

# Barometr Inwestycyjny Xelion



## AUTORZY:

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

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

## Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Inwestorzy rozpoczęli maj w otoczeniu dobrego sezonu wynikowego w USA oraz kończącego się cyklu podwyżek. Do tej pory swoje wyniki opublikowała już ponad połowa spółek należących do indeksu S&P500. Zagregowany spadek zysków dla tej grupy spółek wyniósł 3,7% r/r, co znacząco odbiega od prognoz stawianych na początku roku, które zakładały ujemną dynamikę zysków spółek wchodzących w skład indeksu S&P500 w okolicach 7% r/r. **Szczególnie dobrze zaprezentowały się raporty spółek kryjących się pod akronimem FAAMG, potwierdzając tym samym tezę, że najtrudniejszy okres dla sektora technologicznego jest już za nami.**

Tymczasem majowe posiedzenie Fed przyniosło oczekiwaną podwyżkę głównej stopy o 25 pb. Z komunikatu wykreślono fragment zakładający konieczność dalszego zacieśniania polityki monetarnej. Wprawdzie w trakcie konferencji J. Powell nie potwierdził wprost, że majowa podwyżka była ostatnia w tym cyklu, niemniej inne sugestie ze strony szefa Fed zdają się potwierdzać ten scenariusz. J. Powell wspominał w trakcie konferencji m.in. o skutkach problemów w sektorze banków regionalnych, które przyczyniły się do ograniczenia akcji kredytowej. **Zjawisko to stało się swego rodzaju „substytutem” zacieśniania polityki monetarnej, a zatem można zakładać, że obecny przedział stopy Fed na poziomie 5,00%-5,25% jest wystarczająco restrykcyjny.**

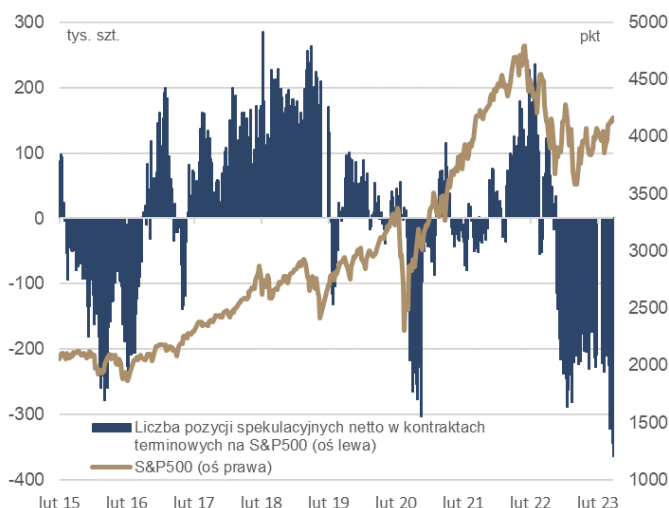
W przypadku rynku amerykańskiego inwestorom wciąż towarzyszą obawy dotyczące sektora bankowego. Wyniki za pierwszy kwartał potwierdziły, że zamieszanie w tym sektorze ominęło szerokim łukiem największe banki, co więcej, umocniło ich pozycję z uwagi na masowe przenoszenie depozytów z banków regionalnych. W ostatnich dniach kwietnia los SVB oraz Signature Bank podzielił First Republic Bank, który publikacją sprawozdania za I kwartał sprowokował powrót nerwowości i obaw o falę odpływu depozytów z banków regionalnych. Co ciekawe, do momentu opublikowania sprawozdania przez First Republic, spore grono banków regionalnych sygnalizowało wyraźne stabilizowanie się sytuacji depozytowej, a niektóre z nich raportowały nawet napływy nowych środków. Wiele jednak wskazuje na to, że First Republic Bank nie zamknął listy podmiotów, których czeka „awaryjne przejęcie”. Jest to dla rynku amerykańskiego krótkoterminowy czynnik ryzyka, który może w maju skutecznie przeszkodzić S&P500 w ataku na poziom 4 200 pkt. **Naszym scenariuszem bazowym jest jednak kontynuowanie zapoczątkowanego w IV kwartale 2022 r. odbicia na rynkach akcyjnych na fali udanego sezonu wynikowego oraz perspektywy zakończenia cyklu podwyżek bez wyraźnych sygnałów recesyjnych.** Zwracamy również uwagę na stosunkowo wysoką liczbę otwartych krótkich pozycji spekulacyjnych na indeks S&P500. Ich przewaga nad pozycjami długimi jest wyższa niż w okresie paniki covidowej. Z kotrariańskiego punktu widzenia, w ostatnich latach był to silny sygnał kupna.

