

Wrzesień 2024

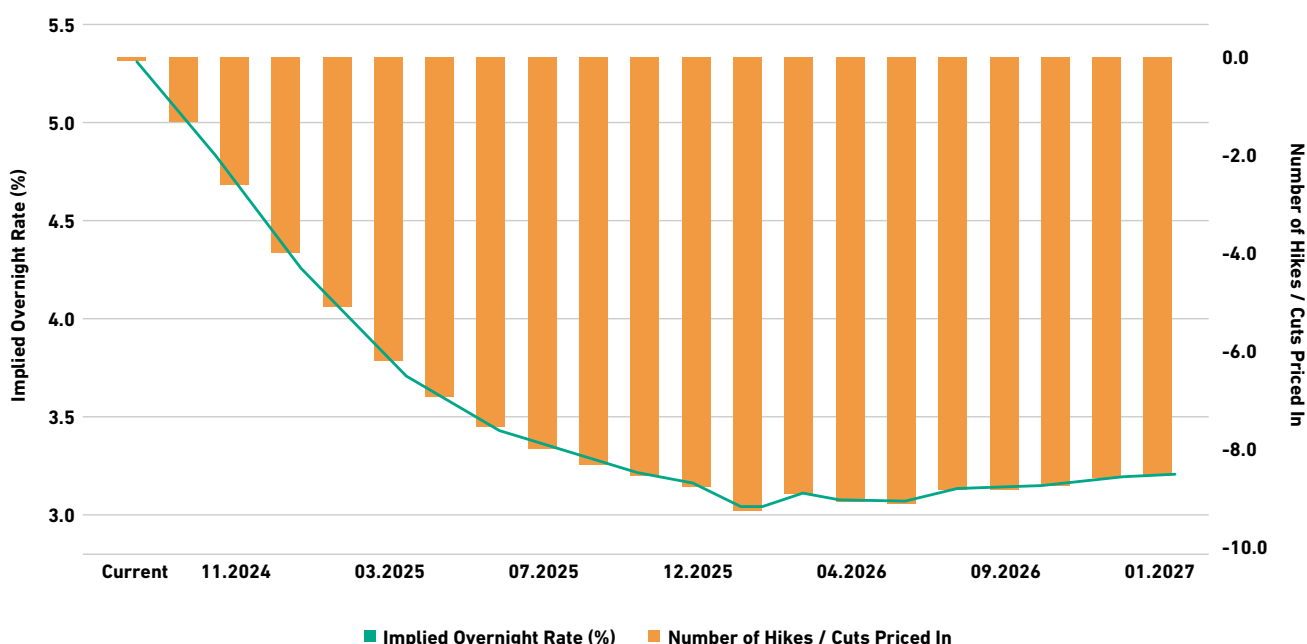
RYNEK DŁUGU

Pomimo bardzo dobrego startu sierpień był miesiącem stabilizacji rentowności na całym świecie. Najlepiej radził sobie rynek amerykański gdzie rentowność 10-letnich obligacji spadła o 12 bps. Po przemówieniu prezesa Fed Powella w Jackson Hall nie ma już wątpliwości – wrzesień przyniesie rozpoczęcie cyklu luzowania polityki monetarnej w USA.

W tym samym okresie rentowności niemieckich obligacji nie zmieniły się, a polskich wzrosły o 2 bps.

Rynek oczekuje bardzo agresywnego cyklu obniżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Stopy do końca stycznia 2025 roku mają zostać obniżone do 4% (czyli o 130 bps), a do stycznia 2026 roku osiągnąć swój docelowy poziom 3%. Wydaje się, że przynajmniej taka pierwsza wycena może być zbyt agresywna, jednak rozkład całego cyklu obniżek stóp zależy będzie od kondycji amerykańskiej gospodarki i tamtejszego rynku pracy.

