

6/2024

Q Value Newsletter

19 lutego 2024



W TYM NUMERZE

Słabsze dane ze Stanów nie przeszkodziły wzrostom na GPW

GPW odrabia straty



Słabsze dane ze Stanów nie przeszkodziły wzrostom na GPW

W ubiegłym tygodniu Warszawski Indeks Giełdowy po raz kolejny zaatakował poziom 80 tys. punktów i tym razem udało się rekordowy poziom utrzymać do końca tygodnia. Nerwowego, ale – trzeba przyznać – bardzo optymistycznego w swojej wymowie tygodnia, gdyż warszawska giełda rośnie pomimo wyraźnie słabszych danych, a co za tym idzie nastrojów za oceanem.

W największym stopniu humory inwestorom popsują wtorkowe dane o styczniowej inflacji w USA, które okazały się wyraźnie gorsze (wyższe) od oczekiwań. Inflacja CPI spadła co prawda z 3,4% do 3,1%, ale konsensus analityków zakładał spadek do 2,9%. Podobnie wyższą okazała się inflacja CORE, która utrzymała się na poziomie 3,9%. Co gorsze, za ten słaby rezultat w największym stopniu odpowiadał znaczący wzrost cen w sektorze usług (0,7% m/m). Dane te w zasadzie wykluczyły nadzieje na to, że FED rozpocznie obniżki stóp już w marcu. Najbardziej prawdopodobnym terminem pierwszej obniżki jest teraz maj, chociaż już coraz większa część analityków skłania się ku twierdzeniu, że luzowanie polityki w Stanach rozpocznie się dopiero w drugiej połowie roku. Wzmacnia to obawy o możliwy kryzys w segmencie nieruchomości komercyjnych, gdyż to właśnie w tym roku zapada największa część (ponad 650 mld USD) obciążającego je długu. Jeżeli obniżki stóp będą się opóźniać, to koszty refinansowania mogą być nie do udźwignięcia. National Bureau of Economic Research podaje, że obecnie 44% zadłużonych nieruchomości biurowych jest mniej warty niż ciężące na nich kredyty. Następne w kolejce – jeżeli problem z refinansowaniem się rozleje – będą amerykańskie regionalne banki, których ekspozycja na finansowane nieruchomości komercyjnych jest pięć razy większa w porównaniu z większymi bankami.

W USA cały ubiegły tydzień był świadkiem raczej słabych danych, gdyż po wtorkowej inflacji (wyższej o oczekiwania), w czwartek zobaczyliśmy z kolei słabsze dane o sprzedaży detalicznej, a w piątek również słabsze dane o nowych pozwoleniach na budowę. Nie dziwi więc słabsze zachowanie giełdy za oceanem w drugiej połowie tygodnia.

Z kolei na znacząco lepszej końcówce tygodnia w naszym kraju zaważyły najprawdopodobniej lepsze od oczekiwań dane o inflacji po styczniu. Wzrost cen wyniósł 3,9% r/r przy oczekiwaniach na poziomie 4,1%.

*Materiał przygotowany przez Michała Szukalskiego,
Członka Rady Nadzorczej Q Value S.A.*



Słabsze dane ze Stanów nie przeszkodziły wzrostom na GPW

Pomimo jastrzębiej ostatnio retoryki prezentowanej przez przewodniczącego RPP, który zakłada utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie nawet do końca roku, niższa od zakładanej ścieżka schodzenia inflacji, może skłonić RPP do szybszego złagodzenia polityki pieniężnej – już w połowie roku. Warto przy tym zauważyć, że po ostatnim odczycie inflacji, mamy w Polsce po raz pierwszy od ok. 5 lat realnie dodatnie stopy procentowe (stopa referencyjna NBP to 5,75%). To powoduje, że po raz pierwszy od bardzo dawna trzymanie środków np. na depozycie nie powoduje erozji realnej wartości inwestycji. To w naturalny sposób wzmacnia skłonność do odłożenia konsumpcji na rzecz oszczędności. Jeżeli mamy dalej cieszyć się giełdową hossą, to wolałbym obserwować dalszy wzrost konsumpcji – nawet kosztem nieco podwyższonej inflacji – co, pozwoli osiągnąć oczekiwany w 2024 3% wzrost gospodarczy i oczekiwaną poprawę wyników spółek.

