

# Barometr Inwestycyjny Xelion



**AUTORZY:**

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

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

## Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

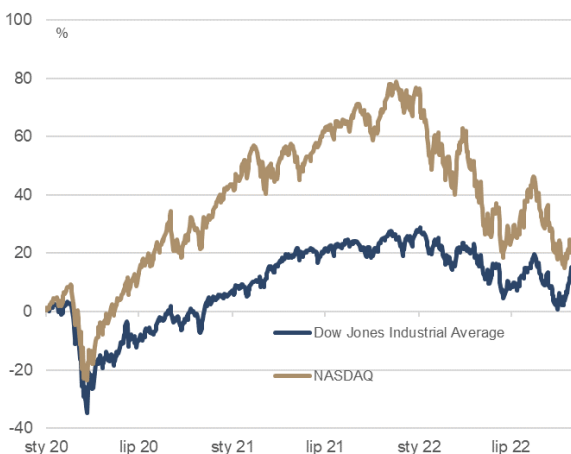
**Październik był pierwszym miesiącem od lipca, który inwestorom akcyjnym mógł przynieść chwilę ulgi, choć jej skala była niezwykle zróżnicowana.** Miesiąc rozpoczął się od próby odbicia wynikającej przede wszystkim z drastycznej przeceny indeksów w końcówce września. Po świetnych pierwszych dwóch sesjach ruch w górę został jednak zduszony, a w dniu publikacji odczytu amerykańskiej inflacji za wrzesień indeksy w Nowym Jorku wyznaczyły nowe minima. Pomimo wyższego od oczekiwań odczytu (8,2% r/r vs. konsensus 8,3% r/r), któremu towarzyszyła wyraźnie wyższa od oczekiwań dynamika inflacji bazowej, zobaczyliśmy jednak jeden z najbardziej imponujących jednodniowych zwrotów w historii S&P500, a indeks zamknął się 5,1% powyżej dołka. **Tak rozpoczęło się odbicie, które pozwoliło na zamknięcie miesiąca niemal 8% powyżej poziomu startowego.** Tradycyjnie, jak w 76% przypadków, wszystko wskazuje na to, że okres sezonu wynikowego okaże się pozytywny dla Wall Street, choć dynamika zysków amerykańskich spółek (obecnie oscylująca wokół poziomu 2,2% r/r) będzie najniższa od 3Q2020. W odniesieniu do akcji amerykańskich chcemy podkreślić, że **absolutnym liderem okresu raportów jest sektor energetyczny, który zaskakiwał pozytywnie pomimo niezwykle wysrubowanych oczekiwań. Jednocześnie był to jeden z najsłabszych w historii sezonów wynikowych dla spółek FAAMG (Facebook, Amazon, Apple, Microsoft, Google), które nawet jeśli publikowały przyzwoite wyniki, rozczarowywały w większości prognozami na kolejne kwartały.** W związku z tym utwierdzamy się w przekonaniu, że w otoczeniu wysokich stóp procentowych wciąż należy preferować akcje *value* na tle wzrostowych, a moment na powrót do sektora technologicznego nadejdzie zapewne dopiero w przyszłym roku (potencjalnie w 2Q2023, gdy gwałtownie zacznie spadać inflacja).

Powody do radości miała także Europa, gdzie w oczekiwaniu na unijne regulacje i dzięki nadzwyczaj wysokim temperaturom na kontynencie z hukiem schodziło powietrze z bańki na cenach gazu ziemnego i energii. **Notowania holenderskiego gazu TTF przeceniły się w skali miesiąca o 33%, wspierając indeksy w tych krajach europejskich, które wcześniej zostały mocno poturbowane przez kryzys energetyczny.** Na liście tej znajduje się także Polska, w przypadku której można mówić o długo wyczekiwanym przesileniu. Pomimo zamieszania na rynku krajowego długu i braku progresu w kwestii środków unijnych, **negatywny sentyment do GPW osiągnął być może punkt kulminacyjny w pierwszej części miesiąca.** Później mieliśmy już do czynienia z odbiciem w świetnym stylu, wzrostem WIG o 9,7% w skali całego miesiąca oraz obiecującym początkiem listopada. Do przełomu doszło m.in. na notowaniach banków.

