

Barometr Inwestycyjny Xelion



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Gdy miesiąc temu przedstawialiśmy bardzo pozytywne [prognozy](#) rynkowe na 2023 r. i jego pierwszą połowę, która w opinii większości miała być „bardzo trudna” i gorsza niż druga, łatwo było podchodzić do takiego scenariusza z nieufnością. Styczeń **poddał jednak poważnej próbie konsensusowy scenariusz utrzymania status quo, przewagi spółek value nad wzrostowymi oraz utrzymania relatywnej siły aktywów oferujących najwyższe stopy zwrotu w 4Q2022**. Pierwsze dwa tygodnie roku przynosiły nieprzerwane wzrosty cen niemal wszystkich aktywów, wspierane przez kontynuację wyprzedaży cen gazu po obu stronach oceanu. Jego europejskie notowania spadły finalnie w ciągu miesiąca o kolejnych 27%, a w USA doszło do prawdziwego załamania - przecena sięgnęła 40%. Problemy z utrzymaniem ceny z końca roku miała ropa, co w połączeniu z kolejnymi dobrymi „twardymi” danymi inflacyjnymi spowodowało **znaczny wzrost zakładów na to, że cykl podwyżek stóp w USA zakończy się w marcu na poziomie 4,75-5,00%, a FOMC jeszcze przed końcem roku rozpocznie obniżki**. Rentowności amerykańskich obligacji 2-letnich spadły z 4,43% do 4,21%, po drodze testując nawet 4,05% (kolejny raz zrobiły to na początku lutego). Dolar kontynuował osłabienie, kurs EURUSD naruszył barierę 1,10 po otwierającym luty posiedzeniu FOMC.

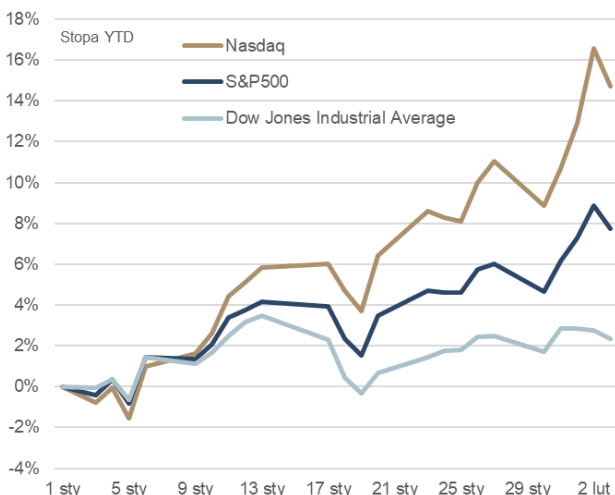
Styczeń był na większości rynków akcji najlepszym otwarciem roku od 2019 r., S&P500 wzrosło o 6,18%, a WIG20 o 6,15%. Były jednak takie rynki, dla których trzeba było wybiegać znacznie dalej w przeszłość - **znajdujący się w skrajnej niełasce inwestorów w ubiegłym roku NASDAQ wzrósł o 10,68%, co było jego najlepszym wynikiem od 22 lat**. Jest to zachowanie, któremu poświęcamy szczególną uwagę. Inwestowanie w spółki wzrostowe, w szczególności technologiczne, przypominało w ubiegłym roku „łapanie spadającego noża”, a gdy wydawało się, że poziom ich wyprzedania dochodził do ekstremum, kolejne dane inflacyjne wydłużały okres ich słabości. Początek roku sugeruje jednak w naszej opinii, że doszliśmy do przełomu, który może być początkiem trwającego co najmniej 2-3 kwartały odbicia. **Przed wszystkim, potwierdza się, że w scenariuszu spadku rentowności i inflacji „jak zwykle” spółki technologiczne mogą zachowywać się lepiej niż szeroki rynek, a drugorzędne jest to, że ruch następuje ze znacznie wyższych niż w poprzedniej dekadzie poziomów**. Uważamy za bardzo uzasadnione wątpliwości, czy technologia może być motorem kolejnej wieloletniej hossy, gdy długoterminowe rentowności znajdą swoje nowe poziomy neutralne, zapewne wyraźnie wyższe niż w ubiegłej dekadzie. Najbliższe miesiące mogą być jednak dla tej klasy aktywów bardzo dobre. Gdy ostatnim razem NASDAQ wzrósł w styczniu więcej niż w ubiegłym miesiącu (w 2001 r.), stało się to preludium do spadku o prawie 30% przez resztę roku. Należy jednak pamiętać, że mówimy o roku ataku na World Trade Center (w samym wrześniu indeks spadł o 17%). **W 22 przypadkach od 1939 r., gdy indeks rozpoczął rok od co najmniej 5 proc. wzrostu w styczniu, jego średni wzrost w całym roku wyniósł 23% (średnio 14% wypracowano w okresie luty-grudzień)**. Zachowanie przez pozostałych 11 miesięcy było statystycznie znacznie lepsze niż w pozostałych latach.

