

Barometr Inwestycyjny Xelion



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Wbrew naszym obawom luty okazał się kolejnym dobrym miesiącem dla globalnego rynku akcji. Ponad 5% zyskało S&P500, 4,6% DAX, a niemal 8% japoński indeks Nikkei. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, świetnie na tle świata prezentował się WIG20, który wzrósł o 6,06%. Kolejne działania chińskich władz zahamowały spadki Hang Seng, który również był jednym z wyróżniających się indeksów, ale na razie pozostajemy ostrożni w ocenach, czy rzeczywiście doszło do przełomu. O ile wydaje się, że prawdopodobieństwo wyznaczenia dołka na giełdzie w Hong Kongu jest relatywnie wysokie, nie musi to absolutnie oznaczać, że giełda ta będzie pozytywnie wyróżniać się na tle świata.

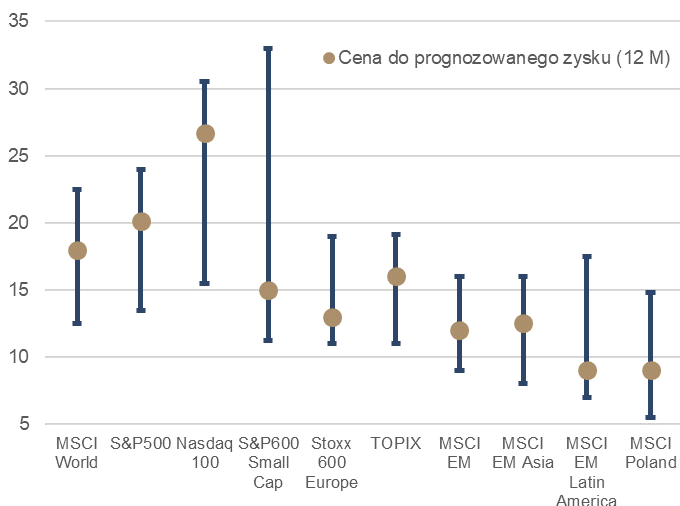
O ile w pierwszej połowie miesiąca wiele wskazywało, że oczekiwana przez nas korekta może faktycznie nadejść, jakiegokolwiek szanse na nią zniknęły wraz z niezwykle dobrym raportem nVIDII, po którym trzecia najwyższej wyceniana obecnie spółka amerykańskiej giełdy podrożała o 16,4%. Od początku roku producent chipów służących do obsługi AI podrożał już o 72% i jest bez wątpienia najważniejszym sprawcą trwającej w USA i na świecie hossy, powodując potężne wzrosty całego sektora półprzewodników.

Prawdopodobieństwo tego, że 1Q2024 okaże się spadkowy w USA, jak zakładaliśmy, bardzo spadło. Nie oznacza to jednak, że miały miejsce wydarzenia, które w całości tłumaczą siedmioprocentowy ruch w górę, który zobaczyliśmy w ciągu pierwszych dwóch miesięcy roku na S&P500. Wyprzedzający wskaźnik ceny do zysku na rynku amerykańskim wciąż wynosi około 20,5 dla S&P500 i około 27 dla NASDAQ. Sezonowy wynikowy na ostatniej prostej okazał się pozytywny dla sektora technologicznego, ale prognozy dotyczące wyników spółek S&P500 w 1Q2024 od początku roku spadły o 2,2%. Wbrew medialnej narracji, nie są w górę rewidowane także prognozy na cały rok. **Przed wszystkim jednak, o ile w styczniu widzieliśmy uzasadnienie wzrostów w dobrych danych z amerykańskiej gospodarki, w ostatnim czasie wyraźnie się one pogorszyły.** Narracja o bardzo wysokim wzroście i szybko spadającej inflacji w naszej ocenie poważnie się chwieje. Ostatnia publikacja CPI w USA wyraźnie zaskoczyła w górę, co ważne, przede wszystkim za sprawą komponentów, na które FOMC zwraca szczególną uwagę - miesięczny wzrost inflacji „superbazowej” (ceny usług z pominięciem mieszkalnictwa) był najwyższy od kwietnia 2022 r. Dane ze sfery realnej zaczęły w drugiej połowie lutego rozczarowywać, prognozy wzrostu PKB w 1Q2024 w wydaniu Atlanta Fed (wskaźnik GDPNow) spadły z ponad 4% k/k saar (w ujęciu zannualizowanym) do 2,1% k/k saar. To wszystko sprawia, że na razie nie widzimy powodów, by rezygnować z ostrożnego nastawienia do rynku akcji - jego ostatnie wzrosty mają głównie charakter mnożnikowy.

