

Barometr Inwestycyjny Xelion



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Styczeń 2024 r. rozpoczął się w sposób, który mógł lekko zaniepokoić inwestorów, ale w drugiej połowie miesiąca rynek amerykański powrócił do stanu euforii. Od początku listopada zaledwie jeden tydzień na S&P500 okazał się spadkowy, co sprawia, że pod koniec stycznia 3-miesięczna stopa zwrotu indeksu wyniosła aż 15,5%. Na początku lutego można mówić z perspektywy technicznej o skrajnym wykupieniu, właściwie niezależnie od przyjętej metodologii. Z perspektywy kontrariańskiej jest to znak ostrzegawczy, na który nakłada się fakt, że w ciągu ostatnich 30 lat na amerykańskiej giełdzie luty był statystycznie trzecim najsłabszym miesiącem w roku, po wrześniu i sierpniu. O ile do tego rodzaju wyliczeń mamy dystans, poważnie traktujemy fakt, że **wyprzedzający wskaźnik cena/zysk dla S&P500 przekroczył 20, a zagregowana dynamika zysków w 4Q2023 najprawdopodobniej wyniesie około 2% r/r**, mniej więcej tyle, ile oczekiwano na koniec września (od tamtej pory indeks zyskał niemal 16%). Akceptacja niezwykle wymagających wycen byłaby łatwiejsza, gdyby nie fakt, że w tak ogromnym stopniu wzrosty zależą od kilku spółek technologicznych (Meta, nVIDIA, AMD, Microsoft, Amazon) i mają miejsce w oderwaniu od ostatniego zachowania długu (rentowności rosną), co w ciągu ostatnich dwóch lat zawsze zwiastowało problemy. **Dane z amerykańskiej gospodarki w ostatnich tygodniach były bardzo dobre, ale nie jest to czynnik jednoznacznie pozytywny, bo za ich sprawą opóźni się cykl obniżek stóp procentowych.** Szanse na jego rozpoczęcie w marcu spadły w naszej ocenie niemal do zera.

Po bardzo słabym starcie roku na GPW, końcówka stycznia była dla warszawskiej giełdy bardzo dobra. Spodziewamy się, że relatywna siła utrzyma się także w lutym, na co nadzieję może dawać zachowanie największych spółek Skarbu Państwa po pierwszych zmianach we władzach. **Wzrosty PKO i Orlenu w ostatnich dniach odbieramy jako sygnał, że nieufność rynku wobec zapowiadanych zmian standardów zarządzania była wysoka i ich ewentualna poprawa nie jest w pełni zdyskontowana.** Po chwilowych turbulencjach siłę odzyskał też najważniejszy sektor giełdy - bardzo udany początek sezonu wynikowego w wykonaniu krajowych banków (Millenium, a przede wszystkim ING) może przywrócić wiarę w to, że nawet po niemal 80 proc. wzrostach w 2023 r. ich wyceny wciąż nie są wygórowane.

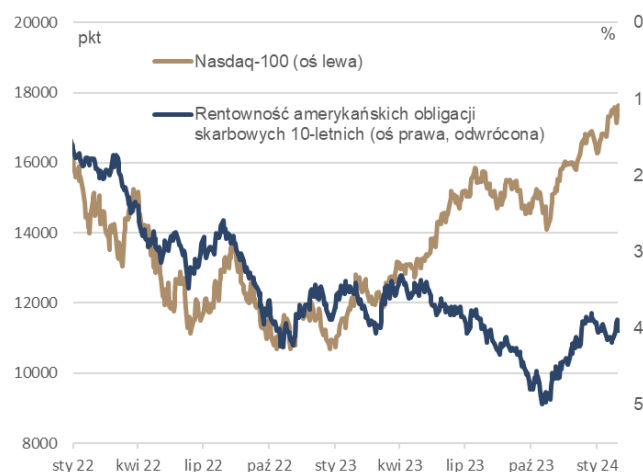
Pomimo zapowiedzi kolejnych działań ze strony chińskich władz, Hong Kong i Szanghaj pozostawały na początku roku najsłabszymi giełdami na świecie. Problemów tamtejszego rynku nie da się naszym zdaniem zaadresować werbalnymi interwencjami ani nawet punktowymi działaniami, które mają zmniejszyć saldo odpływów. Dopóki nierozwiązane pozostają problemy sektora nieruchomości, o długotrwałe odbicie będzie trudno. Cały czas czekamy na większy stymulus fiskalny, który miałby szansę zahamować spadek cen i podnieść wolumen nabywanych mieszkań. Na rynkach wschodzących cały czas wyróżniają się preferowane przez nas rynki graniczne, po korekcie w styczniu wzrosła też atrakcyjność Ameryki Łacińskiej.

