

Komentarz do sytuacji**na rynkach finansowych****Radykalna obniżka stóp procentowych w Polsce****Fundusze dłużne nadal z dobrą perspektywą****Korekta na rynkach akcji – oczekiwanie na powrót do wzrostów****Surowce – ceny ropy w górę, złoto w trendzie bocznym**

Większość analityków oczekiwała we wrześniu niewielkiej obniżki stóp procentowych, na poziomie 0,25%, tymczasem decyzją RPP stopa podstawowa spadła z 6,75% do 6%, a potem prezes NBP na konferencji prasowej zasugerował de facto kolejne, już mniejsze obniżki do końca roku. Można to ocenić jako bardzo radykalny ruch, przy inflacji spadającej, ale wciąż dwucyfrowej na poziomie 10,1% w sierpniu. Na tę decyzję gwałtownie zareagowały rynki walutowe windując błyskawicznie cenę euro i dolara amerykańskiego o ok. 20 gr. Szybko także zareagowały banki, gdzie widzimy **coraz niższe oprocentowanie depozytów bankowych**.

Standardowo w cyklu obniżek stóp procentowych pozytywnie reagują ceny obligacji stałokuponowych – jednak zobaczyliśmy to tylko w przypadku obligacji o krótszym tenorze, a cena obligacji dziesięcioletnich zmieniła się nieznacznie. Można to wiązać z planami bardzo dużych emisji długu w roku 2024, co hamuje na razie apetyt inwestorów na bardziej ryzykowne obligacje długoterminowe. Niemniej jednak fundusze obligacji inwestujące w tego rodzaju aktywa pokazały dodatnie stopy zwrotu, podobnie te fundusze, które opierają się na krótkoterminowych obligacjach zmiennokuponowych (opartych na wskaźniku WIBOR), kontynuując dobrą passę ostatnich miesięcy. **Oceniamy, że środowisko dla funduszy dłużnych pozostaje pozytywne.**

Na rynkach akcji zarówno globalnych jak i na polskim parkiecie ostatnie tygodnie upłynęły pod znakiem korekty cen. Jednak perspektywę tylko umiarkowanej recesji gospodarczej sprawiają, że nadal mamy szanse na powrót do wzrostów do końca roku, choć możemy liczyć na zmienność.

Szeroki indeks surowców spadający mocno przez większą część roku zatrzymał się, wszedł w trend boczny, a ostatnio nawet wzrósł napędzany rosnącymi cenami ropy naftowej. Czy jest to faktycznie zmiana kierunku trendu? Na razie trudno to ocenić tylko na podstawie jednego, choć ważnego komponentu.

Akcje**USA**

Po ostatnich miesiącach silnych wzrostów sierpień na Wall Street przyniósł zaskakującą korektę. Indeks grupujący 500 największych spółek S&P500 stracił na wartości 1,77%, Nasdaq 2,17%, a przemysłowy Dow Jones 2,36%. W pierwszej połowie września spadki wyhamowały, ale od początku miesiąca indeksy nadal świecą na czerwono.

Niniejsza publikacja została przygotowana przez Centrum Kompetencji Inwestycyjnych w ING Banku Śląskim S.A. wyłącznie w celach informacyjnych, bez uwzględnienia celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani środków, jakimi dysponuje odbiorca. Informacje zawarte w tej publikacji nie stanowią rekomendacji inwestycyjnej, ani porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też oferty czy zachęty dotyczącej zakupu bądź sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. ING Bank Śląski S.A. dołożył należytej staranności aby zapewnić, że prezentowane informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak ING Bank Śląski S.A. i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, ani wszelkie bezpośrednie i pośrednie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora (autorów) oraz są aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez uprzedniej notyfikacji.