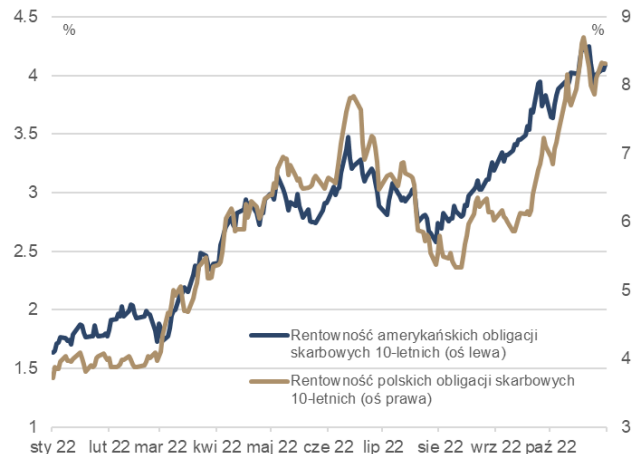
Skrajnie inaczej wyglądała sytuacja w Azji. Kongres KPCh okazał się rozczarowaniem i katalizatorem dalszych silnych spadków na chińskich parkietach. Najważniejszy z perspektywy dostępnych w Polsce funduszy Hang Seng stracił w ciągu miesiąca 14,7%, reagując m.in. na deklaracje utrzymania polityki „zero COVID”, brak nowych inicjatyw gospodarczych i konfrontacyjną retorykę wobec USA. Choć sami wiązaliśmy w nim znacznie większe nadzieje, że wyprzedzą w końcówce miesiąca była zdecydowanie przesadzona. **Wydają się to potwierdzać pierwsze dni listopada, sugerujące, że Xi Jinping mógł czekać z jakimikolwiek zmianami kursu do momentu skupienia całej władzy w swoich rękach.** W ostatnim czasie widzieliśmy m.in. deklaracje chęci współpracy ze Stanami Zjednoczonymi i plotki (być może kontrolowane) o planach powołania organu, który będzie nawigował odchodzenie od obecnej polityki pandemicznej. W dniu publikacji Barometru (04.11) Hang Seng wzrósł o 5,4% po informacjach, że zakończyła się pierwsza runda amerykańskiego audytu chińskich gigantów technologicznych, co znacznie zmniejsza ryzyko ich *delistingu* (wycofania z obrotu giełdowego) w Nowym Jorku. Wszystko to zwiększa szanse na to, że na przełomie miesiąca mogliśmy zobaczyć szczyt relatywnej słabości akcji chińskich na tle reszty świata.