Jednym z dużych znaków zapytania, które się pojawiają, jest kwestia obniżek stóp procentowych. **Tak jak podejrzewaliśmy, szanse na rozpoczęcie cyklu luzowania polityki pieniężnej w USA w marcu spadły niemal do zera, obecnie rynek długu wycenia, że na pierwszą obniżkę będzie trzeba poczekać do czerwca albo lipca.** W odróżnieniu od poprzednich epizodów wyraźnego wzrostu rentowności amerykańskich obligacji skarbowych, tym razem reakcja rynku akcji była niemal zerowa. Obawiamy się jednak, że „co się odwlecze to nie uciecze”, szczególnie, że w końcówce lutego sytuacja na ryzykownych aktywach zaczęła wyglądać bardzo niezdrowo - drastycznie wzrosły ceny kryptowalut, kolejną próbę wybicia poziomu 80 \$/b podjęła ropa, a złoto notuje nowe szczyty pomimo tegorocznej aprecjacji dolara i wzrostu rentowności na świecie.

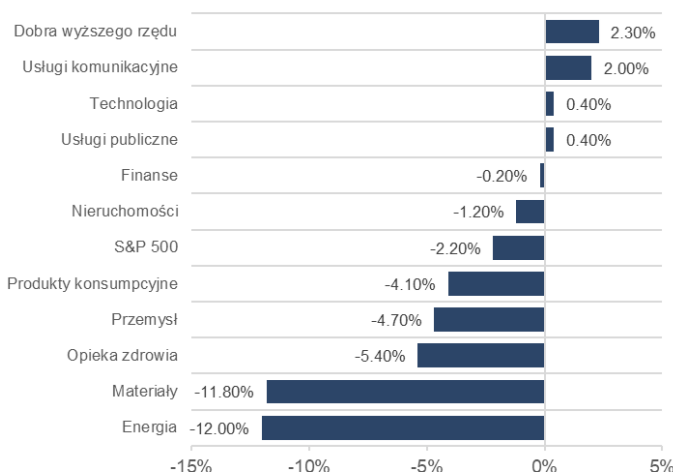
Spodziewany przez nas wzrost rentowności obligacji skarbowych w całości dokonał się w lutym. Uważamy, że prawdopodobieństwo dalszego spadku cen długu skarbowego w USA i Europie jest ograniczone, ale nasza strategia skupiania się w segmencie obligacji zagranicznych na dłużym korporacyjnym oraz rynków wschodzących sprawdza się na razie bardzo dobrze i nie widzimy żadnych powodów, by na razie z niej rezygnować. **Naszym największym tegorocznym błędem wydaje się na razie przedwczesna realizacja zysków w portfelach z akcji japońskich, ale pora na ocenę jego skali przyjdzie dopiero po zapowiadanej na marzec albo kwiecień zacieśnieniu polityki monetarnej w Tokio.** Akcje japońskie są obecnie najmłodszym kierunkiem inwestycyjnym poza sektorem półprzewodników, natomiast wydają się coraz mniej atrakcyjne chociażby na tle znacznie tańszej Europy. Wśród rynków wschodzących wciąż rozczarowuje Ameryka Łacińska, natomiast doskonale sprawdza się nasz kierunek pierwszego wyboru, czyli tzw. „rynki graniczne”, które od początku roku wygenerowały dwucyfrowe stopy zwrotu.

Wyceny na tle wartości maksymalnych i minimalnych w ostatniej dekadzie



Źródło: Bloomberg 05.03.2024 r.

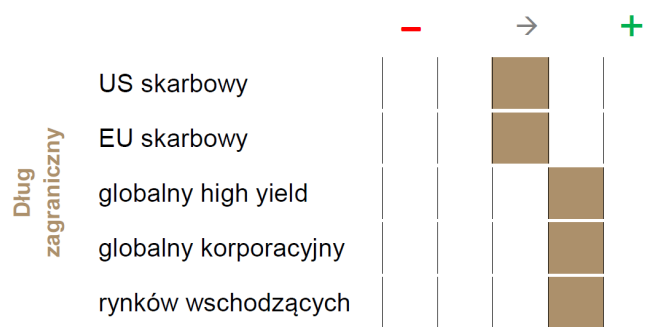
Rewizje prognoz wynikowych na 1Q2024 w podziale na sektory



