

Barometr Inwestycyjny Xelion



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Pomimo bardzo trudnego początku marca, w jego drugiej połowie większość globalnych rynków akcji zdołała wygenerować wyraźne odbicie - zgodnie z naszymi oczekiwaniami z poprzedniego Barometru **wyróżniał się rynek amerykański, zamykając się 9% powyżej lokalnego dołka oraz 3,6% powyżej zamknięcia z 28 lutego**. Stopniowo zaczęła normalizować się także na większości instrumentów zmienność, choć w przypadku surowców, a w szczególności ropy, pozostaje ona na bardzo podwyższonych poziomach.

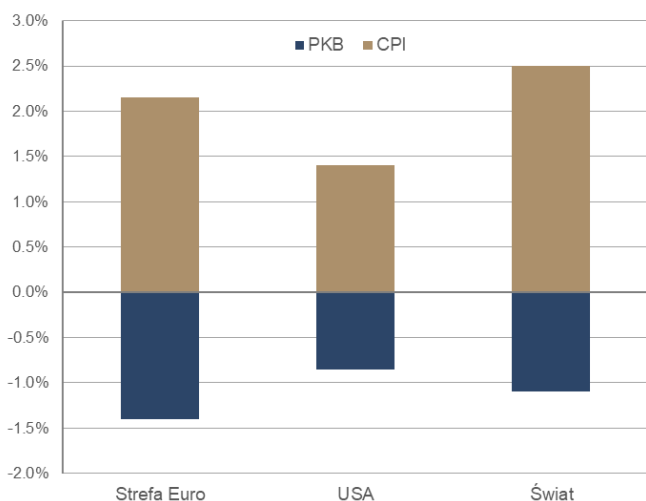
Zgodnie z analogiami historycznymi, szczyt efektu wojny w Ukrainie przypadł na 2-3 tygodnie po rozpoczęciu rosyjskiej inwazji. W chwili obecnej spodziewamy się, że jej wpływ na zachowanie giełd będzie ograniczony i niemal w całości pośredni, wynikający z kanału inflacyjnego. W pełni wydaje się zdyskontowany scenariusz trwających jeszcze kilka miesięcy walk, które miałyby zakończyć się finałem w postaci wycofania się rosyjskiej armii poza terytoria zajęte w 2014 r. i ewentualnie poszerzone o lądowe połączenie Rosji z Krymem. **Krótkoterminowo najważniejszym ryzykiem pozostaje ewentualny unijny zakaz importu rosyjskiej ropy i gazu, niezwykle kontrowersyjny z uwagi na fiasko prób wpłynięcia na azjatyckich odbiorców rosyjskich surowców energetycznych (głównie Indie), by zaprzestali ich importu lub przynajmniej go ograniczyli**.

Zmniejszenie skrajnych ryzyk geopolitycznych nie będzie powodowało jednak wygaszenia **pierwotnego problemu dla rynków kapitałowych, czyli miksu niezwykle wysokiej inflacji i słabnącego wzrostu gospodarczego**. Wojna w Ukrainie nasila ryzyko stagflacji, mając według OECD obniżyć globalne PKB o 1,08% w ciągu pierwszych 12 miesięcy po inwazji, a inflację powiększając o 2,47%. Bilans tych dwóch czynników oznacza niestety dalszy wzrost oczekiwań co do zacieśnienia polityki monetarnej na świecie, przy obecnej, skrajnie wysokiej dynamice cen banki centralne muszą podwyższyć stopy procentowe mimo potencjału do wywołania recesji w 2023-24 roku. Jasno komunikuje to Fed, jego przedstawiciele zajmowali w ciągu ubiegłego miesiąca jednoznacznie „jastrzębie stanowisko”, w efekcie czego rynek oczekuje podwyżki o 50 pb w maju oraz wzrostu stóp w USA nawet do 3% w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Skala rewizji oczekiwań co do kierunku polityki monetarnej w 1Q2022 była olbrzymia, a w jej efekcie szeroki indeks długu dolarowego (**Bloomberg US Aggregate Bond Index**) **przecenił się w minionym kwartale najwięcej od 1980 r., tracąc ponad 6%, tj. więcej niż rynek akcji**. Marcowe szaleństwo na rynku surowców wywołało także gwałtowny wzrost oczekiwań co do podwyżek stóp procentowych w Polsce i wzrost rentowności obligacji 2-letnich do poziomów powyżej 5,65%. **Aktualne prognozy ekonomistów wskazują na największą w historii niepewność co do końca obecnego cyklu podwyżek, wahając się w przedziale 4,75-7,50%**. Zarówno w Polsce, jak i w USA doszło do inwersji krzywej rentowności (rozumianej jako wyższe rentowności obligacji 2-letnich niż 10-letnich), co na rynku amerykańskim uznawane jest za sygnał nadchodzącej w ciągu najbliższych 24 miesięcy recesji (w niemal 70% przypadków historycznie do niej dochodziło).

