

Barometr Inwestycyjny Xelion



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Listopad okazał się drugim z rzędu miesiącem, podczas którego inwestorzy mogli odnaleźć trochę spokoju po bardzo słabych pierwszych trzech kwartałach roku. Bez wątplenia, najważniejszym wydarzeniem, które całkowicie zdeterminowało jego obraz, podobnie jak miało to miejsce w lipcu, okazał się odczyt inflacji w USA. Publikacja CPI za październik pokazała nieoczekiwany spadek z 8,2% r/r do 7,7% r/r (spodziewano się odczytu o 0,3pp wyższego), podobnie jak w wakacje powodując potężną reakcję na notowaniach akcji i obligacji. **Istotną różnicą jest jednak fakt, że tym razem bardzo silnie osłabiał się także dolar, dla którego listopad był najgorszym miesiącem od 12 lat.** Wydaje się, że w krótkim terminie większość potencjału do dalszej deprecjacji zaczyna się wyczerpywać. Wynika to m.in. z faktu, że sygnały przełomu inflacyjnego widać wreszcie także w Europie, ceny surowców energetycznych (gaz ziemny, węgiel) na kontynencie pozostają dość stabilne (przynajmniej w relacji do poprzednich miesięcy). Już w tej chwili pojawia się presja na EBC, by w obliczu większych niż za oceanem szans na poważną recesję złagodzić ścieżkę podwyżek stóp procentowych. **Aktualnie oczekujemy zakończenie roku na EURUSD w okolicy 1,05. Przy czym zakładamy, że dopiero przyszły rok przyniesie kontynuację ruchu w stronę 1,10-1,15.**

Słaby dolar jest ogromnym wsparciem dla wielu klas aktywów, począwszy od polskich akcji, poprzez obligacje rynków wschodzących, a skończywszy na kruszczach. Jest to o tyle ważne, że wydarzenia ostatniego miesiąca mogą być w pewnej mierze traktowane jako instrukcja dotycząca tego, jakie fundusze mają szanse wyróżnić się także w przyszłym roku, nawet gdyby grudzień i jakaś część 1Q2023 przyniosły korektę ostatnich wzrostów i pogorszenie nastrojów. **Absolutnie nie lekceważymy ryzyka ruchu spadkowego w krótkim terminie, choć szanse na naruszenie dołków na notowaniach zarówno akcji, jak i obligacji bardzo zmalały.**

W scenariuszu bazowym, którym pozostaje naszym zdaniem płytka recesja w USA, dalsze luzowanie otoczenia regulacyjnego w Chinach, osłabienie dolara i silny spadek inflacji na świecie, jest prawdopodobne, że **bardzo duży odsetek aktywów zakończy 2023 r. na wyraźnych plusach.** Szczegółowe prognozy, na które warto w naszej opinii stawiać w horyzoncie 12 miesięcy przedstawimy za miesiąc, obecnie chcielibyśmy zarysować jednak kilka sugestii na temat postępowania z wolnymi środkami w najbliższym czasie.

Mimo że cały czas pozostajemy pozytywnie nastawieni do polskiego długu skarbowego długoterminowego, na fali jego niezwykle silnego umocnienia w ostatnim czasie, **redukujemy jego ocenę o jeden stopień.** Spadek rentowności obligacji 10-letnich do poziomu 6,35% oznacza realizację naszych krótkoterminowych celów, a chwilowo bilans ryzyk wydaje nam się neutralny. Jak najbardziej możliwa jest praktycznie nieprzerwana kontynuacja wzrostu cen, gdyby inflacja CPI w USA w połowie miesiąca okazała się ponownie niższa od oczekiwań, wywołując dalsze odbicie obligacji na całym świecie. Z perspektywy lokalnej jednak należy pamiętać o ryzykach związanych z 1Q2023. **Po pierwsze, w odróżnieniu od większości krajów, w Polsce prawdopodobnie będziemy notować w tym czasie nowe rekordy inflacji, po drugie potrzeby pożyczkowe państwa będą znacznie zwiększone.** Dlatego żadnym zaskoczeniem nie będzie dla nas powrót rentowności 10-latek do okolic 7,5%, dopiero poziomy powyżej niego wydają nam się w tym momencie bardzo atrakcyjne. **Będziemy to oceniać także poprzez pryzmat notowań długu rynków wschodzących, również silnie ostatnio rosnącego i mającego potencjalnie wyższą dochodowość.**

