

Barometr Inwestycyjny Xelion



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Zgodnie z naszymi podejrzeniami z ubiegłego miesiąca, listopad przyniósł silne odreagowanie październikowych spadków i zmniejszenie obaw o rozłanianie się konfliktu pomiędzy Hamasem a Izraelem. **Bez wątpliwości najważniejsze było jednak to, że w końcu zobaczyliśmy długo wyczekiwany przełom na amerykańskim rynku obligacji.** Ubiegły miesiąc był dla nich najlepszy od 1985 r., w ślad za nimi poruszał się dług globalny, przede wszystkim amerykański korporacyjny oraz obligacje rynków wschodzących. Katalizatorem wzrostów stała się przede wszystkim łagodniejsza retoryka członków FOMC, którzy dali jasne, choć wciąż „miękkie” sygnały zakończenia cyklu. Należy też wspomnieć o słabszych danych z amerykańskiej gospodarki oraz serii pozytywnych (ujemnych) niespodzianek inflacyjnych, która przetoczyła się przez świat i jest kontynuowana w listopadowych odczytach z Europy.

Wprawdzie na globalnym rynku akcji listopad był najlepszym miesiącem od „zaledwie” 3 lat, ale także tu nie było na co narzekać. Oddech wytchnienia mogli wziąć m.in. inwestorzy na globalnych rynkach wschodzących. **Miesiąc, któremu towarzyszyło silne osłabienie dolara był rewelacyjnym m.in. dla preferowanej przez nas w tym kontekście Ameryki Łacińskiej. Do silnego odbicia doszło nawet na słabych w tym roku akcjach azjatyckich, ale może ono okazać się krótkotrwałe.** Początek grudnia przyniósł dalsze problemy na rynku chińskim - w tym przypadku zbliżamy się zapewne do punktu największego pesymizmu w ujęciu relatywnym. Mimo to pozostajemy przy naszej retoryce, że z zakupami na tym rynku lepiej na razie się wstrzymać. Wzrost zaufania przyjdzie zapewne dopiero po zapadnięciu dużych emisji długu deweloperów w styczniu i kolejnych działaniach stymulacyjnych chińskich władz. **Polska nie wyróżniała się w listopadzie na tle świata, lecz silne wzrosty były kontynuowane. Spodziewamy się, że w bardzo dobrym zazwyczaj dla GPW grudniu warszawskie indeksy ponownie mogą znaleźć się blisko początku globalnej tabeli.** Bezpieczniej wyglądają obecnie mniejsze spółki w myśl zasady, że po zakupach inwestorów zagranicznych ruszają na nie krajowi inwestorzy indywidualni oraz fundusze. Zwracamy również uwagę na to, że po dynamicznych wzrostach, OFE mogą zostać zmuszone do redukcji swoich pozycji w największych spółkach WIG20 ze względu na przekroczenie limitów inwestycyjnych. Zjawisko to siłą rzeczy również powinno w średnim terminie sprzyjać drugiej i trzeciej linii spółek.

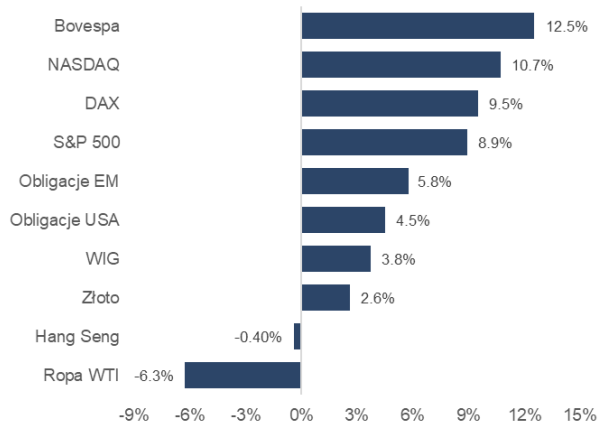
Listopadowy rajd sprawia, że będziemy musieli dokonać kilku zmian w naszej tabeli preferowanych aktywów, przede wszystkim przesunąć chwilowo w lewo część kategorii długu zagranicznego. **Rynek wycenia obecnie, że do pierwszej obniżki stóp w USA dojdzie już w marcu, co nie ma absolutnie pokrycia w dotychczasowej retoryce FOMC.** Jest to możliwe, ale w naszej ocenie wyłącznie w scenariuszu silnego pogorszenia nastrojów na rynku akcji i w amerykańskiej gospodarce lub niewiarygodnej serii dalszych niespodzianek inflacyjnych. Nie jest to dla nas scenariusz bazowy. Po listopadzie, gdy jego wzrosty były znacznie słabsze niż jakichkolwiek innych kategorii obligacyjnych, powracamy również z nastawieniem neutralnym do krajowego długu długoterminowego.