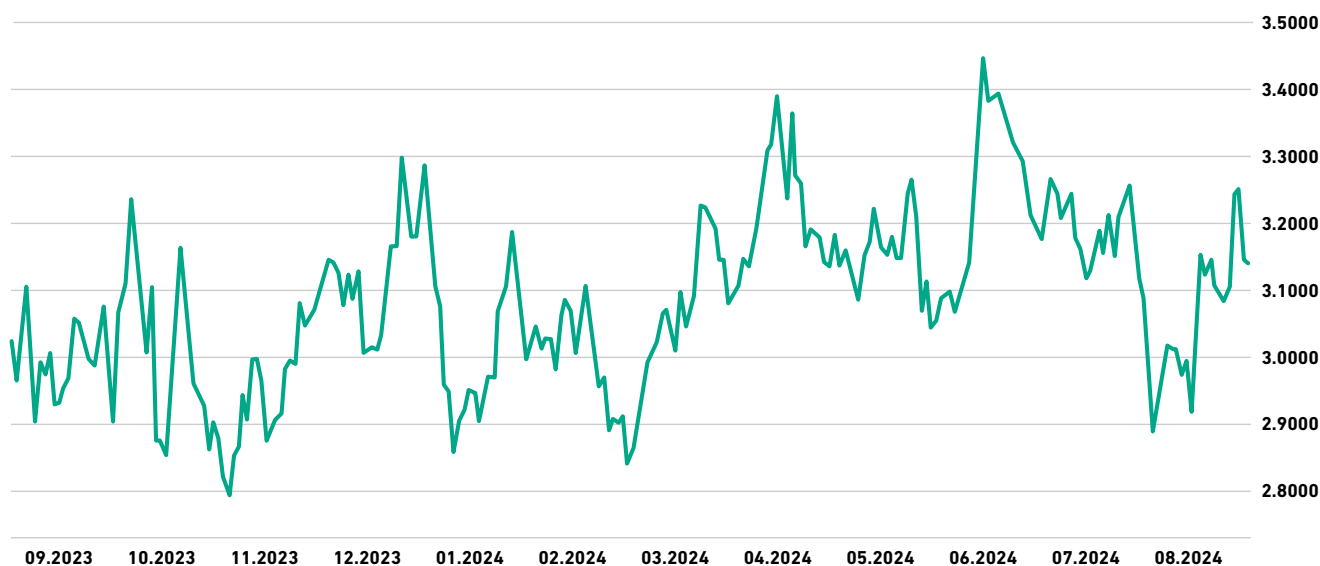
Oczekiwana stopa procentowa w USA i liczba prognozowanych obniżek



Źródło: Bloomberg

Jednym z istotniejszych wydarzeń dla rynku długu w Polsce była wstępna prezentacja budżetu na 2025 rok. Początkowo kwota 289 mld deficytu i około 360 mld potrzeb pożyczkowych zaszokowała uczestników rynku, jednak ostatecznie rentowności polskich obligacji ustabilizowały się. Inwestorzy upatrują poprawy sytuacji i zacieśnienia polityki fiskalnej w kolejnych latach, w związku z wszczętą procedurą nadmiernego deficytu. Według ministra finansów Andrzeja Domańskiego preferowana przez polski rząd jest 4-letnia ścieżka zejścia z deficytem do wymaganych 3% PKB. Dodatkowo uwaga rynku skupiła się na fakcie, że pomimo dużych liczb, restrykcyjność budżetu w 2025 roku pozostanie na podobnym poziomie co w 2024 roku, więc impuls fiskalny w praktyce jest neutralny. Tak wysoki deficyt może jednak utrudniać obniżanie stóp RPP, a jednym z warunków przyszłego zacieśnienia fiskalnego jest ożywienie gospodarcze. Czekają nas ciekawe lata, a skala problemu pokazuje trudne wybory przed jakimi będzie stał polski rząd i minister finansów – póki co jednak rynek „kupi”, że docelowo deficyt zostanie pomniejszony, a spread do niemieckich obligacji pozostaje stabilny i oscyluje nieznacznie powyżej 300 bps.

Różnica w rentowności polskich i niemieckich obligacji 10-letnich



Źródło: Bloomberg

AKCJE ZAGRANICZNE

Początek września, przynajmniej na razie, przypomina sytuację sprzed miesiąca. Dla przypomnienia w lipcu wiele indeksów odnotowało tegoroczne szczyty, a następnie mocno się przeceniło z początkiem sierpnia (o czynnikach, które miały wpływ na korektę pisaliśmy w poprzednim komentarzu).