Utrzymujemy naszą tezę postawioną miesiąc temu, że ten kwartał może należeć do rynków wschodzących. **Połączenie efektu deprecjacji dolara z perspektywą zakończenia cyklu podwyżek na rynkach bazowych stwarza dogodne warunki do uruchomienia stabilnego strumienia przepływów kapitałowych w kierunku emerging markets.** Mamy w tym przypadku na myśli zarówno rynek akcyjny, jak i rynek długu. Zakładamy ponadto, że najlepszy okres pod kątem ożywienia gospodarczego Chin jest dopiero przed nami. W I kwartale PKB Państwa Środka wzrosło o 4,5% r/r (znacznie powyżej oczekiwań), wyraźny wzrost obserwuje się również w obszarze sprzedaży detalicznej, która w marcu wzrosła aż o 10,6% r/r. Podczas gdy w drugim półroczu USA oraz inne kraje należące do koszyka rynków rozwiniętych będą najpewniej odczuwać negatywne skutki restrykcyjnej polityki monetarnej, w Chinach obserwować będziemy zaawansowaną fazę ożywienia, stymulowaną odroczone w okresie lockdownów popytem wewnętrznym.

Zakładamy, że okres relatywnej siły WIG na tle MSCI EM ma się ku końcowi. **Krajowy rynek akcji ma szansę kontynuować trend wzrostowy w sprzyjającym otoczeniu rynków bazowych, jednak czynniki lokalne stają się coraz mniej sprzyjające.** Bardzo dobre wyniki polskich spółek za IV kwartał 2022 r. wpisują się w przeszłość – w tym roku potencjał do utrzymywania rekordowo wysokich marż może być znacząco ograniczony ze względu na postępującą „recesję konsumencką”. O zjawisku tym świadczą nie tylko twarde dane (spadek sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym), lecz także cykliczne badania ankietowe, takie jak PMI czy „Szybki Monitoring NBP”.

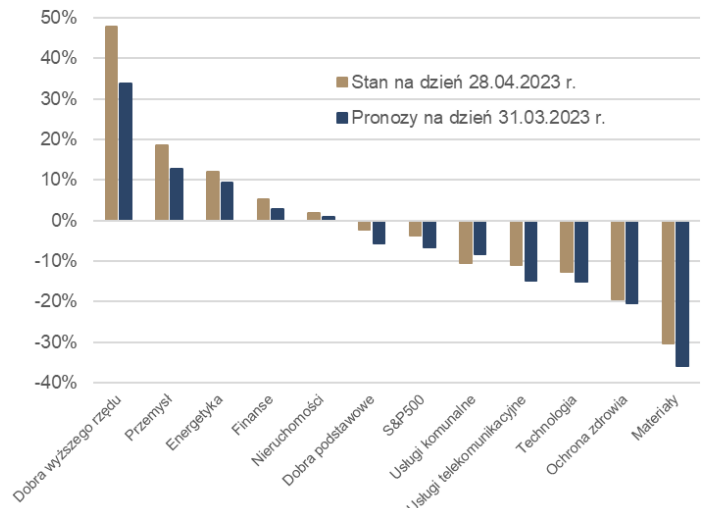
Słabnąca krajowa konsumpcja tworzy z kolei odpowiedni grunt pod rozpoczynającą się dyskusję na temat potencjalnych obniżek stóp procentowych w okresie jesiennym. Ostatnie wypowiedzi członków RPP (G. Masłowska, I. Dąbrowski, H. Wnorowski) oraz prezesa NBP potwierdzają, że gołębia frakcja będzie umacniać się wraz z postępowaniem procesu dezinflacji. **Należy zaznaczyć, że rynek terminowy stopy procentowej uwzględni w momencie pisania tego materiału scenariusz cięcia stopy do końca roku na poziomie 25-50 pb.** Jednak z uwagi na upór inflacji bazowej, póki co dystansujemy się od prognozowania obniżek stóp procentowych w Polsce w tym roku.

### Wyraźna przewaga krótkich pozycji spekulacyjnych na indeks S&P500



Źródło: Bloomberg (05.05.2023 r.)