*Materiał przygotowany przez Michała Szukalskiego,
Członka Rady Nadzorczej Q Value S.A.*



GPW odrabia straty

Po niezbyt udanych pierwszych tygodniach roku warszawska giełda nie tylko odrobiła straty, ale indeksy biją rekordy lub są do tego na najlepszej drodze. Na najwyższym w historii poziomie znalazł się wskaźnik szerokiego rynku. WIG20 ustanowił rekord trwającej od października hossy. O krok od rekordów są wskaźniki małych i średnich spółek. To oznaka siły naszego rynku, choć trzeba przyznać, że korzysta on także ze wsparcia indeksów głównych światowych giełd. W piątek rekord ustanowił niemiecki DAX, a indeksy na Wall Street także notują historyczne poziomy. To pokazuje, że nie warto kierować się chwilowymi nastrojami i pospiesznie ewakuować się z rynku akcji lub nerwowo skracać pozycje. Sytuacja potrafi zmieniać się dynamicznie. Przykładem mogą być oczekiwania inwestorów związane ze spodziewanym rozpoczęciem przez Fed cyklu obniżek stóp procentowych. Jeszcze kilka dni temu sądzono, że pierwszy tego typu ruch nastąpi w maju lub czerwcu. Zaskakujące dane o inflacji w USA, która okazała się wyższa niż się spodziewano, spowodowała dość gwałtowne pogorszenie się nastrojów. Było ono jednak tylko chwilowe. Spadki indeksów szybko zostały zniwelowane, a publikacja gorszych danych o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej w Stanach Zjednoczonych ponownie uruchomiły nadzieję na to, że rezerwa federalna jednak szybciej przystąpi do działania. Te oczekiwania powinny pozwolić na kontynuację dobrej passy na giełdach, mimo że na niektórych z nich mamy do czynienia z silnym wykupieniem oraz w przypadku wielu firm z wysokim poziomem wycen.

Materiał przygotowany przez Michała Stankę, Prezesa Q Value S.A.



Mocne poluzowanie monetarne byłoby wymarzonym scenariuszem dla złota

Za sprawą rekordowych zakupów banków centralnych, notowania złota w zaskakująco dobrej formie przetrwały szok w postaci silnego wzrostu rentowności obligacji i odpływów kapitału z funduszy ETF. Wizja obniżek stóp procentowych i spadku rentowności obligacji tworzyłaby zaś pozytywne środowisko dla szlachetnego metalu.

Przełom roku na rynku złota najpierw mocno rozbudził nadzieje, wraz z dotknięciem przez dolarowy kurs szlachetnego metalu rekordu wszech czasów, by potem nieco ostudzić te nadzieje (w chwili pisania tego artykułu cena złota jest nieznacznie na minusie od początku roku). Jak wyglądają perspektywy tego ważnego aktywa, które tradycyjnie traktujemy jako ciekawy dodatek do portfela akcji i obligacji?

Ostatnie ponad trzy lata to dla złota bardziej szeroki trend boczny, niż hossy czy bessy. W ramach tego trendu notowania raz dotykały wielomiesięcznych minimów, innym razem – jak w końcówce 2023 – ocierają się o rekordy. Ewidentnie widać tu pewną równowagę sił, z pojawiającym się co jakiś czas apetytem na wejście w trwalszą hossę. Przyjrzyjmy się zarówno „hamulcom” powstrzymującym trend wzrostowy, jak i pozytywnym impulsom.

