

# Barometr Inwestycyjny Xelion



**AUTORZY:**

**Kamil Cisowski, CFA,**  
Dyrektor Analiz  
i Doradztwa Inwestycyjnego

**Patryk Pyka,**  
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

## Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Pierwsza połowa maja przyniosła niestety przyspieszenie trwającej właściwie od początku roku wyprzedaży na globalnych rynkach akcji. S&P500 wydłużyło passę spadków do siedmiu tygodni z rzędu i otarło się o terytorium bessy zanim w drugiej połowie miesiąca w końcu zobaczyliśmy odbicie. Finalny bilans maja na większości rynków okazał się niemal neutralny, natomiast nieufność co do kontynuacji wzrostów pozostaje olbrzymia, także wśród inwestorów instytucjonalnych. Bilans pierwszych pięciu miesięcy roku pozostaje najgorszy od 1970 r., co wydaje się niefortunnym omenem w kontekście obaw stagflacyjnych, ale ostatnie dni przynoszą powody, by tonować zarówno oczekiwania co do inflacji, jak i skali spowolnienia.

Z perspektywy rynkowej najważniejszym powodem do optymizmu jest mająca miejsce od około trzech tygodni stabilizacja oczekiwań wokół dalszej polityki Fed. **W poprzednich materiałach pisaliśmy, że zatrzymanie wyprzedaży amerykańskich obligacji jest warunkiem koniecznym do tego, by mogły rosnąć także giełdy.** Obecnie, przynajmniej chwilowo, wydaje się on spełniony. Oczywiście trzeba tu zaznaczyć jedno duże „ale”, czyli rozpoczęcie redukcji bilansu Fed w czerwcu, co może wywierać presję na rentowności. Jednocześnie nie ma powodów, by uważać, że na rynku długu panuje nadmierny optymizm. Rynek wycenia obecnie kolejne trzy podwyżki po 50 pb, a następnie dwa ruchy po 25 pb w listopadzie i grudniu. Rosnąca liczba członków Fed mówi tymczasem, że już wrzesień mógłby stać się momentem na przerwę lub przynajmniej spowolnienie podwyżek.

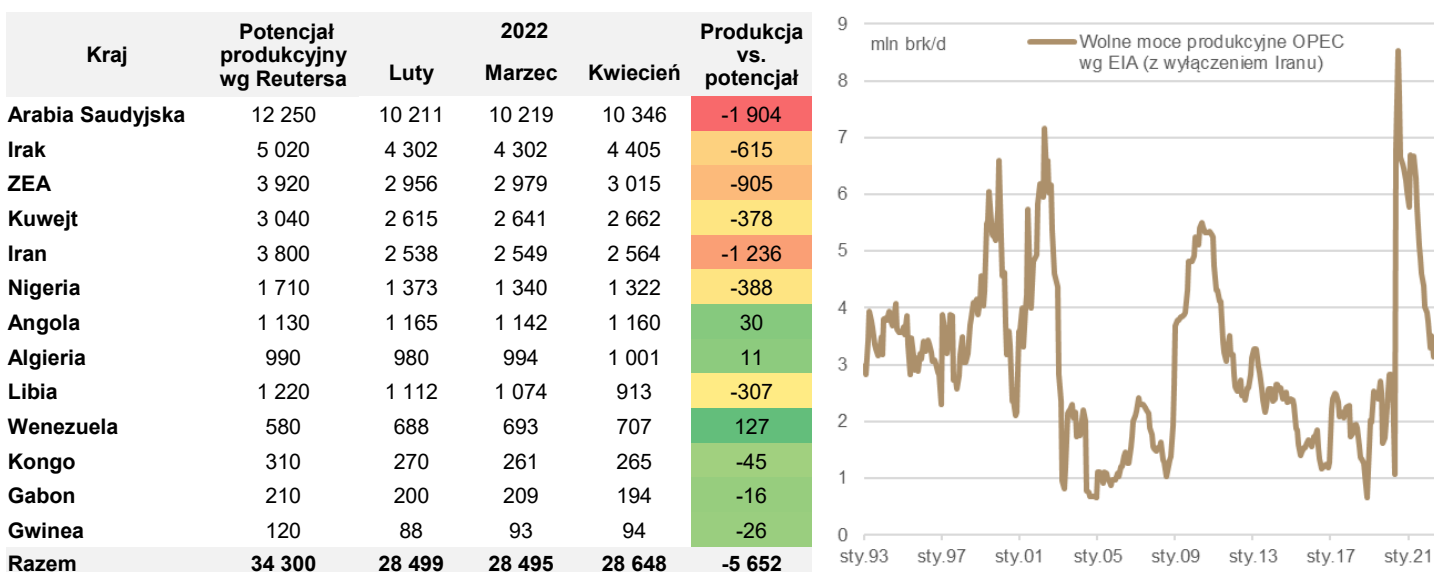
Oczywiście przyszłość polityki pieniężnej będzie zależała od poziomu inflacji. O ile w Europie i Polsce jej dynamika cały czas rośnie, m.in. za sprawą gwałtownie drożejących paliw, **w USA szczyt mógł zostać osiągnięty w marcu.** Przyszłość cen ropy pozostaje wielką niewiadomą, zakończenie lockdownów w Chinach zaowocowało testem poziomu 120 \$/b. Jednocześnie pojawiają się jednak pewne powody do optymizmu - zapowiedź silniejszego zwiększenia produkcji przez OPEC+ w lipcu i sierpniu nie oznacza może przełomu w relacjach między Arabią Saudyjską i USA, ale jest **sygnałem możliwego dalszego wzrostu podaży, gdyby wizyta prezydenta Bidena w Rijadzie doszła do skutku.**

