

Barometr Inwestycyjny Xelion



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Grudzień wbrew naszym oczekiwaniom nie przyniósł kontynuacji rozpoczętej w listopadzie korekty na amerykańskim rynku akcji. Ponowny atak na minima z przełomu miesiąca nie zakończył się powodzeniem, przegrywając z tradycyjną kończąca rok falą popytu, która umożliwiła indeksowi S&P500 atak na nowe szczyty. Olbrzymią rolę w jego powodzeniu odegrało Apple, którego notowania na początku stycznia osiągnęły poziom oznaczający pierwszą w historii trybilionową kapitalizację. **Wzrost notowań największej na świecie spółki giełdowej o ponad 20% w ciągu ostatnich dwóch miesięcy, odbywający się przy braku nowych informacji fundamentalnych, prognozie bliskiego zera wzrostu przychodów w 2022 r. i około pięcioprocentowego w kolejnych latach traktujemy jako symptom niezdrowej sytuacji na amerykańskim rynku akcji.** Wycena wskaźnikowa Apple jest obecnie 40-50% wyższa niż przed pandemią.

Jest to o tyle ważne, że rentowności amerykańskiego długu silnie rosły w grudniu, zarówno na krótkim, jak i długim końcu krzywej i będą w naszej opinii wywierać presję na rynek akcji. **Do zmiany retoryki Fed w pierwszej połowie roku niezbędne byłoby bardzo poważne pogorszenie sytuacji w gospodarce i na giełdzie. Prawdopodobieństwo zakończenia QE do marca i pierwszych dwóch podwyżek przed lipcem wydaje nam się bardzo wysokie, rynek nie w pełni dyskontuje naszym zdaniem fakt, że Komitet przestał być tarczą przed spadkami.**

Choć bilans ryzyk dla całego globalnego rynku akcji wydaje nam się w tym momencie negatywny, z perspektywy planów banków centralnych „reszta świata” zaczyna wyglądać interesująco - EBC pozostaje wyraźnie bardziej gołębi niż Fed pomimo bardzo zbliżonych prognoz wzrostu PKB w strefie euro i USA w tym roku (3-4%). W Japonii problem inflacji tradycyjnie nie istnieje, w Chinach w końcówce roku rozpoczął się z kolei proces luzowania polityki monetarnej, który będzie kontynuowany w tym półroczu.

Spośród dwóch krótkoterminowych ryzyk - zbliżającej się globalnej kulminacji zakażeń omikronem i wejścia w okres podwyższonych wykupów obligacji przez chińskich deweloperów, ważniejsze wydaje nam się to drugie. W styczniu sektor będzie musiał wykupić dług o równowartości około 12 mld USD (niemal połowa denominowana jest jednak w juanie), najwięcej w tym roku poza lipcem. Bardzo poważnym obciążeniem będzie też konieczność wypłacenia zaległych płac, wstrzymywanych w 4Q2021 w wielu przedsiębiorstwach. **Krótkoterminowo może powodować to poważne napięcia, jednak przejście przez najbliższy miesiąc bez silnej wyprzedaży akcji na Dalekim Wschodzie będzie naszym zdaniem tworzyło okazję do zajmowania średnio- i długoterminowych pozycji na tamtejszym rynku.** Wielkość zapadających zobowiązań w lutym będzie radykalnie niższa, co powinno sprzyjać odbiciu. Akcje chińskie są w tym momencie bardzo atrakcyjne cenowo, szczególnie sektor technologiczny kwotowany jest z dużym dyskontem do amerykańskiego.