Trzy lata odpływu kapitału

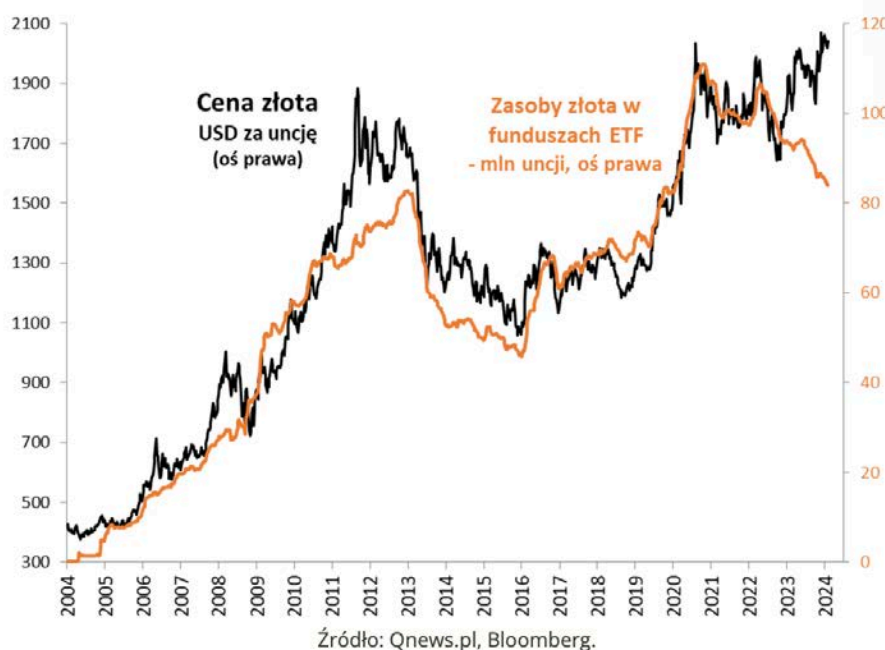
Wiele wskazuje na to, że jednym z najważniejszych hamulców hossy są ... uporczywe odpływy kapitału z funduszy typu ETF. Jest o tyle zaskakujące, że historycznie przepływy były silnie skorelowane z kursem złota. Dziwić się można zatem, że w sytuacji, gdy notowania szlachetnego metalu dosłownie przed chwilą ocierały się o rekord, to zasoby złota w posiadaniu funduszy ETF wg wyliczeń agencji Bloomberg są najmniejsze od ... czterech lat. W takim tempie mogą niedługo zmaleć poniżej 80 milionów uncji, a przecież w szczytowej formie, na jesieni 2020, przekraczały 110 mln uncji (wtedy była to równowartość ponad 210 miliardów USD).

*Materiał przygotowany przez Tomasza Hońdo,
CFA Starszy Ekonomista Quercus TFI S.A.*



Mocne poluzowanie monetarne byłoby wymarzonym scenariuszem dla złota

Rys. 1. Odpiływy z funduszy ETF to na razie główny hamulec hossy na rynku złota



Dane o trwającym „wycieku” kapitału z funduszy ETF znajdują też potwierdzenie w najnowszym raporcie na temat trendów w popycie autorstwa World Gold Council. Każde z ostatnich trzech lat przyniosło podaż złota ze strony ETF (w metodologii WGC mowa o ujemnym popycie netto, czyli różnicy między popytem i podażą). W samym ubiegłym roku stan posiadania funduszy skurczył się o 244 tony (!), przy odpływach netto na poziomie ok. 15 mld USD – podaje WGC. Najwięcej pieniędzy uciekło w 2023 z funduszy notowanych w Europie, co zdaniem ekspertów wymienionej instytucji może być konsekwencją rosnących stóp procentowych i coraz wyższych kosztów życia, skłaniających do sięgnięcia po oszczędności.

Ale w danych WGC doszukać się można też pewnych pozytywów na przyszłość. Zauważmy, że w przeszłości zdarzyły się już trzy kolejne lata odpływów z ETF-ów – były to lata 2013-2015.