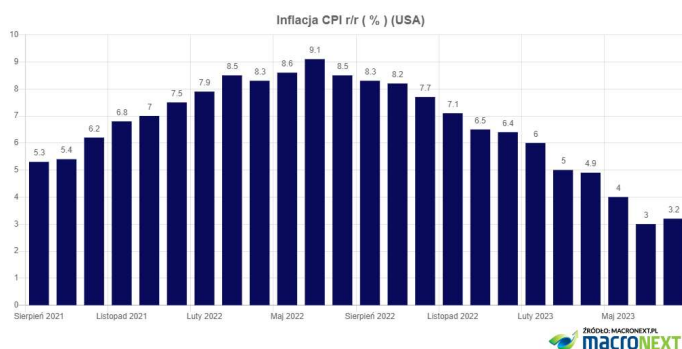
Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje obowiązujące w różnych jurysdykcjach. Osoby, które znajdują się w jej posiadaniu powinny sprawdzić te regulacje i zastosować się do nich. Publikacja ta oraz zawarte w niej dane są chronione prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę w jakimkolwiek celu bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego. Wszystkie prawa zastrzeżone. Działalność ING Banku Śląskiego S.A. (nr KRS 0000005459) jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego.





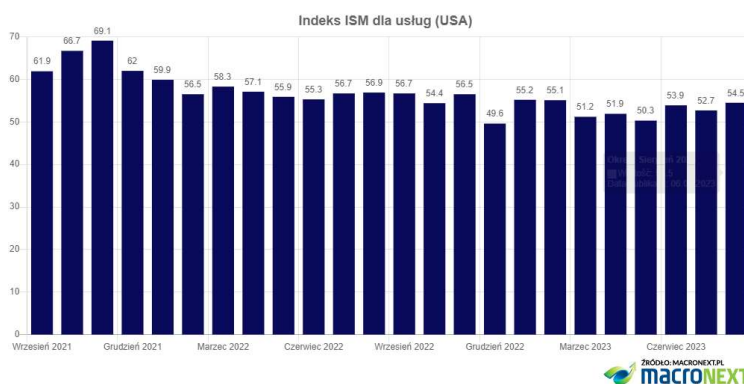
Wykres 1: Notowania S&P500 od września 2022 r. Źródło: [www.stooq.pl](https://stooq.pl/)

Biorąc pod uwagę sezonowość nie jest to niespodzianka, ponieważ wrzesień to najtrudniejszy miesiąc dla amerykańskich inwestorów. Średnia miesięczna stopa zwrotu liczona w latach 1964-2022 wynosi -0,6% i jest najniższa w całym roku. Jedną z przyczyn spadków na amerykańskiej giełdzie są publikacje danych makroekonomicznych, które wypadają lepiej od prognoz. Paradoks? Niekoniecznie, ponieważ lepszy stan amerykańskiej gospodarki i dobra sytuacja na rynku pracy nie są argumentem dla Rezerwy Federalnej za końcem cyklu podwyżek stopy procentowej. Inflacja jest w trendzie spadkowym, co widać na poniższym wykresie.



Wykres 2: Inflacja konsumencka r/r w USA od sierpnia 2021. Źródło: www.macronext.pl

Jednak Prezes Fedu Jerome Powell stwierdził w Jackson Hole, że Rezerwa Federalna będzie postępowała ostrożnie. Podkreślił, że stopy procentowe pozostaną wysokie i mogą jeszcze wzrosnąć jeśli nie dojdzie do schłodzenia gospodarki. Jego wystąpienie podczas zjazdu bankierów centralnych można odebrać jako „jastrzębie”. Potwierdzenie tej retoryki widać we wskaźniku wyprzedzającym ISM dla usług, który w sierpniu wyniósł 54,5 pkt wobec oczekiwań na poziomie 52,5 pkt.