Styczeniowe dane z amerykańskiego rynku pracy (wzrost zatrudnienia o 517 tys., spadek stopy bezrobocia do najniższego od 53 lat poziomu 3,4%) stoją oczywiście w kontraście z narracją o nadchodzących w tym roku obniżkach stóp procentowych. **Uważamy, że pokonanie lutowych i styczniowych minimów rentowności może się przesunąć w czasie do 2Q2023**. Olbrzymi optymizm dotyczący polityki banków centralnych może być korygowany i prowadzić do korekt na prawie wszystkich klasach aktywów. Przewidywanie, kiedy nastąpią, nie ma jednak sensu o tyle, że prawie na pewno będą związane z przyszłymi danymi o inflacji. **Styczeń okazał się miesiącem, który bardzo dobrze wpisuje się w naszą ogólną narrację z jednym wyjątkiem - zachowania szerokich indeksów cen surowców**. Oczekujemy, że rynki gazu i ropy już wyznaczyły lub szybko wyznaczą dolki tej klasy aktywów.

Ewentualne umocnienie dolara i korekty innych aktywów nie podważają pozytywnego scenariusza bazowego, o ile nie będą wiązały się ze scenariuszem recesji na świecie. Obecnie jej ryzyko maleje, w styczniu po raz pierwszy od roku swoje prognozy dla gospodarki globalnej podniosło MFW. **Jej motorem mają być przede wszystkim Chiny, co sprawia, że uważamy, iż akcje azjatyckie powinny być preferowane w koszyku rynków wschodzących**. Na potencjalnego hamulcowego w tym regionie coraz wyraźniej wyrasta rynek indyjski. **Olbrzymie zamieszanie wokół spółek Gautama Adani’ego i spadek ich wartości o połowę uważamy za wstęp do potencjalnie poważniejszych problemów najdroższego rynku EM na świecie i dalej zalecamy jego niedowozanie**. Słaby start roku nie musi go natomiast przekreślać dla rynków Ameryki Łacińskiej.

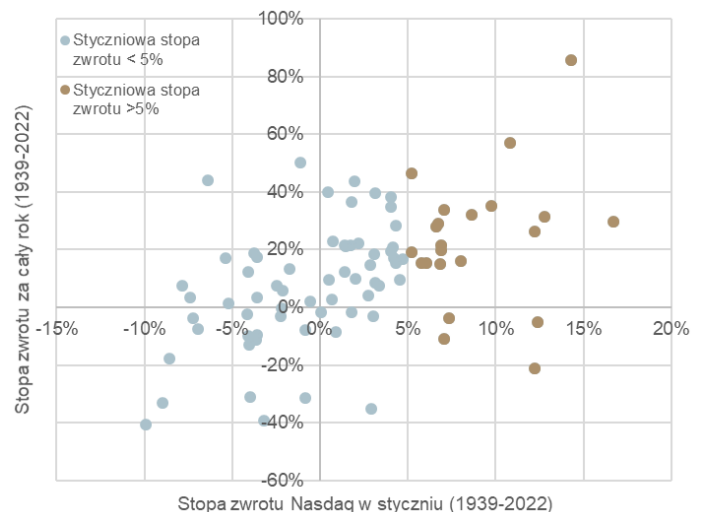
W ciągu dwóch dni na początku miesiąca (2-3 luty) złoto wymazało większość swoich tegorocznych wzrostów. **Bardzo silna przecena ma jednak w naszej opinii charakter spekulacyjny, podtrzymujemy pozytywne prognozy dla kruszców na cały rok**.

Styczeń w wykonaniu kluczowych indeksów amerykańskich



Źródło: Bloomberg (06.02.2023 r.)

