

Barometr Inwestycyjny Xelion

24

Nr 3/2022(24)

marzec 2022 r.



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

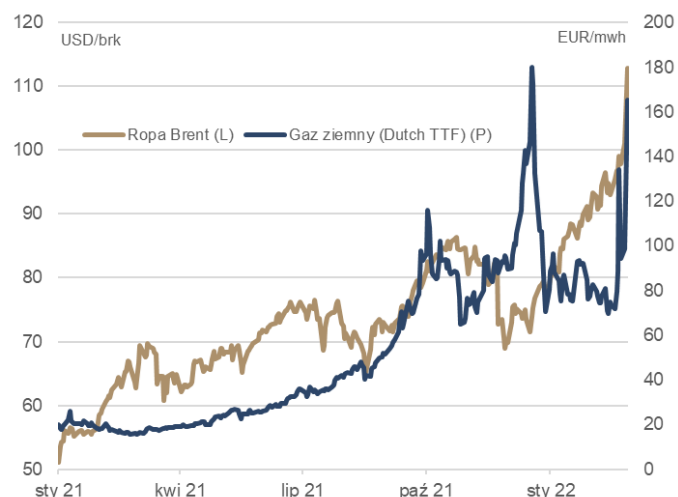
Pierwsza połowa lutego wydaje się z perspektywy ostatnich dni okresem spokoju, natomiast globalnym rynkom akcji nie brakowało problemów. **Najpoważniejszym z nich była seria kolejnych złych danych inflacyjnych, które zarówno w USA, jak i w Europie nie wskazują na to, by wzrost cen w jakikolwiek sposób słabł.** W efekcie tego czynnika, a także solidnych danych z amerykańskiej gospodarki, za oceanem rozpoczęła się gwałtowna spekulacja na znacznie silniejsze niż wcześniej oczekiwano podwyżki stóp procentowych. **W trakcie miesiąca pojawiły się nawet plotki o nadzwyczajnym posiedzeniu Fed, wyceniano na przeszło 90% prawdopodobieństwo, że w marcu FOMC rozpocznie cykl od ruchu o 50 pb, banki inwestycyjne pisały o siedmiu podwyżkach w tym roku i nawet dziewięciu z rządu.** Rentowności amerykańskich 2-letnich obligacji skarbowych przekroczyły 1,6%, a 10-letnich 2,05%. Rynek zaczął też wyceniać rosnące szanse na zmianę retoryki EBC. W efekcie odbicie na amerykańskim rynku akcji zatrzymało się po odrobinie około połowy styczniowych strat.

O przebiegu reszty miesiąca zdecydowało najpierw rosnące napięcie na granicy rosyjsko-ukraińskiej, a następnie inwazja Rosji na terytorium Ukrainy. Rozpoczęty 24.02. atak jest kontynuowany do tej pory z narastającą siłą. Pierwotnie łagodna reakcja Zachodu na agresję Moskwy uległa radykalnemu zaostrzeniu pod presją europejskich obywateli i za sprawą zacieklego oporu stawianego przez wojsko ukraińskie, wykluczającego scenariusz wojny błyskawicznej oraz upadku rządu w Kijowie. O potencjalnych skutkach konfliktu pisaliśmy bardziej szczegółowo w [Raportcie Specjalnym](#), na razie najważniejszym jest bez wątpienia olbrzymi wzrost cen ropy, z 90 USD/b na początku lutego do ponad 110 USD/b na początku marca. Pomimo wiążącego się z zachowaniem surowców silnego pogorszenia prognoz inflacji na świecie, zachowanie długu, przynajmniej na rynkach bazowych, tymczasowo się odwróciło, co sugeruje postępujące rozgrywanie scenariusza stagflacyjnego (wysoka inflacja i stagnacja gospodarcza). **Wpływ wojny na polskie papiery skarbowe pozostaje ograniczony, po załamaniu notowań na GPW w ubiegły czwartek grunt, jak się wydaje, znalazła także GPW, a przynajmniej duże spółki. Najbardziej widocznym efektem inwazji dla krajowych aktywów jest na razie gwałtowna deprecjacja złotego - kurs USDPLN przekroczył chwilowo 4,35, a kurs EURPLN 4,80.**