Wartości głównych indeksów

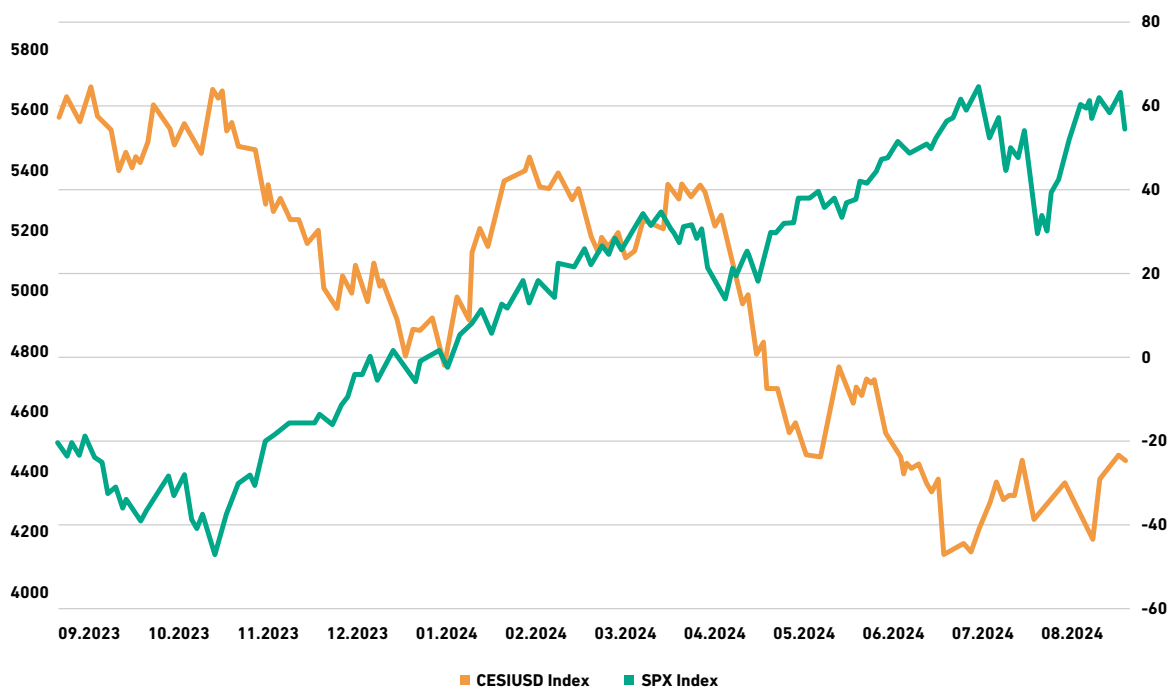
	MTD%	QTD%	YTD%
S&P500	2,3%	3,4%	18,4%
Nasdaq	0,6%	-0,1%	18,0%
Stoxx600	1,3%	2,7%	9,6%
RTY Index	-1,6%	8,3%	9,4%
DAX	2,2%	3,7%	12,9%
MSCI Emerging Markets	1,4%	1,3%	7,4%
MSCI World	2,5%	4,3%	15,5%

Źródło: Bloomberg

Reszta sierpnia upłynęła na „wyciąganiu” indeksów i nadrabianiu strat wygenerowanych na początku miesiąca. Paliwem do tego były nieco lepsze dane makroekonomiczne (niższa inflacja i wyższe odczyty PKB), co „przełączyło” rynki w tryb oczekiwania zarówno na cięcia stóp procentowych przez FED, jak i wypowiedzi przedstawicieli Banku Japonii o wstrzymaniu dalszych podwyżek stóp procentowych i uzależnieniu tego od sytuacji gospodarczej świata. W pierwszych dniach września, w odpowiedzi na słabsze dane makro, a dokładniej na słabsze odczyty wskaźników PMI i ISM, inwestorzy ponownie zareagowali nerwowo, co przełożyło się na przecenę na rynkach akcji.