*Materiał przygotowany przez Tomasza Hońdo,
CFA Starszy Ekonomista Quercus TFI S.A.*

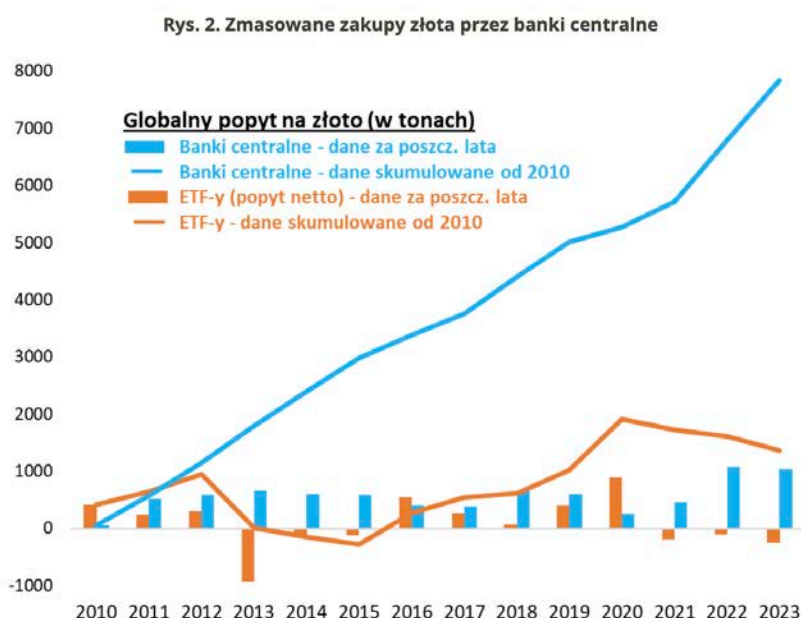


Mocne poluzowanie monetarne byłoby wymarzonym scenariuszem dla złota

Co zdarzyło się w kolejnym roku (2016)? Otóż, fundusze odnotowały wtedy gwałtowny zwrot o przysłowiowe 180 stopni – napływy netto osiągnęły rozmiary niewidziane od lat (być może nawet rekordowe). Może zatem ucieczka „gorącego pieniądza” z ETF-ów jest już tak mocno zaawansowana, że otwiera się przestrzeń do pozytywnych zaskoczeń?

Masowe zakupy banków centralnych

Pojawia się jednocześnie inne pytanie – dlaczego, wbrew uporczywym odpływom kapitałów z funduszy, notowania złota trzymają się tak relatywnie mocno, momentami nawet ocierając się o rekordy? Dlaczego nie zadziałał tu klasyczny mechanizm sprzężenia zwrotnego, zgodnie z którym odpływy kapitału jeszcze bardziej napędzają przecenę wyprzedawanego aktywa? Dane WGC przynoszą odpowiedź na to pytanie. Notowania złota zostały wybronione z opresji głównie przez ... banki centralne. Choć już od wielu lat systematycznie kupują one (jako



Źródło: Qnews.pl, Bloomberg, World Gold Council.

całość) szlachetny metal, to szczególnie ostatnie dwa lata przyniosły radykalny wzrost tych zakupów, które zostały przez WGC określone jako „kolosalne”. Co prawda w ubiegłym roku nie udało się już wyrównać rekordu z 2022, ale niewiele do tego zabrakło – banki centralne kupiły netto 1037 ton złota.

*Materiał przygotowany przez Tomasza Hořido,
CFA Starszy Ekonomista Quercus TFI S.A.*



Mocne poluzowanie monetarne byłoby wymarzonym scenariuszem dla złota

Przytłaczająca większość popytu ze strony banków centralnych pochodzi z rynków wschodzących. Największym kupującym w ubiegłym roku był chiński PBOC (+225 ton). A na drugiej pozycji uplasował się ... NBP (+130 ton). Złota nie kupują co prawda zaś banki z krajów wysoko rozwiniętych (z wyjątkiem Singapuru i nie licząc symbolicznych ubiegłorocznych zakupów przez ECB), ale to niektóre z nich posiadają ciągle zdecydowanie największe rezerwy szlachetnego metalu.