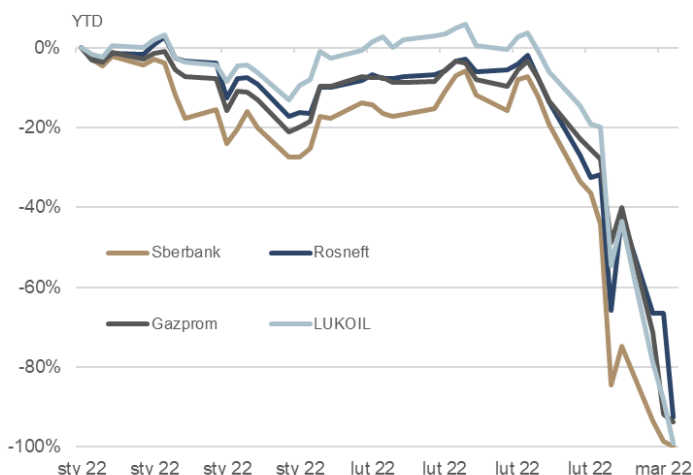
Sytuacja na rynku pozostaje niezwykle zmienna i w historii publikacji Barometru Inwestycyjnego nie było chyba miesiąca, w którym nie istniałoby tak silne ryzyko całkowitej pomyłki w prognozach dalszego zachowania głównych aktywów. W horyzoncie najbliższych tygodni chcielibyśmy się podzielić natomiast kilkoma obserwacjami. Przede wszystkim, nawet w scenariuszu deeskalacji, zastosowane przez kraje rozwinięte sankcje przeciągną się zapewne na co najmniej kilka miesięcy, przynosząc poważne koszty ekonomiczne. Oznacza to, że najprawdopodobniej powstrzymana została rotacja inwestorów z akcji amerykańskich do europejskich i z taktycznego punktu widzenia to te pierwsze wydają się rozsądniejszym wyborem, by podejmować rynkowe ryzyko. **Wpływ wojny np. na wyprzedany sektor technologiczny będzie marginalny, związki amerykańskiego sektora finansowego z Rosją od 2014 r. systematycznie malały, a jakiegokolwiek koszty poniesione przez amerykańskie firmy poprzez odpisy aktywów rosyjskich i wyjście z tamtejszego rynku będą znacznie mniejsze niż w Europie.** Jesteśmy zmuszeni także, by zmienić nastawienie do polskich akcji na neutralne dla dużych spółek i umiarkowanie negatywne dla małych i średnich. Nakładają się na to zarówno oczekiwania co do sezonu wynikowego, jak i obawy o dalszą, niezwykle silną presję kosztową, która dotknie bardziej mniejsze przedsiębiorstwa. **WIG20 wydaje się mieć większy potencjał do odbicia, szczególnie, że w obliczu niezwykle wysokiej inflacji RPP raczej nie będzie mogła sobie pozwolić na przerwanie cyklu, co oznacza, że przecena banków może okazać się tymczasowa.** Zachowanie sWIG80 i spółek poniżej niego jest też znacznie bardziej uzależnione od popytu krajowego, ujemne salda napływów na rynek mogą tymczasem trwać miesiącami. Małe spółki nie będą również korzystać z widocznego w ostatnich dniach efektu zniknięcia Rosji z mapy inwestycyjnej regionu.

Oczekujemy, że znajdujemy się blisko wyznaczenia szczytu siły dolara, później, ponownie pod wpływem inflacji, euro powróci do aprecjacji, ponieważ EBC stanie przed tym samym wyborem co RPP, Fed natomiast może ograniczyć liczbę podwyżek w tym roku do 4-5. **Surowce powinny pozostać preferowaną klasą aktywów pomimo ostatnich silnych wzrostów.** Zarówno kruszce, jak i szeroki rynek surowcowy (energia, żywność) udowodniły, że stanowią naturalne zabezpieczenie portfela w scenariuszu dalszego wzrostu ryzyk geopolitycznych. Na rynku długu implozja wycen obligacji ważnego emitenta (Rosji) stanie się naszym zdaniem punktem zwrotnym dla obligacji rynków wschodzących, notujących obecnie dwucyfrowe przeceny YTD. **Zakładamy, że także w tym przypadku znaleźliśmy się blisko zarysowania dołka.** W koszyku akcji EM wciąż ciekawie wyglądają Ameryka Łacińska, Chiny i Indie.