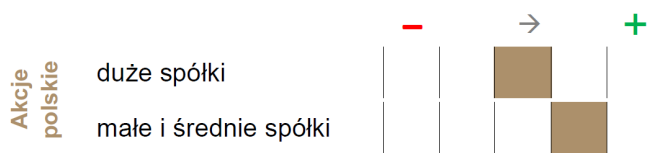
Pogląd na segmenty rynkowe



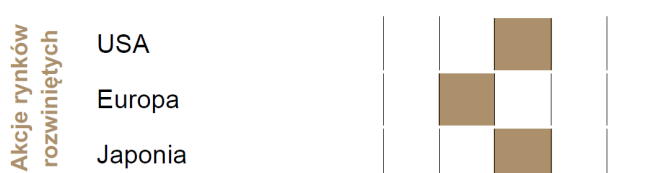
Pomimo tego, że inflacja w bieżącym kwartale może osiągnąć nawet cel NBP, trudno oczekiwać, by w najbliższym czasie RPP zdecydowała się na zmianę stóp procentowych. Spadek do 2-3% będzie zapewne chwilowy, w dalszej części roku wskaźnik CPI powróci zapewne do 5-8% r/r. **Warto jednak zaznaczyć, że nawet scenariusz pozostawienia stóp procentowych na niezmiennym poziomie do końca roku nie musi oznaczać przeceny funduszy skarbowych długoterminowych.** Biorąc pod uwagę wysoką rentowność portfeli, która stanowi swego rodzaju „poduszkę bezpieczeństwa”, dopiero odrodzenie oczekiwań na wznowienie cyklu podwyżek byłoby w stanie wywołać głębszą przecenę. Dlatego też utrzymujemy neutralne nastawienie do długu skarbowego, natomiast scenariusz „wyżej na dłużej” w polskim wydaniu niezmiennie jest dla nas argumentem, by **poszukiwać relatywnie wysokich stóp zwrotu w segmentach długu krótkoterminowego oraz korporacyjnego.**



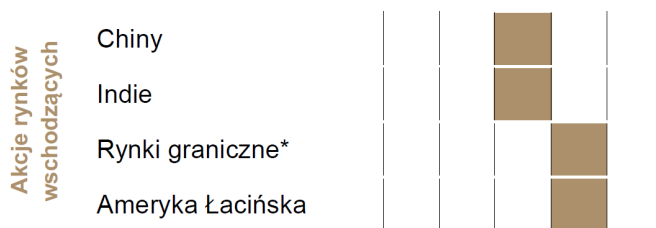
Na początku roku rynek po raz kolejny musiał z pokorą przyjąć do wiadomości, że to Fed decyduje o momencie rozpoczęcia cyklu obniżek, a nie odwrotnie. **Dobre dane makro napływające z gospodarki USA przesuwają potencjalny moment pierwszej obniżki w okolice czerwca/lipca**, co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami, które komunikowaliśmy w prognozach na 2024 r. Niezmiennie zakładamy, że gospodarkę USA czeka scenariusz „miękkiego lądowania”, który nie powinien być zagrożeniem dla zachowania rynku długu. W historii ostatnich 50 lat wystąpiły cztery epizody obniżek stóp procentowych w warunkach braku recesji. Okazuje się, że w każdym przypadku 12-miesięczna średnia stopa zwrotu ze skarbówek amerykańskich była dodatnia i wynosiła nieco ponad 10%. Niezmiennie utrzymujemy pozytywne nastawienie do zagranicznego długu korporacyjnego, **którego rentowność jest dużą konkurencją dla rynku akcji.** Zakładamy, że potencjał do dwucyfrowej stopy zwrotu nadal tkwi w długu rynków wschodzących, choć zmienność w tym segmencie pozostaje istotnie wyższa.



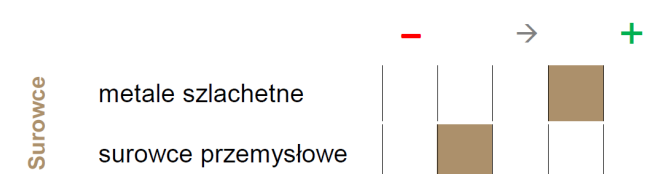
Tak jak podejrzewaliśmy, luty okazał się doskonałym miesiącem dla WIG20, obecnie jednak powinniśmy wrócić do „normalności” rozumianej jako lepsze zachowanie spółek małych i średnich. **Tegoroczna piętnastoprocentowa zwyżka WIG_Banki sprawia, że ich świetne wyniki w tym roku wydają się w dużej mierze wycenione.** Spodziewamy się, że bardzo dobre rezultaty Warszawy na tle świata będą przyciągały kolejnych inwestorów indywidualnych, wspierających spółki o niższej kapitalizacji.