Korekta globalnego długu po dwumiesięcznych rekordowych wzrostach w listopadzie i grudniu nie jest niczym nieoczekiwanym, nie powinna też naszym zdaniem budzić większych obaw inwestorów obligacyjnych. Obecne poziomy rentowności sprawiają, że są one ponownie atrakcyjne zarówno w ujęciu krótko-, jak i długoterminowym. Spodziewamy się, że większość rynku wyznaczy tegoroczne szczyty rentowności w pierwszej połowie lutego, o ile na przeszkodzie nie stanie dalsza eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie. Jej ryzyko jednak cały czas wydaje nam się ograniczone, a sam impuls inflacyjny związany z zaburzeniem szlaków morskich po atakach Huti nie powinien mieć dużego wpływu ani na ceny, ani na politykę banków centralnych. **Zachowanie ropy w obecnym otoczeniu wydaje się sugerować, że jej nowe dołki są kwestią czasu.**

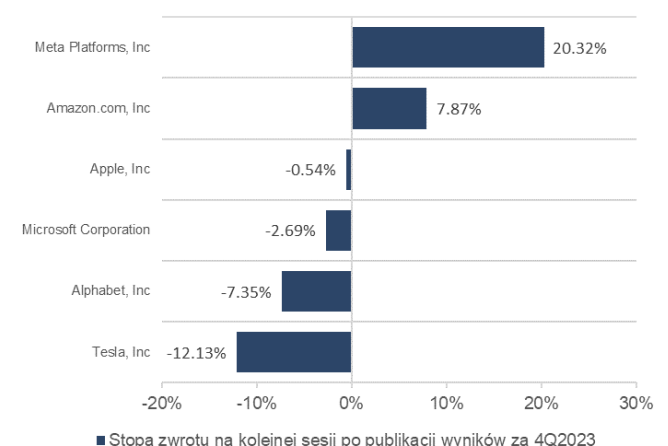
Realizacja naszej prognozy dotyczącej długu oznaczałaby także zapewne koniec aprecjacji dolara (istotna jest tu obrona poziomu 1,0750 na EURUSD), a w konsekwencji złagodzenie presji na silnie skorelowanych z długiem aktywach ryzykownych - m.in. kruszcach oraz akcjach sektora czystej energii.

W kontekście trwającego sezonu wynikowego zaczynamy coraz silniej przyglądać się akcjom europejskim. Na razie nie decydujemy się na zmianę naszego nastawienia do nich, ale nie wykluczamy, że w najbliższych miesiącach będziemy je preferować w koszyku rynków rozwiniętych ponad akcje japońskie. Może to wydawać się kontrintuicyjne za sprawą niezwykle słabego wzrostu gospodarczego na kontynencie, ale także tutaj powoli widać sygnały poprawy, a sezon wynikowy w wykonaniu lokalnych czempionów prezentował się bardzo dobrze - LVMH, Novo Nordisk, ASML czy SAP zaprezentowały bez wyjątku raporty o niezwykle optymistycznym wydźwięku.

Nasdaq w oderwaniu od rentowności na rynku długu



Wygrani i przegrani sezonu wynikowego

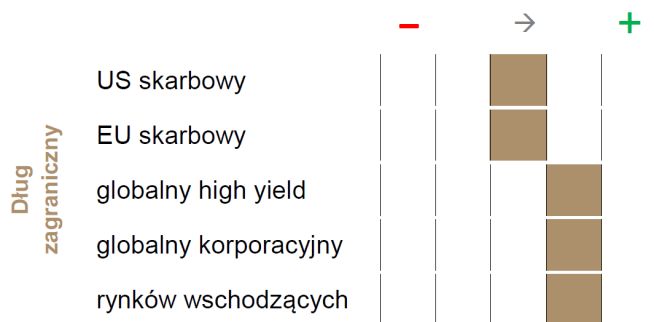


Źródło: Bloomberg 05.02.2024 r.

