

Barometr Inwestycyjny Xelion



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Początek października przynosi największy, być może z pominięciem marca, strach o dalszy kierunek rynku akcji. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, rozpoczęta w sierpniu korekta przedłużyła się na najgorszy zwyczajowo miesiąc w roku (wrzesień), osiągając punkt kulminacyjny w pierwszych dniach 4Q2023, gdy gwałtowny wzrost ofert pracy w badaniu JOLTS stał się katalizatorem dalszej przeceny globalnego długu.

Uważamy, że **obecna sytuacja i powszechny pesymizm tworzą sprzyjające otoczenie do zwiększenia alokacji w akcjach, spodziewamy się w 4Q2023 dodatnich stóp zwrotu na rynku amerykańskim, a także w Polsce.** W naszej ocenie **obecne poziomy rentowności amerykańskich obligacji skarbowych długoterminowych (10-letnich i dłuższych) są niezwykle atrakcyjne i niemożliwe do utrzymania w dłuższym terminie** bez wystąpienia nowych czynników wywołujących poważny wzrost inflacji. Spodziewamy się, że spirala wzrostu oczekiwań co do przyszłego poziomu stóp zostanie przełamana w najbliższych tygodniach za sprawą sygnałów słabnącego wzrostu w USA i dalszej normalizacji dynamiki cen. Wywoła to typowy dla końcówki roku „rajd ulgi”, który może, choć nie musi, wyprowadzić indeksy na nowe tegoroczne maksima, o ile na przeszkodzie nie stanie sezonowy wynikowy. Spodziewamy się jednak, że będzie on dodatkowym wsparciem, a zagregowana dynamika zysków dla S&P500 ponownie stanie się dodatnia. **Akcje amerykańskie, w szczególności spółek technologicznych, powinny stanowić naszym zdaniem istotną część portfela o wysokim ryzyku, będąc potencjalnym głównym beneficjentem zmiany kierunku na rentownościach.**

Spodziewamy się, że niezależnie od przebiegu wyborów w Polsce, o ile będą one skutkowały sprawnym utworzeniem rządu, WIG będzie w 4Q2023 zachowywał się lepiej niż większość rynków zagranicznych. W Polsce widzimy potencjalnie najciekawsze poza Japonią uzupełnienie portfela opartego głównie o akcje amerykańskie. Po dwóch miesiącach korekty rynek krajowy wydaje się dość silnie wyprzedany, liczymy, że wraz z ustąpieniem przedwyborczej nerwowości zobaczymy wyraźne odbicie. Z perspektywy prognoz przyszłorocznych zysków Polska wygląda niezwykle atrakcyjnie na tle szeroko rozumianych rynków wschodzących.

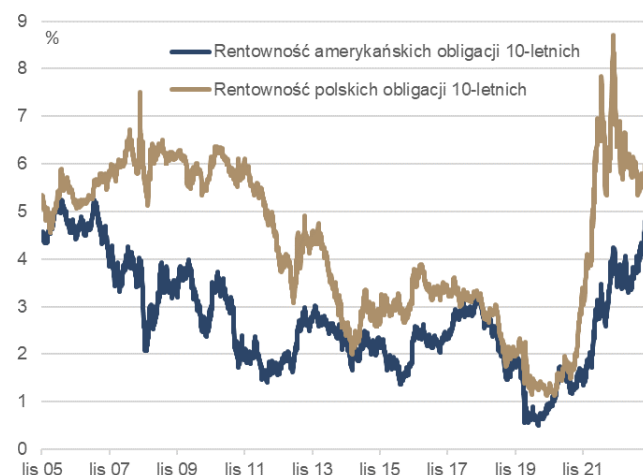
Uważamy, że rynki wschodzące powinny być z kolei niedoważane w portfelach. Przypominamy, że lokalne rynki akcji zazwyczaj słabo radzą sobie na tle rynków rozwiniętych, a w szczególności amerykańskiego w okresach dużej siły dolara. Obecnie nakłada się na to bardzo niepewna sytuacja w Chinach. Naszym pierwszym wyborem w ramach rynków wschodzących pozostają świetnie radzące sobie w 3Q2023 fundusze akcji rynków granicznych, na dalszych miejscach widzimy mocno wyprzedaną Amerykę Łacińską (waluty krajów z tego kontynentu były głównymi ofiarami aprecjacji dolara w ostatnim czasie) oraz Indie. **Pozostajemy przy opinii, że wciąż należy unikać Chin i funduszy akcji azjatyckich.**

