

Barometr Inwestycyjny Xelion



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

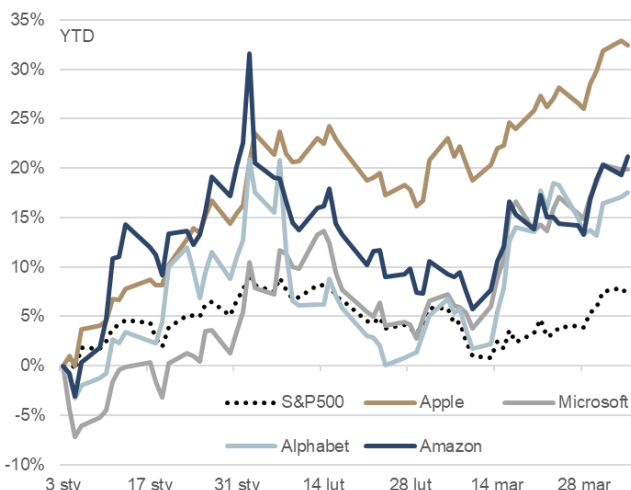
Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Marzec okazał się na rynkach kapitałowych miesiącem bardzo obfitującym w emocje. W poprzednim Barometrze pisaliśmy, że spodziewamy się, iż okaże się on lepszy niż luty i tak faktycznie się stało, ale w połowie miesiąca inwestorzy mieli poważne powody do strachu. Podana do wiadomości publicznej ósmego marca informacja, że Silicon Valley Bank będzie starał się zorganizować emisję akcji w celu uzupełnienia strat poniesionych na sprzedaży obligacji, **dwa dni później przerodziła się już w panikę, która doprowadziła do jego zamknięcia, w weekend przynosząc kolejną ofiarę (Signature Bank)**. Kondycja całego sektora amerykańskich banków regionalnych stanęła pod znakiem zapytania, pomimo ochrony całości depozytów zgromadzonych w obu instytucjach (efekt powołania się na ryzyko systemowe przez Fed) **amerykańscy obywatele rozpoczęli masowe przenoszenie oszczędności do największych banków oraz funduszy rynku pieniężnego. Rezerwa Federalna i Departament Skarbu udostępniły sektorowi płynność (w ciągu tygodnia banki pożyczły od Fed ponad 150 mld USD), ale odmówiły bezwarunkowych gwarancji depozytów.** Problem rozlał się na rynki globalne, w **Europie doprowadził do przymusowego przejścia mającego od dawna problemy Credit Suisse przez UBS.** We wszystkich komentarzach i materiałach w tamtym czasie pisaliśmy, i podtrzymujemy tę opinię, że sytuacja banków europejskich jest zupełnie inna niż amerykańskich. Są one doskonale dokapitalizowane, w 2022 r. dzięki wyższym stopom osiągnęły najwyższe zyski od 15 lat, a w 2023 r. będą one jeszcze o kilkadziesiąt procent wyższe. Sektor odczuje marcowe perturbacje, będą one miały wpływ na wyniki przede wszystkim za sprawą wyższego kosztu finansowania, ale **poza Credit Suisse nie widzimy innych ważnych systemowo banków, które byłyby zagrożone - dotyczy to także Deutsche Banku, który w ostatnich latach przeszedł udaną restrukturyzację.** Z kolei w USA ryzyko eskalacji i efektu domina bardzo spadło, natomiast nie wykluczamy, że echa całej sytuacji będą powracały w kolejnych miesiącach, a jeszcze jakieś mniejsze instytucje mogą zostać zamknięte. Rezerwa Federalna i Departament Skarbu ewidentnie nie chcą stracić z oczu głównego celu, czyli walki z inflacją i nie zaoferują bezwarunkowego wsparcia dla sektora o ile nie będzie to konieczne, obawiając się zmniejszenia antyinflacyjnego efektu podwyżek stóp i redukcji bilansu. **Nie oznacza to, że kolejne przejścia czy zamknięcia banków nie nastąpią w sposób wysoce kontrolowany i mający w naszej opinii nikły wpływ na rynek poza chwilowym wzrostem zmienności.**

