce Kazuo Uedy, spodziewamy się spokojnej deprecjacji jena i wzrostu japońskich indeksów.

Wierzmy, że ewentualne pogłębienie korekty w USA powinno zostać wykorzystane na uzupełnianie portfela o fundusze akcji spółek technologicznych, które jeszcze nie powiedziały ostatniego słowa i zaledwie zredukowały straty z 2022 r. Dalej unikamy akcji europejskich.



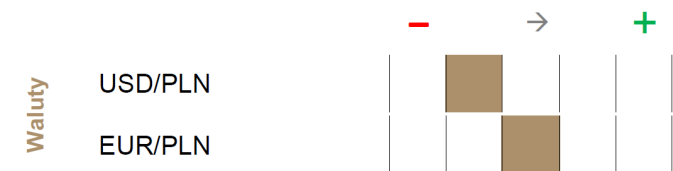
Sierpień był bardzo słabym miesiącem na rynkach wschodzących, co wynikało oczywiście przede wszystkim z silnych spadków na giełdach chińskich i azjatyckich. Uważamy, że rynki te najlepiej obserwować z boku pomimo bardzo niskich wycen w Hong Kongu i Chinach kontynentalnych. **Aktualnie stosunek stóp zwrotu do ryzyka wygląda naszym zdaniem atrakcyjniej w przypadku rynków granicznych, ale też Ameryki Łacińskiej, która korygowała się w sierpniu.** Bardzo dobrze przed przeceną broniły się także akcje indyjskie, ale zapaf do ich zakupów studzą u nas zdecydowanie najwyższe wyceny w całym koszyku.



Utrzymujemy umiarkowanie pozytywne nastawienie do surowców przemysłowych, które mogą być we wrześniu ciekawą alternatywą dla akcji.

W obliczu wyzwań natury podażowej szczególnie dobrze mogą zachowywać się surowce energetyczne. Tymczasem dobre zachowanie metali przemysłowych w drugiej połowie sierpnia (rudy żelaza, aluminium, miedzi) potwierdza, że surowce te są w stanie zyskiwać nawet bez „przełomowych” wieści płynących z Chin.

Kolejny miesiąc konsolidacji złota poniżej 2000 USD/oz nie dostarcza za wiele argumentów do rezygnacji z obecnego poziomu neutralnego. Zakładamy, że lepszy czas dla metali szlachetnych nadejdzie, jednak jeszcze nie we wrześniu.