Także na rynku żywności pojawiają się pierwsze jaskółki, jak kwietniowy spadek globalnych cen w badaniu FAO i ostatnia korekta cen zbóż. Z perspektywy europejskiej kluczowe wydaje się odblokowanie transportów czarnomorskich, co również może mieć miejsce lub przynajmniej zostać zdyskontowane w przeciągu najbliższego miesiąca. **Inny czynnik proinflacyjny w postaci ceny gazu, zaczyna oddziaływać w przeciwnym kierunku. Notowane są poinwazyjne minima, a perspektywa ewentualnego embarga oddaliła się bardzo lub wręcz zniknęła.** Dla banków centralnych kluczowe jest oczywiście to, jak będzie zachowywała się „bazowa” część inflacji. Tu perspektywa zmienia się naszym zdaniem najszybciej. Majowy PMI dla Polski (spadek z 52,4 pkt. do 48,5 pkt.) to zaledwie jeden z pierwszych „oficjalnych” sygnałów szybkiego chłodzenia krajowej gospodarki. Spodziewamy się szybkiego napływu kolejnych, a wraz z nimi modyfikacji zachowań konsumenckich i spadku presji cenowej. Zarówno w Polsce, jak i w USA, dobrym prognostykiem wydaje nam się rynek nieruchomości, na którym spadek aktywności jest znacznie szybszy od niedawnych prognoz.

**Inflacja na poziomie 13,9% r/r w maju może szokować, ale w odróżnieniu od wcześniejszych odczytów nie odbiega od oczekiwań ekonomistów.** Choć prognozy odnośnie szczytu dynamiki cen są obecnie zróżnicowane, a przekonanie, że nastąpi on w czerwcu jest bardzo osłabione, uważamy, że dotek na rynku obligacji skarbowych może być za nami. Podtrzymujemy bardzo pozytywne nastawienie do tej klasy aktywów i widzimy perspektywę 12-miesięcznych stóp zwrotu na poziomie 6-10% na funduszach dłużnych, które w nie inwestują. Kontrakty FRA sugerują zakończenie cyklu na poziomie 7,5-8,0%, widzimy tutaj pole do pozytywnych niespodzianek.