Oczekujemy, że w okresie między grudniem a marcem pojawią się okazje, by akcje kupować taniej niż obecnie, rynek wydaje się dojrzywać do pierwszej korekty ruchu, który ma w naszej opinii spore szanse, by okazać się początkiem hossy. Akumulacja akcji powinna tym samym być stopniowa, szczególnie, że nawet najbezpieczniejsze fundusze dłużne oferują obecnie potencjał do wysokich nominalnych stóp zwrotu. W tym horyzoncie będzie naszym zdaniem można także dokonywać stopniowej redukcji zaangażowania w funduszach akcji value (obecnie właściwie całą ekspozycję w portfelach usługi doradztwa utrzymujemy na nich) na korzyść spółek wzrostowych. **Proces ten warto rozpocząć od akcji z segmentu oil&gas, które w bardzo ograniczonym stopniu zareagowały na przecenę ropy i zwyczajnie nie wydają się już okazji wyceniane.** Chwilowo lepszym pomysłem wydaje nam się bezpośrednia inwestycja w surowiec. Wierzymy, że cena ropy przez większość 2023 r. pozostanie w przedziale 80-100\$/brk, co wiąże się z agresywnym stanowiskiem OPEC, możliwym spadkiem wydobywania w Rosji i zakończeniem polityki „zero COVID” w Chinach.

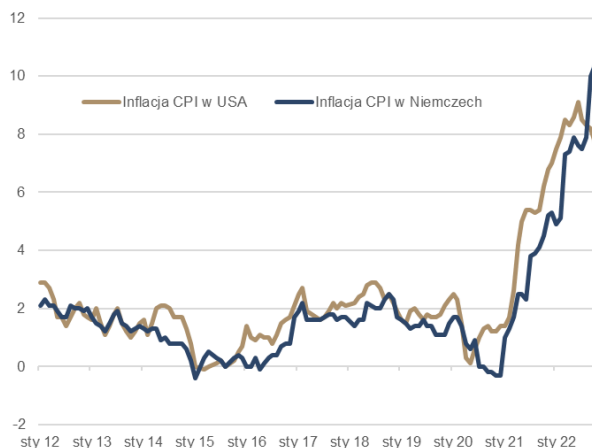
Po bardzo trudnym dla inwestorów okresie kilkumiesięcznych spadków, wraz z przełomem na rynku długu i walut przebudziły się ceny kruszców, mające za sobą rewelacyjny miesiąc i dwucyfrowe wzrosty. Wydaje nam się bardzo prawdopodobne, że w tym bardzo złym roku złoto wymaże do końca grudnia resztę przeceny, a tym samym wypełni swój podstawowy mandat. Informacje o dużych zakupach banków centralnych w 3Q2022, perspektywa odrodzenia popytu z Chin, wreszcie (przede wszystkim) możliwość dalszej przeceny dolara i stopniowy wzrost oczekiwań na złagodzenie polityki monetarnej w USA - to wszystko czynniki, które będą naszym zdaniem pozytywnie wpływały na dalsze notowania metali szlachetnych.

Złoto na tle walut



Źródło: Bloomberg (02.12.2022 r.)