Wzrosty cen ropy w 3Q2023 mogą i powinny naszym zdaniem zostać wykorzystane do redukcji lub zamknięcia pozycji na funduszach opartych o rynek surowców, choć na przeszkodzie może stanąć tutaj wyprzedana „czarne złota” na początku października. Rozsądną strategią wydaje się zaczekać, by ceny WTI powróciły do okolic 90\$/b. Nastawienie do surowców przemysłowych obniżamy do neutralnego. Rekordy temperatur we wrześniu nie wróżą wielkich problemów w kolejnym sezonie grzewczym, deficyt na rynku ropy będzie trwał do końca roku, ale zapewne począwszy od stycznia znacznie się wyrażnie kurczyć. Spodziewamy się, że cena Brent może chwilowo przekroczyć 100 \$/b, ale nie wierzymy w jej dalsze silne wzrosty oraz obronę tych poziomów dłużej niż przez 2-4 miesiące. Potencjał do dalszych zwyzek wydaje się wyraźnie niższy niż na rynku akcji.

Ponownie obniżamy ocenę obligacji segmentu polskich obligacji skarbowych (długoterminowych). Uważamy, że dotychczasowa, dość ograniczona reakcja polskiego długu długoterminowego na pogarszające się otoczenie zewnętrzne powinna zachęcać do tymczasowego ograniczenia ekspozycji na tego typu fundusze. W pierwszych dniach października przeciętna rentowność papierów skarbowych rynków wschodzących sięgnęła 8,93% (najwyższy poziom od roku), natomiast w Polsce do szczytów brakuje ponad 300 pb. Nie wierzymy zupełnie w wyrównanie tej różnicy, ale już **wzrost rentowności polskich obligacji skarbowych do 6,50-7,00% wydaje nam się prawdopodobny.** Październikowa decyzja Rady o obniżce stóp o 25 pb (do 5,75% dla stopy referencyjnej) budzi w nas nadzieję, że kolejne ruchy nie będą przekraczały tej skali, co powinno wesprzeć starania, by ustabilizować kurs EURPLN w okolicy 4,60, o ile na przeszkodzie nie stanie gwałtowne pogorszenie otoczenia zewnętrznego.

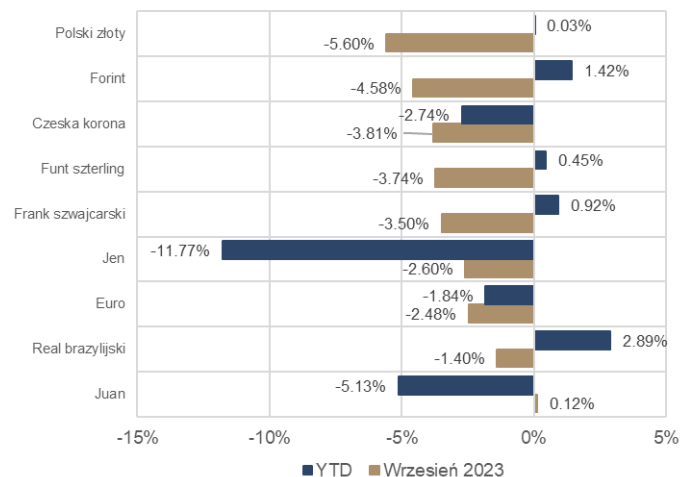
Przełamanie poziomu 1,05 przez kurs EURUSD, które przełożyło się m.in. na naruszenie 4,40 na USDPLN budzi zrozumiałe obawy, **ale wierzymy w odwrócenie kierunku tego ruchu w bliskiej przyszłości, co wynika głównie z opisanych powyżej założeń dotyczących długu.** W krótkim terminie możemy obserwować wzmożoną presję na złocie, długu rynków wschodzących i innych aktywach mocno uzależnionych od zachowania amerykańskiej waluty, ale uważamy, że nie jest to właściwy moment, by zredukować na nich pozycje - spodziewamy się odbicia ich cen w najbliższych miesiącach.

Rentowność polskich vs. amerykańskich obligacji skarbowych 10-letnich



Źródło: Bloomberg (04.10.2023 r.)