**Szczyt inflacji wyznacza historycznie punkt, po osiągnięciu którego inwestycje obligacyjne przynoszą w ciągu 1-2 lat niezwykle wysokie zyski, znacznie przekraczające średnią.** Z rynkiem akcji sytuacja jest niestety bardziej skomplikowana, tu kluczowe jest czy w efekcie inflacji i zacieśnienia polityki monetarnej nastąpi recesja. **Widzimy istotne ryzyko takiego scenariusza w USA, mniejsze w Polsce, szczególnie w kontekście odblokowania środków z KPO.** Z tego powodu, a także za sprawą świetnego sezonu wynikowego na GPW, zmieniamy średnioterminowe nastawienie do polskich akcji na pozytywne, widząc szansę m.in. na to, że plan „wakacji kredytowych” zostanie wyraźnie ograniczony. **Nie przesądzając o tym, czy w dłuższym horyzoncie dojdzie do klasycznej bessy na globalnych rynkach, zwracamy jednak uwagę na to, że gdy historycznie S&P500 spadało bez przerwy przez 7-8 tygodni, zawsze wyznaczone było co najmniej półroczne minimum.**

### Szacunkowy potencjał produkcyjny OPEC vs. produkcja (tys. brk/d)

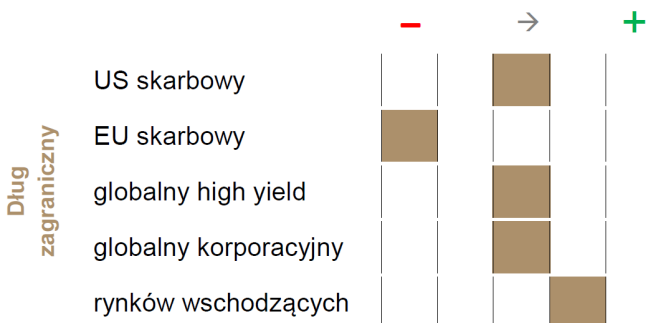


Źródło: Reuters, EIA, OPEC (03.06.2022 r.)

## Pogląd na segmenty rynkowe



W maju fundusze obligacji skarbowych były jedną z najlepiej zachowujących się klas aktywów. Uważamy, że najgorszy czas dla polskiego długu jest już za nami. **Spodziewamy się na najbliższym posiedzeniu RPP kolejnej podwyżki o 75 pb, jednak taki scenariusz jest już wyceniony przez rynek.** Biorąc pod uwagę zaskakująco negatywny odczyt wyprzedzającego wskaźnika PMI w polskim przemyśle (spadek do 48,5 pkt. vs. 52,4 pkt. w kwietniu) utwierdzamy się w przekonaniu, że w 2H2022 gospodarkę krajową czeka gwałtowne hamowanie. Obok tego nie przejdzie obojętnie RPP, która według nas ogłosi przerwę w cyklu podwyżek po lipcowym posiedzeniu. **Utrzymujemy zatem pozytywne nastawienie do polskiego długu skarbowego, natomiast w związku z gwałtownym przejściem z fazy ekspansji gospodarczej do spowolnienia, zalecamy wyższą czujność w kontekście długu korporacyjnego.** Nasze nastawienie do tej klasy aktywów zmieniamy na neutralne.



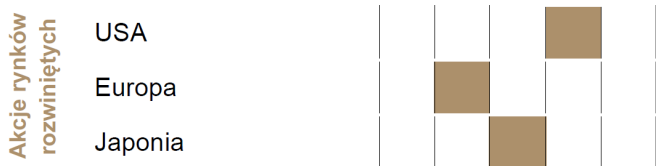
Wiele wskazuje na to, że skala podjętych działań przez Fed jest adekwatna do obecnej sytuacji na polu walki z inflacją, która najprawdopodobniej minęła swój szczyt. Zakładamy, że członkowie FOMC będą chcieli utwierdzić się w przekonaniu, że w gospodarce uruchomiły się procesy dezinflacyjne, dlatego na zmianę retoryki na bardziej „gołębią” przyjdzie nam poczekać jeszcze 3-4 miesiące. Niemniej jednak uważamy, że **zacieśnienie polityki monetarnej jest odpowiednio wycenione na amerykańskim rynku długu, co pozwala utrzymywać względem tej klasy aktywów nastawienie neutralne.**