Surowce energetyczne nie przestają drożeć



Załamanie wycen poszczególnych spółek rosyjskich notowanych na giełdzie londyńskiej

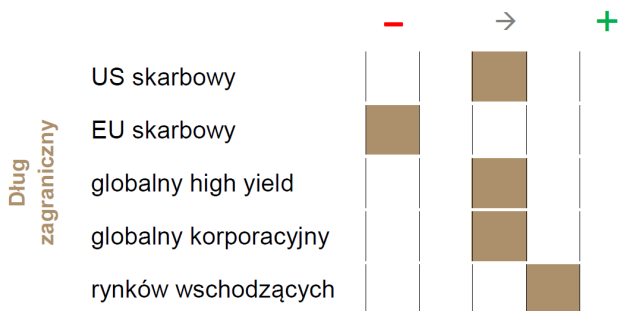


Źródło: Bloomberg. 02.03.2022 r.

Pogląd na segmenty rynkowe



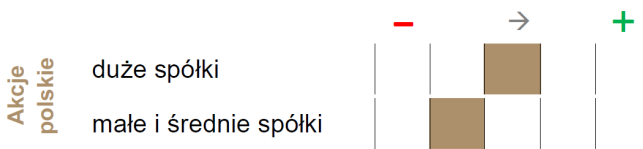
W obecnej sytuacji zakładamy, że RPP może w najbliższym czasie bardziej skupiać się na zagrożeniach dla wzrostu gospodarczego, co zmniejsza prawdopodobieństwo silniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej. **Naszym scenariuszem bazowym jest realizacja cyklu podwyżek według scenariusza zakładanego przed wybuchem wojny.** Ostatnie wydarzenia mają istotny wpływ na zachowanie społeczeństwa, które w obliczu znaczącego wzrostu obaw o szeroko rozumianą przyszłość może ograniczać swoją konsumpcję. Oczywiście schłodzenie popytu krajowego nie zdusi od razu inflacji, jednak pozwoli RPP popatrzeć na krajową politykę monetarną nieco z innej perspektywy. **Utrzymujemy zatem pozytywne nastawienie do długu skarbowego.** Naszym zdaniem rozszerzenie premii za ryzyko, które w praktyce oznaczało przecenę obligacji korporacyjnych zrealizowało się już na wystarczającym poziomie.



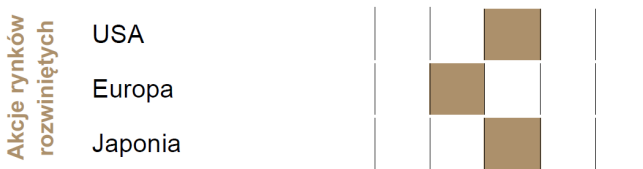
Uważamy, że Fed nie przejdzie obojętnie obok ostatnich wydarzeń geopolitycznych, co w praktyce oznacza **ostrożniejsze podejście do zacieśniania polityki monetarnej.** Należy wspomnieć, że amerykański dług skarbowy dobrze wpisuje się w definicję „bezpiecznych przystani”, które w obecnym otoczeniu przyciągają kapitał inwestorów. Uważamy zatem, że pomimo tego, iż znajdujemy się za oceanem w przededniu rozpoczęcia cyklu podwyżek, amerykański dług skarbowy w pełni zasługuje na ocenę neutralną.

Utrzymujemy neutralne nastawienie do obligacji HY z zastrzeżeniem, że **bardziej preferujemy dług amerykański, który powinien korzystać z napływu kapitału do USA.** Z obawami spoglądamy w kierunku europejskich obligacji HY, które mogą znajdować się pod presją problemów lokalnych, a także związanych z ryzykiem „jastrzębiego” zwrotu w EBC.

Pomimo ostatnich zawirowań stawiamy na obligacje rynków wschodzących. **Wzrost awersji do ryzyka rozszerzył i tak już wysoką premię, którą oferowały obligacje EM.** Zakładając wyczerpanie potencjału umocnienia USD, stosunek oczekiwanej stopy zwrotu do ryzyka prezentuje się korzystnie.