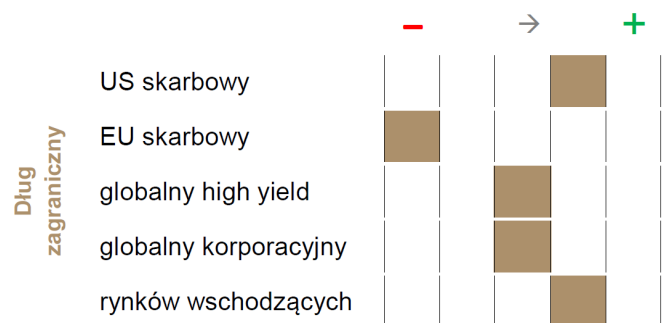
Inflacja zaczyna zawracać



Pogląd na segmenty rynkowe



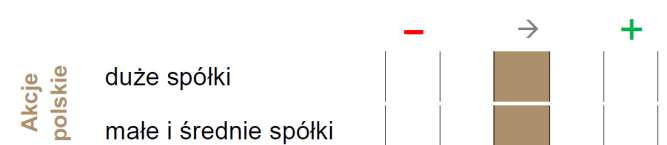
Ostatnie tygodnie na polskim rynku długu przyniosły dynamiczny spadek rentowności. Pomogły w tym rynki bazowe, na których również obserwowaliśmy podobne tendencje, a także pozytywne zaskoczenia inflacyjne. **W przypadku Polski, wstępny odczyt CPI za listopad (17,4% r/r) pokazał pierwszy spadek inflacji od ponad roku** (pomijając luty 2022 r., w którym wprowadzono tarczę antyinflacyjną). **Należy też wspomnieć o większych staraniach rządu mających na celu przywrócenie zaufania do polityki fiskalnej.** O ile nasz długoterminowy pogląd na polski rynek długu skarbowego pozostaje pozytywny, o tyle **w krótkim terminie sygnalizujemy ryzyko materializacji scenariusza powrotu rentowności w przypadku 10-latek do okolic 7,5%.** Okienko czasowe na realizację takiego scenariusza zamknie się w 1Q2022, po wyznaczeniu szczytu inflacyjnego w Polsce w przedziale 20-22% r/r. Po pierwszych miesiącach 2023 r. wraz z uruchomieniem się silnych czynników dezinflacyjnych, trend wzrostowy na polskim rynku długu ustabilizuje się i nabierze rozpędu.



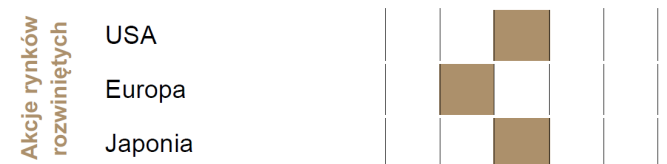
Znacznie niższy od oczekiwań odczyt amerykańskiej inflacji CPI za październik tchnął w rynki wiarę, że zakończenie cyklu podwyżek w USA jest już nieodległą perspektywą. **Wiele wskazuje na to, że grudniowa podwyżka o 50pb zakończy fazę dynamicznego zacieśniania polityki monetarnej,** a ewentualne dwie podwyżki po 25pb w 1Q2023 będą miały charakter dostrajający. Sytuacja inflacyjna w USA jest pod większą kontrolą niż w Europie, dlatego też w kontekście długu zagranicznego preferujemy obligacje amerykańskie.

Pierwszy od dawna spadek inflacji w strefie euro szybko przeistoczył się w tezę, że szczyt został już osiągnięty. Być może w przypadku inflacji CPI okaże się to prawdą, jednak inflacja bazowa, na podstawie której EBC powinien opierać swoje decyzje tak łatwo nie odpuści. **Uważamy, że zacieśnienie polityki monetarnej w strefie euro może trwać dłużej niż w USA,** co już widoczne jest w kontekście osłabiającego się dolara.

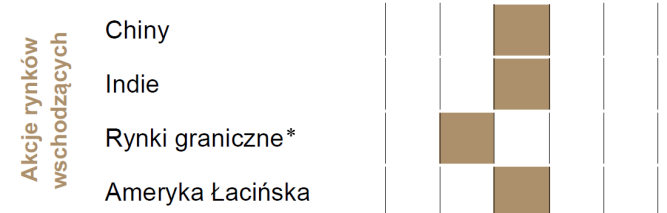
Listopad pokazał, że dla obligacji EM kluczowym czynnikiem jest słabszy dolar. **Jeżeli zakładamy dalszą deprecjację USD i zatrzymanie cyklu podwyżek przez Fed, zakładamy również odrodzenie obligacji rynków wschodzących.**



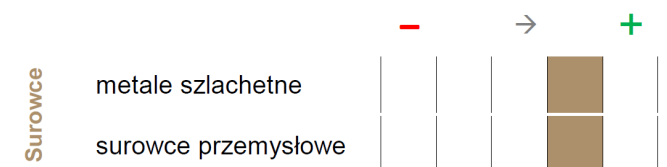
Listopad to kolejny rewelacyjny miesiąc dla Warszawy, **WIG wzrósł nawet silniej niż w październiku, deklasując większość świata.** Widzimy w tym zapowiedź świetnego przyszłego roku, przypominając jednak o możliwości korekty po tak silnych wzrostach. **Stopniowo zbliżamy się też do „zamiany miejsc” blue chipów i MiSioW, które stają się silniejsze po pierwszych okresach hossy.**



