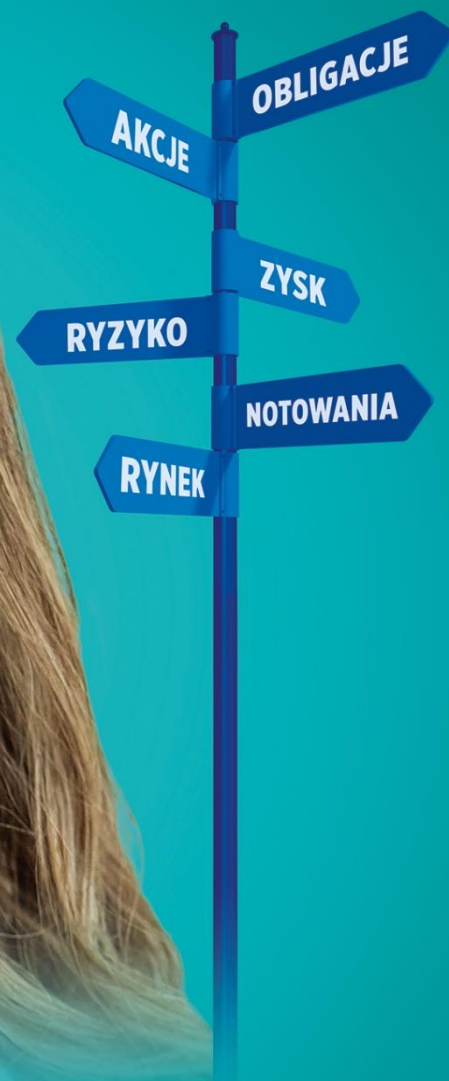




KIERUNKOWSKAZ INWESTYCYJNY

Rynkowe trendy i komentarze naszych ekspertów do najważniejszych wydarzeń na rynku akcji i obligacji

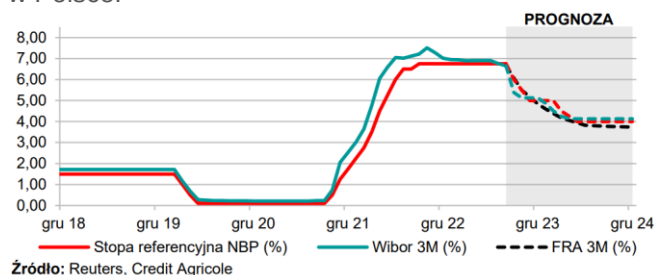
4. kwartał 2023





Podsumowanie sytuacji rynkowej

Głównym wydarzeniem trzeciego kwartału 2023 r. była niespodziewana decyzja Rady Polityki Pieniężnej (RPP) o obniżce stóp procentowych o 0,75%. Niespodzianką nie była sama obniżka, lecz jej skala. Inwestorzy spodziewali się obniżki o 0,25%. W ślad za decyzją RPP na wartości stracił polski złoty w relacji do dolara i euro. Na komunikat negatywnie reaguje również polski rynek akcji, szczególnie sektor bankowy bardzo wrażliwy na gwałtowne zmiany stóp procentowych. Decyzja została również źle odebrana przez inwestorów zagranicznych, którzy nie lubią takich zaskoczeń. Wśród ekonomistów rozpoczęła się dyskusja, czy skala obniżki stóp procentowych w Polsce jest uzasadniona biorąc pod uwagę poziom bieżącej i prognozowanej inflacji. Decyzja RPP skłoniła również ekonomistów i analityków rynku do śmielszych prognoz dotyczących dalszej ścieżki obniżek stóp procentowych w Polsce.



Zgodnie z bieżącą prognozą ekonomistów Credit Agricole w perspektywie dwóch kwartałów możemy spodziewać się obniżek stóp procentowych łącznie o 2%. Taki scenariusz potwierdzają również prognozy dla WIBOR3M i ceny kontraktów terminowych FRA3M na przyszłą stopę procentową. Ryzykiem dla tej prognozy może być ewentualne zwycięstwo opozycji w wyborach parlamentarnych.