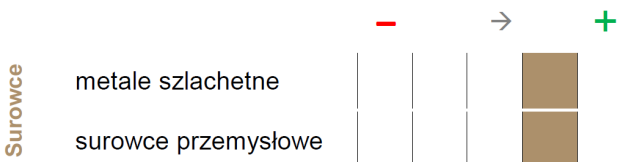
Uważamy, że wciąż należy liczyć się z pogłębieniem na GPW spadków z ubiegłego tygodnia, a **większe spółki mają większą szansę na odbicie niż średnie, a w szczególności małe.** W tych ostatnich stagnacja może utrzymywać się tygodniami, jeśli nie miesiącami. Jesteśmy też potencjalnie jednym z rynków najsilniej podatnych na eskalację działań wojennych w krótkim terminie. **W średnim i długim WIG20 może okazać się beneficjentem zniknięcia Rosji z mapy inwestycyjnej Europy Środkowo-Wschodniej.**



W wyniku wojny jesteśmy zmuszeni zmienić nastawienie do akcji europejskich na umiarkowanie negatywne, rośnie natomiast atrakcyjność USA. Międzynarodowy kapitał będzie zapewne przepływał z terenu UE także do innych rynków rozwiniętych, takich jak Kanada, Australia czy Japonia. Skala szoku inflacyjnego i kosztu ekonomicznego konfliktu w Ukrainie dla strefy euro jest na razie niemożliwa do oceny.

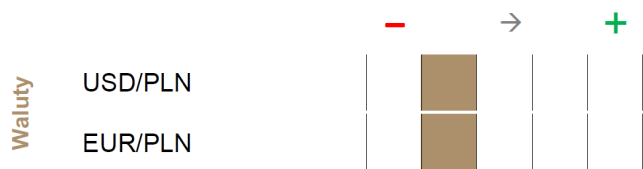


Rosja przestała być obecnie kierunkiem inwestycyjnym, w związku z czym postanowiliśmy usunąć ją z Barometru Inwestycyjnego. Najpoważniejszym beneficjentem konfliktu w Ukrainie w koszyku EM okaże się najprawdopodobniej wyróżniająca się w tym roku Ameryka Łacińska, którą wciąż preferujemy, a także tzw. *frontier markets*, których koszyk oparty jest o kraje będące często eksporterami surowców. Na kolejnych miejscach pod względem preferencji umieścilibyśmy Indie i Chiny, które są jednak importerami netto. W przypadku Chin zaznaczamy także rosnące ryzyka geopolityczne, ich stanowisko w sprawie Ukrainy może stać się źródłem dalszych napięć z USA i UE.



Wojna za naszą wschodnią granicą przypomniała inwestorom o złocie jako aktywie inwestycyjnym. **Skutki konfliktu w postaci wyższych cen surowców napędzą dodatkowo inflację, która pogłębi ujemne realne rentowności.** Utrzymujemy zatem pozytywne nastawienie do metali szlachetnych.

Nasze nastawienie do surowców przemysłowych jest pozytywne, jednak prognozowanie cen ropy czy gazu w obecnym otoczeniu jest obarczone bardzo dużym ryzykiem błędu. **Zwracamy zatem szczególną uwagę na zasadność dywersyfikacji i rozłożeniu ciężaru portfela na różne „podsegmenty”, np. surowce energetyczne i metale przemysłowe.**