Rynki akcji mogą naszym zdaniem kontynuować wzrosty w grudniu i styczniu, nawet jeżeli pojawi się w tym czasie moment zahamowania na temat długu. W końcu listopada rozpoczęła się trwająca drugi tydzień realizacja zysków, ale korzystna sezonowość sprawia, że oczekujemy dalszych napływów i wybicia przez S&P500 szczytów z lipca. Przypominamy starą zasadę, że najczęściej inwestorów obniża swoje stopy zwrotu wchodząc na rynek akcji za późno i wychodząc za wcześnie. **Nie liczymy na to, że 2024 r. będzie na rynku akcji porównywalny pod względem stóp zwrotu do obecnego, ale moment na gwałtowną redukcję ryzyka w portfelach jeszcze naszym zdaniem nie nastąpił.** Zmiany alokacji warto naszym zdaniem rozpoczynać od funduszy spółek technologicznych - w ubiegłym miesiącu zarobiły one po kilkanaście procent, do czego bardzo przyczynił się niezwykle wyróżniający się na tle szerokiego rynku segment spółek ultrawzrostowych. Nie widzimy poważnych powodów do redukcji zaangażowania w Polsce oraz na rynkach wschodzących.

Jedyną klasą aktywów, która w ubiegłym miesiącu notowała straty, były surowce, ze szczególnym uwzględnieniem ropy oraz gazu ziemnego. W naszej ocenie pesymizm na rynku ropy jest obecnie nadmierny, szczególnie, jeżeli uwzględnimy fakt, że rynek akcji wycenia obecnie scenariusz „miękkiego lądowania” lub nawet „braku lądowania” w USA, a OPEC+ wydaje się zdeterminowany, by reagować na przecenę. Jest to jednak klasa aktywów, która jak wielokrotnie wskazywaliśmy, powinna znajdować się w portfelach wyłącznie okresowo, a obecnie trudno znaleźć argumenty za tym, by podejmować związane z nią ryzyko - ma ona systemowy problem z osiągnięciem dwucyfrowych stóp zwrotu w ujęciu rocznym, a w przyszłym roku 7-8% przyniosą bezpieczne strategie dłużne na rynku polskim.

3. grudnia swoje historyczne szczyty w ujęciu dolarowym naruszyło złoto, a srebro było w listopadzie jednym z najsilniejszych aktywów. Perspektywa dla kruszców wygląda naszym zdaniem obiecująco. Sygnalizujemy, że w ich przypadku zmiana naszego nastawienia na pozytywne jest zapewne znacznie bliżej, ale także w ich ujęciu obawiamy się krótkoterminowo, że doszło do przereagowania związanego z nadmierną nadzieją na obniżki stóp przez Fed i oczekujemy na lepszy moment wejścia.

Stopy zwrotu odnotowane na poszczególnych rynkach w listopadzie 2023 r.



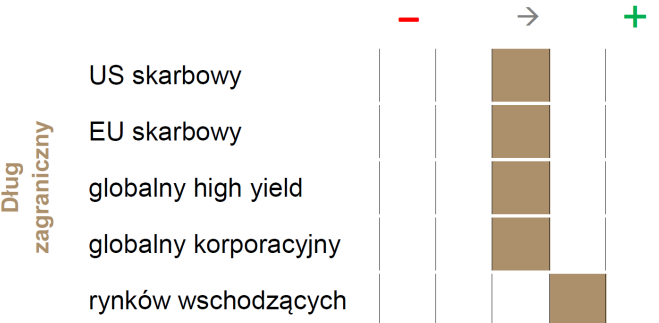
Skumulowane zmiany rentowności 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych po ostatniej podwyżce w cyklu (pb)