Duże znaczenie dla rynków miało wrześniowe posiedzenie FED. Stopy procentowe nie zostały podwyższone, jednak komunikat po posiedzeniu miał jastrzębią wymowę. Uczestnicy rynku dowiedzieli się, że po zakończeniu cyklu podwyżek stóp procentowych w USA, wysokie stopy procentowe w tym kraju pozostaną z nami dłużej. Skutkiem tego był wzrost rentowności amerykańskich obligacji skarbowych i spadek ich cen.

Warto również odnotować prawie 23% wzrost ceny ropy naftowej w trzecim kwartale. Arabia Saudyjska

wspierana przez Rosję podjęła wysiłki w kierunku ograniczenia podaży tego surowca. Cena ropy ma istotne znaczenie dla ścieżki przyszłej inflacji.

Z końcem lipca rozpoczęła się spadkowa korekta na rynkach akcji, która już sprowadziła indeksy giełdowe do poziomów niższych od notowanych na koniec drugiego kwartału. Nie jest to dla nas zaskoczenie, ponieważ o możliwej korekcie pisaliśmy już w poprzednim kwartale wskazując na krótkoterminowe przewartościowanie rynku akcji, głównie w USA.

Notowania		Cena	Zmiana %
Obligacje Polska	↑	1917	+ 2,53%
USD/PLN	↓	4,37	+ 7,44%
WIG (Polska)	↑	65 397	- 2,80%
DAX	↑	15 386	- 4,72%
S&P500	↑	4 288	- 3,65%
HANG SENG	↓	17 810	- 5,85%
NASDAQ	↑	13 219	- 4,13%
Ropa Brent	↓	92,45	+ 22,6%
Złoto	↓	1847	- 3,75%

Zmiana procentowa dotyczy 3 kwartału 2023 r. (zmiana od 30 czerwca 2023 roku do 30 września 2023 r.). Obligacje Polska - Indeks Treasury Bond Spot w punktach, USD/PLN - kurs dolara amerykańskiego do polskiego złotego, WIG - Warszawski Indeks Giełdowy, DAX - indeks giełdy niemieckiej, S&P500 - indeks giełdy amerykańskiej, NASDAQ - indeks amerykański spółek sektora technologicznego, HANG SENG - indeks giełdy chińskiej (źródło: stooq.com), Ropa Brent - cena w dolarach amerykańskich, Złoto - cena w dolarach amerykańskich za uncję (źródło: tradingeconomics.com).

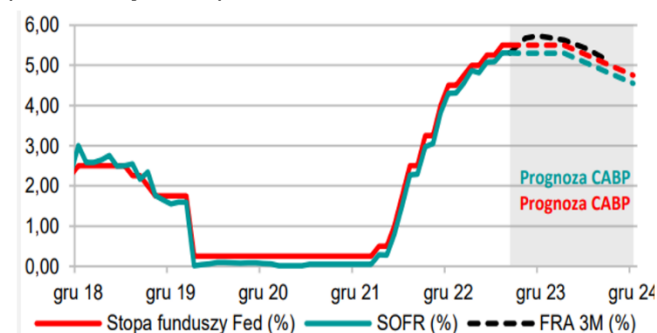
Mimo trwającej korekty ze spokojem patrzymy na rynki akcji w perspektywie najbliższych 12 miesięcy. Już na przełomie roku gospodarki strefy euro i USA wejdą na ścieżkę wzrostu gospodarczego, co przy spadającej inflacji i perspektywie obniżek stóp procentowych w drugiej połowie 2024 r. będzie czynnikami wspierającymi rynki akcji.

W segmencie długu podtrzymujemy preferencje dla funduszy ochrony kapitału względem funduszy dłużnych. Mimo obniżki stóp procentowych w Polsce fundusze krótkoterminowe mają nadal wysoką rentowność. Dług zagraniczny jest pod presją zapowiedzi banków centralnych o utrzymaniu stóp procentowych na wysokich poziomach. Dodatkowo w USA i w Niemczech oprocentowanie obligacji o terminach do wykupu powyżej roku jest niższe od oprocentowania obligacji krótkoterminowych.