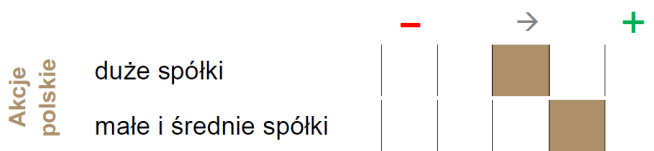
Pogląd na segmenty rynkowe



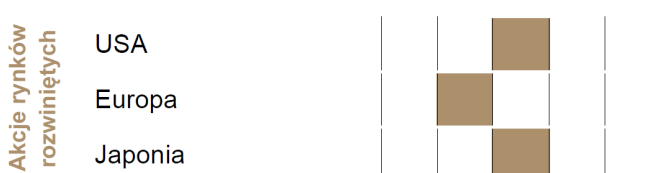
Wydźwięk styczniowej konferencji prezesa NBP należy ocenić jako jastrzębi. Wprawdzie inflacja CPI już w marcu może osiągnąć cel inflacyjny, jednak zdarzenie to będzie miało wymiar przejściowy. W dalszej części roku inflacja ponownie wzrośnie za sprawą zmian bazy, na skutek możliwego przywrócenia VAT-u na żywność, stopniowego uwalniania cen energii oraz efektu podwyżek w sferze budżetowej. Należy przyznać, że scenariusz „alternatywny”, w którym stopy NBP pozostaną niezmiennie przez cały 2024 r., zaczyna wyglądać coraz bardziej realnie. **W zaistniałej sytuacji podtrzymujemy nasz pogląd, zgodnie z którym relacja oczekiwanego zysku do ryzyka jest wyraźnie wyższa w obszarze długu konserwatywnego (o niskim ryzyku stopy procentowej) oraz korporacyjnego.** Zwracamy przy tym uwagę, że korzystne otoczenie gospodarcze oraz niższa zapadalność obligacji korporacyjnych w 2024 r. może sprzyjać zmniejszeniu się premii za ryzyko w tym segmencie rynku.



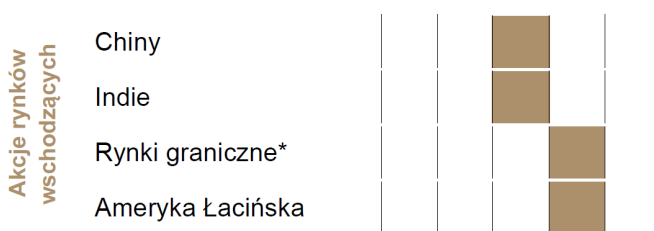
Na przełomie 2023 i 2024 r. zaledwie 10% banków centralnych na całym świecie znajdowało się w cyklu obniżek stóp procentowych. W najbliższych miesiącach odsetek ten niewątpliwie wzrośnie, a cały 2024 r. widzimy jako okres globalnego zsynchronizowanego luzowania polityki monetarnej. Przeciętna rentowność obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym notowanych na rynkach bazowych to ok. 6%, z kolei w przypadku obligacji high-yield (niższy rating kredytowy) rentowność oscyluje wokół 9%. **Wysoka z historycznego punktu widzenia rentowność w połączeniu ze scenariuszem „miękkiego lądowania” oraz rozpoczęcia w połowie roku cyklu obniżek przez największe banki centralne (Fed, ECB) sprawia, że dwucyfrowa stopa zwrotu na zagranicznym rynku długu korporacyjnego nie powinna być w 2024 r. wyzwaniem.** Tradycyjnie wysokim potencjałem w takim otoczeniu będzie dysponować również dług rynków wschodzących, choć jego zmienność może być zniechęcająca dla grupy inwestorów o najniższym profilu ryzyka.



Początek stycznia był trudny dla polskich dużych i średnich spółek, ale na początku lutego wydaje się, że korektę mamy za sobą. Obiecujący początek sezonu wynikowego w wykonaniu banków i pozytywne reakcje na pierwsze zmiany personalne w spółkach Skarbu Państwa sprawiają, że można nawet oczekiwać, że WIG20 w lutym zachowa się lepiej niż mWIG40 i sWIG80. Nie mamy jednak wątpliwości, że to małe i średnie spółki pozostają ciekawszą opcją w dłuższym terminie.