**Październik nie przyniósł niestety przełomu na globalnym rynku długu, a w Polsce za sprawą konfliktu w RPP i obaw o wielkość potrzeb pożyczkowych na przyszły rok widzieliśmy nawet moment paniki** (rentowności obligacji 10-letnich naruszyły chwilowo poziom 9%). Jednocześnie zwracamy uwagę, że w odróżnieniu od większości krajów europejskich, nie widzieliśmy w Polsce w ubiegłym miesiącu negatywnego zaskoczenia inflacyjnego (poziom 17,9% r/r był zbieżny z oczekiwaniami), a presja „opozycyjnych” członków Rady na gwałtowne podwyżki stóp może wywołać efekt odwrotny. Spodziewamy się, że kolejne posiedzenia przyniosą ruchy najwyżej po 25pb, obliczone na utrzymanie stabilności złotego. Wspomniane spadki cen energii, jeżeli zostaną podtrzymane, znacząco poprawiają perspektywy inflacyjne na przyszły rok. **Nawet jeżeli ich wymiernym efektem będzie rezygnacja rządu z „tarczy antyinflacyjnej” i podwyższenie poziomu CPI w skrajnym punkcie (1Q2023), będzie to oznaczało przyspieszenie powrotu inflacji do celu, a przede wszystkim ograniczenie potrzeb pożyczkowych na przyszły rok, co sprawia, że jest to jednoznacznie pozytywne dla cen długu skarbowego.** Zdajemy sobie w pełni sprawę, że w najgorszym w historii roku, po kolejnym naruszeniu czerwcowych minimów przez wiele krajowych funduszy dłużnych, cierpliwość jakiegokolwiek inwestora musi być na wyczerpaniu. Uważamy jednak, że rentowności krajowych obligacji powyżej 8% tworzą okazję inwestycyjną, która może nie powtórzyć się przez lata, a jakkolwiek dalszy ruch w górę powinien być wykorzystywany do akumulacji pozycji na dłużu o wysokim ryzyku stopy procentowej, niezależnie od dużej zmienności jego obecnej wyceny. **Przełom na rynku obligacji amerykańskich, który nastąpi naszym zdaniem przed końcem roku, sprawi, że wyceny na obecnych poziomach staną się nieosiągalne.**

### Dow Jones vs. Nasdaq

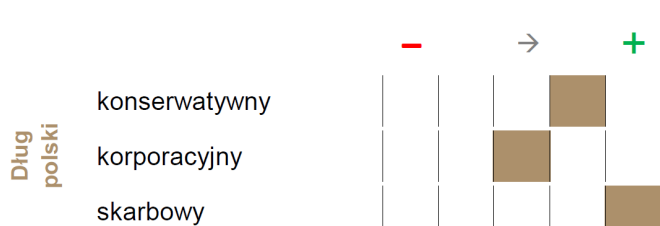


### Zachowanie polskiego długu na tle amerykańskiego

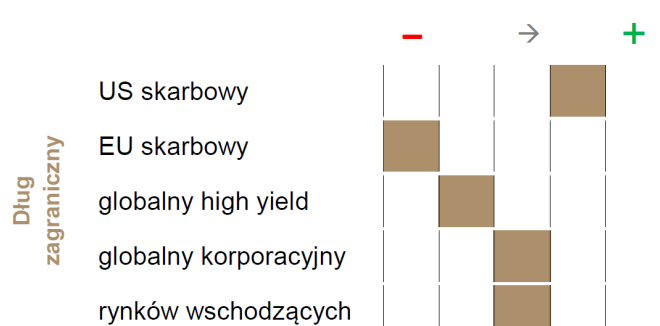


Źródło: Bloomberg (03.11.2022 r.)

## Pogląd na segmenty rynkowe

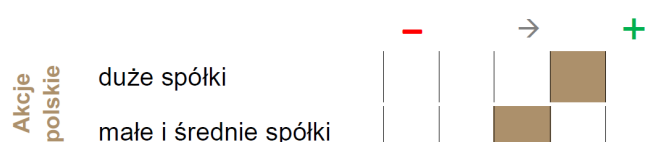


Skumulowanie się kilku niesprzyjających czynników w jednym czasie sprawiło, że październik okazał się jednym z najbardziej zmiennych miesięcy w historii. Wzrost rentowności na rynkach bazowych, konflikt w RPP oraz obawy rynku związane ze zbyt luźną polityką fiskalną doprowadziły do wyznaczenia nowych szczytów rentowności zarówno przez obligacje krótkoterminowe, jak i długoterminowe. Uważamy jednak, że wyceny na polskim rynku długu zabrnęły zdecydowanie za daleko. **Zakładamy, że szereg czynników dezinflacyjnych, które zaczęły działać z największą siłą w I połowie 2023 r., potwierdzą wkrótce zasadność zakończenia cyklu podwyżek na poziomie nie wyższym niż 7,5%.** Sądzymy, że aktualne wyceny rynkowe przeszacowują skłonność RPP do dalszych podwyżek – bliżej nam do scenariusza, w którym Rada na kolejnych 2-3 posiedzeniach zdecyduje się na „techniczne” podwyżki po 25pb, co jest aktualnie z dużą nawiązką uwzględnione w wycenach. Pozostajemy zatem pozytywnie nastawieni do polskiego długu skarbowego.