Decyzje banków centralnych

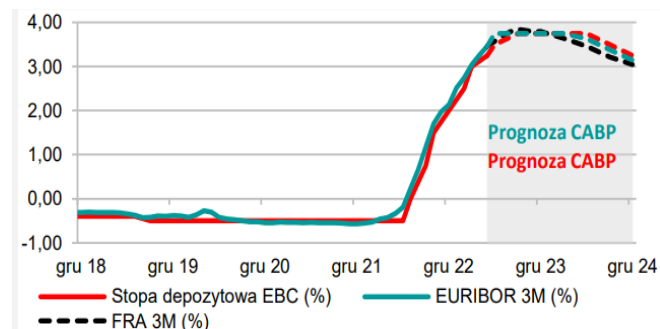
Rada Polityki Pieniężnej (RPP) we wrześniu niespodziewanie, jednorazowo obniżyła stopy procentowe o 0,75% do poziomu 6%. W komunikacie po posiedzeniu RPP wskazała na pogorszenie perspektyw gospodarczych w Polsce, strefie euro i całej gospodarce światowej, co w jej ocenie potwierdza wygasanie zewnętrznych szoków podażyowych i presji kosztowej, co dalej przełoży się na dalszy spadek inflacji. Ekonomiści Credit Agricole prognozują dwie obniżki stóp procentowych w tym roku po 0,5%, a w perspektywie półrocza łącznie cztery obniżki stóp procentowych do poziomu 4%.



Stopa funduszy amerykańskiego FED historyczna i prognozowana - źródło: Credit Agricole, Makromapa

Na wrześniowym posiedzeniu amerykański FED nie zmienił stóp procentowych. Poziom stopy referencyjnej to przedział 5,25% – 5,50%. Maksymalne oczekiwania dotyczące docelowego poziomu stóp procentowych na koniec 2023 to przedział 5,5-5,75%.

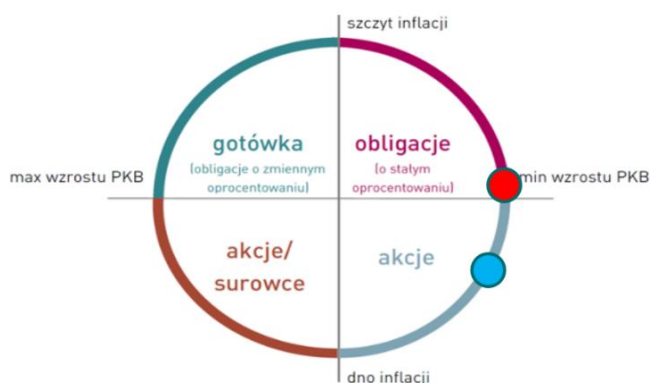
Cykl podwyżek stóp procentowych zakończył się lub jest bardzo bliski końca. FED nadal podtrzymuje jastrzębią retorykę, aby zapobiec przedwczesnemu rozluźnieniu warunków na rynkach finansowych.



Stopa depozytowa EBC bieżąca i prognozowana. źródło: Credit Agricole, Makromapa

Europejski Bank Centralny podniósł stopy procentowe we wrześniu o 0,25%. Obecnie główna stopa procentowa wynosi 4,5% a depozytowa 4% (zmiana 0,5% kwartał do kwartału). Rada Prezesów oznajmiła, że podstawowe stopy procentowe EBC znalazły się na poziomach, które przy utrzymaniu ich przez wystarczająco długi okres, istotnie się przyczynią do szybkiego powrotu inflacji do docelowego poziomu. Taką wypowiedź rynek zinterpretował, jako koniec cyklu podwyżek stóp procentowych.