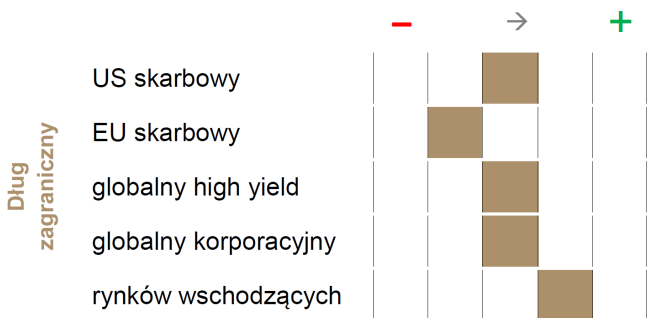
### Dynamika zysków w ujęciu rocznym w podziale na sektory



## Pogląd na segmenty rynkowe



Wstępny odczyt inflacji CPI w kwietniu (14,7% r/r) potwierdził, że trend dezinflacyjny w Polsce nabiera rozpędu. Budowany w ostatnim czasie konsensus wokół scenariusza realizacji pierwszych obniżek stóp procentowych już w okresie jesiennym jest naszym zdaniem obciążony dużym ryzykiem błędu. Uporczywość inflacji bazowej może sprawić, że pierwszy ruch w dół na stopach procentowych zostanie wykonany dopiero w 2024 r. Realizacja takiego scenariusza oznaczałaby najprawdopodobniej w kolejnych miesiącach powrót rentowności obligacji krótko- oraz długoterminowych powyżej 6%. **Dlatego też w horyzoncie najbliższych sześciu miesięcy korzystniejszą relację oczekiwanej stopy zwrotu do ryzyka dostrzegamy w kategorii długu krótkoterminowego.**



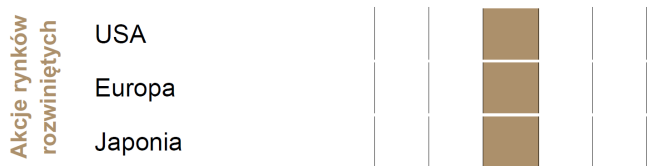
Wiele wskazuje na to, że przed nami pauza w cyklu podwyżek w USA, która w praktyce przerodzi się w jego koniec. Z komunikatu FOMC zniknęło sformułowanie wskazujące wprost na konieczność dalszego zacieśniania polityki monetarnej. Amerykański rynek długu uwzględniła w swych wycenach dość gołębi scenariusz zakładający rozpoczęcie cyklu obniżek już w III kwartale tego roku. Obawiamy się jednak, że oczekiwania rynkowe są w tym zakresie zbyt wygórowane. **Nie widzimy obecnie potencjału do dalszego spadku rentowności, co w praktyce przekłada się na nasze neutralne nastawienie względem tego segmentu rynku.**

W obliczu zakończenia cyklu podwyżek i realizacji scenariusza zakładającego „miękkie lądowanie” gospodarki USA, ciekawą alternatywą dla części portfela skoncentrowanej na długi zagranicznym mogą być w szczególności obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym.

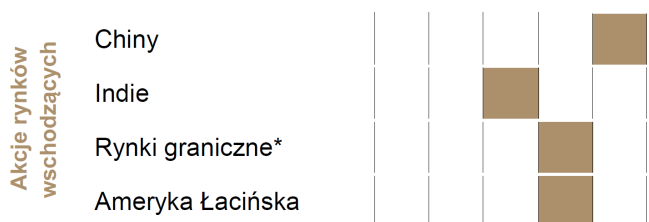
**Dla inwestorów tolerujących wyższe ryzyko najwięcej szans stwarza naszym zdaniem szeroko pojęty rynek obligacji emerging markets.**



Powrót do pozytywnego nastawienia w kwietniu w kontekście dużych spółek okazał się trafną decyzją. Relatywna siła WIG20 w połączeniu z wyjątkową aprecjacją złota sugeruje spory napływ kapitału zagranicznego. **Historia uczy jednak, że tego typu zjawiska mają z reguły charakter przejściowy**, dlatego też pod kątem średnio- i długoterminowym wyborem „numer jeden” pozostają małe i średnie spółki.



Przejęcie First Republic Bank przez JP Morgan nie zamknęło tematu problemów banków regionalnych. Panika eskalowana medialnie wokół niektórych z nich może wywoływać efekt „samospełniającej się przepowiedni” i wydłużać listę przejmowanych banków. **Jest to dla nas krótkoterminowy czynnik ryzyka, który może być w maju obciążeniem dla rynku amerykańskiego, choć zaznaczamy, że sytuacja w sektorze jest znacznie lepsza niż w marcu.** W kontekście Europy widzimy coraz mniej argumentów za utrzymywaniem się relatywnej siły na tle USA - sezon wynikowy powinien odzwierciedlać negatywne efekty umocnienia euro.