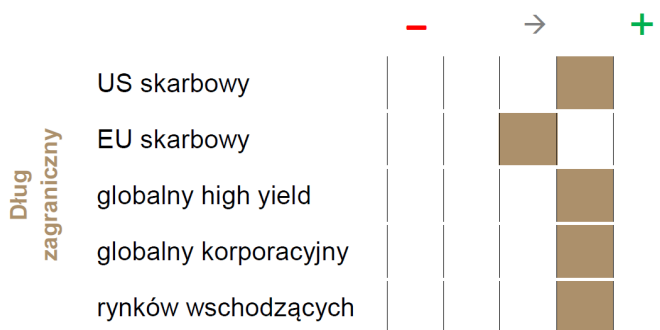
Polski złoty pod wpływem ostatnich decyzji RPP



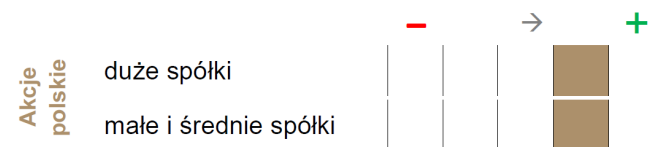
Pogląd na segmenty rynkowe



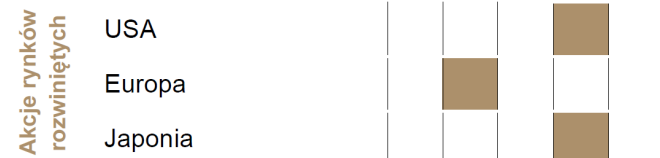
Inflacja jednocyfrowa w Polsce stała się faktem, a wraz z nią rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych. O ile samo rozpoczęcie cyklu obniżek nie było dla nas zaskoczeniem, o tyle skala pierwszego ruchu już zdecydowanie tak. Uważamy, że aktualnie prezentowane podejście przez większość w RPP nie wpisuje się dobrze w otoczenie rynków bazowych, na których oficjalnie nie zakończono jeszcze cyklu podwyżek. Obecna sytuacja tworzy zatem oderwane od reguł zjawiska rynkowe - jednym z przykładów jest niższa rentowność 2-letnich polskich obligacji skarbowych na tle ich amerykańskich odpowiedników. **Uważamy, że rynek polskich skarbowek zabrnął chwilowo za daleko, dlatego też decydujemy się tymczasowo na obniżenie nastawienia do umiarkowanie negatywnego.** Pozostajemy przy tym pozytywnie nastawieni do długu konserwatywnego (niskie ryzyko stopy procentowej) i korporacyjnego.



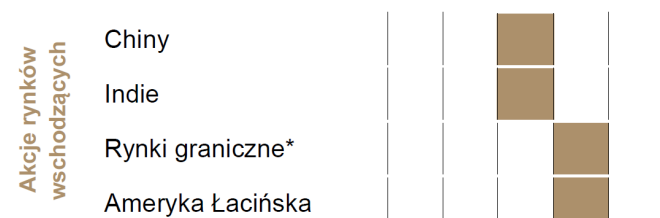
Trudno znaleźć jedno uzasadnienie tłumaczące ostatnią dynamikę wzrostów rentowności obligacji długoterminowych rynków bazowych. Jednym z nich jest zaskakująco wysoka odporność gospodarki USA na dotychczasową skalę podwyżek stóp procentowych i wzmocnienie wiary w to, że stopy pozostaną na wysokim poziomie na dłużej (ang. „higher for longer”). Pozostajemy jednak przy naszym stanowisku prezentowanym w poprzednich wydaniach Barometru - **stopy za oceanem są już odpowiednio wysoko i nie wykluczamy scenariusza, że lipcowa podwyżka była ostatnią w bieżącym cyklu.** Rentowności obligacji zarówno krótko- jak i długoterminowych są już bardzo bliskie poziomu głównej stopy procentowej. Nie widzimy na ten moment wystarczających przesłanek, by sądzić, że rentowności amerykańskiego długu skarbowego przekroczą stopę Fed. Do tego niezbędne byłyby poważne rewizje w górę ścieżek inflacyjnych, które nawet pomimo ostatnich wzrostów cen ropy są mało prawdopodobne. **O ile w poprzednim wydaniu Barometru sygnalizowaliśmy, że poziomy rentowności na rynkach bazowych są atrakcyjne, o tyle teraz pozostaje nam tylko potwierdzić, że obecnie są one jeszcze atrakcyjniejsze.**



W październiku zmieniamy nastawienie do polskich dużych spółek na pozytywne. Po dwumiesięcznej przecenie ponownie bardzo interesująco wyglądają akcje banków, które mogłyby być głównym beneficjentem wygranej opozycji w wyborach (wyższa ścieżka stóp procentowych w kolejnych kwartałach). **Niezależnie jednak od ich wyniku oczekujemy, że ostatni kwartał roku będzie dla GPW lepszy niż dla większości rynków zagranicznych i zakończy się wyraźnym wzrostem WIG.**