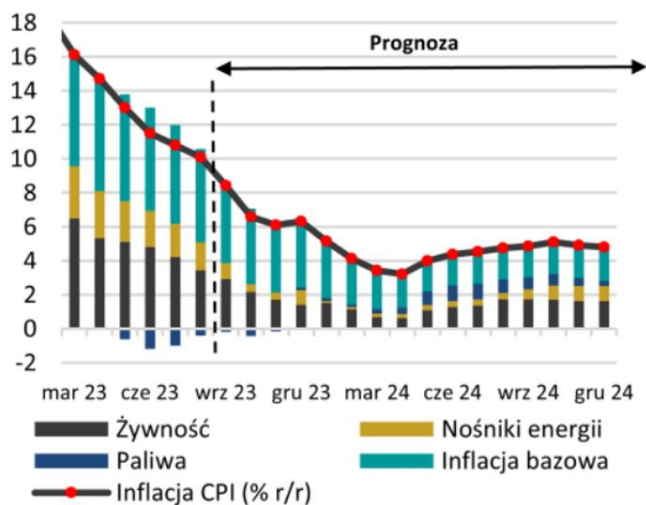
Cykl koniunkturalny



Źródło: oznaczenie faz cyklu - Credit Agricole, grafika: Analizy.pl

Czerwoną kropką oznaczyliśmy punkt, w którym obecnie w naszej ocenie znajduje się gospodarka światowa. Jest to ostatnia faza spadku tempa wzrostu gospodarczego, której towarzyszy spadająca inflacja. Kolorem niebieskim oznaczyliśmy punkt, który w naszej ocenie obecnie dyskontują rynki akcji. Zgodnie z prognozami dotyczącymi tempa wzrostu gospodarczego w 2024 r. główne gospodarki zakończą fazę spowolnienia gospodarczego i wejdą na ścieżkę wzrostu gospodarczego.

Minimum tempa wzrostu gospodarczego w Polsce miało miejsce w 2 kwartale 2023 r., a już od 3 kwartału 2023 r. tempo wzrostu gospodarczego będzie dodatnie. Z kolei prognozy inflacji zakładają utrzymanie podwyższonej inflacji powyżej celu inflacyjnego w 2023 i 2024 r. i stopniowy jest spadek, w kierunku celu inflacyjnego. Osiągnięcie celu inflacyjnego NBP to perspektywa 2025 r.



Progniza inflacji w Polsce, źródło: Credit Agricole, Agromapa, 18.09.2023 r.

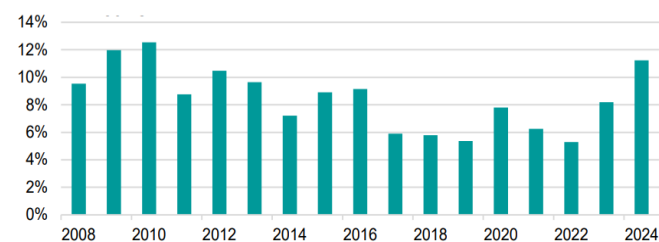
W obecnej fazie cyklu koniunkturalnego atrakcyjną klasą aktywów nadal jest gotówka, obligacje o zmiennym oprocentowaniu, których kupon oparty jest o inflację, fundusze pieniężne, które mają w swoich portfelach obligacje o zmiennym kuponie i krótkich terminach do wykupu.

W tej fazie cyklu koniunkturalnego atrakcyjne są również obligacje o stałym dochodzie, ponieważ rynek dyskontuje już fazę zakończenia cyklu podwyżek stóp procentowych i przesłuchuje oczekiwania w kierunku obniżek stóp procentowych w kolejnym roku. Taka

sytuacja powoduje obniżenie rentowności obligacji i wzrost ich cen. Rynki akcji stają się coraz bardziej atrakcyjną klasą aktywów z uwagi na oczekiwania inwestorów dotyczące zakończenia fazy spowolnienia gospodarczego i wejście w fazę wzrostu gospodarczego, co potwierdzają prognozy.

Czynniki polityczne

Nadal istotnym czynnikiem politycznym pozostaje wojna w Ukrainie i bliskość geograficzna Polski do konfliktu wojennego. W październiku w Polsce odbędą się wybory parlamentarne, co może spowodować podwyższoną zmienność na rynku finansowym w Polsce. Ewentualny nowy układ sił w parlamencie po wyborach może mieć wpływ na politykę monetarną i fiskalną rządu. Czynnikiem ryzyka jest też wzrost rekordowego deficytu budżetowego, który został zaplanowany przez rząd w projekcji budżetu na 2024 r. Ewentualne konsekwencje luźnej polityki fiskalnej rządu mogą wywierać presję na wzrost rentowności na długim końcu krzywej dochodowości.



Potrzeby pożyczkowe brutto (budżet centralny % PKB, źródło: Credit Agricole, Makromapa, 18.09.2023 r.