To, że marzec zamknął się na większości globalnych giełd na plusie, to m.in. efekt tego, że „kryzys bankowy” przełamał obawy o wydłużenie cyklu podwyżek stóp na lato, a w konsekwencji zwiększenie ryzyka głębszej i silniejszej recesji w końcu roku lub w 2024 r. **Obecnie rynek wycenia, że na około 60% marcowa podwyżka była ostatnią, my zakładamy, że miejsce będzie miała jeszcze jedna, o 25 pb w maju.** Bardzo silne dostosowanie na rynku długu, które miało miejsce w marcu może być wykorzystane jako miejsce do częściowej realizacji zysków z obligacji, choć jego długoterminowe perspektywy wciąż rysują się bardzo dobrze. Zakładamy jednak, że pomimo wszystkich ryzyk, które wymieniane są jak mantra od początku 4Q2022 (gdym zmieniliśmy nastawienie do akcji na pozytywne), **obecny kwartał będzie trzecim z rzędu, który zamknie się wzrostami głównych indeksów przed spodziewanym przez nas pogorszeniem nastrojów w drugiej połowie roku.** Beneficjentem końca cyklu, któremu towarzyszą zazwyczaj wzrosty cen akcji, będą w naszej opinii wciąż spółki technologiczne, ale także rynki wschodzące, do których w minionym kwartale podchodziliśmy ostrożnie. Widzimy w nich „czarnego konia” najbliższych miesięcy, także z powodu naszych oczekiwań na ożywienie w Chinach i potencjalne odbicie cen surowców. Do końca kwartału zrealizowała się także większość ryzyk, które widzieliśmy dla dużych spółek na rynku polskim. Wierzymy, że WIG20 będzie „równał w górę” do mWIG40 i sWIG80, zwracając jednocześnie uwagę, że nienajlepsze zachowanie szerokiego rynku (WIG) w 1Q2023 w ograniczony sposób przełożyło się na wyniki krajowych funduszy akcji, które uważamy za co najmniej zadowalające.

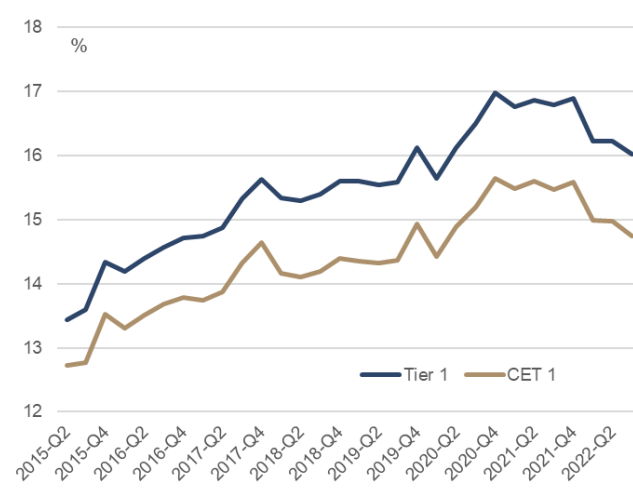
W 1Q2023 spośród naszych prognoz na cały rok nie realizowała się ta o dziesięcioprocentowym wzroście cen surowców w ujęciu koszykowym w całym roku. W 2Q2023 zostanie ona poddana prawdziwemu testowi, tzn. wzrostowi popytu w Azji. Podjęte niespodziewanie 02.04. decyzje o cięciu podaży ropy przez OPEC+ (tzn. poza oficjalnym kalendarzem posiedzeń, o ryzyku takiego ruchu wspominaliśmy wielokrotnie w ostatnim czasie) **mogą przełożyć się w naszej opinii na powstanie deficytu surowca jeszcze przed końcem kwartału i wzrost ceny baryłki WTI powyżej 90 USD.** Potencjał do wzrostów widzimy na metalach przemysłowych, choć chińskie władze ewidentnie się ich obawiają i będą próbowały je ograniczać (zapewne bez powodzenia, jeśli wzrost w Państwie Środka ma w tym roku ma przekroczyć 5%). W dalszej części roku spodziewamy się wzmocnienia presji na cenach żywności (globalnie wyglądają one inaczej niż w Polsce) i odbicia cen gazu. Nasze prognozy dotyczące wzrostu złota w tym roku powyżej 2000 \$/ou. są oczywiście obecnie bardzo konserwatywne, już w kwietniu kruszec może wyznaczyć nowe szczyty, o ile kurs EURUSD przebije barierę 1,10. Zaznaczamy, że taki proinflacyjny scenariusz oznaczałby w czasach problemy dla rynku akcji, ale zakładamy, że będzie to miało miejsce raczej w 3Q/4Q2023 niż teraz. **Szybciej może reagować natomiast rynek obligacji, na którym widzimy możliwość tymczasowych lekkich turbulencji przed ponownym przyspieszeniem wzrostów.**