Miesiąc	III 1997	V 2000	VI 2006	XII 2018	Średnia
1		-20	-26	-16	-6
2		-25	-25	-41	4
3		-41	-56	-51	-28
4		-90	-49	-54	-18
5		-58	-52	-69	-55
6		-80	-81	-44	-69
7		-108	-117	-32	-67
8		-106	-110	-59	-93
9		-117	-137	-50	-101
10		-139	-136	-52	-100
11		-130	-94	-25	-91
12		-125	-86	-12	-77

Pogląd na segmenty rynkowe



Zgodnie z naszymi przewidywaniami nowa powyborcza rzeczywistość istotnie odmieniła funkcję reakcji RPP. Biorąc pod uwagę wydzwięk listopadowej konferencji prezesa NBP, **w scenariuszu bazowym stopy procentowe będą utrzymywane na niezmiennym poziomie przynajmniej do publikacji nowej projekcji marcowej**. Wiele wskazuje na to, że Rada powróci do cyklu obniżek dopiero w połowie 2024 r. Biorąc pod uwagę powyższe, polski dług skarbowy zachowywał się w poprzednim miesiącu znacznie gorzej na tle długu zagranicznego. Okres ten pozwolił wykonać krok w kierunku normalizacji spreadów pomiędzy polskimi skarbówkami, a ich odpowiednikami na rynkach bazowych. **W takim układzie decydujemy się na zmianę nastawienia do polskich skarbówek na neutralne. Podtrzymujemy jednocześnie pozytywne nastawienie do długu konserwatywnego o niskim ryzyku stopy procentowej oraz do obligacji korporacyjnych.**

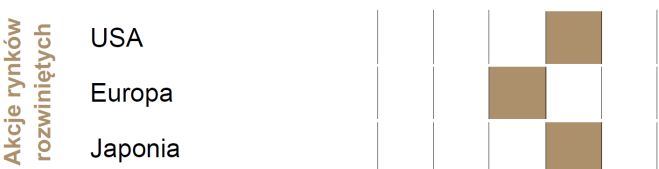


Listopadowy zwrot na amerykańskim rynku długu uciął naszym zdaniem dyskusję na temat zakończenia cyklu podwyżek oraz ryzyka dalszego wzrostu rentowności powyżej 5%. **W ostatnim miesiącu poszerzyło się grono członków FOMC sugerujących, że obecny poziom stóp procentowych jest wystarczający**, by skutecznie sprowadzić inflację do celu. Choć w ich wypowiedziach nie znajdziemy aktualnie słowa „obniżki”, to jednak nie byłoby przesadą zakładać, że zobaczymy je za oceanem już w drugim kwartale 2024 r. Uważamy, że po ostatnim rajdzie (spadek rentowności 10-latek o 75 pb od tegorocznego szczytu) plan na ten rok został wykonany z nawiązką. Dlatego też decydujemy się na przejściową zmianę nastawienia do amerykańskiego długu skarbowego oraz korporacyjnego do poziomu neutralnego.

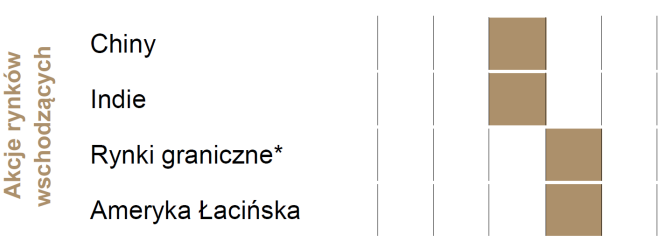
Zaznaczamy jednak, że najlepszy czas dla długu zagranicznego dopiero przed nami, a zbliżający się wielkimi krokami rok 2024 będzie zupełnym przeciwieństwem ostatnich dwóch lat bessy.



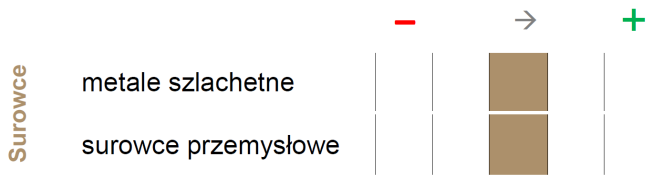
Warszawskie duże spółki kontynuowały w listopadzie wzrosty, ale już nie wyróżniały się na tle świata. Wyraźnie lepiej zachowały się średnie. Spodziewamy się, że w grudniu zobaczymy w końcu poprawę zachowania także małych spółek - końcówka roku była dla nich tradycyjnie bardzo dobra. Wreszcie widać też, że po rewelacyjnym 2023 r. drgnęły napływy netto do funduszy akcji polskich, a to tradycyjnie sprzyja podmiotom spoza WIG20. Dlatego też decydujemy się na zmianę nastawienia do dużych spółek na neutralne.