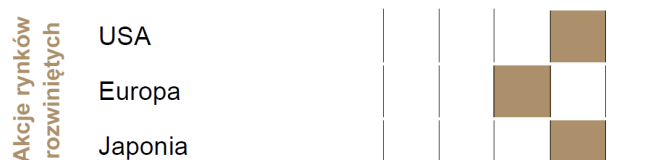


Konferencja po październikowym posiedzeniu Fed nie przyniosła upragnionego „pivotu”. Naszą uwagę w szczególności zwraca jednak nowy fragment komunikatu, który wprost wskazuje na to, że **członkowie FOMC przy okazji podejmowania kolejnych decyzji będą brać pod uwagę fakt, że efekty dotychczasowego zacieśniania polityki monetarnej przyjdą z opóźnieniem.** Uważamy, że wspomniane efekty zaczną silnie oddziaływać na gospodarkę USA w pierwszym kwartale 2023 r. **Bieżące wyceny rynkowe sugerują zakończenie cyklu powyżej 5%, co jest naszym zdaniem zbyt wygórowanym poziomem.** Okno do realizacji podwyżek na poziomie 50-75pb zamknie się już wkrótce (nie jest wykluczone, że listopadowa podwyżka o 75pb była ostatnią o tak dużej skali). Uważamy zatem, że przy tak wysokich poziomach rentowności amerykańskiego długu skarbowego (4,7% w przypadku obligacji 2-letniej) **jest to odpowiedni moment do akumulacji tej klasy aktywów.**

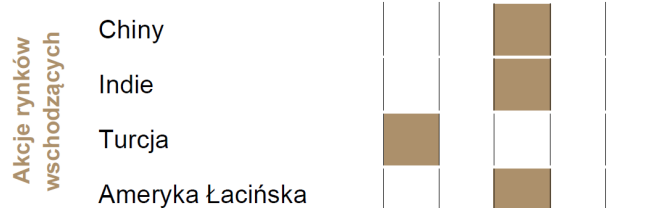
O ile w USA tempo zacieśniania może w kolejnych miesiącach słabnąć, o tyle w strefie euro jest to bardziej odległy scenariusz. Inflacja, która z impetem przebiła 10% r/r zmusza EBC do podnoszenia stóp niezależnie od ryzyk recesyjnych.



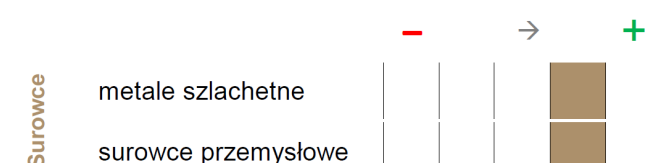
Październik w końcu przyniósł przesilenie na polskim rynku akcji, zgodnie z naszymi oczekiwaniami duże spółki zaczęły wyróżniać się na tle małych. **Uważamy, że ostatnie miesiące roku i cały przyszedły mogą przynieść zachowanie GPW lepsze niż całego koszyka rynków wschodzących.** Bilans potencjalnych niespodzianek wydaje nam się wyraźnie pozytywny (możliwość rozejmu na Ukrainie, ewentualne wypłaty środków z UE).



**Niezwykłe łagodna pogoda w październiku pozwoliła na silny spadek cen energii w Europie i odprężenie na unijnych rynkach akcji.** Mimo to trudno wyrokować o trwałości tego czynnika. Wydaje się, że scenariusz cieplej zimy został już uwzględniony w wycenach, a ewentualne zaskoczenia będą miały raczej negatywny charakter. Wciąż preferujemy inne rynki rozwinięte, w szczególności amerykański. W perspektywie najbliższych miesięcy można tam liczyć na zwrot inflacyjny i łagodzenie polityki banku centralnego. Ostatnie dane sugerują, że EBC będzie tymczasem zmuszone do kolejnych podwyżek mimo rozpoczynającej się recesji.