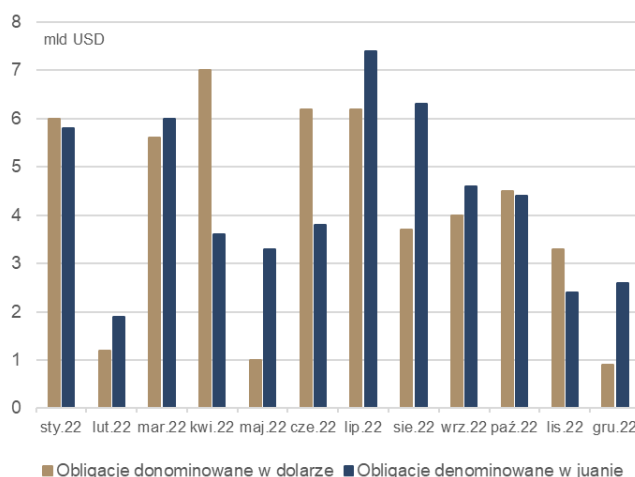
4Q2021 zdecydowanie nie należał do Polski i rynków środkowoeuropejskich. Z perspektywy technicznej na wykresach WIG oraz WIG20 utworzona została jednak formacja podwójnego dna, a miesiąc zakończył się na plusie, co w połączeniu z solidnymi pierwszymi sesjami po Nowym Roku daje powody do ostrożnego optymizmu. **Zwracamy również uwagę, jak duży naszym zdaniem niedoceniany wpływ na sentyment inwestorów zagranicznych do regionu miała w ciągu ostatnich dwóch miesięcy sytuacja na granicy rosyjsko-ukraińskiej.** Przecena akcji w Moskwie była wyraźnie silniejsza niż w Warszawie i tylko częściowo da się ją wytłumaczyć zachowaniem rosyjskiej gospodarki.

Grudzień przyniósł rewizję i scementowanie oczekiwań banków centralnych co do tego, że inflacja będzie wysoka i uporczywa, jest to w tej chwili pogląd konsensusowy, z którego wyłamuje się dość wyraźnie tylko EBC. **Będąc pesymistami w tej kwestii na początku ubiegłego roku, w tej chwili uważamy, że ryzyka dotyczące dalszego wzrostu cen mogą się okazać przeszacowane.** Spośród dezinflacyjnych czynników z ostatniej dekady aktualne pozostają trendy demograficzne i rozwój technologiczny, znak zapytania można postawić tylko nad postępującą globalizacją. Krótkoterminowo, zapasy wzrosły już do bardzo wysokich poziomów, ceny paliw powinny się stabilizować, a może nawet lekko spadać w ciągu najbliższych 3 miesięcy. Poziom cen pozwolę na emisję CO₂ stał się na tyle poważnym problemem, że oczekujemy także zmian w mechanice tego rynku w tym roku.

Ceny gazu na rynku europejskim



Zapadalność obligacji chińskich deweloperów w 2022 r.



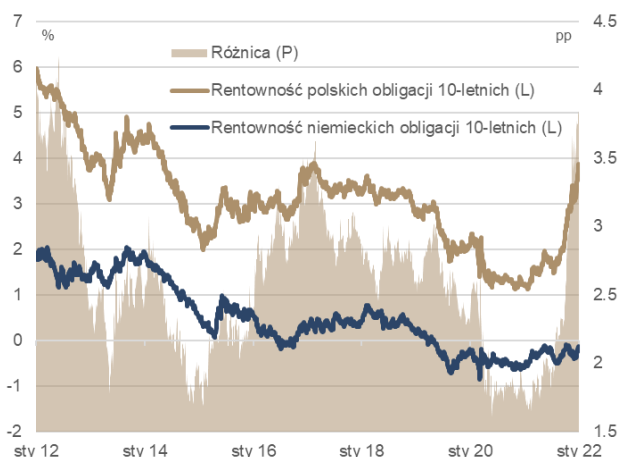
Źródło: Bloomberg. 05.01.2022 r.

Perspektywy rynkowe na 2022 r.