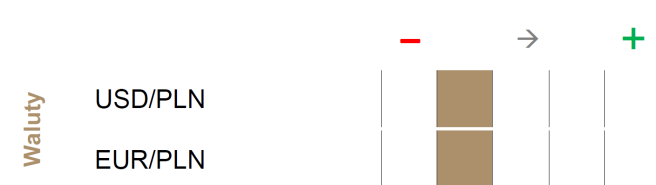
Luty okazał się kolejnym rewelacyjnym miesiącem dla akcji japońskich, na co duży wpływ miały chaotyczne wypowiedzi Kazuo Uedy, które powoli sprawiają, że inwestorzy mają wątpliwości, czy do uważanego za niemal pewne w końcówce ubiegłego roku zacieśnienia polityki monetarnej w ogóle dojdzie. Momentum na tym rynku pozostaje niezwykle silne, a „szerokość” wzrostów większa niż w Europie i USA, więc na razie nie decydujemy się na zmianę nastawienia. Jednocześnie **coraz atrakcyjniejsze na tle Dalekiego Wschodu wydają się wyceny w Europie**, co sprawia, że z początkiem 2Q2024 możemy potencjalnie zrewidować swoje nastawienie do Starego Kontynentu mimo rachitycznego wzrostu gospodarczego. **Akcje amerykańskie wciąż nie są aż tak drogie, by zrezygnować z nich jako absolutnej podstawy portfela.**



Rynki graniczne rozpoczęły rok z przypięciem i pozostają naszym pierwszym wyborem w segmencie rynków wschodzących. Ameryka Łacińska rozczarowuje, ale pewnym usprawiedliwieniem jest dla niej silny dolar, a zakładamy, że jego aprecjacja dobiegła końca. Najważniejszym pytaniem dotyczącym tego koszyka pozostaje „kiedy kupować Chiny?”, a nasza odpowiedź jest niezmienna - „jeszcze nie”. Sentyment w ostatnim miesiącu zmienił się bardzo na plus, ale wciąż nie zrealizował się warunek konieczny, by myśleć o wygospodarowaniu dla Chin miejsc w portfelach - przede wszystkim brakuje sygnałów poprawy na rynku nieruchomości.



Nowy rekord ceny złota bez wyraźnego spadku rentowności na rynku długu jest dobrym prognostykiem na resztę roku. Utrzymujemy pozytywne nastawienie do metali szlachetnych, nie zapominając również o atrakcyjnych z fundamentalnego punktu widzenia cenach srebra. Tymczasem OPEC+ zgodnie z oczekiwaniami przedłużył obecnie funkcjonujące cięcia produkcji do końca czerwca. **Biorąc pod uwagę brak subordynacji ze strony niektórych członków kartelu, limity produkcji „na papierze” już dawno przestały elektryzować inwestorów.** W obliczu wysokiej podaży ze strony USA oraz „zgrzytów” w ramach OPEC+, trudno wyobrazić sobie scenariusz powrotu ropy do trendu wzrostowego.