Historycznie, bardzo rzadko miała miejsce sytuacja, gdy korekta spadkowa kończyła się na jednej fali. W większości przypadków następowała druga fala spadków i dopiero ona „oczyszczała” rynek z krótkoterminowych aberracji (błędne osądu sytuacji). Naszym zdaniem i tym razem będzie podobnie. Obecnie sentyment rynkowy bardzo szybko przeszedł ze strachu na początku sierpnia, do chciwości zaledwie kilka tygodni później. Jednakże dane makroekonomiczne nie poprawiły się na tyle, żeby uzasadniać taki optymizm.

CITI Economic Surprise indicator vs S&P500



Źródło: Bloomberg

Dodatkowo rynki wkraczają w sezonowo najgorszy okres roku, i o ile samo w sobie nie jest to argumentem fundamentalnym, o tyle samospelniająca się przepowiednia może w tym przypadku zadziałać, szczególnie biorąc pod uwagę wyżej opisane czynniki (wysoki sentyment i w najlepszym przypadku mieszane dane makro). Innym czynnikiem, który może jeszcze zaważyć na sytuacji rynkowej, jest potencjalna rotacja sektorowa. Patrząc szeroko na kondycję konsumentów i trendy w sektorze przedsiębiorstw, nie widzimy ryzyka, że gospodarka globalna wejdzie w recesję.