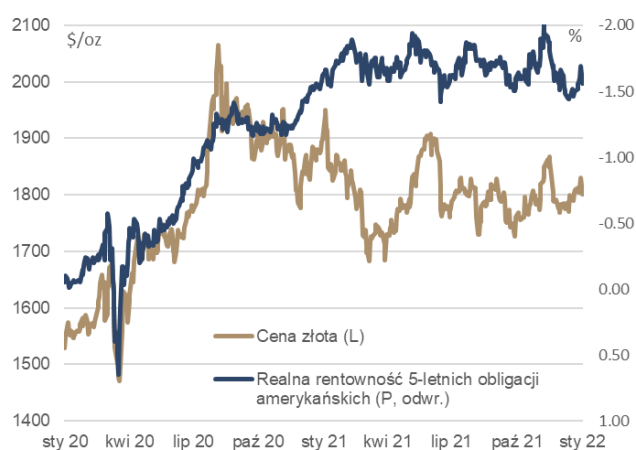
Początek roku jest tradycyjnie okresem, w którym stawiane są prognozy na najbliższe 12 miesięcy, a choć często już pierwszy kwartał stawia wiele z nich pod bardzo poważnym znakiem zapytania lub czyni ich realizację niemal niemożliwą, chcielibyśmy pokusić się o postawienie 10 tez inwestycyjnych:

- 1) Zgodnie z grudniowymi globalnymi projekcjami PKB opublikowanymi przez OECD na początku grudnia wzrost gospodarczy w 2022 r. wyniesie na świecie 4,5% (vs. 5,6% w 2021 r.), w USA 3,7% (vs. 5,6% w 2021 r.), w Chinach 5,1% (vs. 8,1% w 2021 r.), a w strefie euro 4,3% (vs. 5,2% w 2021 r.). **W kontekście krótkoterminowych ryzyk związanych z omikronem spodziewamy się, że dynamika PKB będzie słabła szybciej od oczekiwań już od 1Q2022 i w każdym z tych przypadków okaże się niższa.**
- 2) Wpływ decyzji regulacyjnych na dynamikę cen w przyszłym roku jest tak silny, że właściwie niemożliwe jest stworzenie wiarygodnej ścieżki inflacyjnej. **W scenariuszu bazowym, w którym zakładamy wydłużenie tarczy antyinflacyjnej na 2Q2022 i półroczny zerowy VAT na żywność od lutego oczekujemy, że średnioroczna inflacja okaże się niższa niż wskazane ostatnio przez prezesa Glapińskiego 7,6% w 2022 r. Spodziewamy się, że będzie to 7,0-7,5%.**
- 3) Znacznie wyższa od oczekiwań podwyżka taryf na gaz i prąd dla gospodarstw domowych sprawiła, że jesteśmy zmuszeni podnieść w górę nasze oczekiwania co do punktu, w którym zostanie zakończony cykl podwyżek stóp w Polsce. **Oczekujemy, że będzie to poziom 3,25-3,50%, niższy od obecnych oczekiwań rynkowych.**
- 4) **Spójnie z tym poglądem oczekujemy, że w 2022 r. fundusze obligacji korporacyjnych będą w stanie osiągnąć stopy zwrotu na poziomie 3-4%, a fundusze obligacji skarbowych długoterminowych nawet wyższe.**
- 5) Oczekujemy, że mix zacieśnienia w polityce monetarnej na świecie, wygasania programów fiskalnych i słabnącego wzrostu gospodarczego spowoduje, że **stopa zwrotu z indeksu MSCI All Countries World Index zamknie się w 2022 r. w przedziale <-10%;+10%>, głównie za sprawą słabszego zachowania giełdy amerykańskiej.**