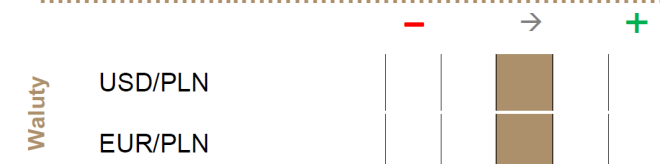


Chiny w październiku nie przestawały rozczarowywać, Kongres KPCh nie przyniósł właściwie żadnych zmian w retoryce Xi Jinpinga, wręcz jej scementowanie w najważniejszych rynkowo obszarach (COVID, relacje z USA, cele gospodarcze). Mimo to uważamy, że wyprzedzą i historyczny ton prasy wokół nowych nominacji do Biura Politycznego (eliminacja jakiegokolwiek opozycji) nie mają uzasadnienia. **Zachowanie Hang Seng w pierwszej części listopada wydaje się potwierdzać, że mogliśmy mieć do czynienia z kulminacją negatywnego sentymentu.** Pierwsze plotki i informacje po Kongresie sugerują z kolei odwilż w relacjach Chiny-USA i możliwość łagodzenia polityki pandemicznej. Najsilniejsze rynki EM - Indie i Ameryka Łacińska wyglądają obecnie interesująco, ale uważamy, że w obliczu ostatnich wydarzeń warto wstrzymać się z przekreśleniem Chin.



Metale szlachetne wciąż czekają na lepsze czasy, które nadejdą zapewne wraz ze złagodzeniem podejścia kluczowych banków centralnych do prowadzonej polityki monetarnej. Mowa przede wszystkim o amerykańskiej Rezerwie Federalnej, która wbrew pozorom **znajduje się w dość komfortowej sytuacji w porównaniu do innych banków i będzie mogła naszym zdaniem na początku 2023 r. pozwolić sobie na bardziej „gołębnie” nascenty.**

O tym jaką jest prawdziwa cena ropy naftowej dowiemy się w końcówce roku po wyborach połówkowych w USA. **Zakończą one prawdopodobnie okres interwencyjnego obniżania ceny surowca poprzez uwalnianie rezerw strategicznych.**