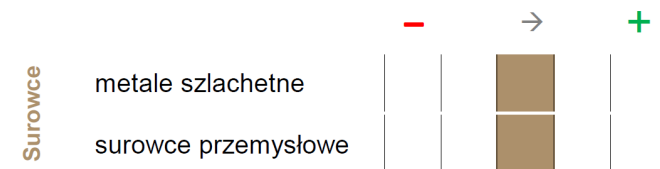


Po dwumiesięcznej przecenie i w środowisku silnego umocnienia dolara uważamy, że akcje amerykańskie powinny stanowić absolutny fundament portfeli o wysokim ryzyku. **Nie wierzymy, że dominacja spółek FAAMG na globalnym rynku zakończy się teraz, gdy ich pozycja gotówkowa i odporność na zawirowania wzrostu gospodarczego stanowią ogromne atuty.** Oczekujemy, że dalej dobrze zachowywać się będzie bardzo silna w 3Q2023 Japonia, choć rynek będzie przeżywał chwilowe zawirowania związane z powtarzalnymi wątpliwościami co do dalszego kierunku polityki pieniężnej w tym kraju.



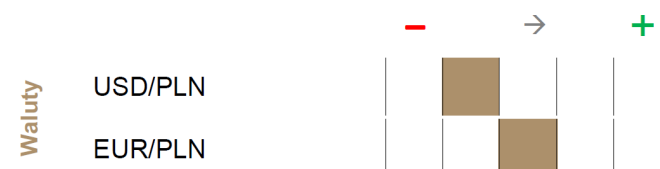
Uważamy, że z perspektywy krótkoterminowej wciąż należy wyraźnie niedoważać rynki wschodzące, zarówno w ujęciu funduszy szerokich EM, akcji azjatyckich EM, jak i samych akcji chińskich. Stosunek potencjalnych zysków do ryzyka jest tam coraz mniej atrakcyjny, m.in. z uwagi na ostatnią aprecjację dolara. **Oczywiście możliwy jest scenariusz silnego wsparcia fiskalnego chińskiej gospodarki, ale oczekujemy jego materializacji raczej w 1Q2024.**

W ramach koszyka zdecydowanie preferujemy rynki graniczne, na dalszych miejscach plasując mocno wyprzedaną po wrześniu Amerykę Łacińską oraz świetnie zachowujące się, ale bardzo drogie Indie. Po ostatnich silnych wzrostach należy naszym zdaniem szczególnie wystrzegać się Turcji.



Po wakacyjnym rajdzie na rynku ropy naftowej decydujemy się na zmianę nastawienia do surowców przemysłowych na neutralne. Uważamy, że potencjał ropy do dalszych zwyżek wyczerpuje się. Wchodzimy najprawdopodobniej w okres, w którym coraz wyraźniej będzie przedierać się głos niepewności w kontekście utrzymania rekordowo wysokiego poziomu popytu na surowiec w kolejnym roku. Nie widzimy także w tym kwartale większych szans na uzdrowienie sytuacji w chińskim sektorze deweloperskim, które mogłoby potencjalnie stać się katalizatorem dla rynku metali przemysłowych.

Utrzymujemy neutralne nastawienie do metali szlachetnych - przelamanie letargu będzie możliwe wraz z powrotem tematu rozpoczęcia cyklu obniżek w USA.