Historyczne zachowanie indeksu Nasdaq w zależności od stopy zwrotu osiągniętej w styczniu



Pogląd na segmenty rynkowe

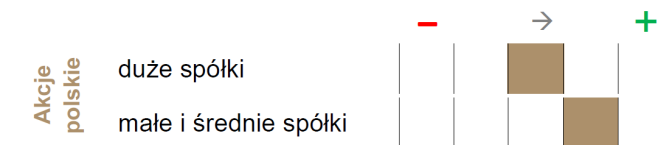


Podtrzymujemy naszą ocenę sformułowaną w poprzednich wydaniach Barometru, że trwająca przerwa w cyklu podwyżek w praktyce przerodzi się w jego koniec. **Znakiem zapytania pozostaje kwestia rozpoczęcia ostrożnego cyklu obniżek jeszcze w tym roku.** Dużo w kontekście prawdopodobieństwa realizacji takiego scenariusza dowiemy się w przeciągu kolejnych dwóch lub trzech miesięcy, które mogą pokazać skalę efektów drugiej rundy oraz uporczywości wzrostu cen w ramach inflacji bazowej. Zakładamy, że wolniejsze hamowanie inflacji bazowej niż CPI **może być czynnikiem przesuwającym rozpoczęcie cyklu obniżek na 2024 r., ale decydująca wciąż będzie raczej presja polityczna, by RPP wykonała pierwszy ruch przed wyborami.** Zwracamy jednak uwagę, że nawet w negatywnym scenariuszu (brak obniżek w 2023 r.) polski rynek długu wyceniony jest przy relatywnie wysokim poziomie rentowności, który wciąż czyni tę inwestycję atrakcyjną biorąc pod uwagę stosunek oczekiwanej stopy zwrotu do ryzyka.

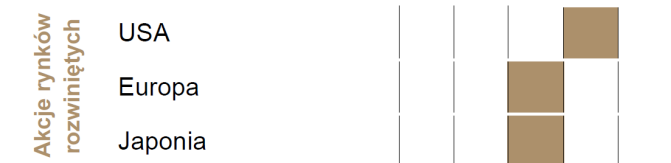


Zgodnie z oczekiwaniami, na pierwszym posiedzeniu w 2023 r. Fed zwolnił tempo podwyżek do 25pb, podwyższając tym samym główną stopę do przedziału 4,50-4,75%. Biorąc pod uwagę dobre dane makro oraz silny rynek pracy, dalej widzimy ryzyko wydłużenia cyklu podwyżek w USA do maja (2 kolejne ruchy po 25 pb). Wydziałek ostatniej konferencji po posiedzeniu Fed sugeruje, że członkowie FOMC coraz bardziej **zauważają postępujące efekty dezinflacji, jednak zaskakująco dobry stan gospodarki USA przesuwa twarde „pivot” na kolejne miesiące.** Przy obecnych poziomach rentowności amerykańskiego długu skarbowego skłaniamy się ku nastawieniu neutralnemu dla tej klasy aktywów.

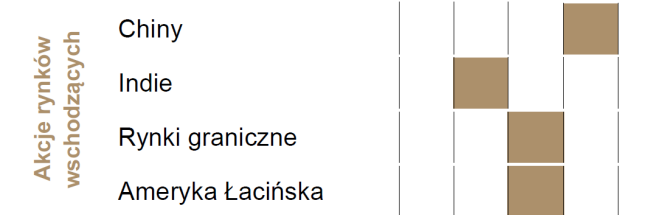
Bardzo dobry wynik długu korporacyjnego oraz obligacji EM na starcie roku potwierdza naszą tezę, że **te segmenty rynku dłużnego będą największymi beneficjentami zmniejszającej się awersji do ryzyka.** Tymczasem spóźniony w cyklu podwyżek EBC nadal pozostaje silnie **zdeteminowany do zaostrożania polityki monetarnej i walki z zakotwiczeniem inflacji bazowej na wysokim poziomie.**



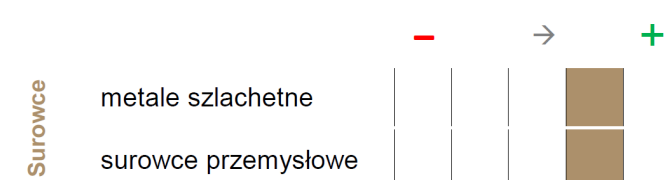
Styczeń pozostał bardzo pozytywnym miesiącem dla polskiego rynku akcji, choć w ujęciu relatywnym (względem rynków globalnych) jego pierwsza połowa była znacznie lepsza niż druga. **Okres znacznie lepszego zachowania dużych spółek względem małych zbliża się raczej do końca z uwagi na ryzyka regulacyjne, co skutkuje obniżeniem ich oceny.** W roku wyborczym obawiamy się kolejnych ruchów uderzających w zyski sektorów: bankowego, paliwowego, wydobywczego czy energetycznego.