Nastawienie do klas aktywów w horyzoncie 12 miesięcznym

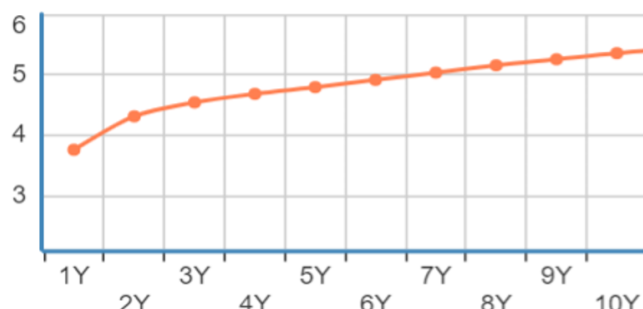
	Bardzo negatywne	Negatywne	Umiarkowanie negatywne	Neutralne	Umiarkowanie pozytywne	Pozytywne	Bardzo pozytywne
Akcje krajów rozwiniętych					● ●		
Akcje krajów rozwijających się					● ●		
Obligacje stałokuponowe Polska					● ●		
Obligacje stałokuponowe zagranica					● ●		
Rynek pieniężny						● ●	

● Obecne nastawienie do klas aktywów ● Nastawienie do klas aktywów w poprzednim kwartale

Źródło: opracowanie własne



Nadal utrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku pieniężnego. Obniżka stóp procentowych w Polsce o 0,75% spowodowała zmianę kształtu krzywej dochodowości na rosnącą, co oznacza, że rentowności obligacji o krótszych okresach do wykupu są niższe od rentowności obligacji o dłuższych terminach do wykupu. Mimo obniżki stóp procentowych rynek pieniężny nadal oferuje wysokie oprocentowanie. Inaczej wygląda sytuacja w USA, gdzie w dniu 28 września 2023 rentowności obligacji 10 letnich wynosiły 4,6%, podczas gdy obligacji rocznych 5,51% (krzywa odwrócona).



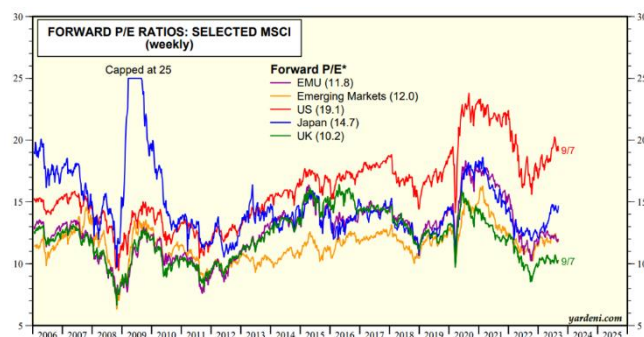
Krzywa rentowności polskich obligacji skarbowych o stałych kuponach. Źródło: gpwcatalyst.pl

Utrzymujemy umiarkowanie pozytywne nastawienie do segmentu obligacji o stałych kuponach w kraju i zagranicą. Środowisko obniżek stóp procentowych w Polsce sprzyja wzrostom cen obligacji o stałych dochodach. Wraz ze spadkiem stóp procentowych rentowności obligacji spadają, a tym samym ich ceny rosną. Na rynkach rozwiniętych cykl podwyżek stóp procentowych dobiegł lub dobiega już końca. Uważamy, że w perspektywie 12 miesięcy krzywa dochodowości na rynkach rozwiniętych będzie stopniowo zmieniała kształt na normalny.

Utrzymujemy umiarkowanie pozytywne nastawienie do rynków akcji krajów rozwiniętych i rozwijających się. Rynki akcji w pierwszej połowie 2023 r. znajdowały się w silnych trendach wzrostowych, czego nie potwierdzały dane makroekonomiczne mierzące potencjał bieżącego i prognozowanego wzrostu

gospodarczego. Tempo zmian indeksów giełdowych było dużo większe od tempa zmian w gospodarce. Dlatego w naszej ocenie trwająca spadkowa korekta na rynkach akcji jest uzasadniona. Mimo trwającej korekty uważamy, że perspektywy dla rynku akcji w horyzoncie kolejnych 12 miesięcy są dobre. Prognozy makroekonomiczne potwierdzają, że w 2024 r. gospodarki powrócą na ścieżkę wzrostu gospodarczego, czemu będzie towarzyszyć spadek inflacji. W 2024 r. możemy również spodziewać się obniżek stóp procentowych. To środowisko sprzyjające do inwestowania w rynki akcji. Ta faza cyklu gospodarczego jest jeszcze przed nami, niemniej rynki akcji zwykle wyprzedzają o kilka miesięcy przyszłe zdarzenia w gospodarce.