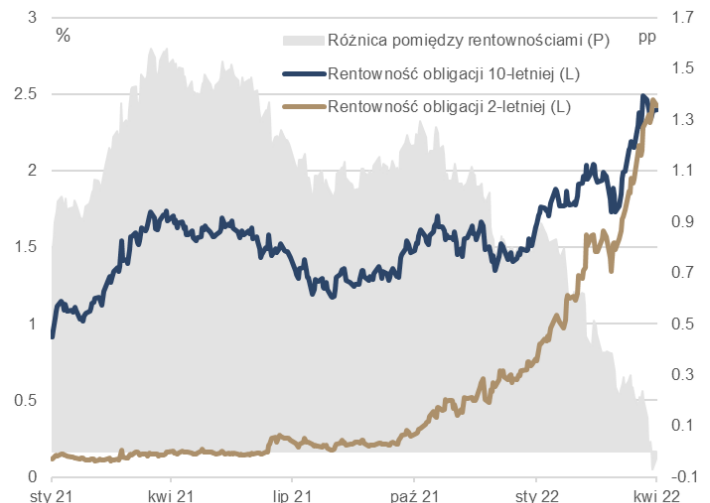
Jak zazwyczaj, ocena znaczenia inwersji nie jest jednak prosta. **Optymiści słusznie zauważają, że ostatni raz w rok od sygnału amerykańska giełda straciła stratę w 2000 r., od tamtej pory trzykrotnie notowała zyski w przedziale 13,6-21,4%**. Po raz ostatni inwersja miała miejsce w 2019 r., ale dowodzenie, że rynek obligacji przewidział pandemię byłoby dość karkołomne. Sami w odniesieniu do rynku amerykańskiego wyrażamy ostrożny optymizm w 2Q2022, oczekując w ciągu najbliższych 3 miesięcy lekkich wzrostów. **Jednocześnie w żadnym stopniu nie lekceważymy tego, co widzimy na rynku długu, pamiętając, że reputacja inwersji jako zjawiska, którego należy się obawiać, powstała na przełomie lat 70-tych i 80-tych, ostatnim okresie, w którym inflacja osiągała obecne poziomy**.

W kwietniu podtrzymujemy niemal całą swoją retorykę z ubiegłego miesiąca, uważając, że z uwagi na większe niż w jakimkolwiek innym regionie świata obciążenie europejskiej gospodarki wojną w Ukrainie, w krótkim terminie wciąż warto preferować akcje amerykańskie nad polskie czy europejskie. **Uważamy także, że w cieniu konfliktu uwadze wielu inwestorów umyka przełom, który dokonał się w ubiegłym miesiącu w deklaracjach chińskich władz na temat dalszej polityki wobec spółek giełdowych**. Załamanie giełd w Hong Kongu i Szanghaju w pierwszej połowie miesiąca, stojące w całkowitym kontraście z opiniami, że to Chiny mają być „wielkim wygranym” działań Rosji, spowodowało zwrot o 180 stopni z wcześniejszej ofensywy regulacyjnej w stronę wsparcia nawet tych przedsiębiorstw, które notowane są na NASDAQ (ustępstwa w kwestii udostępniania wrażliwych danych spółek amerykańskim regulatorom). Uważamy, że zmiana coraz bardziej ostatnio „komunistycznego” podejścia do azjatyckich gigantów stanie się jednym z elementów strategii obliczonej na poprawę najgorszych od lat stosunków z Zachodem.

Wpływ wojny w Ukrainie na PKB oraz CPI wg OECD



Rentowność amerykańskich obligacji skarbowych

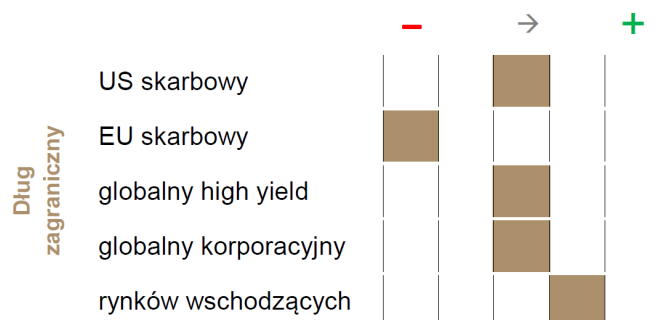


Źródło: Bloomberg. 05.04.2022 r.