Pomimo słabego początku roku, rynek amerykański nadrobił w styczniu i na początku lutego straty do Europy, najwięcej zarobiły fundusze akcji technologicznych, inwestujące w większości lub całkowicie w USA. **Ewentualne korekty mogą być wykorzystywane do zwiększania alokacji w tym segmencie, który w naszej opinii pozostanie silny w najbliższych miesiącach.** Pozytywniej niż przed miesiącem oceniamy Japonię z uwagi na spekulacje na temat następcy H. Kurody w fotelu prezesa BoJ - M. Amamiya jest równie gołębi w nastawieniu do polityki pieniężnej jak poprzednik.

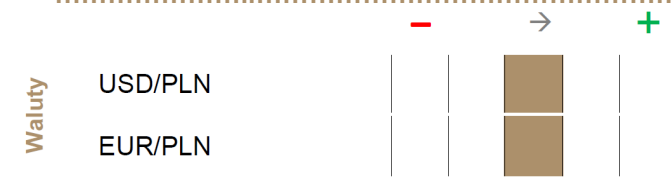


W trakcie stycznia euforia wokół rynku chińskiego, napędzana przez rekordowe napływy funduszy do regionu, stawała się powoli niebezpieczna, ale po obchodach chińskiego Nowego Roku nastroje nieco się schłodziły. **Akcje chińskie pozostają obciążone dużym ryzykiem regulacyjnym, a w mniejszym stopniu także geopolitycznym, ale podtrzymujemy pozytywne nastawienie do nich i widzimy w nich główny motor wzrostów na rynkach wschodzących w tym roku.** Styczeń potwierdził natomiast, że inaczej niż w poprzednich latach, niekoniecznie warto inwestować w Indiach. **Spółki G. Adani'ego nie znajdują się w portfelach funduszy z oferty DI Xelion (według dostępnych nam informacji), ale ich ewentualne dalsze problemy mogą być kontynuowane w kolejnych miesiącach i rozlewać się dalej na szeroki rynek.** Analogiczna sytuacja miała miejsce w 2013 r. w Brazylii.



W kontekście kolejnych miesięcy zwracamy szczególną uwagę na obiecujące perspektywy popytowe na rynku złota. Otwarcie gospodarki Chin oraz uwolnienie zgromadzonych w okresie polityki „zero covid” nadwyżek mogą silnie stymulować popyt na dobra luksusowe. Z kolei odwrócenie w poprzednim kwartale średnioterminowego trendu złota na wzrostowy jest czynnikiem, który może przyciągać napływy nowych środków do funduszy ETF, **co jest niezbędne do przełamania trwającego od ponad dwóch lat trendu bocznego.**

Tymczasem oddalający się scenariusz głębokiej recesji w USA oraz w Europie wraz z ożywieniem gospodarki Chin, czynią surowce przemysłowe wciąż atrakcyjną klasą aktywów.