Spółki technologiczne zdominowały I kwartał pod względem stóp zwrotu

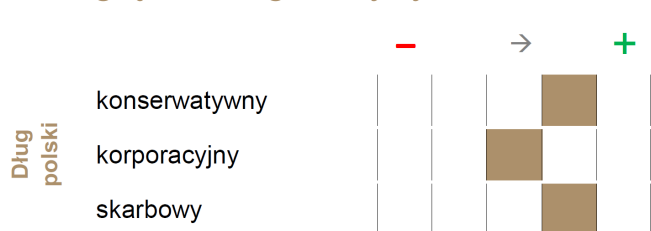


Źródło: Bloomberg, ECB (05.04.2023 r.)

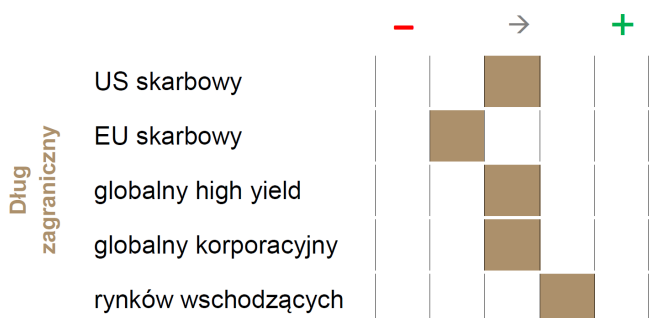
Współczynniki kapitałowe w europejskim sektorze bankowym znajdują się na bezpiecznym poziomie



Pogląd na segmenty rynkowe



Lutowo-marcowy epizod wzrostu rentowności na rynkach bazowych, który był pochodną narastających chwilowo oczekiwań względem wydłużenia cyklu podwyżek, stał się przy okazji ważnym testem dla polskiego długu. **Należy zauważyć, że relatywnie stabilne zachowanie polskich skarbówek jest dowodem na to, że rynek silnie zakotwiczył swoje oczekiwania w kontekście zakończenia cyklu podwyżek.** Wstępny odczyt inflacyjny za marzec (16,2% r/r), który okazał się wyższy od prognoz każe jednak zachować pewną powściągliwość w przypadku stawiania zakładów na pierwsze obniżki stóp jeszcze w tym roku. Impet inflacji bazowej pozostaje na ten moment dość silny i nie tworzy dogodnych warunków do łagodzenia polityki pieniężnej w przeciągu 6-9 najbliższych miesięcy. **Utrzymujemy pozytywne nastawienie do polskiego długu skarbowego, jednocześnie zaznaczamy, że krótkoterminowo potencjał do dalszego spadku rentowności jest ograniczony.**

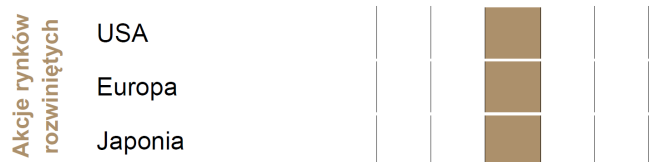


Zmiana nastawienia do amerykańskiego długu skarbowego na pozytywne w marcu okazała się strzałem w dziesiątkę. Bardzo duża dynamika zdarzeń będąca pochodną „kryzysu bankowego” sprawia, że potencjał do wzrostu cen, który powinien zostać wówczas wypracowany według naszych szacunków w przeciągu 2-3 miesięcy, osiągnięto zaledwie w dwa tygodnie. **Przy obecnym poziomie rentowności jesteśmy zmuszeni ponownie powrócić w przypadku długu amerykańskiego do nastawienia neutralnego.** Podtrzymujemy nasze oczekiwania dotyczące zakończenia cyklu podwyżek przez Fed na posiedzeniu majowym. **Należy jednak zaznaczyć, że ten scenariusz jest już z nawiązką uwzględniony w wycenach.**

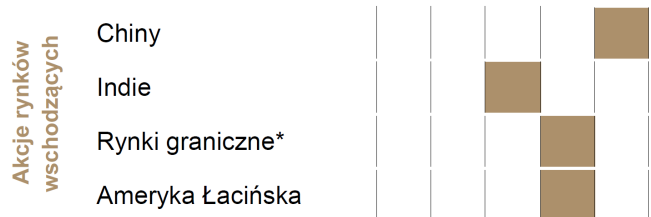
W kategorii długu zagranicznego preferujemy obligacje rynków wschodzących, które według nas czeka udany kwartał, co jest również zbieżne z naszym pozytywnym nastawieniem do akcyjnego komponentu emerging markets. **Na drugim miejscu stawiamy obligacje high yield,** które okazały się wyjątkowo odporne na niesprzyjające otoczenie zewnętrzne, a wstępujące na tym rynku spready kredytowe dają przestrzeń do wzrostu cen.