Pogląd na segmenty rynkowe

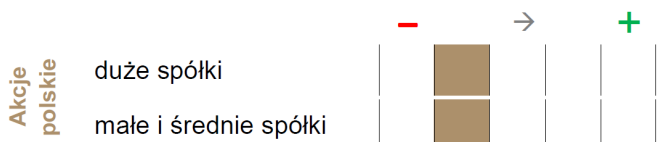


Szeroki przedział prognoz dotyczący przewidywanego końca podwyżek (4,75%-7,5%) świadczy o historycznie wysokiej skali niepewności, która zapanowała na polskim rynku długu. **Zdecydowanie bliżej nam do tego, by zakładać osiągnięcie poziomów z dolnego przedziału prognoz - jako scenariusz bazowy traktujemy 4,75-5,5%**. Niewątpliwie przy podejmowaniu decyzji RPP będzie musiała analizować wiele sprzecznych ze sobą sygnałów. Z jednej strony dwucyfrowa inflacja w Polsce stała się faktem, zaś z drugiej rośnie ryzyko wyraźnego spowolnienia gospodarczego. Skok kosztów energii, dokonane już podwyżki oraz wzrost niepewności może znacząco ograniczyć konsumpcję oraz inwestycje. **To z kolei już w tym kwartale może istotnie ograniczać w Radzie zapal do bardziej zdecydowanych ruchów na stopie procentowej powyżej 5%**. Na tym etapie cyklu podwyżek i przy obecnych wysokich poziomach rentowności pozostajemy pozytywnie nastawienie do polskiego rynku długu.

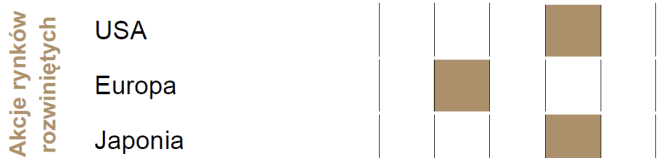


Rozpoczęcie cyklu podwyżek za oceanem stało się faktem. Fed rozpoczął zacieśnianie od 25 pb, jednak wiele wskazuje na to, że na dwóch kolejnych posiedzeniach członkowie Komitetu przegłosują podwyżki o 50 pb. Chciałoby się powiedzieć, że amerykańska Rezerwa Federalna robi tyle, na ile pozwala jej rynek. Obecne wyceny zakładają przekroczenie poziomu 2% w przypadku stopy bazowej jeszcze w tym roku. **W krótkim terminie ryzyko dla ścieżki stóp jest przechylone w górę, jednak wraz z upływem kolejnych miesięcy dążenie Fed do zaostrzenia polityki monetarnej zacznie naszym zdaniem słabnąć**. Powodem może stać się spowalniająca gospodarka - obserwowana w ostatnich dniach inwersji krzywej dochodowości (rozumiana jako wyższe rentowności obligacji 2-letnich niż 10-letnich) była historycznie dobrym prognostykiem przewidującym nadejście recesji w gospodarce USA.

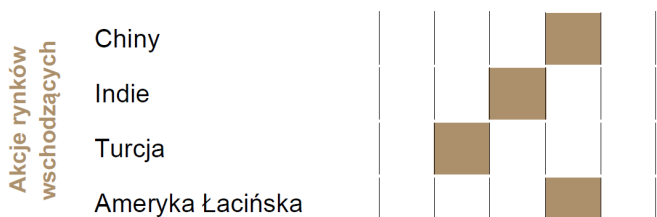
Tymczasem zgodnie z naszymi oczekiwaniami, w marcu obserwowaliśmy wyraźne odreagowanie cen obligacji rynków wschodzących. **Podtrzymujemy naszą opinię, że ta klasa długu charakteryzuje się obecnie największym potencjałem dodatniej stopy zwrotu, a 1Q2022 był dla niej przełomowy**.