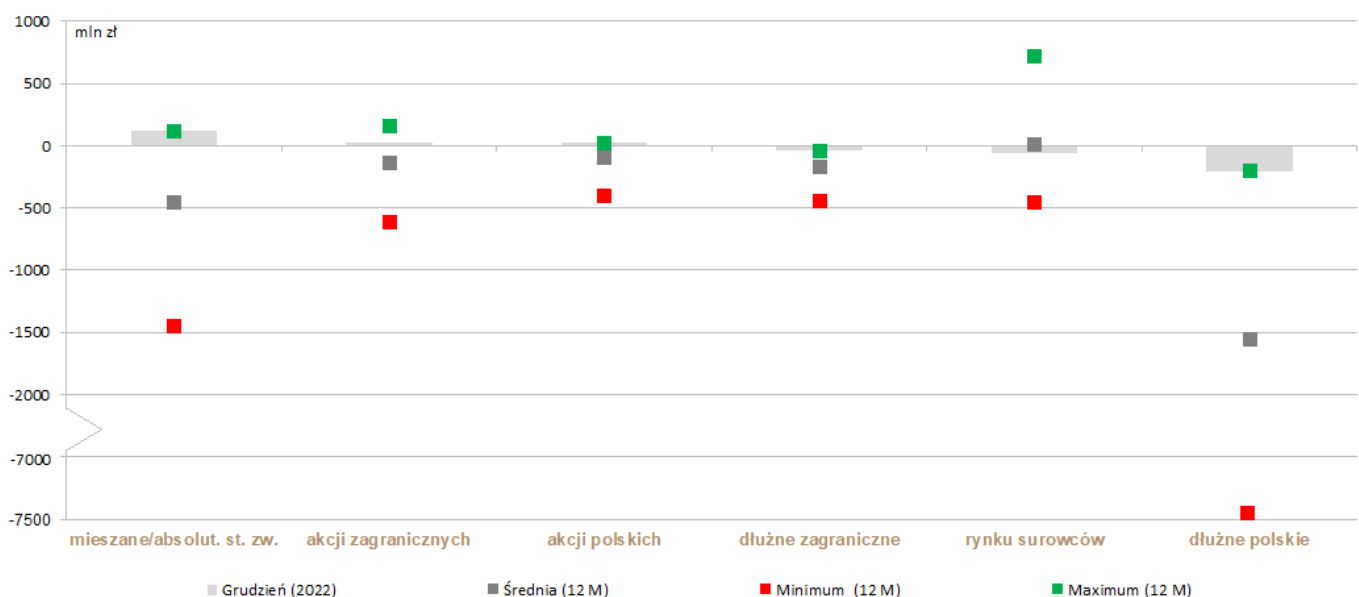
Kurs EURPLN pozostał w styczniu praktycznie niezmienny w otoczeniu, które powinno sprzyjać umocnieniu złotego. Widzimy w tym sygnał potencjalnej krótkoterminowej słabości i widzimy perspektywę tymczasowego osłabienia, wyraźniejszego względem dolara. Ewentualny ruch tego rodzaju będzie miał jednak naszym zdaniem charakter wyłącznie korekcyjny, a kursy USDPLN i EURPLN znajdą się pod koniec roku na poziomach niższych niż na początku lutego.

*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	1.98%	6.07%	2.52%	1.66%	1.98%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	2.10%	5.20%	1.82%	2.14%	2.10%
papierów dłużnych polskich skarbowych	1.79%	6.79%	2.64%	1.19%	1.79%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	4.11%	13.01%	-1.32%	-6.92%	4.11%
papierów dłużnych USA uniwersalne	1.03%	-3.31%	-3.17%	1.19%	1.03%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	3.03%	4.47%	-9.42%	-5.28%	3.03%
papierów dłużnych globalnych High Yield	3.18%	5.84%	-4.63%	-3.30%	3.18%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	2.85%	4.98%	-1.94%	-1.93%	2.85%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	2.81%	6.68%	-4.97%	-6.42%	2.81%
papierów dłużnych rynków wschodzących	3.54%	12.17%	-7.39%	-13.56%	3.54%
akcji polskich uniwersalne	5.93%	17.03%	-8.53%	9.68%	5.93%
akcji polskich małych i średnich spółek	6.71%	14.67%	-7.79%	26.50%	6.71%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	6.63%	7.30%	-8.49%	7.61%	6.63%
akcji amerykańskich	5.86%	2.41%	-9.13%	16.72%	5.86%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	6.11%	9.74%	-1.98%	11.04%	6.11%
akcji europejskich rynków wschodzących	5.42%	19.77%	-1.28%	13.31%	5.42%
akcji globalnych rynków wschodzących	7.25%	17.08%	-11.81%	-3.02%	7.25%
akcji azjatyckich bez Japonii	7.00%	21.43%	-11.20%	4.22%	7.00%
akcji tureckich	-7.33%	16.15%	80.73%	28.38%	-7.33%
rynku surowców - metale szlachetne	3.98%	19.05%	-0.80%	3.43%	3.98%
rynku surowców pozostałe	2.67%	6.82%	14.41%	54.69%	2.67%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	3.18%	7.89%	-1.73%	2.09%	3.18%
mieszane polskie	3.94%	11.55%	-2.73%	2.09%	3.94%
mieszane zagraniczne	4.13%	7.07%	-3.09%	5.12%	4.13%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 31.01.2023 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.