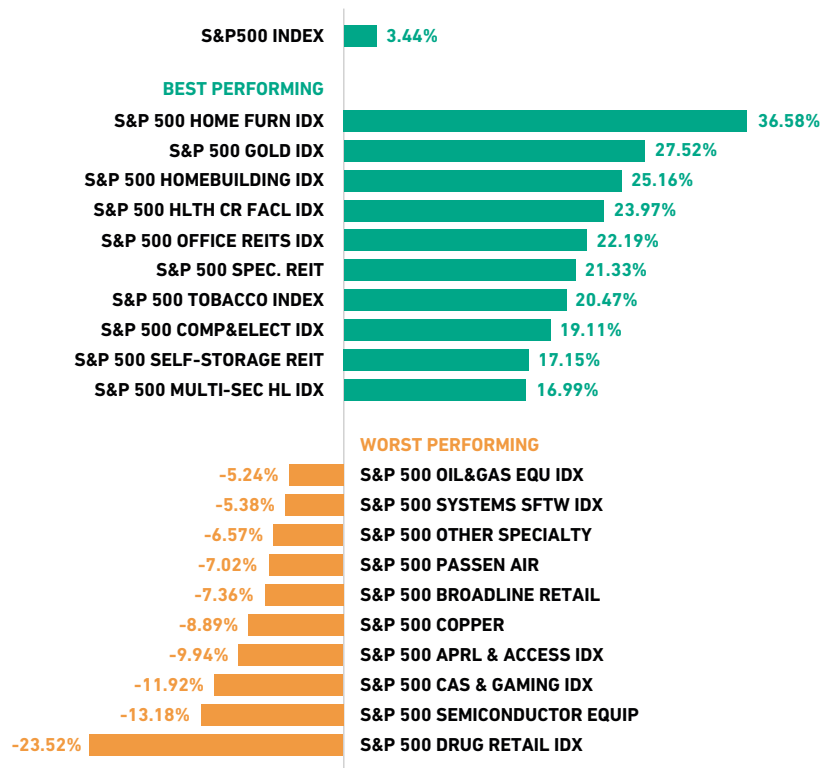


**Nie widzimy ryzyka,
że gospodarka globalna
wejdzie w recesję.**



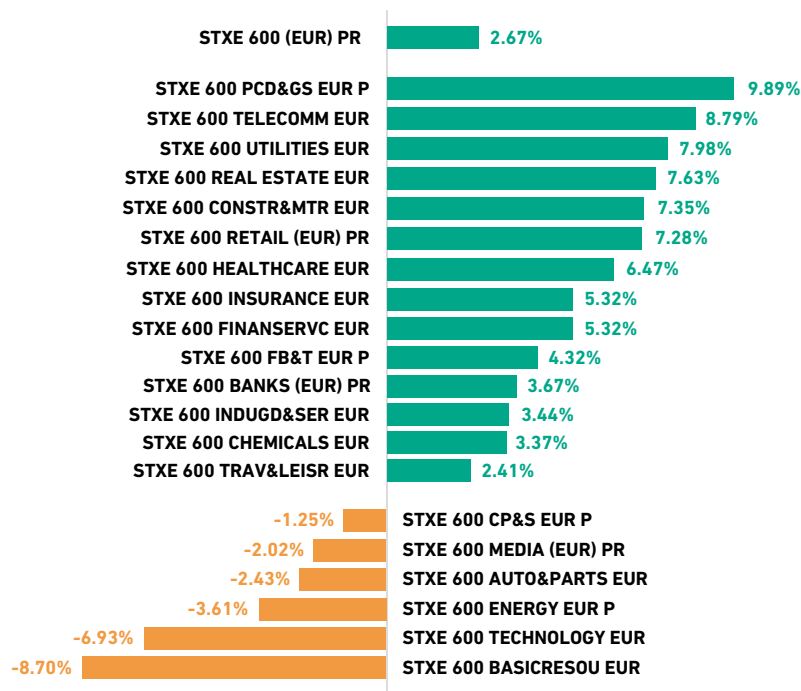
Dane wskazują raczej, że mamy do czynienia z tzw. 'mid-cycle slowdown' czyli spowolnieniem w trakcie cyklu gospodarczego i jeśli tak rzeczywiście będzie, to rynki akcyjne, po krótkoterminowej korekcie, powrócą do wzrostów. Jednocześnie pozycjonowanie inwestorów pokazuje ciągłe przeważanie w sektor technologiczny, który w przypadku cyklicznego odbicia gospodarki światowej nie będzie najlepszym miejscem na poprawę zysków, a co za tym idzie na wzrosty cen akcji. Większy potencjał będą miały sektory cykliczne, które jednocześnie są wyceniane po atrakcyjnych wskaźnikach. Problem w rotacji jest taki, że spółki technologiczne mają obecnie bardzo duży udział w indeksach. Jeśli dojdzie do sytuacji, w której nastąpi rotacja spółek z sektora technologicznego na rzecz spółek cyklicznych, to będzie to niewątpliwie wywoływało presję na szerokie indeksy.

Stopy zwrotu z poszczególnych sektorów indeksu S&P500 lipiec-sierpień 2024



Źródło: Bloomberg

Stopy zwrotu z poszczególnych sektorów indeksu Stoxx600 lipiec-sierpień 2024



Źródło: Bloomberg

Opisana powyżej sytuacja to, od pewnego czasu scenariusz bazowy, który według nas, będzie kontynuowany w najbliższych kwartałach. Inwestycyjnie oznacza to większą koncentrację w wybranych sektorach i spółkach cyklicznych, i mniejszą w spółkach „big tech”, które po wielu latach wzrostów mogą zachowywać się relatywnie słabiej. Jesteśmy oczywiście czujni na ewentualne sygnały i informacje napływające z rynku.

AKCJE POLSKIE

Sierpień na warszawskiej giełdzie, podobnie jak na giełdach zagranicznych, upłynął na mocnej korekcie w pierwszych dniach miesiąca i odrabianiu strat w kolejnych tygodniach. I o ile, stopa zwrotu za sierpień znalazła się w okolicach zera, o tyle, w przeciwieństwie do indeksów globalnych, nie udało się nadrobić lipcowych spadków. Na przestrzeni ostatnich dwóch miesięcy lokalny rynek pokazuje relatywną słabość w stosunku do reszty świata.