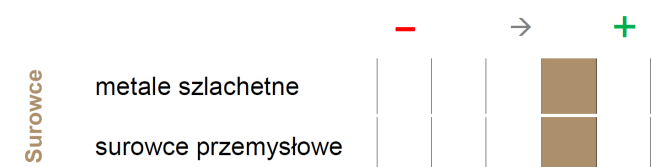
W kwietniu decydujemy się na przywrócenie pozytywnego nastawienia do polskich dużych spółek, które w marcu zachowywały się bardzo słabo na tle świata. **2Q2023 rysuje się naszym zdaniem dobrze dla polskiego rynku,** a sprzyjać mogą temu między innymi próby zaadresowania systemowo kwestii kredytów w CHF i wiążące się z nimi odbicie cen akcji banków. Wciąż preferujemy małe spółki, ale już nieznacznie.



W kwietniu decydujemy się na zmianę naszego nastawienia do rynku amerykańskiego na neutralne. **Wciąż podoba nam się sektor technologiczny, uważamy, że dedykowane mu fundusze mogą zachowywać się bardzo dobrze w otoczeniu końca cyklu podwyżek, ale na poziomie szerokiego rynku jego głównym beneficjentem mogą okazać się rynki wschodzące.** Wciąż sporym ryzykiem obciążone są inwestycje w Japonii, gdzie na przestrzeni kwartału mogą nastąpić próby przynajmniej niewielkiej normalizacji polityki pieniężnej.



Rewizja w górę naszego nastawienia do rynków wschodzących jest podstawą naszego planu inwestycyjnego na rozpoczynający się kwartał. **Jego powodzenie jest uzależnione od Chin, a fundusze akcji azjatyckich pozostają w centrum naszego zainteresowania.** Nastawienie do pozostałych głównych rynków podnosimy jednak o jeden stopień w górę, przedstawiony przez nas scenariusz dla surowców powinien wspierać Amerykę Łacińską i Rynki graniczne. Najniżej przez nas oceniane Indie faktycznie okazały się w 1Q2023 najgorszym rynkiem akcji poza Turcją. Nie widzimy na razie powodów, by zwiększać ich alokację w portfelach. Indie jako importer netto mają inną ekspozycję na ceny surowców i nie odnoszą zagregowanych korzyści gospodarczych z tytułu wzrostu ich cen.



Metale szlachetne stały się jednym z głównych beneficjentów marcowego zamieszania na rynkach i odzyskały swą dawną rolę składnika dywersyfikującego ryzyko portfela. **Ostatnie wydarzenia wzmacniają jedynie naszą tezę, którą promujemy już od wielu miesięcy, że docelowa cena złota powinna być istotnie wyższa niż 2000 USD/oz.**

Niespodziewana decyzja OPEC o redukcji wydobycia o kolejnych 1,1 mln brk/d potwierdza, że **kartel jest silnie zdeterminowany do utrzymywania cen na poziomie nie niższym niż 80 USD/brk w przypadku ropy Brent.** Tymczasem nabierające tempa w II i III kw. ożywienie chińskiej gospodarki powinno być wsparciem dla pozostałych surowców.