Lepiej późno niż wcale - tak jedynie można skomentować zwrot w polityce EBC. Tym samym zrealizował się scenariusz, o którym pisaliśmy już od dłuższego czasu, zgodnie z którym ujemne stopy procentowe w obecnym otoczeniu inflacyjnym są nie do zaakceptowania. **Nie wykluczamy dalszych „jastrzębich” zaskoczeń ze strony EBC, dlatego też nasze nastawienie do długu EU pozostaje negatywne.**

Dług rynków wschodzących nadal pozostaje dla nas wyceniony najatrakcyjniej. Odwrot na dolarze będzie kluczowy w odbudowie wycen w tym segmencie rynku.



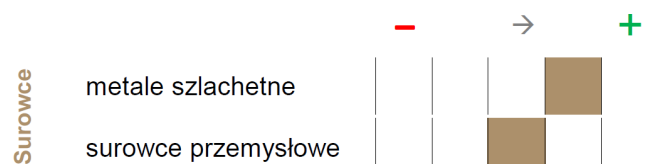
**GPW zrealizowała w maju z nawiązką spadki, których oczekiwaliśmy, wyglądając w połowie miesiąca niezwykle słabo na tle rynków zagranicznych.** Dobry sezon wynikowy, odblokowanie środków z KPO czy silny złoty to czynniki, które sprawiają, że zmieniamy swoje średnioterminowe nastawienie do polskiego rynku, a w szczególności do dużych spółek na pozytywne. Głównym ryzykiem pozostaje otoczenie regulacyjne, bo z perspektywy wynikowej wiele spółek WIG20 jest wręcz niewiarygodnie tanich.



**Odwroćcie zachowania kursu EURUSD i nadchodzące zacieśnienie polityki pieniężnej w strefie euro sprawiają, że akcje europejskie nie wydają nam się obecnie dobrym wyborem.** Preferujemy rynek amerykański - w krótkim terminie największe wzrosty są możliwe na bardzo wyprzedanej technologii. W dłuższym spodziewamy się jednak kontynuacji dobrego zachowania spółek value i to fundusze z takim przeważeniem stanowią obecnie podstawę portfeli w naszej usłudze doradztwa inwestycyjnego.



**Wrzecz z zakończeniem chińskich lockdownów i wyznaczeniem lokalnych maksimów dolara, perspektywy funduszy akcji rynków wschodzących wyraźnie się poprawiają.** Cały czas licząc na stymulację chińskiej gospodarki, preferujemy Azję ponad regiony, które zachowywały się w ostatnich miesiącach najlepiej. W przypadku widzianej przez nas bardzo pozytywnie od początku roku Ameryki Łacińskiej wydaje się, że po kilku miesiącach rewelacyjnego zachowania na tle reszty świata następuje wręcz moment na redukcję zaangażowania. Ostrożność należy naszym zdaniem zachować także w przypadku funduszy tzw. „rynków granicznych”, które mogą być podatne na silne korekty w przypadku ewentualnego spadku cen ropy.



Brak miejsca na kolejne „jastrzębie” zaskoczenia ze strony polityki monetarnej Fed oraz szczyt na dolarze, który wyrysował się najprawdopodobniej w połowie maja **otwierają naszym zdaniem złotu drogę w kierunku 2000 USD/oz.**

**Znoszenie przez Chiny lockdownów jest dobrym sygnałem dla metali przemysłowych.** Surowce energetyczne powinny pełnić w portfelu głównie rolę zabezpieczenia przed inflacją. Ostatnia decyzja OPEC nie jest przełomem dla cen ropy, **ale wraz z chłodzeniem się gospodarek popyt może zaskakiwać negatywnie,** a w końcówce czerwca możliwa jest zapowiedź dalszych działań kartelu. Nie wiadomo też, jaki faktycznie będzie ubytek rosyjskiej produkcji.

