



iWealth News

NR 26/2023

14.07.2023

SPADEK INFLACJI NAPĘDZA LETNIĄ HOSSE

W TYM NUMERZE:

- Ceny zaczną spadać
- Letnia hossa polskich akcji i obligacji
- Al rozgrzało serca inwestorów, czas na portfele spółek

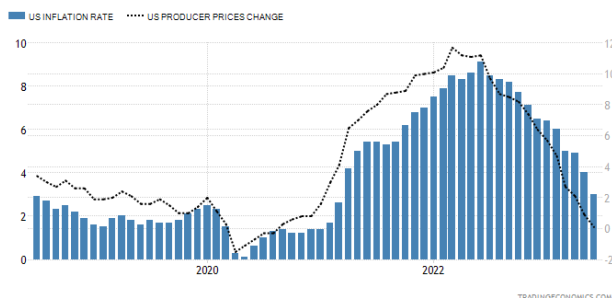
Ceny zaczną spadać



Jacek Maleszewski

CFA, Dyrektor Zespołu Doradztwa, iWealth

Inflacyjne „zaskoczenie” w USA było głównym wydarzeniem na rynku w poprzednim tygodniu. Tymczasem, jeśli ktoś konsekwentnie śledzi nasze iWealth Newsy, lub trend amerykańskiej inflacji, nie powinien być zbyt zaskoczony ostatnim jej odczytem.



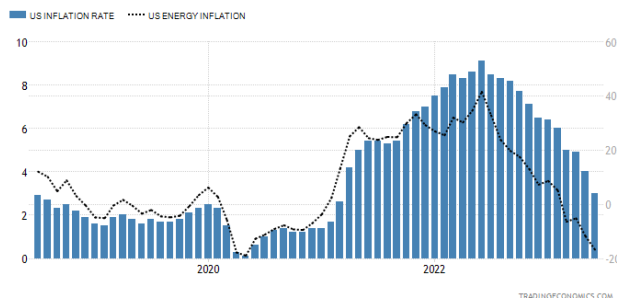
Źródło: [Traidnigeconomics.com](https://tradingeconomics.com)

Na powyższym wykresie doskonale widać, że inflacja w USA spada już 12 miesięcy z rzędu, a poczynając od marcowego odczytu jej spadek przyspieszył. Jeśli tempo spadku z ostatnich dwóch odczytów miałoby się utrzymać i potraktowalibyśmy jako wskaźnik wyprzedzający widoczną na wykresie roczną zmianę cen producentów, która, notabene, właśnie dobiła do zera, to okazuje się, że już na jesieni br. głównym tematem w amerykańskich mediach może być deflacja, o której dziś nikt nie wspomina.

W tych warunkach rynek obligacji dyskontował jeszcze do niedawna dwie podwyżki Fed, ale dziś dyskontuje już tylko jedną (do poziomu 5,25% - 5,5%). Co ciekawe, tak wysoki poziom stóp procentowych ma utrzymać się, co najmniej, do końca roku, co, przy scenariuszu inflacji w okolicach zera, Fed'owi będzie trudno uzasadnić, nie mówiąc już o scenariuszu deflacyjnym.

Oczywiście Fed ma swoje powody, żeby dalej obawiać się inflacji. Jednym z nich jest, niechętnie do tej pory spadający, wskaźnik

inflacji bazowej, który nie bierze pod uwagę zmian cen żywności i energii. Jeśli się jednak dobrze zastanowić, to szybko dojdziemy do wniosku, że zmiany cen energii, **jeśli są bardzo duże, to z opóźnieniem, ale zawsze** będą oddziaływać na wszystkie, pozostałe kategorie inflacji, również na inflację żywności i inflację bazową. To widać na poniższym wykresie.