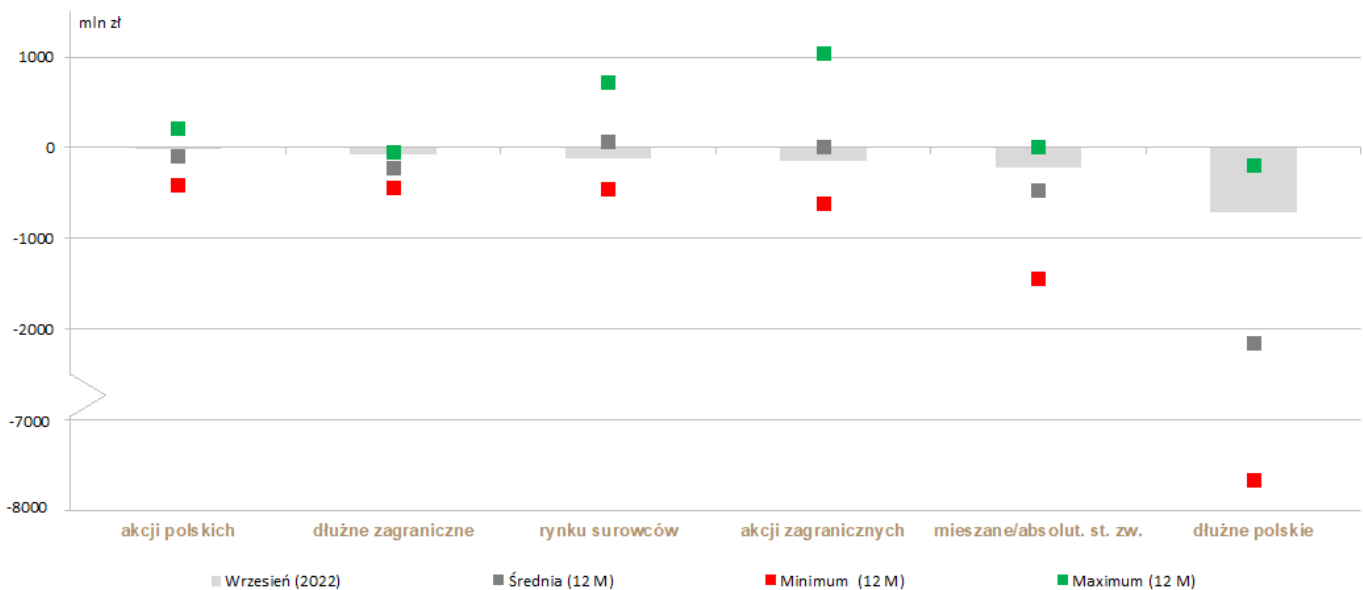


**Październik był naprawdę rewelacyjnym miesiącem dla polskiego złotego. Pomimo perturbacji na starcie miesiąca, polska waluta zakończyła go powrotem do wrześniowych dołków.** Dalsza aprecjacja niestety będzie zapewne musiała zacząć na powrót EURUSD powyżej parytetu, a ten będzie uzależniony od danych inflacyjnych z USA - bez spadku CPI trudno oczekiwać łagodzenia retoryki FOMC, a w konsekwencji znaczącego osłabienia dolara.

## Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	-1.32%	-1.38%	-3.74%	-2.79%	-2.68%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	-0.55%	-0.67%	-3.18%	-0.95%	-2.57%
papierów dłużnych polskich skarbowych	-1.79%	-2.23%	-4.35%	-4.29%	-3.22%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	-3.84%	-7.90%	-17.29%	-17.61%	-13.34%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-4.19%	-2.89%	1.81%	7.70%	-0.21%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-3.19%	-7.75%	-15.30%	-8.04%	-14.55%
papierów dłużnych globalnych High Yield	2.36%	-2.28%	-11.49%	-7.40%	-11.91%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	-0.27%	-3.31%	-8.92%	-6.49%	-8.97%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	-0.16%	-4.86%	-13.04%	-11.88%	-11.54%
papierów dłużnych rynków wschodzących	0.00%	-4.69%	-19.88%	-21.26%	-18.44%
akcji polskich uniwersalne	7.21%	-6.45%	-26.79%	-4.17%	-23.26%
akcji polskich małych i średnich spółek	4.81%	-4.77%	-26.74%	21.03%	-22.42%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	5.09%	-5.76%	-21.47%	6.14%	-21.24%
akcji amerykańskich	5.19%	-4.36%	-16.81%	20.98%	-17.59%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	5.52%	-4.24%	-14.74%	4.20%	-14.85%
akcji europejskich rynków wschodzących	8.99%	2.15%	-20.33%	-2.46%	-17.54%
akcji globalnych rynków wschodzących	-2.99%	-11.64%	-27.23%	-15.24%	-25.62%
akcji azjatyckich bez Japonii	-9.12%	-17.21%	-32.22%	-12.55%	-29.54%
akcji tureckich	16.18%	45.04%	51.16%	25.45%	66.08%
ryнку surowców - metale szlachetne	-1.91%	-9.31%	-20.82%	-8.72%	-18.63%
ryнку surowców pozostałe	4.90%	-0.66%	8.45%	40.84%	10.03%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0.55%	-2.12%	-11.58%	-2.10%	-10.38%
mieszane polskie	1.02%	-4.83%	-16.24%	-5.98%	-13.48%
mieszane zagraniczne	1.46%	-4.92%	-12.04%	1.55%	-11.89%

## Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (stan na dzień 31.10.2022 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.