**Nie udało się nadrobić
lipcowych spadków.**



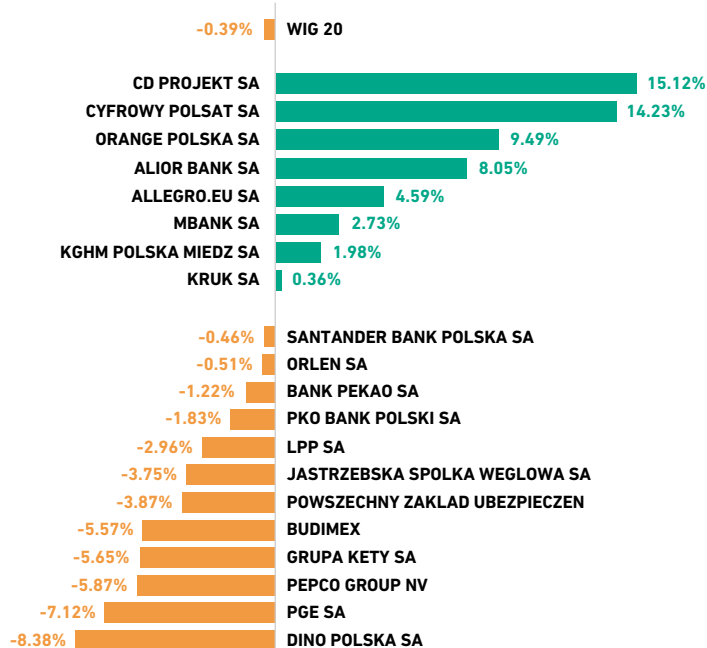
Siłą napędową wśród dużych spółek były CD Projekt, Cyfrowy Polsat i Orange Polska. Słabiej zachowywały się banki oraz spółki konsumenckie. Narracja była podobna jak w poprzednim miesiącu. Słabsze wyniki kwartalne i obawy o sytuację konsumenta, a w przypadku banków godziwe wyceny i realizacja zysków po mocnych wzrostach na początku roku. W takim otoczeniu inwestorzy przypomnieli sobie o spółkach, które charakteryzują się bardziej defensywnym profilem inwestycyjnym.

Wartości głównych indeksów

	MTD%	QTD%	YTD%
WIG	0,6%	-4,2%	8,2%
WIG20	-0,4%	-5,8%	3,0%
WIG Banki	0,8%	-3,7%	20,2%
mwig40 index	1,2%	-2,7%	9,7%
swig80 index	0,6%	-3,1%	6,9%
WIBR6M Index	5,9%	5,9%	5,8%