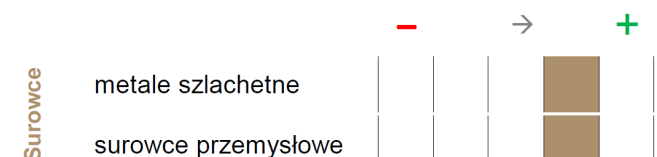
Silne odbicie GPW w marcu jest powodem do dużego zadowolenia, natomiast trudno nam znaleźć argumenty za relatywną siłą polskiego rynku w 2Q2022. Wydaje się, że rynek zdyskontował już zarówno uwolnienie środków z KPO, jak i przeszedł z paniki wokół wojny na Ukrainie do nadmiernego być może optymizmu. Wpływ konfliktu na polskie spółki będzie można lepiej zrozumieć po sezonie wynikowym za 1Q2022, natomiast obecnie spodziewamy się raczej słabszego popytu, tym bardziej, że okres „doważania” Polski przez inwestorów zagranicznych po usunięciu Rosji z regionalnych benchmarków raczej dobiegł końca.



Wciąż podtrzymujemy opinię, że zmagająca się z szokiem inflacyjnym Europa jest obecnie gorszym wyborem na rynku akcji niż USA czy Japonia. Jej czas zapewne powróci w 3Q2022, natomiast obecnie jakiegokolwiek zaostrzenie sankcji czy dalsza eskalacja sytuacji w Ukrainie będzie wywoływała odpływ kapitału z kontynentu, który i tak poniesie znacznie poważniejsze koszty ekonomiczne konfliktu niż Stany Zjednoczone czy Azja.

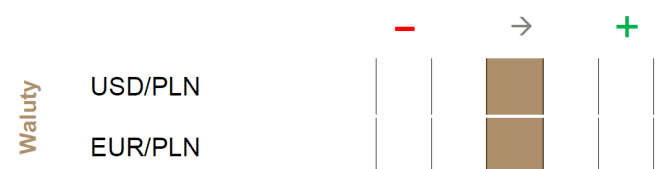


Po kolejnym świetnym miesiącu miarkujemy nasze entuzjastyczne wcześniej podejście do Ameryki Łacińskiej, obecnie zrównując ją w ramach koszyka EM z Chinami, które są blisko drugiego bieguna jeśli chodzi o długoterminowe momentum. Choć spodziewamy się, że najbliższe lata będą dobre dla rynków wschodzących, w krótkim terminie mogą one przechodzić turbulencje z uwagi na coraz bardziej napiętą sytuację geopolityczną, w którą uwikłane są też Indie, próbujące stworzyć dwustronny system zakupów rosyjskiej ropy za ruble. W przypadku Chin atutem są niezwykle niskie wyceny i sygnał wstrzymania działań rządu, które były źródłem ich problemów, Bombaj może natomiast przechodzić trudniejsze chwile za sprawą drogich surowców i opozycji lokalnych władz wobec USA.



Ostatnie miesiące potwierdziły zasadność utrzymywania złota w dobrze zdywersyfikowanym portfelu. **Zakładamy, że zainicjowany w lutym ruch wzrostowy ma spore szanse na kontynuację**, co w praktyce oznacza kolejną próbę przełamania psychologicznej bariery 2000 USD/oz.

Decyzja o uwalnianiu 1 mln brk/d ropy z amerykańskich rezerw wywarła presję na jej cenach, jednak w dłuższym terminie kluczowym czynnikiem jest sceptyczne podejście OPEC do zwiększania podaży. **Ze względu na niską przewidywalność zachowania cen surowców energetycznych, bardziej preferujemy ekspozycję na metale przemysłowe i surowce rolne**.