Wykres 3: Indeks ISM dla usług w USA od września 2021 r. Źródło: www.macronext.pl

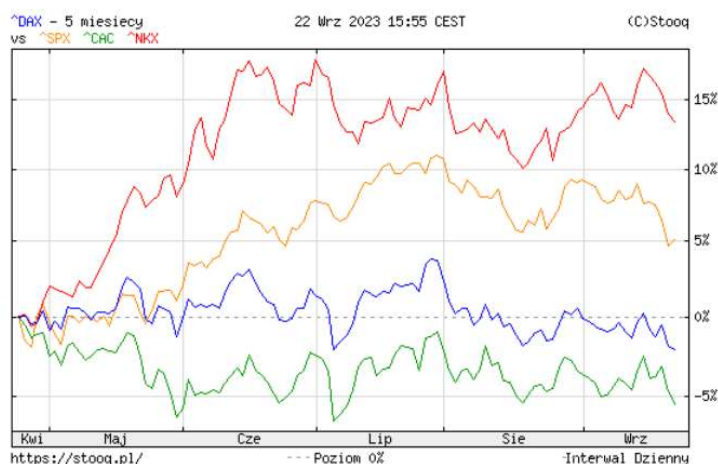


Indeks ten obrazuje zmiany ogólnej aktywności tego segmentu gospodarki Stanów Zjednoczonych. Odczyt powyżej poziomu 50 oznacza wzrost aktywności (poprawę kondycji) sektora usług w stosunku do miesiąca poprzedniego. Odczyt poniżej tej wartości oznacza natomiast pogorszenie sytuacji. Dane z rynku pracy również są dobre. W sierpniu w sektorze pozarolniczym przybyło 187 tys. wakatów, a w sektorze prywatnym 179 tys. Analitycy oczekiwali wzrostów odpowiednio o 170 tys. i 150 tys. Stopa bezrobocia wyniosła 3,8% i była tylko nieznacznie wyższa od prognoz na poziomie 3,5%.

Wyniki spółek amerykańskich spółek za II kwartał również pozytywnie zaskoczyły. Zagregowany zysk na akcję (EPS) dla 79% akcji zgrupowanych w indeksie S&P500 był powyżej oczekiwań. Ponadto, 64% firm odnotowało wyższe przychody niż oczekiwali analitycy. Warto również zauważyć, że w publikowanych raportach co raz mniej firm odnosi się do podwyższonej inflacji. Prognozy na III kwartał są optymistyczne, a wyceny wygórowane, więc jeśli doszłoby do rozczarowań to skala przeceny może być znaczna. Z drugiej strony końcówka roku to statystycznie dobre miesiące dla rynku akcji.

Europa

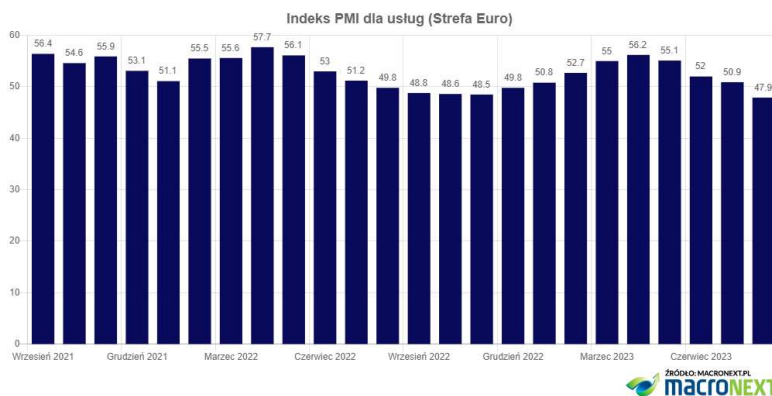
Negatywny sentyment panował również na parkietach europejskich. Indeks 50 największych europejskich firm przecenił się o prawie 4,00%, a szeroki Eurostoxx600 o prawie 3,00%. Brytyjski FTSE100 stracił na wartości 3,38%, niemiecki DAX 3,04%, a francuski CAC40 2,42%. Parkiety Starego Kontynentu od kilku miesięcy znajdują w trendzie bocznym, a inne rynki rozwinięte takie jak USA i Japonia je wyprzedzają, co widać na poniższym wykresie.