- 6) Wierzymy, że w związku z kończącą rok wyprzedzą w Warszawie, sprowadzającą ceny akcji na GPW do atrakcyjnych poziomów i połączoną z bardzo wysokim poziomem wycen za oceanem **WIG osiągnie w 2022 r. wyższą stopę zwrotu niż S&P500.**
- 7) Jaskrawa różnica pomiędzy obecnym stanowiskiem EBC oraz Fed w kwestii dalszej polityki monetarnej sprawia, że w scenariuszu wysokiej inflacji pierwszy z banków centralnych zostanie zmuszony do zmiany retoryki na bardziej jastrzębią, a w naszym bazowym, zakładającym niższy od oczekiwań wzrost PKB i cen, Fed jest bardziej podatny na gołębią rewizję swojego *forward guidance*. **Spodziewamy się, że kurs EURUSD zakończy 2022 r. na plusie, dolar osłabi się także w ujęciu koszykowym.** Zaznaczamy, że w 1Q2022 istnieje duże ryzyko kontynuacji ruchu w przeciwnym kierunku.
- 8) **W kontekście słabnącego wzrostu gospodarczego i wzrostu podaży ropy oczekujemy, że jej ceny na koniec 2022 r. nie przekroczą 80 \$/b (WTI), a mogą wręcz spadać.** Po tegorocznej konsolidacji do trendu wzrostowego może powrócić natomiast miedź i inne metale przemysłowe, których ceny znalazły się w drugiej połowie 2021 r. pod presją w wyniku działań Chin.
- 9) Po trwającym od listopada 2020 r. do marca 2021 r. okresie siły spółek typu value na tle wzrostowych, te drugie odrobiły całą stratę i osiągnęły w końcu listopada nowe szczyty. **Spodziewamy się jednak, że nowe otoczenie inflacyjne i zmiany w polityce pieniężnej w USA sprawią, że w 2022 r. Russel 1000 Value okaże się silniejszy niż Russel 1000 Growth, co historycznie sprzyjało też relatywnej sile rynków europejskich.**
- 10) **Oczekujemy, że w 2022 r. metale szlachetne, w szczególności złoto, uzyskają wyraźnie dodatnią stopę zwrotu, wyższą niż globalny rynek akcji.** Katalizatorem dla ruchu w górę, posiadającego głębokie uzasadnienie w poziomach realnych rentowności na świecie, mogą być naszym zdaniem silne spadki notowań kryptowalut, które powinny przywrócić zainteresowanie kruszcami jako aktywem inwestycyjnym.