Źródło: [Traidnigeconomics.com](https://tradingeconomics.com)

Powód jest oczywisty – energia jest potrzebna do wytworzenia właściwie wszystkich innych dóbr. Powyższy wykres przedstawia inflację energii na tle odczytów amerykańskiej inflacji. Ze względu na silne spadki cen nośników energii (zwłaszcza cen gazu w ostatnim roku), wskaźnik inflacji energii znalazł się na poziomie minus 16,7% r/r w czerwcowym odczycie. Spadki cen energii z poprzednich miesięcy dają coraz większe prawdopodobieństwo, że całościowy odczyt inflacji spadnie poniżej zera, w którymś momencie.

Podsumowując

Stawiamy tezę, że jeszcze kilka kolejnych odczytów inflacji może być zaskakująco pozytywnych. Dodatkowo, biorąc pod uwagę 12-miesięczne opóźnienie Fed, który wciąż jeszcze rozważa kolejne podwyżki, nie można dziś wykluczyć, że pod koniec tego roku - na krótki okres - deflacja zastąpi w mediach inflację. W takim układzie wygranymi będą ryzykowne aktywa, czyli m.in. akcje wzrostowe i rynki wschodzące, a także obligacje. Przegrany natomiast będzie dolar (USD).

Ostatecznie jednak, trzeba mieć świadomość, że ceny nośników energii, podobnie jak ceny surowców rolnych, w ostatnich tygodniach przestały spadać, ponieważ wiele z nich znalazło się na poziomach sprzed wojny. Uporczywa deflacja więc nam raczej nie grozi, a

w dłuższym terminie będziemy mieli do czynienia z normalizacją inflacji.

Autor: Jacek Maleszewski

Letnia hossa polskich akcji i obligacji



Tomasz Hońdo
CFA, Starszy Ekonomista
Quercus TFI,
Redaktor Qnews.pl

W wydaniu iWealth News sprzed dwóch tygodni pisałem, że lipiec był zawsze udany dla polskich obligacji i zwykle też dla krajowych akcji. Jesteśmy już prawie na półmetku tego letniego miesiąca i widać, że sezonowe prawidłowości działają również i tym razem.

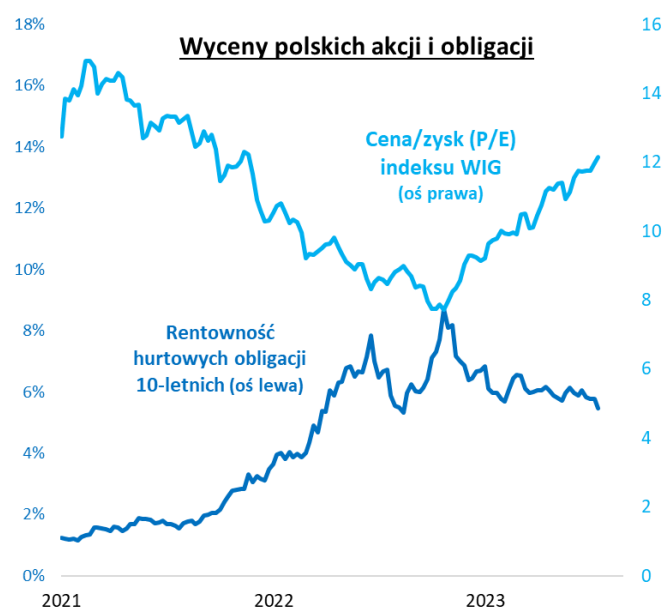
Na GPW główne indeksy zgodnie sięgnęły po nowe, co najmniej kilkunastomiesięczne maksima. A grupujący małe spółki sWIG80, który już kilkakrotnie w tym roku gościł na łamach iWealth News, zdołał nawet sięgnąć po **nowy historyczny rekord** – to bez wątpienia jedno z największych pozytywnych zaskoczeń tego roku. Krok po kroku wspina się też indeks TBSP, gromadzący krajowe obligacje o stałym oprocentowaniu.

Jakie są źródła tej hossy polskich aktywów, będącej lustrzanym odbiciem ubiegłego, nieudanego roku, przez większość którego na minusie były i akcje, i obligacje? Bez wątpienia, ważne są globalne uwarunkowania, a na te składa się **radość z normalizacji inflacji**, której towarzyszy malejący strach przed recesją. Indeks dolarowy na wieść o zejściu głównego wskaźnika inflacji w USA do poziomu 3 proc. rok do roku (na szczycie sięgał 9 proc.!) przełamał wsparcia i znalazł się najniżej od kwietnia ub.r. A słabnący dolar to, zgodnie z tradycją, świetne środowisko dla polskich aktywów.