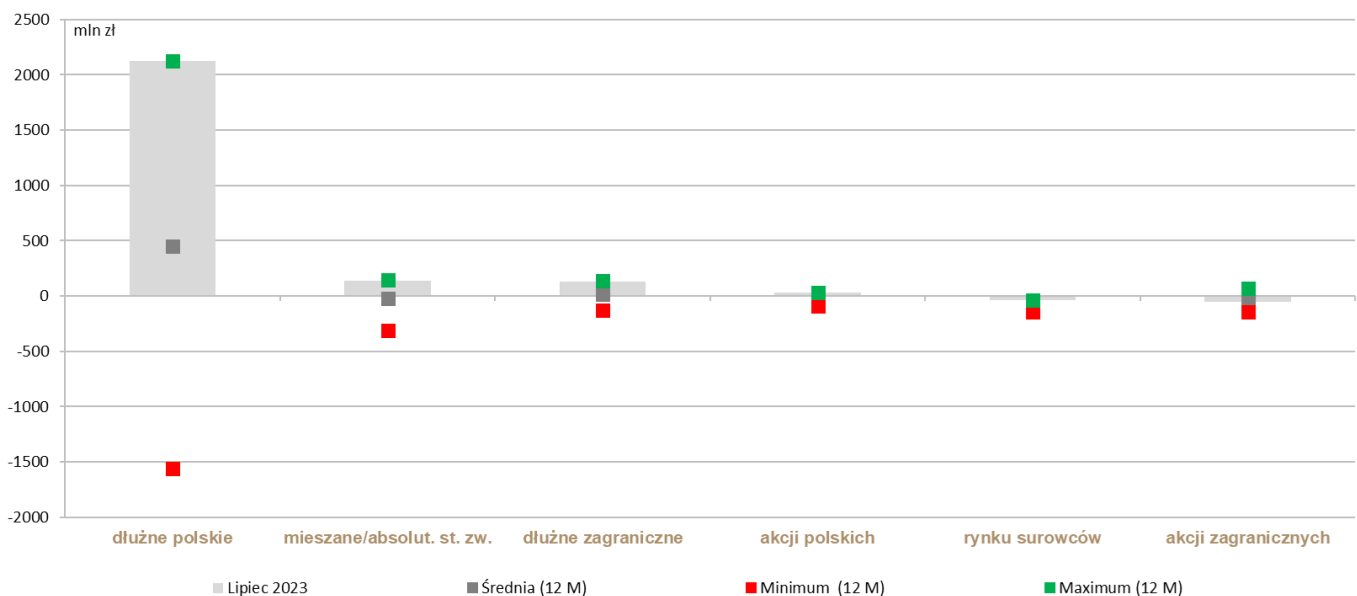
W zarysowanym przez nas scenariuszu kontynuacji korekty we wrześniu należy oczekiwać naruszenia poziomu 4,50 przez kurs EURPLN, a potencjalnie także 4,20 przez USDPLN. O ile 4,50 nie będziemy uważali za wielką okazję, a raczej środek przedziału „dopuszczalnych wahań” złotego względem euro (kolejne 6-9 miesięcy może przynieść trend boczny w granicach 4,40-4,60), w świetle oczekiwanego przez nas powrotu dolara do spadków jesienią 4,20 jest potencjalnie okazynym miejscem, by zredukować pozycje w amerykańskiej walucie.

*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	0.38%	1.74%	8.51%	5.11%	6.42%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.65%	2.34%	9.07%	6.28%	7.23%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.39%	1.78%	9.06%	5.90%	6.75%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	0.00%	3.14%	11.85%	-5.97%	9.99%
papierów dłużnych USA uniwersalne	2.05%	-2.94%	-12.62%	-0.59%	-5.05%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	1.22%	-0.76%	-4.65%	-10.04%	-1.70%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0.37%	2.54%	7.25%	-0.07%	5.51%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0.21%	0.43%	2.17%	1.27%	2.62%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	-0.47%	1.04%	3.61%	-7.10%	3.79%
papierów dłużnych rynków wschodzących	-1.71%	3.55%	10.77%	-9.72%	6.53%
akcji polskich uniwersalne	-4.10%	7.35%	32.26%	30.34%	20.48%
akcji polskich małych i średnich spółek	-3.23%	8.54%	29.93%	35.00%	22.72%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	-2.60%	3.55%	10.23%	10.91%	12.74%
akcji amerykańskich	-1.25%	5.63%	7.80%	21.54%	14.51%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	-1.91%	1.34%	10.53%	18.84%	7.80%
akcji europejskich rynków wschodzących	-0.88%	10.00%	35.66%	60.40%	15.53%
akcji globalnych rynków wschodzących	-5.10%	2.29%	-1.12%	-5.62%	2.77%
akcji azjatyckich bez Japonii	-5.27%	0.44%	-12.33%	-14.06%	-6.73%
akcji tureckich	9.34%	15.77%	41.49%	102.18%	-3.13%
rynku surowców - metale szlachetne	-4.55%	-4.45%	8.06%	-28.20%	-5.10%
rynku surowców pozostałe	-1.23%	7.50%	0.45%	45.24%	-2.33%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	-0.37%	1.80%	8.29%	3.68%	5.97%
mieszane polskie	-1.00%	4.09%	16.36%	8.88%	11.73%
mieszane zagraniczne	-0.95%	2.75%	7.25%	9.07%	7.46%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 31.08.2023 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.