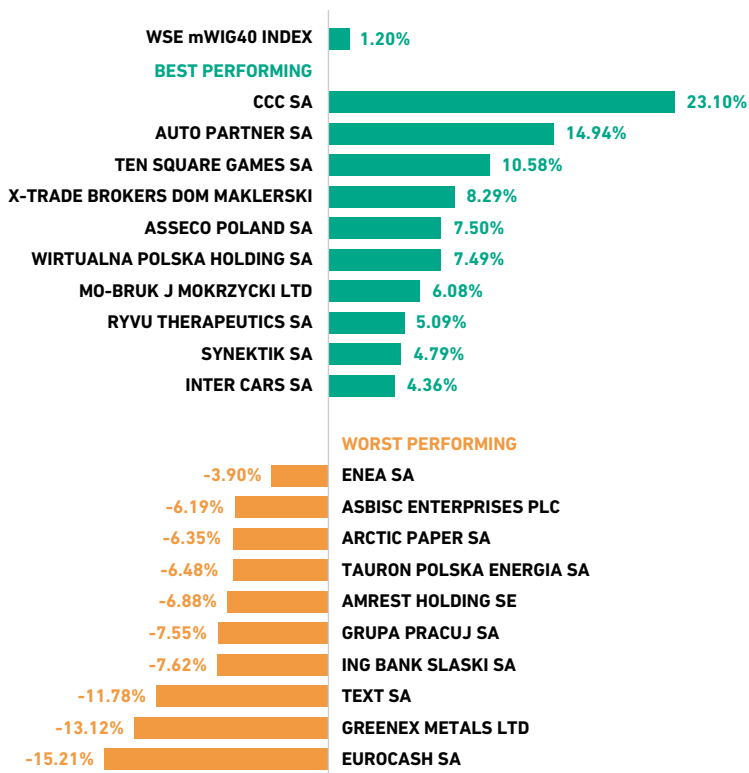
Źródło: Bloomberg

Zachowanie spółek WIG20 w sierpniu



Źródło: Bloomberg

Zachowanie spółek MWIG40 w sierpniu



Źródło: Bloomberg

Z innych dużych spółek warto wspomnieć o PKN Orlen, któremu nie pomaga sytuacja na rynku marż rafineryjnych. KGHM i JSW są pod presją niskich cen surowców i sytuacji w Chinach, a spółki energetyczne nie mogą odnaleźć kierunku i „skaczą” w ślad za sprzecznymi informacjami odnośnie transformacji i dalszej wizji tego sektora.

“Nie oczekujemy w najbliższym czasie, że polskie indeksy „odkleją się” istotnie od dużych giełd zagranicznych.

Podsumowując, nie oczekujemy w najbliższym czasie, że polskie indeksy „odkleją się” istotnie od dużych giełd zagranicznych. Bez udziału sektora bankowego trudno liczyć na relatywnie lepsze zachowanie, ale z drugiej strony nie widać na horyzoncie istotnych czynników, które mogłyby negatywnie wpłynąć na polską gospodarkę. Korekty spadkowe, naszym zdaniem, warto wykorzystywać do zwiększania alokacji w wybrane spółki, korzystające w sprzyjającym otoczeniu gospodarczym.

Jeden, duży czynnik ryzyka, który mógłby mocno schłodzić sentyment inwestorów zagranicznych do Polski, czyli wybory w USA i potencjalny wybór Donalda Trumpa na prezydenta, jak na razie ma coraz mniejsze szanse na ziszczenie.

NOTA PRAWNA

Przedstawiony materiał ma charakter reklamowy, nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego i nie należy go traktować jako rekomendacji inwestowania w jakiegokolwiek instrumenty finansowe. Rockbridge nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne szkody spowodowane wykorzystaniem opinii i informacji w nim zawartych. Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, jak również usługi rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie jest formą świadczenia doradztwa podatkowego, ani pomocy prawnej. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy się zapoznać z prospektem informacyjnym funduszu inwestycyjnego oraz dokumentami Kluczowych Informacji dla Inwestorów. Informacje o pobieranych opłatach manipulacyjnych znajdują się w tabeli opłat. Wymienione dokumenty są dostępne w siedzibie Rockbridge TFI S.A., placówkach dystrybutorów oraz na stronie internetowej www.rockbridge.pl. Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem i nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik powinien liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Wyniki historyczne nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych zysków w przyszłości. Jednostki uczestnictwa nie są depozytem bankowym. Wartość aktywów poszczególnych funduszy inwestycyjnych może charakteryzować się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego funduszu lub ze względu na stosowane techniki zarządzania. Wyniki historyczne nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych zysków w przyszłości. Uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Niezależnie od informacji zamieszczonych w materiale, przed zawarciem każdej transakcji Inwestor zobowiązany jest do określenia i oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści oraz ewentualnych strat, jak również w szczególności charakterystyki, konsekwencji prawnych i księgowych transakcji, konsekwencji zmieniających się czynników rynkowych oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć takie ryzyko. Materiał pochodzi od spółki Rockbridge Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, wpisanej do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy pod nr KRS0000002970; Kapitał zakładowy i wpłacony: 27 251 869,00 zł; NIP: 527-21-53-832, REGON 013083243. Rockbridge TFI S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa. Prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują Rockbridge TFI. Żadna z części tego materiału nie może być kopiowana lub przekazywana nieupoważnionym osobom. Materiał ten nie może być odtwarzany lub przetrzymywany w jakimkolwiek systemie odtwórczym: elektronicznym, magnetycznym lub innym. Wykorzystywanie jej przez osoby nieupoważnione lub działające niezgodnie z powyższymi zastrzeżeniami bez pisemnej zgody Towarzystwa lub w inny sposób naruszający przepisy prawa autorskiego może być powodem wystąpienia z odpowiednimi roszczeniami.