Wykres 4: Notowania Dax, CAC40, S&P500 oraz Nikkei225 za ostatnie 5 miesięcy.. Źródło: www.stooq.pl

Jedną z przyczyn jest mniejsza ilość spółek w Europie związana z rozwojem sztucznej inteligencji, a to właśnie te podmioty głównie napędzają obecną hossę. Wśród sektorów pozytywnie wyróżniały się spółki farmaceutyczne i energetyczne. Te ostatnie korzystały z wysokich cen ropy naftowej. Gorzej radziły sobie firmy z ekspozycją na Chiny, które są jednym z głównych partnerów handlowych UE. Słabsze dane makroekonomiczne z tego kraju wzbudzają obawy inwestorów o przychody eksporterów. Nastroje w firmach również negatywnie zaskoczyły, o czym świadczy odczyt wskaźnika PMI zarówno dla przemysłu jak i usług. Warto zauważyć, że ten ostatni pierwszy raz w tym roku spadł poniżej poziomu 50 punktów, co oznacza spadek aktywności sektora w stosunku do miesiąca poprzedniego.





Wykres 5: PMI dla usług Strefy Euro od września 2021 r. Źródło: www.macronext.pl

Pozostałe dane takie jak produkcja przemysłowa czy sprzedaż detaliczna również nie napawają optymizmem. Jedynie rynek pracy pozostaje cały czas silny. Stopa bezrobocia w lipcu wyniosła 6,4%. W takiej sytuacji gospodarczej Europejski Bank Centralny stał przed sporym dylematem podejmując decyzję o poziomie stóp procentowych 14 września 2023 r. Podwyżka o 0,25% była wyceniana przez rynki z prawdopodobieństwem 64% i właśnie o tyle koszt pieniądza został podniesiony. Była to dziesiąta podwyżka w bieżącym, najbardziej agresywnym w historii, cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Według komunikatu po posiedzeniu, podwyższone stopy procentowe osiągnęły poziom, które utrzymane wystarczająco długo powinny przyczynić się do powrotu inflacji do celu w średnim okresie.

Polska

W porównaniu z innymi giełdami w Europie negatywnie wyróżniała się warszawska Giełda Papierów Wartościowych. Indeks WIG20 stracił w sierpniu 7,58%, a szeroki WIG 5,31%. Indeksy małych i średnich spółek również świeciły na czerwono. Pierwszy z nich, sWIG80 spadł 4,03%, a drugi mWIG40 2,98%.



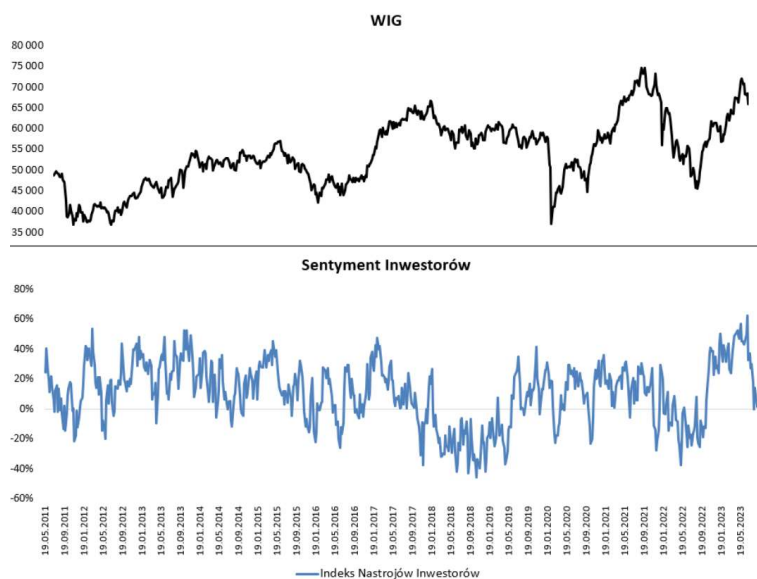
W sierpniu wśród sektorów najmocniej przecenione zostały takie branże jak motoryzacja (WIG-Motoryzacja - 9,66%) i górnictwo (WIG-Górnictwo -8,43%). Dodatkowo stopy zwrotu odnotowały jedynie dwa sektory. WIG-Budownictwo zyskał 2,23%, a WIG0-Energia 1,77%. Dobra passa drugiego z nich nie trwała zbyt długo. 6 września indeks spółek energetycznych przecenił się o 4,39% po wypowiedzi wiceministra aktywów państwowych podczas Forum Ekonomicznego w Karpaczu. Marek Wesoły stwierdził, że projekt ustawy dot. Narodowej Agencji Bezpieczeństwa Energetycznego będzie prawdopodobnie musiał wrócić do Sejmu po poprawkach Senatu. Projekt tego aktu prawnego zakłada nabycie przez Skarb Państwa wszystkich aktywów związanych z wytwarzaniem energii elektrycznej w elektrowniach zasilanych węglem kamiennym i brunatnym wydzielonych z Grup Energetycznych (PGE, TAURON, ENEA i ENERGIA).