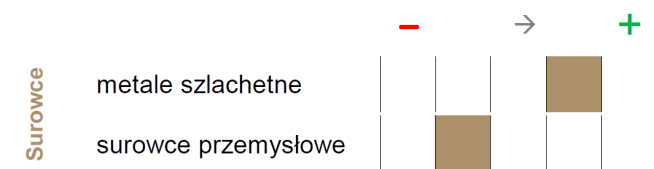


Nasza rezygnacja z przeważania w akcjach japońskich była lekkim falstartem - początek roku był jeszcze świetny w ich wykonaniu. Wzrosty jednak mocno wyhamowały w drugiej połowie stycznia i nie spodziewamy się, by miało się to zmienić w świetle możliwych na przełomie 1Q/2Q zmian w polityce pieniężnej. **Coraz ciekawiej natomiast wygląda Europa po świetnych raportach takich spółek jak LVMH, ASML i NovoNordisk,** ale w ostatnich dniach zawodzą banki, więc na razie wstrzymujemy się ze zmianą nastawienia. Wyceny w USA cały czas pozostają na granicy tego, co można określić jako „bańkę”, ale styczeń po raz kolejny pokazuje, że **dopóki AI pozostaje najważniejszym tematem inwestycyjnym, akcji amerykańskich nie można pomijać w portfelu.**



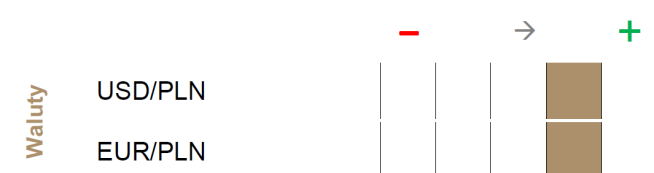
Chiny pozostają najgorszym rynkiem na świecie, rozpoczynając rok od dwucyfrowej przeceny, niezależnie od tego, czy patrzymy na Hong Kong, czy też Szanghaj. Władze intensyfikują działania, które mają zatrzymać wyprzedaż, ale **nieustająco radzimy przyglądać się temu z boku do czasu, gdy nie zostaną podjęte działania zwiastujące faktyczny przełom.**

Preferowane przez nas rynki graniczne wyróżniały się w styczniu na tle koszyka, korygowała się natomiast Ameryka Łacińska, co może tworzyć okazję do kupna. Indie pozostają „Stanami Zjednoczonymi rynków wschodzących”, oferując nieporównywalną do innych rynków stabilność mimo skrajnie wysokich wycen.



Metale szlachetne mają za sobą trudny styczeń, jednak nie wpływa to na to, że w kontekście całego roku postrzegamy ten rynek pozytywnie. Ze szczególną ciekawością obserwujemy rynek srebra, który od trzech lat jest rynkiem deficytowym, co sugerowałoby, że aktualna wycena rynkowa coraz bardziej odrywa się od wyceny, którą moglibyśmy szacować na bazie przesłanek fundamentalnych.

Fakt, że stopa zwrotu YTD ropy naftowej pozostaje lekko dodatnia mimo napięć geopolitycznych jest najlepszym potwierdzeniem tego, że rynek ten najlepszy czas ma już za sobą. **Naszym zdaniem surowce przemysłowe nadal pozostają klasą aktywów, która powinna być niedoważana w portfelach.**