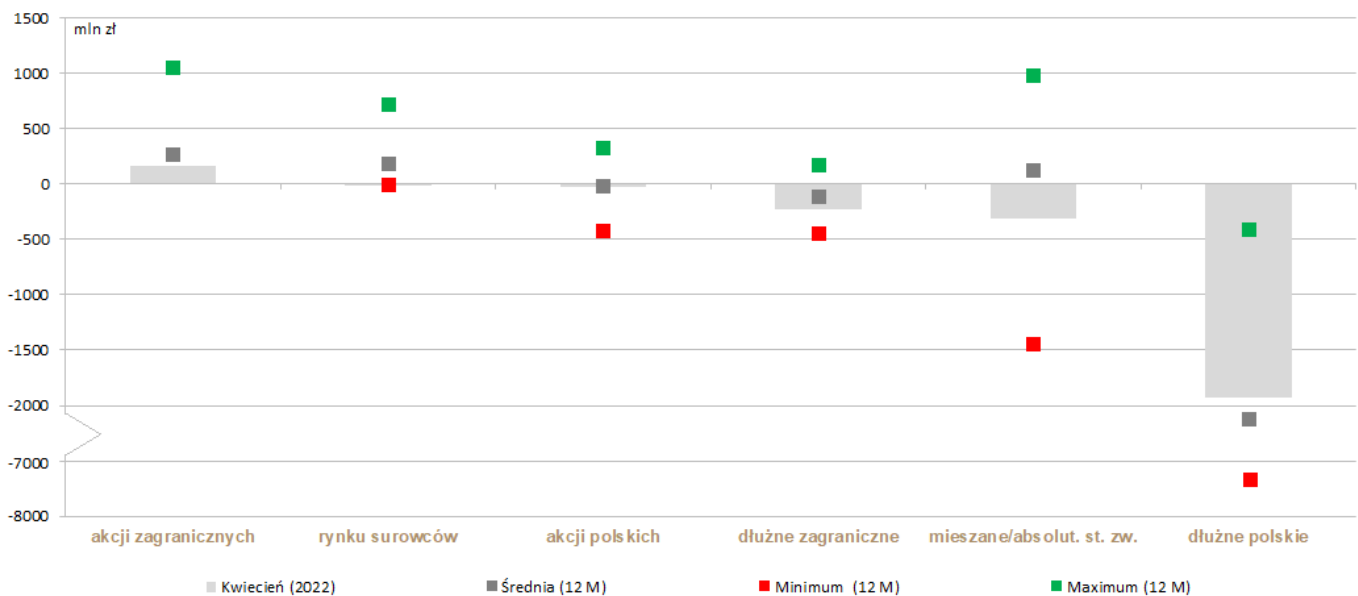


**Rewizja oczekiwań co do polityki monetarnej w strefie euro w końcu przyniosła zwrot na EURUSD, a w konsekwencji także na złotym,** który wymazał całe tegoroczne straty względem wspólnej waluty. Rozpoczęcie zacieśnienia w Europie może sprzyjać powrotowi EURUSD do okolic 1,10, a EURPLN do 4,50, ale zacieśnienie ilościowe w USA bardzo ogranicza naszym zdaniem potencjał do rozpoczęcia długoterminowego trendu wzrostowego.

## Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	0.61%	-1.83%	-5.01%	-2.63%	-2.59%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.23%	-1.75%	-3.71%	-0.53%	-2.46%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.61%	-1.60%	-4.42%	-2.17%	-1.87%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	0.26%	-7.90%	-17.06%	-11.56%	-9.59%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-3.60%	-2.91%	4.88%	5.65%	-3.76%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-3.19%	-7.77%	-8.63%	-2.40%	-10.22%
papierów dłużnych globalnych High Yield	-0.01%	-4.72%	-8.46%	-1.80%	-8.68%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0.24%	-2.54%	-5.39%	-0.84%	-5.44%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	-0.18%	-5.19%	-9.76%	-4.54%	-8.20%
papierów dłużnych zagranicznych rynków wschodzących	0.15%	-6.88%	-19.93%	-15.24%	-15.45%
akcji polskich uniwersalne	-0.94%	-4.78%	-13.13%	5.22%	-14.23%
akcji polskich małych i średnich spółek	-1.45%	-4.15%	-14.48%	29.13%	-15.62%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	-1.73%	-6.66%	-10.63%	18.12%	-16.03%
akcji amerykańskich	-2.81%	-7.79%	-10.13%	33.14%	-15.04%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	-0.17%	-1.92%	-4.95%	18.09%	-10.00%
akcji europejskich rynków wschodzących	-3.65%	-7.32%	-21.53%	-10.48%	-25.72%
akcji globalnych rynków wschodzących	-0.72%	-6.21%	-18.04%	4.01%	-11.94%
akcji azjatyckich bez Japonii	-0.76%	-10.88%	-22.76%	6.37%	-15.61%
akcji tureckich	-7.94%	10.51%	7.53%	4.02%	13.23%
ryнку surowców - metale szlachetne	-6.04%	-4.45%	-11.96%	33.78%	1.66%
ryнку surowców pozostałe	2.49%	11.46%	29.11%	68.62%	25.25%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	-1.03%	-3.81%	-9.03%	1.36%	-7.09%
mieszane polskie	-0.03%	-4.76%	-11.77%	-3.74%	-8.09%
mieszane zagraniczne	-0.68%	-3.20%	-5.83%	8.16%	-7.40%

## Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony [www.analiza.pl](http://www.analiza.pl) (stan na dzień 31.05.2022 r.)

## Istotne informacje

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (02-595) przy ul. Puławskiej 107, wpisany do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 000061809 („DI Xelion”). DI Xelion prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Nadzoru Finansowego i podlega nadzorowi tego organu. Wymagane przepisami prawa informacje o DI Xelion oraz świadczonych usługach, w tym o pełnej ofercie DI Xelion i pozostałych funduszach, ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej [www.xelion.pl](http://www.xelion.pl) lub przed rozpoczęciem świadczenia usługi.

Niniejsze opracowanie:

- zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym;
- jest udostępniane w jednakowym brzmieniu wszystkim Klientom za pośrednictwem strony [www.xelion.pl](http://www.xelion.pl) oraz za pośrednictwem systemu Platforma;
- nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego;
- nie zostało sporządzone na podstawie zlecenia ze strony Klienta ani w wykonaniu usług świadczonych na rzecz Klienta na podstawie umowy z DI Xelion;
- nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego ani nie stanowi rekomendacji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w ramach tej usługi;
- nie stanowi również informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną, ani rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Materiał zawiera treści sporządzone niezależnie od dokonanej przez DI Xelion oceny indywidualnej sytuacji Klienta (m.in. poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych, doświadczenia inwestycyjnego) oraz nie uwzględnia sytuacji finansowej, potrzeb, cech i celów inwestycyjnych Klienta.

Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani DI Xelion nie gwarantują jednak poprawności, kompletności i dokładności tych informacji.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem i oznacza, że inwestor może utracić część lub całość zainwestowanych środków. Stopień ryzyka zależy od rodzaju i klasy aktywów będących przedmiotem inwestycji. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej inwestor powinien, oprócz prognozy potencjalnego zysku, określić także czynniki ryzyka, jakie mogą wiązać się z daną inwestycją. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią wobec kogokolwiek zapewnień ani zobowiązań natury prawnej ze strony DI Xelion, nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez DI Xelion lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.

Właścicielem i wydawcą materiału jest DI Xelion. Wszelkie prawa są zastrzeżone. Zabronione jest wykorzystywanie materiału w działalności gospodarczej innej niż działalność DI Xelion. Udostępnienie niniejszego materiału nie jest równoznaczne z przeniesieniem przez DI Xelion majątkowych praw autorskich do niniejszego materiału oraz nie stanowi udzielenia licencji do jego wykorzystywania. Zabroniona jest dekompozycja, dekompilacja, dezintegracja czy też zmiana struktury materiału.