Wykres 7: Notowania WIG-Energia od września 2022 r. Źródło: www.stooq.pl

Tego samego dnia opublikowana została decyzja Rady Polityki Pieniężnej o obniżce stóp procentowych o 0,75% do poziomu 6,00% (stopa referencyjna). Analitycy oczekiwali obniżenia kosztu pieniądza o 0,25%, co wywołało wyprzedzając akcje banków. Ich indeks WIG – Banki spadał w trakcie sesji nawet o 7,00%. Finalnie notowania zakończyły się przeceną o 3,94%.

Spadki na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie pogorszyły nastroje inwestorów indywidualnych. Ich indeks obliczany na podstawie sondy prowadzonej przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych spadł do poziomu bliskiego zera. W badaniu przeprowadzonym 14 września 2023 r. jedynie 35% uczestników odpowiedziało, że w najbliższych 6 miesiącach będzie panował na giełdzie trend wzrostowy. Jeszcze w lipcu i na początku sierpnia odsetek byczych nastrojów wahał się między 50 a 60%.

Wykres 8: Notowanie WIG i sentyment inwestorów od 2011 r. Źródło: <https://www.sii.org.pl/3438/analizy/nastroje-inwestorow.html>

Skoro inwestorzy tak negatywnie patrzą na nasz krajowy parkiet to czy jego perspektywy można przekreślić na najbliższe 6 miesięcy? Niekoniecznie. Korelacja rynków finansowych w obecnych czasach jest bardzo wysoka, więc spadki były w części wywołane globalnym wzrostem awersji do ryzyka. Ponadto, ostatnie miesiące roku przynosiły historycznie dodatnie stopy zwrotu dla indeksów akcji. Statystyka przemawia za byczym zakończeniem roku. Podejmując decyzje inwestycyjne należy jednak pamiętać, że „czarne łabędzie” napływają na rynki finansowe w najbardziej nieoczekiwanych momentach, a historyczne stopy zwrotu nie gwarantują przyszłych.

Obligacje

Sierpień i pierwsza połowa września przyniosły wzrost rentowności 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych. Papiery te wspięły się na poziom nie widziane od wielu lat.

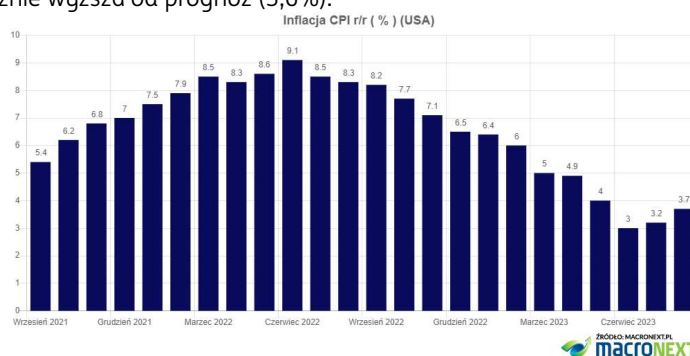
Niniejsza publikacja została przygotowana przez Centrum Kompetencji Inwestycyjnych w ING Banku Śląskim S.A. wyłącznie w celach informacyjnych, bez uwzględnienia celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani środków jakimi dysponuje odbiorca. Informacje zawarte w tej publikacji nie stanowią rekomendacji inwestycyjnej, ani porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też oferty czy zachęty dotyczącej zakupu bądź sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. ING Bank Śląski S.A. dołożył należytej staranności aby zapewnić, że prezentowane informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak ING Bank Śląski S.A. i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, ani wszelkie bezpośrednie i pośrednie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora (autorów) oraz są aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez uprzedniej notyfikacji.

Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje obowiązujące w różnych jurysdykcjach. Osoby, które znajdują się w jej posiadaniu powinny sprawdzić te regulacje i zastosować się do nich. Publikacja ta oraz zawarte w niej dane są chronione prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę w jakimkolwiek celu bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego. Wszystkie prawa zastrzeżone. Działalność ING Banku Śląskiego S.A. (nr KRS 0000005459) jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego.



Wykres 9: Rentowności amerykańskich obligacji skarbowych od 2013 r. Źródło: [www.stooq.pl](https://stooq.pl)

Inwestorzy obawiają się, że stopy procentowe na wysokich poziomach mogą pozostać dłużej niż wcześniej oczekiwano. Argumentem za taką wizją były m.in. dane o inflacji konsumenckiej w sierpniu, która wzrosła do 3,7% r/r i była nieznacznie wyższa od prognoz (3,6%).

Wykres 10: Inflacja w USA od września 2021 r. Źródło: www.macronext.pl

Mimo tego odbicia czynniki dezinflacyjne są wyraźne i zdaniem ekonomistów ING koszt pieniądza za oceanem osiągnął już oczekiwany poziom. Pytanie kiedy zaczną się obniżki i jakie będzie ich tempo. Póki co, Fed nie spieszy się z deklaracjami co do bardziej gołębiej polityki monetarnej. Na wrześniowym posiedzeniu stopy procentowe pozostały bez zmian, ale komentarz po decyzji podobnie jak wystąpienie Przewodniczącego Rezerwy Federalnej Jerome Powela w Jackson Hole można odebrać jastrzębio. Mimo to rynek instrumentów pochodnych na stopę procentową w USA wycenia pierwszą obniżkę stopy już na I kwartał 2024 r., co może pozytywnie wpłynąć na wycenę amerykańskich obligacji skarbowych.

Po mocnych wzrostach w lipcu (+1,72%) indeks polskich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu wyhamował, ale wzrósł o 0,17%. W porównaniu z innymi krajami rozwijającymi się wynik ten można uznać za zadowalający, ponieważ ich obligacje zakończyły sierpień pod kreską. Pierwsze dni września przyniosły powrót do drogi na północ.



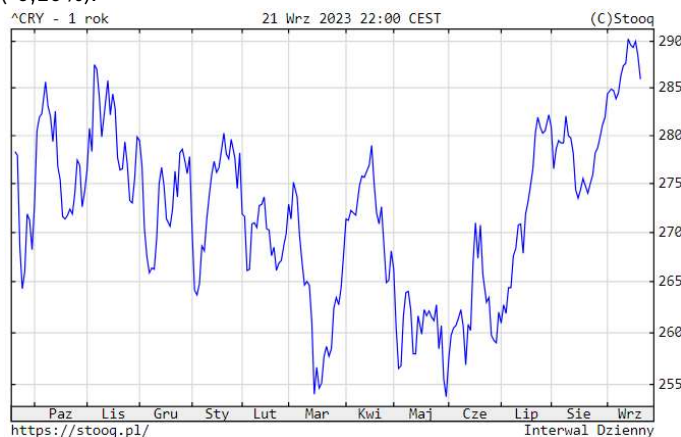


Wykres 11: Notowania indeksu polskich obligacji skarbowych stałokuponowych od września 2022 r. Źródło: www.stooq.pl