Polskie 10-letnie obligacje skarbowe vs. niemieckie



Cena złota na tle realnych rentowności

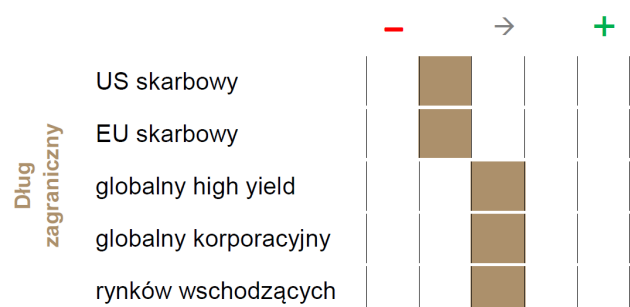


Źródło: Bloomberg, 05.01.2022 r.

Pogląd na segmenty rynkowe

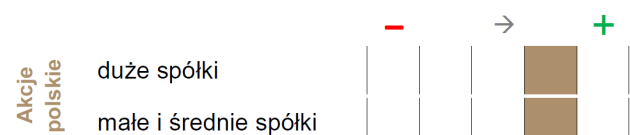


W styczniu RPP podniosła główną stopę o 50pb do 2,25%, co jest już czwartą z rzędu podwyżką stóp NBP. Wiele wskazuje na to, że Rada nie powiedziała jeszcze ostatniego słowa. **Nie zmienia to jednak faktu, że rynek obecny cykl wycenił już z dużym zapasem.** Kontrakty na stopę procentową 3 stycznia wyceniły jej wzrost do poziomu 4% (pod koniec grudnia zrewidowano w górę oczekiwania inflacyjne po podaniu przez URE nowych stawek za prąd i gaz). Skłaniamy się ku temu, by sądzić, że zasięg podwyżek będzie niższy niż obecne zakłady rynkowe. Przestrzeń do tego daje rozszerzenie oraz potencjalne wydłużenie tarczy antyinflacyjnej. Warto też zaznaczyć, że wraz z kolejnymi podwyżkami stóp w Radzie będzie nasilać się dyskusja na temat ich kosztu gospodarczego. **W przypadku trzech poprzednich cykli moment po trzeciej podwyżce był już optymalny do tego, by zwiększyć zaangażowanie w dług skarbowy.** Utrzymujemy zatem silnie pozytywne nastawienie na ten segment.

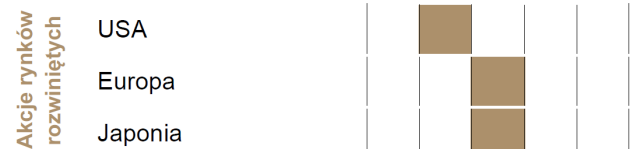


Rynki wyceniają, że już w marcu, czyli wraz z zakończeniem programu skupu aktywów istnieje stosunkowo wysokie prawdopodobieństwo rozpoczęcia cyklu podwyżek przez Fed. **Naszym zdaniem w roku 2022 możemy być świadkami 3-4 podwyżek za oceanem.** Utrzymujemy stanowisko, że priorytetem amerykańskiej Rezerwy Federalnej w najbliższych kwartałach będzie walka z inflacją, nawet kosztem słabego zachowania Wall Street.

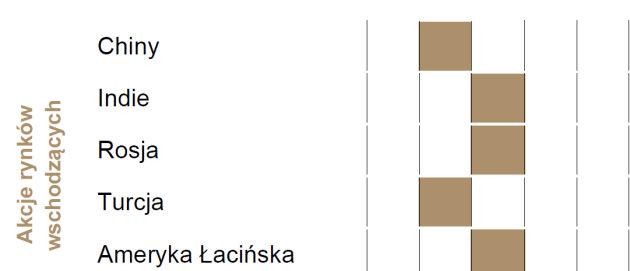
Europejski dług high yield oraz korporacyjny są według nas klasami aktywów, które mogą zachowywać się na początku roku relatywnie silnie na tle segmentu długu zagranicznego. Jednak naszym zdaniem w całym 2022 r. to rynki wschodzące dysponują wyższym potencjałem. **Cykl zacieśniania rozpoczął się tam zdecydowanie wcześniej niż na rynkach rozwiniętych, a spready kredytowe są już na znacznie wyższych poziomach niż przed wybuchem pandemii.** Rentowność długu emerging markets po ubiegłorocznych przecenach ponownie stała się atrakcyjna. Ponadto miejsce do jastrzębich zaskoczeń ze strony amerykańskiej Rezerwy Federalnej stało się już mocno ograniczone, co z punktu widzenia dolara zmniejsza szanse na kontynuowanie aprecjacji.



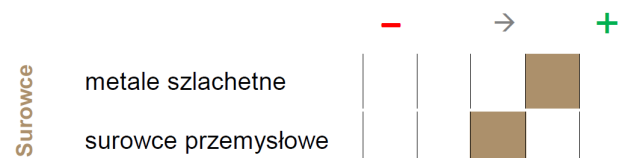
Pomimo poważnych problemów polski rynek akcji zdołał w grudniu uformować podwójne dno i zakończyć miesiąc na plusie. Spodziewamy się, że w ujęciu relatywnym czeka nas dobry rok na GPW. Krótkoterminowo oczekujemy deeskalacji konfliktu na linii Rosja-Ukraina i wiążącego się z tym ponownego napływu kapitału do regionu. Akcje polskie po przecenie w 4Q2021 są wskaźnikowo bardzo atrakcyjne na tle wycen w reszcie Europy. Ważnym ryzykiem pozostają ceny gazu, które będą miały zauważalny wpływ na wyniki części spółek.