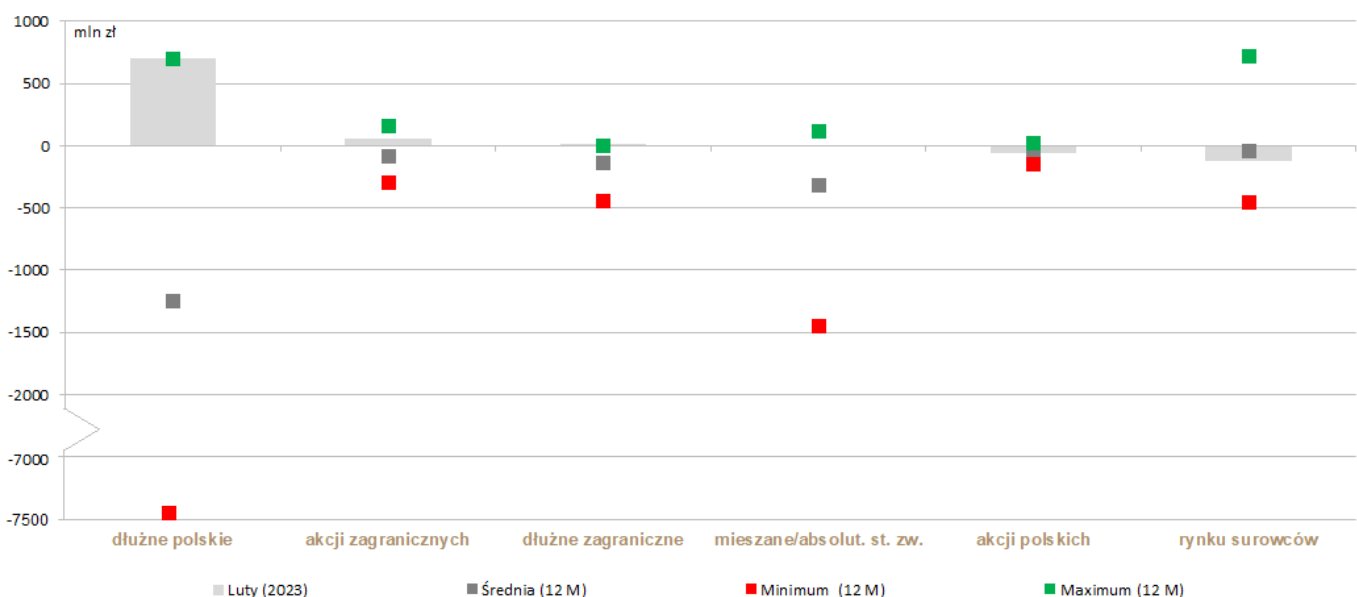
Spodziewamy się, że 2Q2023 przyniesie kontynuację wzrostów kursu EURUSD, a potencjalnie nawet realizację naszego celu na koniec roku (1,12 -1,13), czemu będzie sprzyjać koniec podwyżek stóp procentowych w USA. Takim otoczeniu niemal zawsze towarzyszyłby spadek kursu EURPLN, ale w jego przypadku podtrzymujemy neutralne nastawienie z uwagi na narastającą „gołębiość” polityki pieniężnej w Polsce na tle Europy. Potencjał do aprecjacji zrealizuje się naszym zdaniem głównie jako spadek USDPLN.

*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	1.05%	3.16%	5.90%	3.75%	3.16%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.92%	3.19%	4.71%	5.51%	3.19%
papierów dłużnych polskich skarbowych	1.11%	3.17%	5.77%	3.03%	3.17%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	2.35%	5.22%	4.97%	-6.77%	5.22%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-2.53%	-0.91%	-3.37%	0.13%	-0.91%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-0.64%	1.11%	-8.16%	-4.75%	1.11%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0.71%	2.90%	-2.16%	8.53%	2.90%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0.40%	2.48%	0.35%	7.05%	2.48%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	1.56%	2.74%	-1.37%	-2.18%	2.74%
papierów dłużnych rynków wschodzących	1.61%	2.99%	-0.90%	-2.36%	2.99%
akcji polskich uniwersalne	-0.65%	6.09%	-5.60%	43.82%	6.09%
akcji polskich małych i średnich spółek	2.46%	10.29%	0.06%	69.19%	10.29%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	1.44%	7.48%	-6.96%	33.50%	7.48%
akcji amerykańskich	1.46%	6.63%	-9.70%	47.30%	6.63%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	0.09%	7.64%	3.15%	40.58%	7.64%
akcji europejskich rynków wschodzących	-4.81%	1.82%	7.24%	51.14%	1.82%
akcji globalnych rynków wschodzących	1.59%	3.36%	-9.04%	16.43%	3.36%
akcji azjatyckich bez Japonii	0.33%	0.69%	-10.00%	13.69%	0.69%
akcji tureckich	-9.24%	-10.57%	65.54%	67.67%	-10.57%
rynku surowców - metale szlachetne	8.63%	2.81%	-15.61%	10.66%	2.81%
rynku surowców pozostałe	-0.03%	-2.50%	-7.13%	93.78%	-2.50%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	1.71%	3.72%	-0.39%	11.90%	3.72%
mieszane polskie	0.66%	4.63%	0.60%	13.30%	4.63%
mieszane zagraniczne	0.58%	3.86%	-2.25%	17.63%	3.86%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 31.03.2023 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.