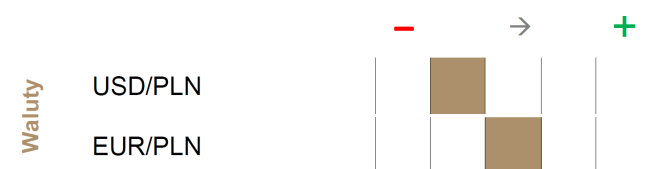


**Chiny pozostają naszym pierwszym wyborem w koszyku rynków wschodzących.** Dynamika ożywienia w Państwie Środka może nieco rozczarowywać, jednak paradoksalnie widzimy w tym pewne plusy. Zrównoważone tempo powrotu społeczeństwa chińskiego do konsumpcji sprzed czasów pandemii zmniejsza ryzyko negatywnego dla rynku scenariusza proinflacyjnego. **Najmniej preferowanym rynkiem pozostają dla nas Indie, których wysokie wyceny mogą stawać się coraz większą barierą** dla inwestorów dostrzegających w ramach koszyka emerging markets większy potencjał w Chinach lub w krajach Ameryki Łacińskiej.



Ostatnie zachowanie złota w obliczu końca cyklu podwyżek w USA potwierdziło promowaną przez nas od wielu miesięcy tezę, że **wartość godziwa kruszcu znajduje się wyraźnie powyżej 2000 USD/oz.** Zakładamy, że zaległości w kolejnych miesiącach będą również nadrabiały spółki wydobywające złoto, które w II i III kwartale znacznie poprawią swoją rentowność.

**Tymczasem przecena na rynku ropy uzasadniana głównie „obawami recesyjnymi” nosi naszym zdaniem znamiona silnego przereagowania.** Wciąż dostrzegamy duże szanse na rynku metali przemysłowych. W dalszej części roku spodziewamy się również wzmożonej presji na cenach żywności (globalnie wyglądają one inaczej niż w Polsce) i odbicia cen gazu.



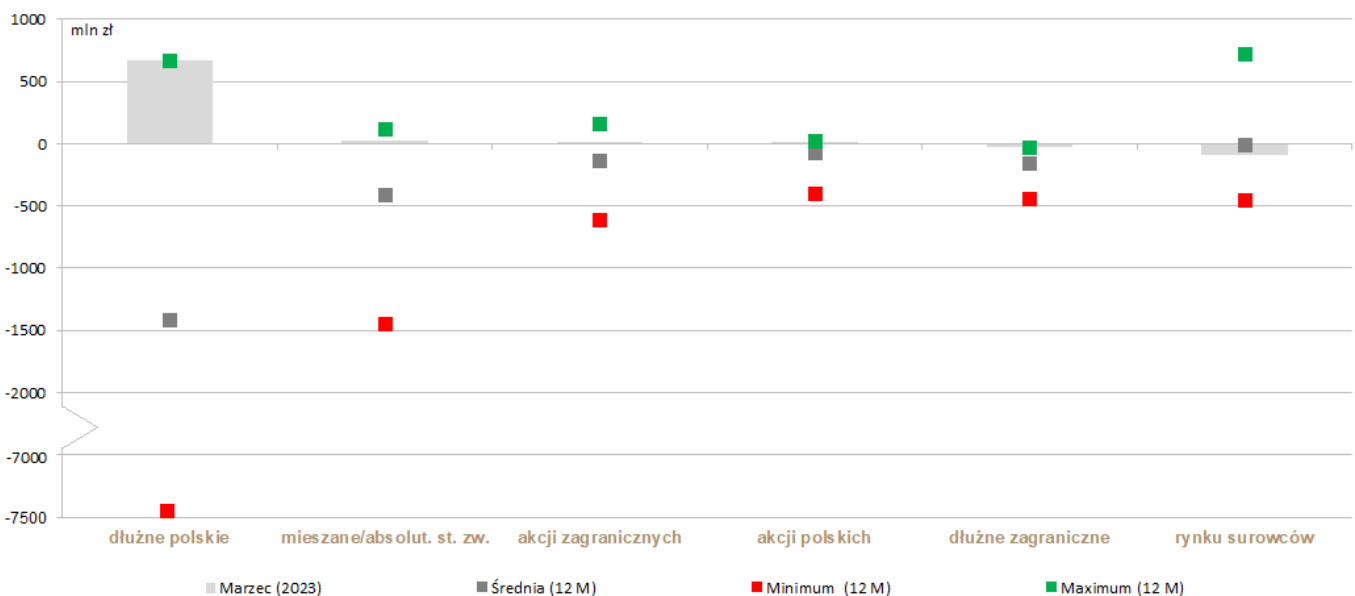
Kontynuacja deprecjacji dolara powinna przyczynić się do dalszego spadku USD/PLN. **Ograniczony potencjał do spadku widzimy jednak w przypadku EUR/PLN.** O losach tej pary walutowej decydują w większym stopniu czynniki lokalne, które w ostatnim czasie nie przemawiają za kontynuacją umocnienia złotego. Podczas gdy w strefie euro cykl podwyżek jeszcze się nie zakończył, w Polsce rośnie gołębia frakcja podejmująca dyskusję o potencjalnych obniżkach stóp w drugiej połowie roku. To w połączeniu z wyraźnie wyższą inflacją na tle strefy euro stanowi sporą barierę dla złotego.