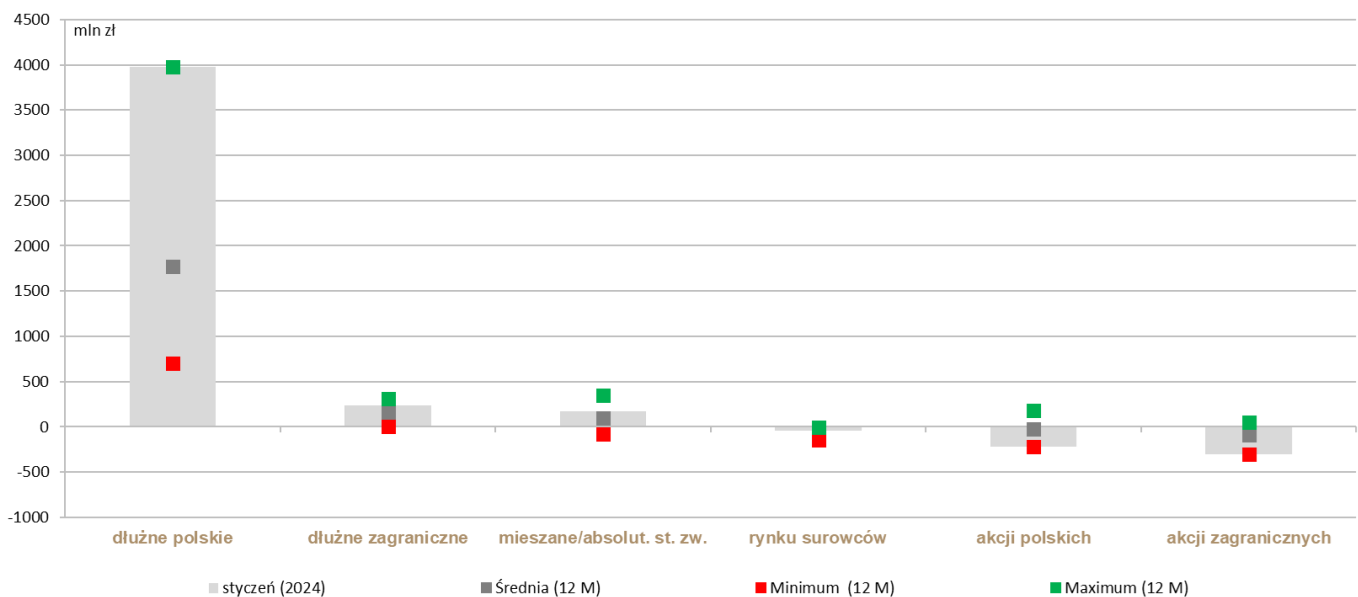
Spodziewane przez nas na początku lutego osłabienie złotego faktycznie miało miejsce, ale w drugiej połowie miesiąca zostało przekreślone. Spodziewamy się, że tegoroczna aprecjacja dolara została zakończona, a obniżki stóp procentowych w USA faktycznie dokonają się w czerwcu albo lipcu (zatem nie będą dalej odsuwane w czasie, powodując wzrost USD). **PLN ma szansę aprecjonować się do obu głównych walut**, obniżki stóp w Polsce w tym roku wydają się coraz mniej prawdopodobne, a nasze oczekiwania co do wzrostu pozostają wysokie mimo niezbyt korzystnych danych ze sfery realnej w styczniu.

*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	0.65%	2.15%	7.83%	7.98%	1.28%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.57%	2.42%	9.33%	9.95%	1.25%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.60%	1.97%	8.29%	8.84%	1.24%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	0.46%	2.39%	11.54%	-1.97%	0.43%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-0.90%	2.34%	-6.87%	-2.81%	0.75%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-1.03%	2.24%	-2.45%	-13.22%	-1.17%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0.03%	2.57%	6.85%	-0.51%	0.18%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	-0.26%	2.87%	3.94%	3.21%	0.06%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	-0.10%	2.08%	5.66%	-5.34%	-0.58%
papierów dłużnych rynków wschodzących	0.89%	3.20%	10.16%	-6.96%	-0.44%
akcji polskich uniwersalne	7.10%	10.59%	33.49%	39.72%	5.84%
akcji polskich małych i średnich spółek	6.88%	10.09%	31.01%	33.92%	5.71%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	3.07%	10.52%	18.59%	9.84%	4.89%
akcji amerykańskich	3.08%	11.42%	20.29%	12.46%	6.16%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	2.45%	7.45%	6.52%	14.82%	2.85%
akcji europejskich rynków wschodzących	4.12%	7.15%	22.41%	43.15%	2.51%
akcji globalnych rynków wschodzących	2.53%	4.43%	4.38%	-17.40%	0.77%
akcji azjatyckich bez Japonii	3.18%	0.77%	-11.30%	-32.02%	0.06%
akcji tureckich	2.13%	4.30%	-4.38%	56.38%	14.26%
rynku surowców - metale szlachetne	-2.81%	-8.30%	-5.56%	-18.87%	-9.01%
rynku surowców pozostałe	-1.48%	-3.35%	-5.58%	16.43%	-3.17%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0.79%	3.26%	8.44%	4.33%	1.02%
mieszane polskie	2.57%	4.84%	16.46%	14.00%	2.60%
mieszane zagraniczne	1.15%	4.82%	8.78%	7.06%	1.67%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analizy.pl (stan na dzień 29.02.2024 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.