Listopad przyniósł świetne zachowanie technologii, ale akcje europejskie i japońskie nie pozostawały daleko od tego, w szczególności na tle S&P500. Rozpoczynający się wkrótce cykl obniżek stóp w Europie (wierzymy, że tutaj szansa na pierwszy ruch w marcu jest większa niż w USA), a także cyklicznie powracające obawy o to, że w Japonii może pojawić się przynajmniej lekka normalizacja polityki pieniężnej sprawiają, że **drugi z wymienionych kierunków nie wygląda już tak atrakcyjnie na tle pierwszego jak jeszcze kilka miesięcy temu**. Sygnalizujemy, że w noworocznym Barometrze możemy zasugerować w związku z tym przebudowę portfeli począwszy od stycznia.

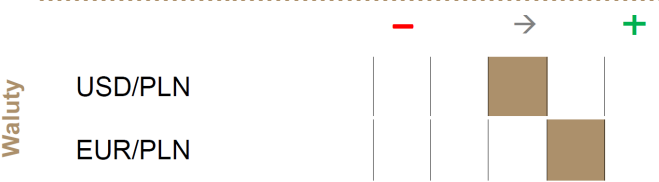


Ameryka Łacińska była zdecydowanym wygranym ubiegłego miesiąca, nie zawodziły także rynki graniczne, osiągając wyższe stopy zwrotu niż fundusze akcji chińskich/azjatyckich oraz rynku indyjskiego. **Atrakcyjność Chin zaczyna jednak naszym zdaniem rosnąć.** Rynek w Hong Kongu wydaje się skrajnie wyprzedany, oczekujemy kolejnych działań chińskich władz w bliskiej przyszłości, a koniec stycznia może przynieść uspokojenie wobec sytuacji na rynku deweloperów. Spółki chińskie mają szansę w przyszłym roku na dwucyfrowe dynamiki zysków. Po otrzymaniu sygnałów zwrotu, na które liczymy w ciągu najbliższych dwóch miesięcy, będziemy rozważać ponowne włączenie ich do portfeli.



Gwałtowny spadek rentowności amerykańskich skarbówek zadziałał kojąco na ceny metali szlachetnych. Złoto od ponad tygodnia utrzymuje się powyżej psychologicznej bariery 2000 USD/oz, udowadniając tym samym, że **w obliczu zbliżającej się nieuchronnie fazy obniżek stóp procentowych, „dwójka z przodu” powinna być czymś zupełnie naturalnym.**

Ogłoszenie przez OPEC dodatkowego cięcia produkcji o 1 mln brk/d nie zrobiło na rynku większego wrażenia. Wysoki poziom wyprzedania pozwala zakładać, że w najbliższych tygodniach powinniśmy zaobserwować odraęowanie. **Niemniej zgrzyty w kartelu oraz perspektywa nadpodaży w kolejnym roku sugerują, że najlepszy czas dla „czarnego złota” już minął.**