Oczywiście, nie bez znaczenia są też sprawy lokalne. Ceny polskich obligacji zachowują się przecież ostatnio o niebo lepiej, niż tych, z rynków bazowych, mimo, że - paradoksalnie - to Polska pozostaje ciągle w niechlubnej czołówce krajów z najwyższą inflacją. Wiele

tłumaczą różnice w nastawieniu banków centralnych. Podczas gdy Fed i ECB zastanawiają się ciągle nad tym, o ile jeszcze podnieść stopy procentowe, by definitywnie pogrzebać inflacyjną bestię, to szef naszego NBP A. Głapiński zaskoczył po lipcowym posiedzeniu RPP **zapowiedzią możliwej, jesiennej (notabene, przedwyborczej) obniżki stóp**, po spadku inflacji poniżej progu 10 proc. r/r. Rynek obligacji poszedł jeszcze dalej, dyskontując już, de facto, całą serię obniżek.

Zgodnie z panującą na rynkach finansowych zasadą „coś za coś”, **ceną za kontynuację hossy w kraju są mniej atrakcyjne wyceny.**



Źródło: Tomasz Hońdo (Quercus TFI), Stooq.pl.

Podczas gdy jeszcze na jesieni ub.r. rentowność benchmarkowych papierów 10-letnich ocierała się o 9 proc. (i to była świetna okazja do zakupów), to w momencie pisania tego komentarza spada poniżej 5,5 proc. A poruszający się odwrotnie do rentowności skarbówek wskaźnik P/E dla polskich akcji, po raz pierwszy od końcówki 2021 znalazł się powyżej progu 12 (w dołku był poniżej 8). Wyceny nie są jeszcze bardzo wysokie z historycznego punktu widzenia, ale z

pewnością, krok po kroku, stają się bardziej wymagające – w coraz większym stopniu wkalkulowują i całą serię obniżek stóp (obligacje), i mocne ożywienie gospodarcze (akcje).

Reasumując, cieszymy się z letniej hossy na krajowym rynku finansowym, zanim nadejdzie okres trudniejszej, jesiennej sezonowości.

Autor: Tomasz Hońdo

AI rozgrzało serca inwestorów, czas na portfele spółek



Michał Ficenes
Zarządzający
Funduszami,
IPOPEMA TFI

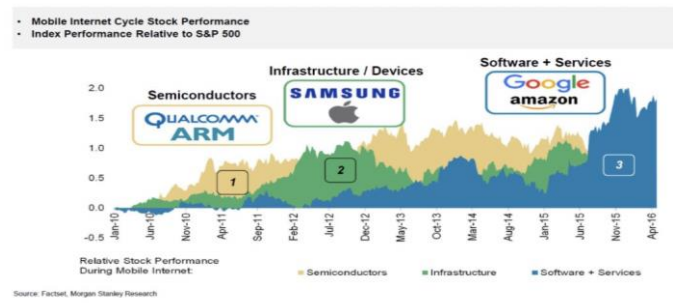
Sektor technologiczny, to huśtawka emocji przez ostatnie 18 miesięcy. *Catharsis*, jakie nadeszło w 2022 roku, w związku ze zderzeniem rosnących stóp procentowych i wysokich wycen, jest silnie odczuwalne - aż do dziś. Na przełomie roku huśtawka zaczęła odkręcać się w drugą stronę. Nadzieje rynku na nowy rozdział w sektorze technologicznym wzbudziło OpenAI, z pierwszym komercyjnym produktem w modelu LLM - ChatGPT, który natychmiast opanował świat i pobił wszelkie rekordy z zakresu np. ilości dni do przekroczenia 1 mln, czy 10 mln użytkowników.