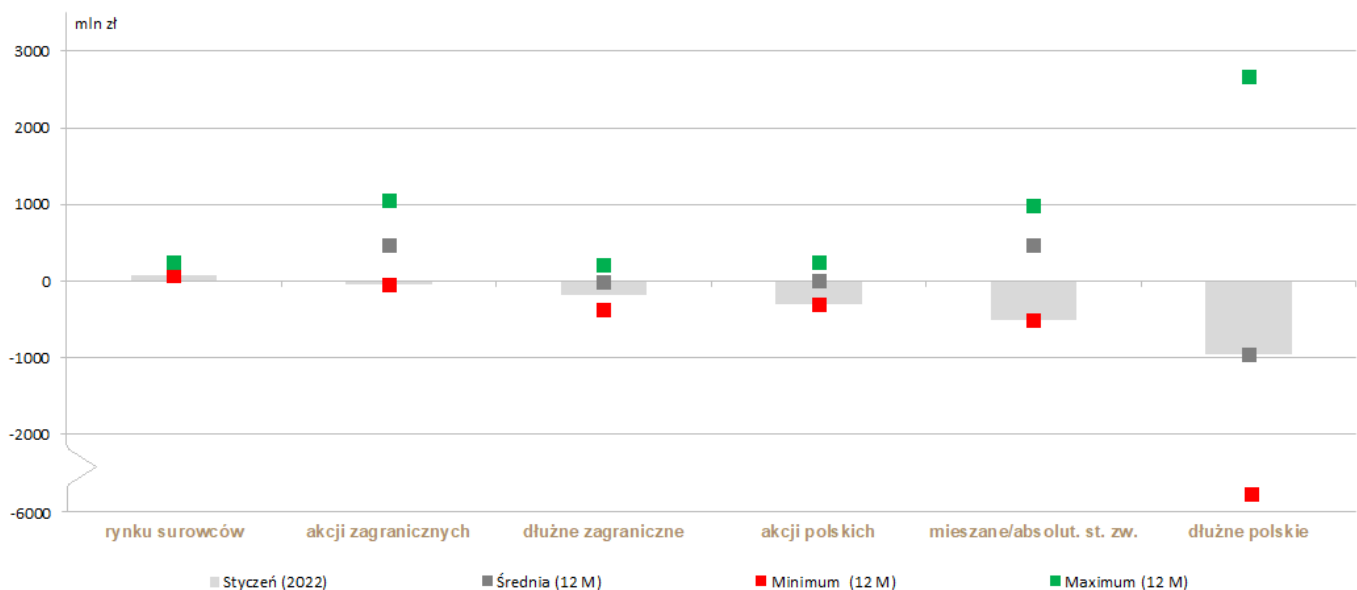


Szok, którym wojna na Ukrainie okazała się dla kursu PLN, będzie naszym zdaniem stopniowo wygasł, czego potwierdzenie widzimy w bieżącym zachowaniu rynku obligacji i akcji. Absolutnie nie tłumaczy on tak silnej deprecjacji, wywołanej przynajmniej w części chwilową paniką i widocznymi na poziomie anegdotycznym dowodami na masowe przewalutowania dokonywane przez obywateli i przedsiębiorstwa. **Spodziewamy się także kolejnych interwencji NBP w celu zatrzymania osłabienia waluty.**

Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	-0.80%	-0.95%	-3.34%	-0.34%	-0.68%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	-0.67%	-0.83%	-2.01%	2.37%	-0.74%
papierów dłużnych polskich skarbowych	-0.43%	-0.62%	-3.15%	-0.17%	-0.25%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-0.15%	-3.11%	6.74%	11.87%	-0.91%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-0.90%	-4.94%	-1.80%	6.14%	-2.67%
papierów dłużnych globalnych High Yield	-2.01%	-2.52%	-3.35%	3.62%	-4.16%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	-1.68%	-2.25%	-2.46%	3.09%	-2.97%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	-2.00%	-3.01%	-4.99%	1.76%	-3.44%
papierów dłużnych zagranicznych rynków wschodzących	-7.74%	-8.74%	-14.10%	-9.21%	-9.40%
akcji polskich uniwersalne	-7.15%	-7.35%	3.76%	6.56%	-9.76%
akcji polskich małych i średnich spółek	-8.39%	-11.28%	0.16%	32.12%	-12.06%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	-0.68%	-9.05%	-0.93%	28.06%	-10.34%
akcji amerykańskich	1.02%	-7.74%	1.66%	35.47%	-8.21%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	-2.83%	-6.19%	4.11%	20.39%	-8.05%
akcji europejskich rynków wschodzących	-17.80%	-18.75%	-8.67%	-5.76%	-20.13%
akcji globalnych rynków wschodzących	-3.19%	-5.24%	-10.71%	7.47%	-6.11%
akcji azjatyckich bez Japonii	-0.12%	-5.77%	-10.25%	10.54%	-4.23%
akcji rosyjskich	-55.74%	-61.85%	-52.88%	-42.57%	-60.37%
akcji tureckich	-0.44%	-2.57%	-15.86%	-22.41%	2.44%
rynku surowców - metale szlachetne	11.25%	6.39%	5.61%	39.80%	6.37%
rynku surowców pozostałe	7.67%	15.42%	26.52%	43.78%	12.88%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	-0.84%	-3.41%	-3.47%	5.07%	-3.65%
mieszane polskie	-2.58%	-3.39%	-3.33%	1.25%	-3.56%
mieszane zagraniczne	-1.01%	-3.30%	-0.11%	9.70%	-3.59%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 28.02.2022 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.