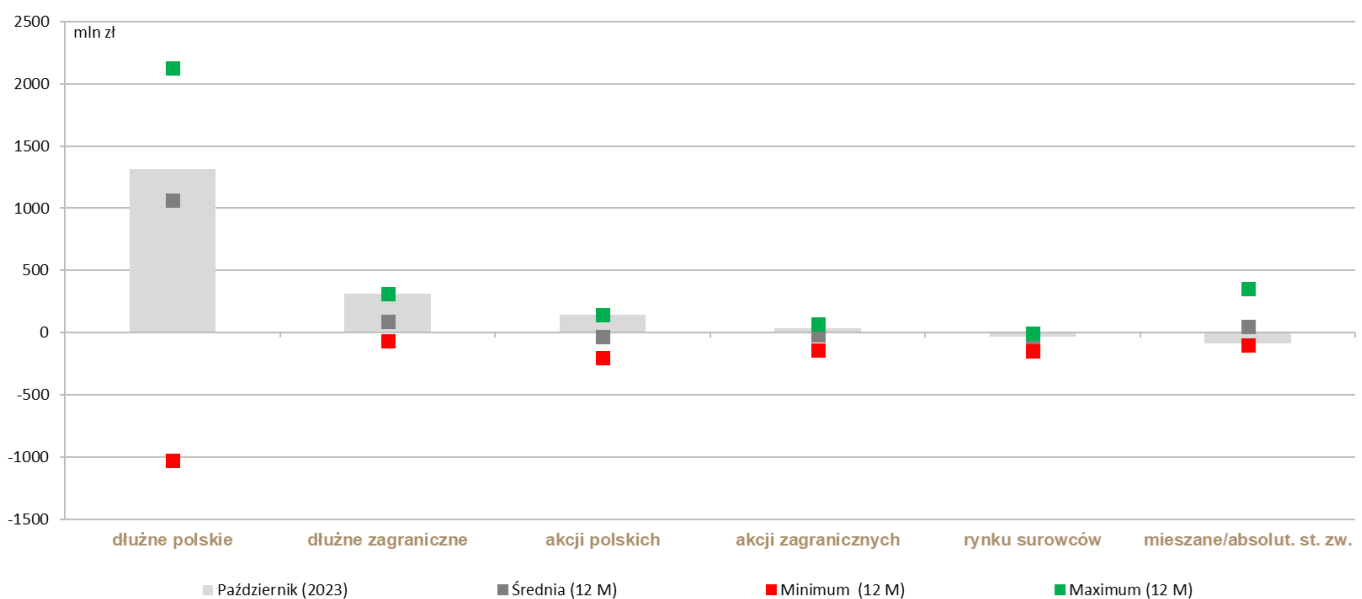
Skala aprecjacji złotego w listopadzie sprawia, że w naszej ocenie można mówić już o jego przereagowaniu. Grudzień rozpoczyna się od korekty słabości dolara, która może być kontynuowana w krótkim terminie, ale w średnim i długim spodziewamy się, iż kurs EURUSD ma potencjał do dalszego wzrostu. Nie zakładamy jednak, by kurs EURPLN mógł w najbliższym czasie kontynuować silne spadki, naszym scenariuszem bazowym jest powrót do okolicy 4,40. Wprawdzie istnieje silna tendencja, by złoty aprecjonował się w okresach przeceny USD, ale jego tegoroczna siła, m.in. na tle walut regionu, zaczęła wyglądać niezdrowo.

*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	0.94%	1.70%	10.14%	6.29%	8.24%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	1.20%	2.01%	10.56%	7.37%	9.34%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.84%	1.76%	11.28%	7.34%	8.65%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	1.48%	1.72%	12.93%	-5.67%	11.95%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-1.32%	-1.19%	-9.24%	-5.00%	-7.16%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	1.79%	-0.57%	-3.31%	-14.08%	-2.28%
papierów dłużnych globalnych High Yield	2.85%	1.14%	6.96%	-1.46%	6.59%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	2.45%	0.69%	3.55%	1.43%	3.35%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	2.87%	0.78%	4.48%	-7.06%	4.42%
papierów dłużnych rynków wschodzących	4.97%	1.05%	9.44%	-11.00%	7.91%
akcji polskich uniwersalne	4.27%	5.76%	29.88%	34.56%	28.02%
akcji polskich małych i średnich spółek	4.40%	3.17%	27.29%	37.03%	26.92%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	8.81%	0.29%	9.02%	4.48%	13.31%
akcji amerykańskich	7.48%	0.19%	8.64%	13.98%	13.92%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	6.28%	-0.50%	4.63%	12.25%	6.88%
akcji europejskich rynków wschodzących	4.11%	4.79%	26.14%	56.64%	22.12%
akcji globalnych rynków wschodzących	4.74%	-1.30%	0.08%	-13.22%	2.01%
akcji azjatyckich bez Japonii	-0.05%	-4.75%	-11.57%	-24.93%	-11.28%
akcji tureckich	-0.63%	-7.75%	-2.85%	69.56%	-9.78%
ryнку surowców - metale szlachetne	5.50%	1.86%	1.10%	-13.19%	-2.58%
ryнку surowców pozostałe	-1.07%	-2.50%	-6.68%	39.36%	-4.91%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	2.47%	1.12%	8.18%	4.03%	7.06%
mieszane polskie	1.90%	2.51%	16.17%	10.42%	14.77%
mieszane zagraniczne	3.75%	0.66%	6.70%	5.98%	7.74%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 30.11.2023 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.