\*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                 | 0.88%                         | 1.86%   | 7.76%  | 4.22%  | 3.91%   |
| papierów dłużnych polskich korporacyjnych              | 0.88%                         | 1.78%   | 6.57%  | 5.70%  | 3.87%   |
| papierów dłużnych polskich skarbowych                  | 0.85%                         | 2.09%   | 7.75%  | 3.78%  | 4.06%   |
| papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych | 1.26%                         | 1.66%   | 10.40% | -6.81% | 6.32%   |
| papierów dłużnych USA uniwersalne                      | -2.64%                        | -3.83%  | -8.95% | -4.66% | -3.26%  |
| papierów dłużnych europejskich uniwersalne             | -1.32%                        | -3.22%  | -7.60% | -7.75% | -0.15%  |
| papierów dłużnych globalnych High Yield                | 2.09%                         | 0.35%   | 2.16%  | 6.69%  | 3.67%   |
| papierów dłużnych globalnych korporacyjnych            | 0.50%                         | -0.47%  | 2.91%  | 4.98%  | 2.41%   |
| papierów dłużnych globalnych uniwersalne               | 1.03%                         | 0.20%   | 1.67%  | -3.76% | 3.22%   |
| papierów dłużnych rynków wschodzących                  | 1.26%                         | -0.50%  | 4.55%  | -3.26% | 3.48%   |
| akcji polskich uniwersalne                             | 8.59%                         | 4.62%   | 8.99%  | 40.20% | 12.44%  |
| akcji polskich małych i średnich spółek                | 4.30%                         | 7.07%   | 10.41% | 52.31% | 13.37%  |
| akcji globalnych rynków rozwiniętych                   | 2.72%                         | 0.31%   | -1.06% | 23.78% | 7.20%   |
| akcji amerykańskich                                    | 2.25%                         | 0.21%   | -4.33% | 32.92% | 6.25%   |
| akcji europejskich rynków rozwiniętych                 | 3.29%                         | 1.64%   | 6.18%  | 32.64% | 8.19%   |
| akcji europejskich rynków wschodzących                 | 9.25%                         | 0.50%   | 14.33% | 49.72% | 6.90%   |
| akcji globalnych rynków wschodzących                   | -0.08%                        | -7.10%  | -5.23% | 7.72%  | 1.59%   |
| akcji azjatyckich bez Japonii                          | -2.61%                        | -11.26% | -7.11% | 2.04%  | -3.39%  |
| akcji tureckich  | -8.22%                        | -14.88% | 32.11% | 46.16% | -17.69% |
| rynku surowców - metale szlachetne                     | 2.52%                         | -0.89%  | -9.67% | -1.87% | 4.30%   |
| rynku surowców pozostałe                               | 1.39%                         | -5.99%  | -6.86% | 72.39% | -2.76%  |
| absolutnej stopy zwrotu uniwersalne                    | 1.73%                         | 1.31%   | 3.72%  | 7.99%  | 4.61%   |
| mieszane polskie                                       | 3.42%                         | 2.62%   | 8.02%  | 12.40% | 7.30%   |
| mieszane zagraniczne                                   | 1.73%                         | 0.20%   | 1.42%  | 13.19% | 4.49%   |

## Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony [www.analazy.pl](http://www.analazy.pl) (stan na dzień 28.04.2023 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](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.