Wciąż pozostajemy ostrożni względem rynku europejskiego, który ostatnio był beneficjentem łagodzenia kryzysu energetycznego. Ten efekt wydaje się w dużej mierze wyczerpany, ceny gazu zaczęły odbijać, a sezonowość jest niekorzystna. Dodatkowo, silniejsze euro raczej nie sprzyja wzrostom głównych europejskich indeksów, a w odróżnieniu od USA recesja na kontynencie jest niemal pewna (tam może się okazać zaledwie spowolnieniem). **W grudniu redukujemy nasze ogólne nastawienie do akcji do neutralnego - październikowe i listopadowe wzrosty wyczerpały potencjał do odbicia, który przewidywaliśmy na ten kwartał.**

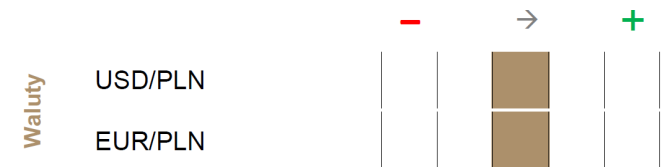


„Wreszcie” - chciałoby się powiedzieć, patrząc na listopadowe zachowanie akcji chińskich i azjatyckich. **Seria pozytywnych przełomów w polityce gospodarczej Państwa Środka oraz sugestia odejścia od polityki „zero COVID” zrównoważyły z nawiązką efekty trwających lockdownów.** Dla nas, w połączeniu ze słabszym dolarem, oznaczają, że czas, gdy należało niedoważać rynki wschodzące zbliża się potencjalnie do końca. Fundusze akcji azjatyckich wydają się mieć potencjał do dużych wzrostów w przyszłym roku, po wyborach połówkowych mamy nadzieję na dalszą deeskalację konfliktu Chin z USA i dalsze działania zmierzające do adresowania problemów gospodarczych największej azjatyckiej gospodarki. Słaby miesiąc ma za sobą Ameryka Łacińska, ale na razie traktujemy to jako korektę po wzrostach. Bacznie przyglądamy się jednak dalszym działaniom nowego prezydenta Brazylii.



Długo wyczekiwane gołębie akcenty płynące zza oceanu sprawiły, że cena złota zbliżyła się do poziomu 1800 USD/oz. **Możliwość dalszej przeceny dolara i stopniowy wzrost oczekiwań na obniżki stóp procentowych w USA w 2024 r. - to główne czynniki, które będą naszym zdaniem pozytywnie wpływały na dalsze notowania metali szlachetnych.**

Zakładamy, że stopniowe odejście od polityki „zero covid” w Chinach będzie wsparciem dla wielu surowców przemysłowych, w tym dla ropy naftowej. Wprowadzenie limitu na rosyjską ropę przez państwa G7 nie powinno mieć krótkoterminowo większych implikacji ze względu na to, że limit ustalono niewiele poniżej przedziału, w którym ropa typu Urals była ostatnio notowana.