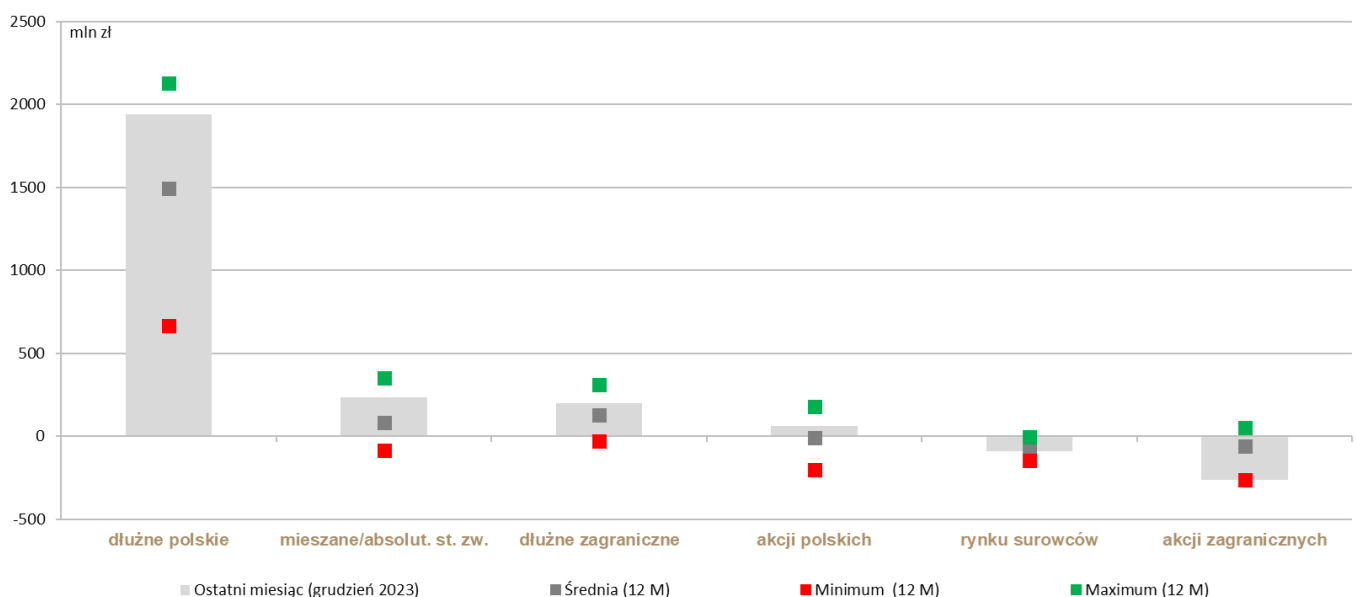
Kurs EURPLN pozostaje nadzwyczaj stabilny mimo niesprzyjającego dla złotego otoczenia zewnętrznego. Po części kładziemy to na karb zaostżenia retoryki RPP i prezesa Glapińskiego. Wydaje się, że ten czynnik został już jednak zdyskontowany, a w scenariuszu, którego ryzyko oceniamy jako wysokie (lutowa globalna korekta na rynkach akcji) PLN zapewne osłabiłby się na tle EUR i silniej na tle USD. Krótkoterminowe perspektywy wyglądają jednak gorzej niż długoterminowe, przy niewielkich obniżkach stóp procentowych i solidnym wzroście powinniśmy zobaczyć jego aprecjację w dalszej roku.

*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	0.73%	2.53%	7.32%	7.19%	0.73%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.78%	3.05%	8.96%	8.69%	0.78%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.75%	2.15%	8.08%	8.47%	0.75%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	0.63%	3.90%	10.45%	-3.06%	0.63%
papierów dłużnych USA uniwersalne	1.53%	1.60%	-5.06%	-2.45%	1.53%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-0.12%	4.75%	-2.45%	-12.88%	-0.12%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0.10%	5.18%	5.80%	-0.49%	0.10%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0.40%	5.57%	3.48%	3.90%	0.40%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	-0.22%	5.41%	4.26%	-5.02%	-0.22%
papierów dłużnych rynków wschodzących	-0.66%	8.25%	7.49%	-9.54%	-0.66%
akcji polskich uniwersalne	-0.78%	8.34%	24.38%	31.69%	-0.78%
akcji polskich małych i średnich spółek	0.73%	10.46%	25.69%	31.61%	0.73%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	0.93%	14.99%	13.09%	7.03%	0.93%
akcji amerykańskich	1.63%	13.48%	13.85%	10.55%	1.63%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	0.42%	10.36%	5.06%	13.66%	0.42%
akcji europejskich rynków wschodzących	0.26%	8.48%	21.61%	48.10%	0.26%
akcji globalnych rynków wschodzących	-2.81%	5.78%	-4.59%	-19.74%	-2.81%
akcji azjatyckich bez Japonii	-4.69%	-3.48%	-20.08%	-35.63%	-4.69%
akcji tureckich	11.29%	3.71%	-0.96%	49.13%	11.29%
rynku surowców - metale szlachetne	-6.25%	0.10%	-11.69%	-20.48%	-6.25%
rynku surowców pozostałe	-1.56%	-2.35%	-8.73%	27.45%	-1.56%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0.28%	5.03%	7.27%	4.46%	0.28%
mieszane polskie	0.27%	4.77%	13.23%	10.53%	0.27%
mieszane zagraniczne	0.55%	7.66%	6.40%	6.25%	0.55%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analizy.pl (stan na dzień 31.01.2024 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.