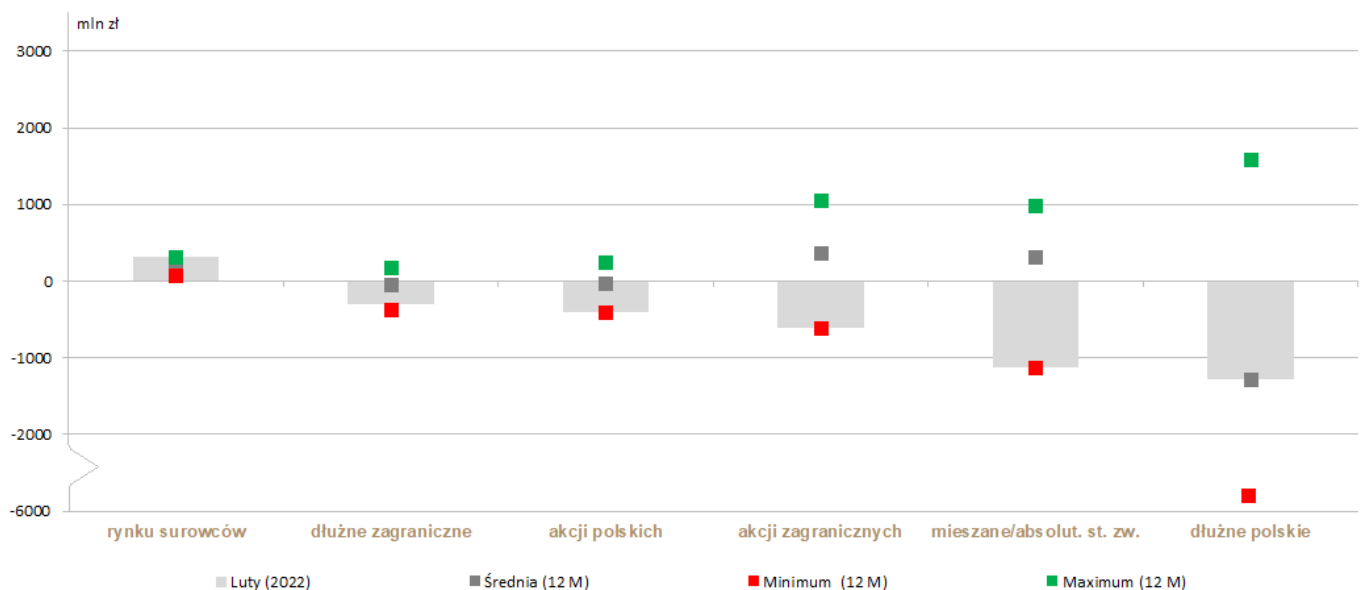


Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, szok, którym inwazja Rosji była dla PLN, niemal w całości wygasł. Wprawdzie złoty pozostaje fundamentalnie niedowartościowany, szczególnie w obliczu silnego zacieśnienia polityki monetarnej, ale **krótkoterminowy potencjał do aprecjacji raczej się naszym zdaniem wyczerpał, więc zmieniamy nastawienie na neutralne**. Także w przypadku EURUSD możemy naszym zdaniem widzieć trend boczny w ciągu najbliższego miesiąca.

Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	-1.22%	-1.91%	-4.51%	-1.59%	-1.91%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	-0.97%	-1.70%	-2.95%	1.21%	-1.70%
papierów dłużnych polskich skarbowych	-1.17%	-1.39%	-4.18%	-1.15%	-1.39%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-1.34%	-2.23%	-1.12%	8.41%	-2.23%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-1.98%	-4.60%	-6.79%	3.70%	-4.60%
papierów dłużnych globalnych High Yield	-0.86%	-4.98%	-4.51%	1.95%	-4.98%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	-0.70%	-3.65%	-2.85%	1.47%	-3.65%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	-2.07%	-5.45%	-6.43%	-0.99%	-5.45%
papierów dłużnych zagranicznych rynków wschodzących	-2.39%	-11.44%	-14.56%	-11.09%	-11.44%
akcji polskich uniwersalne	5.07%	-5.29%	6.20%	11.58%	-5.29%
akcji polskich małych i średnich spółek	4.41%	-8.13%	1.11%	36.65%	-8.13%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	2.04%	-8.48%	0.04%	28.52%	-8.48%
akcji amerykańskich	2.20%	-6.17%	1.74%	39.82%	-6.17%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	0.16%	-8.14%	-0.80%	20.32%	-8.14%
akcji europejskich rynków wschodzących	1.18%	-18.91%	-9.03%	-3.94%	-18.91%
akcji globalnych rynków wschodzących	-1.50%	-7.53%	-11.81%	4.49%	-7.53%
akcji azjatyckich bez Japonii	-5.81%	-10.84%	-15.14%	5.22%	-10.84%
akcji rosyjskich	0.00%	-60.37%	-56.66%	-44.09%	-60.37%
akcji tureckich	7.38%	10.01%	0.31%	-4.45%	10.01%
rynku surowców - metale szlachetne	6.41%	12.58%	12.96%	43.64%	12.58%
rynku surowców pozostałe	8.70%	22.61%	37.95%	55.75%	22.61%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0.78%	-2.74%	-3.06%	4.44%	-2.74%
mieszane polskie	0.28%	-3.30%	-4.03%	1.45%	-3.30%
mieszane zagraniczne	0.38%	-3.27%	-1.50%	9.37%	-3.27%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 31.03.2022 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.