WGC prognozuje, że choć trudno będzie utrzymać rekordowe tempo zakupów z ostatnich dwóch lat, to jednak w 2024 banki centralne powinny pozostać stroną popytową na rynku złota, tak jak to było w każdym z ostatnich kilkunastu lat.

Impulsy z rynku obligacji

Pozostawiając już na boku kwestię przepływów kapitału, spróbujmy przyjrzeć się rynkowi złota z czysto makroekonomicznego punktu widzenia. Chociaż były szef Fedu Ben Bernanke stwierdził niegdyś, że „nikt tak naprawdę nie rozumie zachowania cen złota”, to jednak wśród analityków panuje od dawna przekonanie co do tego, że trendy na tym rynku są silnie uzależnione od tego, co dzieje się z rentownościami obligacji skarbowych (traktowanych jako naturalna konkurencja inwestycyjna dla złota).



*Materiał przygotowany przez Tomasza Hořido,
CFA Starszy Ekonomista Quercus TFI S.A.*



Mocne poluzowanie monetarne byłoby wymarzonym scenariuszem dla złota

Domniemana reguła jest następująca – wzrost realnych rentowności (czyli nominalnych rentowności skorygowanych o rynkowe oczekiwania inflacyjne) to zła wiadomość dla szlachetnego metalu, zaś ich spadek to pozytywny impuls.

Trzeba przyznać, że coś jest na rzeczy. Szybki przegląd trzeciego wykresu pokazuje przykładowo, że najgwałtowniejsze fale hossy na rynku złota miały miejsce w środowisku silnego spadku realnej rentowności obligacji (czyli obniżania się nominalnej rentowności i/lub wzrostu oczekiwań inflacyjnych). Tak było choćby w latach 2019-2020, czy też 2009-2011. Z kolei pamiętny krach na przełomie 2012/13 odbył się w warunkach nagłego skoku w górę realnej rentowności, co miało z kolei związek z perspektywą zacieśniania polityki monetarnej przez Fed („tapering”).

Szok przetrwany w niezłej formie

Na szczęście dla posiadaczy złota, analogiczny szok w postaci gwałtownego wzrostu realnej rentowności w 2022 roku i częściowo też w 2023, szlachetny metal przetrwał w relatywnie mocnej formie. Rozmiary przeceny były stosunkowo niewielkie w porównaniu z dramatem z lat 2012-13 i nieproporcjonalnie małe w stosunku do skali wzrostu rentowności.

Dzięki tej wyjątkowej na tle historycznym odporności, podyktowanej zapewne choćby przez wspomniane wcześniej rekordowe zakupy banków centralnych, wystarczyło relatywnie niewielkie cofnięcie realnej rentowności obligacji w końcówce 2023, by kurs złota otarł się o rekord.

Widać zatem, że choć zależność od obligacji działa ze zmienną siłą, to jednak cały czas jest obecna. Co z niej wynika na przyszłość? Wspomniane cofnięcie realnej rentowności to efekt oczekiwań na kilka obniżek stóp procentowych przez Fed. Najbardziej wymarzonym dla złota scenariuszem byłaby cała seria głębokich cięć stóp, z którą związany byłby również głęboki spadek rentowności „skarbówek”.

Reasumując, notowania złota w relatywnie dobrej kondycji przetrwały najtrudniejszą dla siebie fazę cyklu koniunkturalnego, czyli podwyżki stóp procentowych w USA i skok rentowności obligacji skarbowych. Rekordowe zakupy banków centralnych pozwoliły zamortyzować presję związaną z trwającymi od trzech lat odpływami kapitału z funduszy ETF. Największe nadzieje inwestorzy na tym rynku wiązać mogą z oczekiwanym cyklem obniżek stóp procentowych.