Z początku „efekt AI” był dość ograniczony, jeżeli chodzi o Wall Street. W zasadzie „wojna na chaty” dotyczyła tylko Microsoft i Alphabet. Jednak, wraz z wynikami finansowymi spółki NVIDIA (oszałamiające podniesienie prognozy przychodów na II kwartał br. z 7 do 11 mld USD), serca i głowy inwestorów rozgrzały się do czerwoności, a o sztucznej inteligencji zaczęli mówić wszyscy.

Obecnie, co 5-ta spółka z indeksu S&P 500 wspomina o „AI” podczas swojego spotkania wynikowego. Sztuczna Inteligencję mają integrować wszyscy, a przede wszystkim spółki technologiczne (choć ze 110 wspomnianych spółek, 17 to spółki przemysłowe). Jednak rozwój zupełnie nowych technologii i jej komercyjne zastosowanie na szeroką skalę, nie odbędzie się od razu i - dla wszystkich - po równo. Wdrożenie modeli LLM i szeroko rozumianej sztucznej inteligencji, jako osobnego produktu do konwersacji, wymaga ogromnych nakładów inwestycyjnych. Dlatego, na dzisiaj prognozy podnoszą na razie tylko spółki powiązane z półprzewodnikami, czyli technologią przetwarzania danych – karty graficzne, akceleratory, switchy sieciowe itp. Bardzo dobrze odpowiednie fazy rozwoju nowych technologii pokazał Morgan Stanley na przykładzie rozwoju Internetu mobilnego:

Morgan Stanley

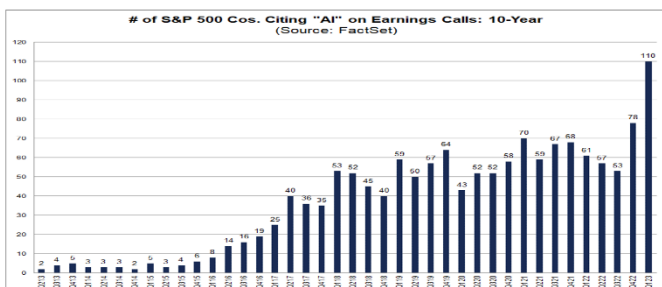
The Roadmap to Monetizing Cycles: The Mobile Internet as a Case Study



Źródło: Morgan Stanley

Pierwszym beneficjentem rozwoju nowych technologii są dostawcy infrastruktury, ponieważ rozwój zaczyna się od inwestycji. Dopiero na tej bazie powstawać mogą aplikacje i usługi.

Dziś inwestorzy zdają się próbować wyprzedzić nadchodzące wydarzenia. O ile w przypadku półprzewodników oczekiwane zyski faktycznie rosną w dynamicznym tempie, to w przypadku



Źródło: <https://insight.factset.com/highest-number-of-sp-500-companies-citing-ai-on-q1-earnings-calls-in-over-10-years>

sektora software nie jest już tak przyjemnie. Aprecjacja wartości spółek powiązanych z aplikacjami typu SaaS lub infrastrukturą w chmurze odbyła się w tym roku na bazie samego mnożnika wyceny, który wzrósł o +27%. W tym samym czasie oczekiwane przychody tego sektora miały pozytywną rewizję o zaledwie +3%. Bez dwóch zdań –

ogromna część ekspansji mnożnika wyceny, to regresja do średniej po bardzo trudnym 2022 roku. Jednak bezsprzecznie AI rozgrzało serca inwestorów i poprawiło sentyment do spółek technologicznych. A więc teraz czas, aby te spółki pokazały, jak na AI zarabiają.

Autor: Michał Ficenes

Niniejszy materiał nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji inwestycyjnej i ma wyłącznie charakter informacyjny oraz promocyjny, a także nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej. Spółka ani Towarzystwa, których materiały są publikowane nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte w oparciu o informacje uzyskane w wyniku korzystania z niniejszego materiału. Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce oraz świadczonych usługach, w tym o ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej iwealth.pl, w serwisie transakcyjnym iWealth Online lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usług.