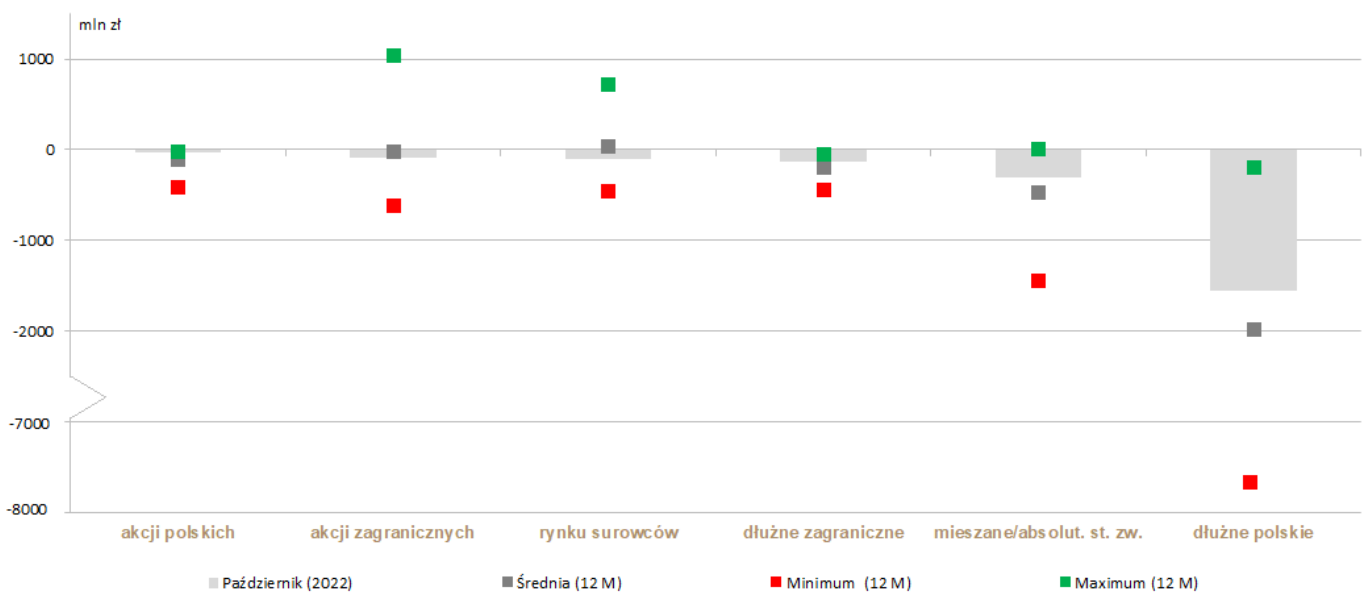
Amerykańska inflacja przyniosła duże pozytywne zaskoczenie, w połączeniu z łagodniejszą retoryką Fed owocując pięcioprocentową przeceną dolara na tle reszty walut. Trend dalszej deprecjacji USD będzie zapewne kontynuowany w przyszłym roku, ale chwilowo wydaje nam się, że wraz z potencjalnym pogorszeniem nastrojów na rynku akcji może pojawić się ruch korekcyjny. Bilans ryzyk dla USDPLN i EURPLN jest neutralny.

*Rynki graniczne z reguły są mniejsze, mniej rozwinięte i trudniej dostępne niż rynki wschodzące, ale niejednokrotnie charakteryzują się wysokim potencjałem długoterminowym. Do krajów granicznych można zaliczyć m.in.: Bahrajn, Kazachstan, Nigerię, Pakistan, Wietnam.

Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	2.18%	0.34%	-1.17%	-1.30%	-0.91%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	1.91%	0.66%	-1.52%	-0.52%	-1.43%
papierów dłużnych polskich skarbowych	2.31%	-0.06%	-1.40%	-2.43%	-1.06%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	6.76%	0.68%	-8.68%	-11.22%	-6.62%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-2.44%	-5.86%	-3.29%	3.11%	-2.41%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	2.31%	-2.61%	-14.14%	-6.75%	-12.43%
papierów dłużnych globalnych High Yield	2.08%	0.66%	-8.36%	-5.65%	-9.96%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	1.80%	-0.98%	-5.88%	-3.96%	-6.55%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	3.46%	-0.48%	-8.12%	-8.20%	-8.34%
papierów dłużnych rynków wschodzących	6.53%	1.67%	-12.15%	-15.64%	-12.84%
akcji polskich uniwersalne	10.40%	8.05%	-15.81%	1.81%	-17.10%
akcji polskich małych i średnich spółek	8.51%	5.39%	-16.97%	25.98%	-16.95%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	4.52%	0.53%	-15.79%	6.16%	-17.56%
akcji amerykańskich	1.32%	-1.78%	-14.31%	16.75%	-16.01%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	6.04%	3.98%	-7.90%	6.28%	-10.01%
akcji europejskich rynków wschodzących	11.46%	13.17%	-3.89%	11.49%	-5.43%
akcji globalnych rynków wschodzących	11.81%	-2.06%	-16.24%	-7.08%	-17.20%
akcji azjatyckich bez Japonii	12.32%	-5.96%	-22.63%	-1.18%	-21.18%
akcji tureckich	18.94%	35.75%	97.38%	33.41%	93.32%
ryнку surowców - metale szlachetne	9.24%	7.55%	-10.47%	1.57%	-10.70%
ryнку surowców pozostałe	6.29%	3.16%	21.10%	50.10%	16.40%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	3.48%	1.52%	-7.28%	-0.13%	-7.67%
mieszane polskie	6.14%	2.96%	-8.63%	-2.91%	-8.46%
mieszane zagraniczne	4.02%	0.42%	-7.66%	2.86%	-8.29%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analizy.pl (stan na dzień 30.11.2022 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 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 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.