Nasze pesymistyczne podejście do rynku amerykańskiego w ubiegłym miesiącu okazało się błędne, korekta nie doczekała się kontynuacji. **Wydaje nam się, że obecne poziomy cenowe w Nowym Jorku są niezwykle wysokie i wstrzymujemy się przed zakupami,** szczególnie, że ostatni ruch w górę wywołało zachowanie wąskiej grupy spółek (głównie Apple i Tesli). **Rosnące szybko rentowności obligacji amerykańskich mogą stać się katalizatorem głębszej korekty.**

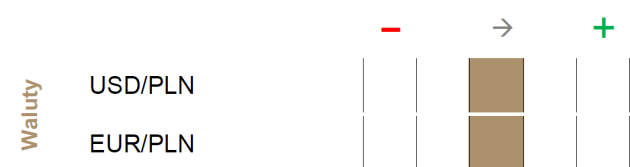


Styczeń jest w naszej opinii miesiącem, w którym **chiński rynek akcji zostanie poddany poważnej próbie z uwagi na wielomiliardowe wykupy obligacji w sektorze deweloperskim i konieczność wypłat zaległych wynagrodzeń pracownikom.** Po wielomiesięcznej słabości rynków wschodzących zbliżamy się jednak naszym zdaniem do punktu przełomowego i spodziewamy się, że w przypadku materializacji negatywnych ryzyk w lutym zmienimy nasze nastawienie do rynków azjatyckich i całego segmentu EM na pozytywne. Nie wykluczamy scenariusza, w którym po bardzo słabym 2021 r. najbliższe 12 miesięcy przyniesie na nich pozytywne niespodzianki, czemu powinien sprzyjać luzowanie polityki monetarnej w Państwie Środka oraz wyczerpanie się potencjału dolara do dalszej aprecjacji.



W kontekście rozważań na temat przyszłości złota należy zauważyć, że **pomimo tendencji idącej w kierunku normalizowania polityki monetarnej na całym świecie, ujemne realne rentowności pozostaną z nami na dłużej.** Aspekt ten obok rosnącego fizycznego popytu jest dla nas kluczowy w kontekście utrzymywania pozytywnego nastawienia do metali szlachetnych.

Aktualnie zdecydowanie więcej szans dostrzegamy w obszarze metali przemysłowych niż wśród surowców energetycznych. W przypadku takich surowców jak miedź czy ruda żelaza interwencje Chin w 2H2021 sztucznie przyhamowały ich potencjał wzrostowy.