Kluczowym wydarzeniem dla polskiego długu była obniżka stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej o 0,75%. Analitycy rynkowi oczekiwali mniejszego ruchu – o 0,25%. Po ogłoszeniu decyzji znacząco umocnił się dolar amerykański i euro, a rentowności dwuletnich polskich obligacji skarbowych spadły prawie do poziomu 4,6%. Obligacje 10-letnie prawie nie zmieniły swojej wartości. To sugeruje obawy rynku o utrwalenie wysokiej inflacji w Polsce. Krzywa rentowności może ulec dalszemu wystromieniu (rentowności obligacji 2- i 10-letnich oddalą się od siebie), a rynek może dyskontować kolejną obniżkę kosztu pieniądza. Ekonomści ING oczekują, że wzrost cen spadnie we wrześniu do jednocyfrowych poziomów, co byłoby wsparciem dla notowań polskiego długu. Z drugiej strony, październikowe wybory parlamentarne mogą dodatkowo podwyższyć zmienność na rynku.

Surowce

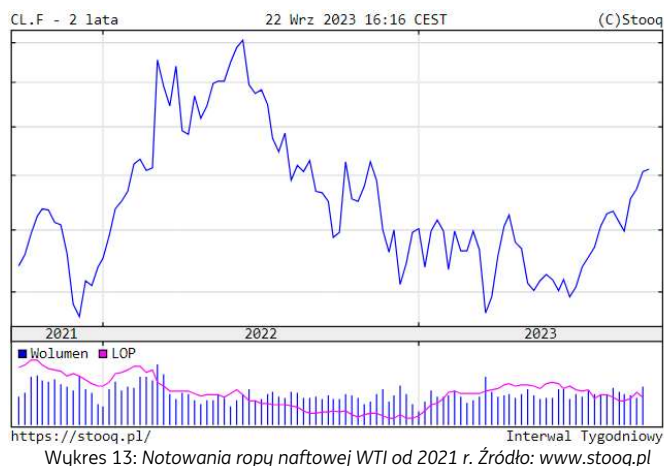
Wraz ze spadkiem apetytu na ryzyko w sierpniu zniżkowały ceny surowców. W połowie miesiąca indeks surowców CRB spadł poniżej wartości 275 pkt. Jednak ostatnie dni przyniosły odbicie i skala spadków finalnie nie była aż tak wysoka (-0,10%).



Wykres 12: Notowania indeksu surowców CRB od września 2022 r. Źródło: www.stooq.pl

Do wyniku pozytywnie kontrybuowały surowce energetyczne. Ropa naftowa WTI zyskała 2,24%, a gaz ziemny podrożał o ok. 5%. Na wynik negatywnie wpłynęły notowania pszenicy, która potaniała o ponad 9%, oraz metale szlachetne zniżkujące o ok. 2%. Warto zauważyć, że ropa wybiła się z trendu bocznego i jest już notowana praktycznie na poziomach z wybuchu wojny na Ukrainie.



Wykres 13: Notowania ropy naftowej WTI od 2021 r. Źródło: [www.stooq.pl](https://stooq.pl/)

Dodatkowo wzrost cen czarnego złota wspierają szacunki Międzynarodowej Agencji Energetycznej, które mówią, że deficyt na tym rynku w drugiej połowie roku może wynieść od 1,5 do 2 mln baryłek. Pozytywnie wpływają również prognozy mówiące o lekkim spowolnieniu gospodarki światowej i zmniejszającym się prawdopodobieństwie wejścia w recesję.

Rosnące rentowności amerykańskiego długu przeszkadzały notowaniom złota, które w sierpniu straciło na wartości 1,2%.

Wykres 14: Notowania złota w USD od września 2022 r. Źródło: [www.stooq.pl](https://stooq.pl/)

Kupujący żółty kruszec obawiają się również pozostania relatywnie wysokich stóp procentowych w USA przed dłuższy okres czasu. Psychologiczny poziom 1900\$ za uncję udało się obronić, a potencjalne przyszłe obniżki kosztu pieniądza za oceanem mogą wspierać notowania złota.

Autorzy:

Krzysztof Orlik
Dyrektor Bankowości Prywatnej
krzysztof.orlik@ing.pl

Piotr Golański
Ekspert, CoE „Pomagam dbać o
Finansową Przyszłość”
piotr.golanski@ing.pl