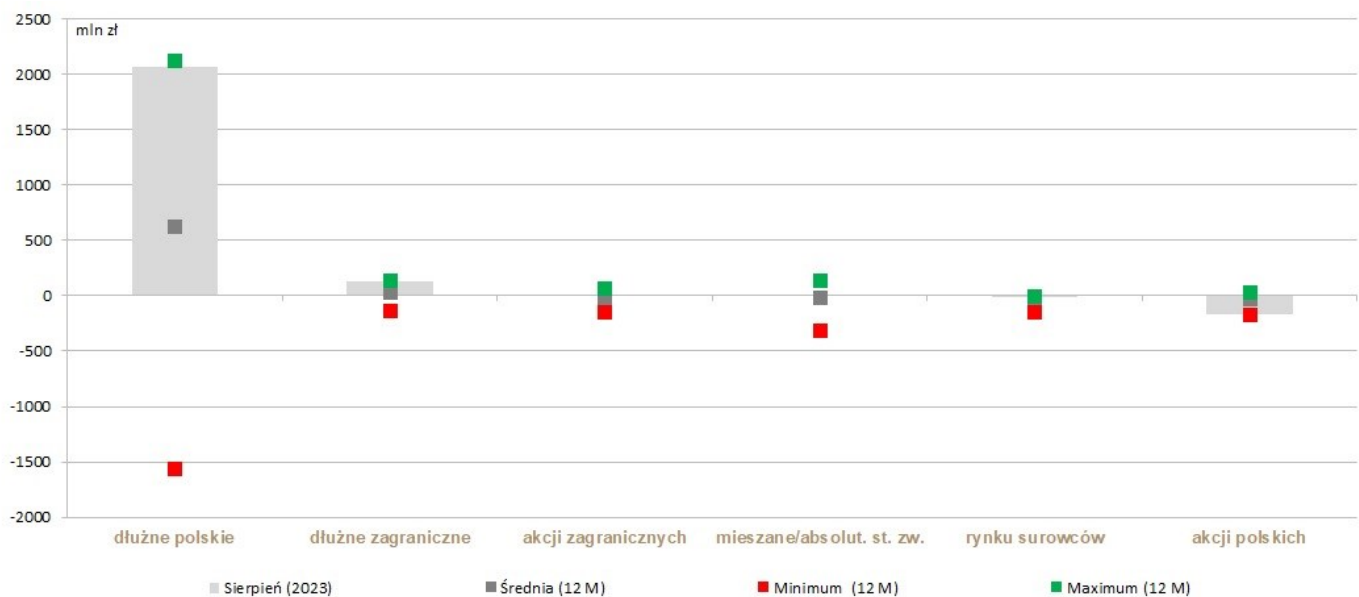
Wrześniowa decyzja RPP, całkowicie niespodziewana także dla nas, wywarła potężny wpływ na PLN. Tak gwałtowne rozpoczęcie cyklu obniżek przesunęło nasze oczekiwania dotyczące przeciętnego kursu EUR/PLN do końca roku z 4,50 na 4,60. Październikowa obniżka o 25 pb może zwiastować stabilizację, o ile nie stanie jej na przeszkodzie otoczenie zewnętrzne. Oczekujemy, że tak nie będzie. Pomimo przelamania poziomu 1,05 na EUR/USD spodziewamy się spadku rentowności w USA w 4Q2023 oraz towarzyszącemu mu osłabieniu dolara. Wzrosty USD/PLN powyżej 4,40 tworzą naszym zdaniem okazję do sprzedaży amerykańskiej waluty.

*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	0.42%	1.63%	9.48%	5.53%	6.81%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.48%	2.06%	10.07%	6.55%	7.62%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.48%	1.70%	10.20%	6.29%	7.20%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	0.14%	1.86%	15.05%	-6.44%	9.82%
papierów dłużnych USA uniwersalne	4.30%	5.52%	-10.18%	-1.42%	-0.50%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	3.24%	4.14%	-0.24%	-10.95%	1.24%
papierów dłużnych globalnych High Yield	-0.57%	0.65%	10.11%	0.03%	4.58%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0.38%	1.00%	4.41%	0.86%	2.81%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	-1.18%	-0.83%	5.65%	-8.41%	2.22%
papierów dłużnych rynków wschodzących	-2.69%	-1.75%	13.63%	-10.60%	3.71%
akcji polskich uniwersalne	-3.49%	-1.76%	37.53%	29.86%	16.51%
akcji polskich małych i średnich spółek	-3.23%	0.09%	34.74%	34.29%	18.81%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	-2.83%	-2.72%	15.00%	8.93%	8.80%
akcji amerykańskich	-1.82%	-0.53%	11.70%	21.44%	11.63%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	-1.43%	-1.09%	16.26%	17.08%	6.13%
akcji europejskich rynków wschodzących	-2.14%	4.61%	41.70%	62.42%	13.70%
akcji globalnych rynków wschodzących	-2.30%	-1.99%	7.73%	-5.29%	1.12%
akcji azjatyckich bez Japonii	-0.26%	0.29%	-6.90%	-5.52%	-7.03%
akcji tureckich	6.00%	35.19%	50.39%	112.91%	4.49%
ryнку surowców - metale szlachetne	-6.20%	-6.13%	1.92%	-25.91%	-10.58%
ryнку surowców pozostałe	0.97%	5.32%	7.41%	53.25%	-1.84%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	-0.21%	0.57%	10.37%	4.19%	5.46%
mieszane polskie	-0.70%	0.97%	19.35%	9.43%	10.79%
mieszane zagraniczne	-0.89%	-0.09%	10.69%	8.38%	6.02%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 29.09.2023 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.