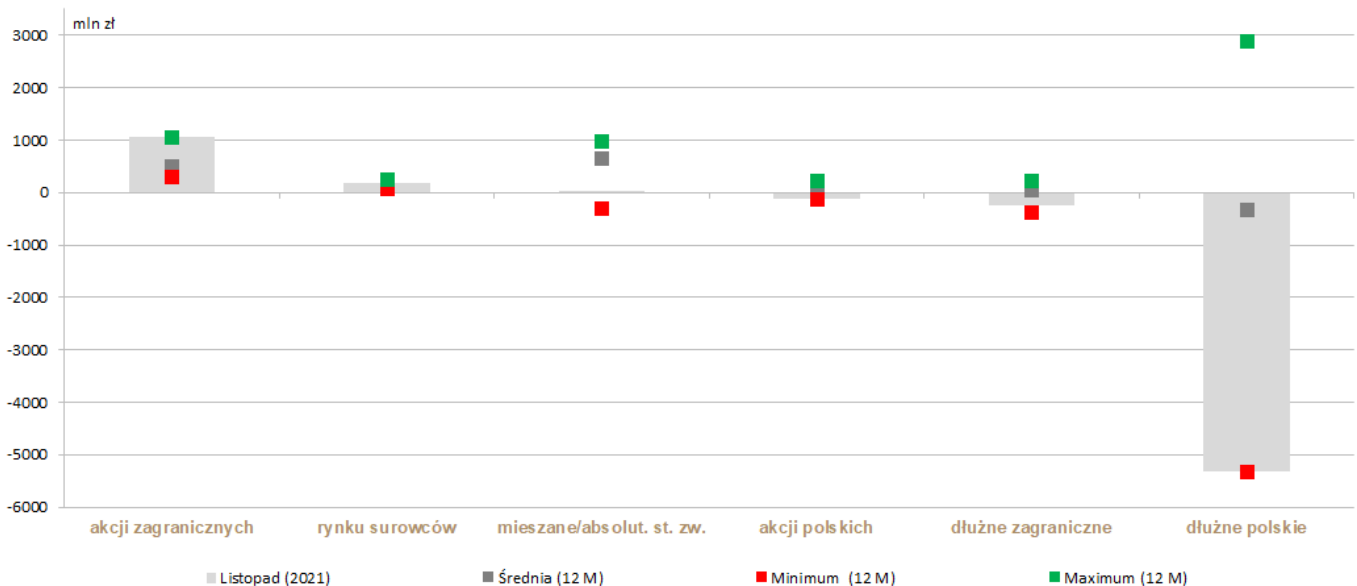


Grudzień przyniósł wyczekiwane przez nas wyraźne umocnienie PLN względem euro, a także dolara. Krótkoterminowo znaleźliśmy się w pobliżu poziomów neutralnych, natomiast kontynuacja cyklu podwyżek stóp procentowych w Polsce powinna sprzyjać dalszemu umocnieniu polskiej waluty na przestrzeni najbliższych 6-12 miesięcy.

Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	-0.27%	-2.33%	-2.54%	0.40%	-2.54%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	-0.09%	-1.64%	-1.06%	3.91%	-1.06%
papierów dłużnych polskich skarbowych	-0.33%	-2.24%	-2.73%	-0.03%	-2.73%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-0.89%	0.52%	8.22%	16.31%	8.22%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-1.96%	-1.79%	-0.06%	11.10%	-0.06%
papierów dłużnych globalnych High Yield	1.78%	-0.22%	1.06%	13.40%	1.06%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0.73%	-0.40%	-0.06%	8.93%	-0.06%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	0.25%	-1.59%	-2.83%	8.54%	-2.83%
papierów dłużnych zagranicznych rynków wschodzących	0.47%	-4.10%	-8.48%	3.03%	-8.48%
akcji polskich uniwersalne	1.46%	-1.35%	17.37%	24.35%	17.37%
akcji polskich małych i średnich spółek	-0.01%	-2.69%	22.34%	61.89%	22.34%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	1.80%	4.41%	12.63%	62.14%	12.63%
akcji amerykańskich	1.61%	4.87%	16.63%	66.71%	16.63%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	3.28%	4.13%	15.20%	48.08%	15.20%
akcji europejskich rynków wschodzących	1.24%	-2.82%	15.23%	29.04%	15.23%
akcji globalnych rynków wschodzących	1.16%	-1.48%	-1.21%	24.20%	-1.21%
akcji azjatyckich bez Japonii	-0.74%	-1.78%	-3.05%	23.07%	-3.05%
akcji rosyjskich	-4.36%	-7.10%	22.25%	60.16%	22.25%
akcji tureckich	1.03%	-9.03%	-18.81%	-14.89%	-18.81%
rynku surowców - metale szlachetne	1.08%	5.23%	-9.66%	40.05%	-9.66%
rynku surowców pozostałe	4.05%	3.31%	20.61%	38.11%	20.61%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0.31%	-1.39%	0.83%	12.43%	0.83%
mieszane polskie	-0.16%	-4.09%	0.88%	7.72%	0.88%
mieszane zagraniczne	0.51%	0.06%	4.62%	18.58%	4.62%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 31.12.2021 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.