*Materiał przygotowany przez Tomasza Hořido,
CFA Starszy Ekonomista Quercus TFI S.A.*



FIGO...pełen serca!

W schronisku od: 07.2022 | Urodzony.: ~2020 roku. | Waga: ok. 10-11 kg

Figo został znaleziony pewnego dnia, gdy ... biegał sobie po schronisku. Szuka człowieka z wielkim sercem. To młody i nieduży chłopak. I większy już nie będzie! Jest otwarty, wesoły, bardzo energiczny i odważny.

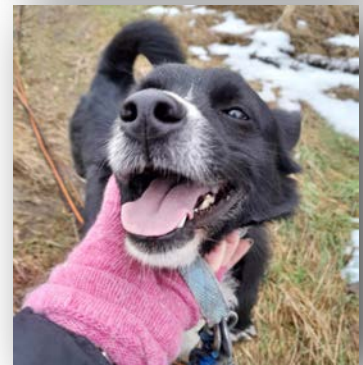
Charakter: energiczny, wesoły, śmiały

Inne psy: bardzo chce do innych psiaków, ma już swoich kumpli, ale ma też swoje psie antypatie, z innym niedużym, spokojnym psiakiem rezydentem powinien się dogadać

Ludzie: jest w stosunku do ludzi bardzo łagodny, lubi się przytulić, nastawia się do głaskania, nie jest bojaźliwy

Spacery: bardzo lubi, ma super kondycję, zasuwa jak torpeda, oduczamy go ciągnięcia

Bardzo prosimy: podaruj dom małemu Figusiowi! Nie pozwólmy, by ta iskierka zgasła w schronisku. Nie możesz adoptować? Możesz zostać domem tymczasowym, lub adoptować Figo wirtualnie.



Kontakt do schroniska

Korabiewice 11, Puszcza Mariańska,
+48 519 615 975
fcb@viva.org.pl

Materiał przygotowany przez Zespół Q Value S.A.



Partnerzy Q Value



<https://qvalue.pl/kontakt/>



Q Value w Polsce

WARSZAWA

Q Value S.A. - Centrala

WIDOK TOWERS

Aleje Jerozolimskie 44

00-024 Warszawa

Tel.: 22 598 77 00 email: biuro@qvalue.pl

KRAKÓW

Q Value S.A. – Oddział

Krasickiego 36A

30-503 Kraków

KIELCE

(obsługa klientów w zakresie dystrybucji funduszy otwartych)

Q Value S.A. – Oddział

Warszawska 31 (ew.nr lok. 204)

25-518 Kielce

LUBLIN

(obsługa klientów w zakresie dystrybucji funduszy otwartych)

Q Value S.A. – Oddział

Tomasza Zana 39A

20-634 Lublin

KATOWICE

(obsługa klientów w zakresie dystrybucji funduszy otwartych)

Q Value S.A. – Oddział

Żelazna 2 (bud. CitySpace Face2Face)

40-851 Katowice

ŁÓDŹ

(obsługa klientów w zakresie dystrybucji funduszy otwartych)

Q Value S.A. – Oddział

Gdańska 130 (budynek Stara Drukarnia)

90-520 Łódź

POZNAŃ

(obsługa klientów w zakresie dystrybucji funduszy otwartych)

Q Value S.A. – Oddział

(budynek Business Link Maraton)

ul. Królowej Jadwigi 43

61-871 Poznań

WROCŁAW

(obsługa klientów w zakresie dystrybucji funduszy otwartych)

Q Value S.A. – Oddział

Szczytnicka 11

50-382 Wrocław

Śledź nasze profile!



qvalue.pl



[QvalueAFI](https://www.facebook.com/QvalueAFI)



[qvalueafi](https://twitter.com/qvalueafi)



[qvaluepl/](https://www.instagram.com/qvaluepl/)

<https://qvalue.pl/kontakt/>