Wyceny akcji mierzone wyprzedzającym wskaźnikiem cena do zysku na akcję pokazują, że akcje są relatywnie tanie względem długoterminowej średniej. Wyjątek stanowi rynek amerykański, gdzie wyprzedzający wskaźnik cena do zysku wynosi dla szerokiego indeksu S&P500 wynosi 19,1. To poziom wyższy od długoterminowej średniej. Jest to zasługa wysokiego wskaźnika cena do zysku dla dużych spółek technologicznych, które mają dużą wagę w indeksie S&P500. Wskaźnik wyprzedzający dla małych i średnich spółek w USA oscyluje w granicach 13, co nie jest poziomem wskazującym na przewartościowanie.



Wyprzedzające wskaźniki cena do zysku na akcje, źródło: yardeni.com, 20.09.2023 r.



Autorzy raportu



Mirosław Skiba

- ▶ dyrektor ds. doradztwa inwestycyjnego i produktów inwestycyjnych z prawie 20-letnim doświadczeniem
- ▶ ekspert w obszarze analizy ilościowej rynków finansowych i budowy portfeli inwestycyjnych
- ▶ ma licencję KNF maklera z uprawnieniami do doradztwa inwestycyjnego



Jacek Stapała

- ▶ ekspert rynków finansowych z 25-letnim doświadczeniem
- ▶ doktor nauk ekonomicznych ze specjalizacją diagnozowania i prognozowania koniunktury gospodarczej i giełdowej
- ▶ ma licencję KNF maklera z uprawnieniami do doradztwa inwestycyjnego



Tomasz Bilski

- ▶ ekspert rynków finansowych z prawie 30-letnim doświadczeniem
- ▶ wykładowca Szkoły Giełdowej organizowanej przez GPW w Warszawie
- ▶ wieloletni uczestnik Komitetu Inwestycyjnego

Informacje prawne

Materiał został przygotowany przez Credit Agricole Bank Polska S.A. z siedzibą we Wrocławiu, ul. Legnicka 48 bud. C-D (dalej „Bank”) C-D wpisana do Krajowego Rejestru Sądowego – Rejestru Przedsiębiorców pod numerem KRS: 0000039887, Sąd rejestrowy: Sąd Rejonowy dla Wrocławia – Fabryczna, VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, Kapitał zakładowy: 1.023.607.600 zł w całości wpłacony, NIP 657-008-22-74, Regon: 290513140.

Materiał ma charakter wyłącznie informacyjny oraz reklamowy i nie powinien być wyłączną podstawą podejmowania decyzji inwestycyjnych. Materiał nie stanowi umowy ani oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, jak również nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Usługa doradztwa inwestycyjnego jest świadczona na podstawie odrębnej umowy o świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego.

Materiał ten nie stanowi też analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Informacje w materiale nie uwzględniają indywidualnej sytuacji klienta. Materiał ten nie powinien stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta.

Bank zwraca uwagę, że inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub nawet całości zainwestowanych środków.

Treść materiału wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień sporządzenia. Materiał został sporządzony z należytą starannością, przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji i metod analitycznych, uznanych przez Bank za wiarygodne.

Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale.

Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Credit Agricole Bank Polska Spółka Akcyjna jest Komisja Nadzoru Finansowego (Piękna 20, 00-549 Warszawa).

Credit Agricole Bank Polska Spółka Akcyjna posiada zezwolenie na prowadzenie działalności bankowej oraz działalności maklerskiej w zakresie świadczenia usługi przyjmowania i przekazywania zleceń i usługi doradztwa inwestycyjnego.