

Barometr Inwestycyjny Xelion

30

Nr 9/2022(30)

wrzesień 2022 r.



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

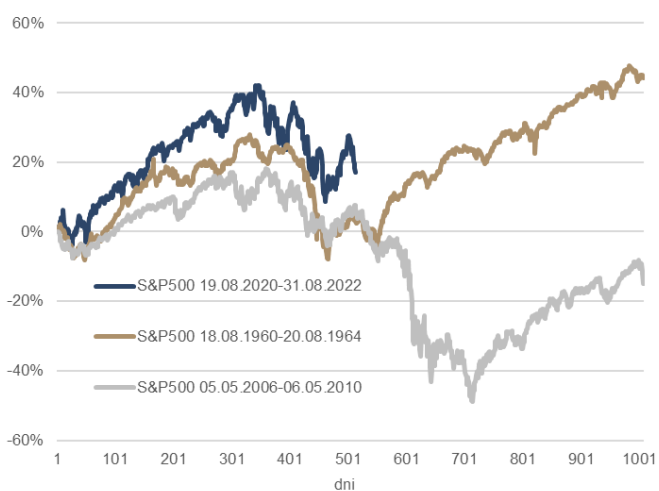
Wakacyjne odbicie na globalnych rynkach akcji trwało do 16 sierpnia. Po tej dacie giełdy zaczęły stopniowo poddawać się narastającej presji ze strony członków FOMC, którzy w każdym wywiadzie starali się hamować entuzjazm po świetnych lipcowych danych inflacyjnych z USA. Ruch w górę wbrew Fed trwał do momentu zatrzymania się spadków cen ropy naftowej, która wyznaczyła dół tego samego dnia gdy S&P500 osiągnęło lokalne maksimum. Przecena „czarnego złota” wywołała w sierpniu reakcję Arabii Saudyjskiej - ustami Ministra Energii Abdulaziza bin Salmana lider OPEC zagroził reakcją w sytuacji gdyby ceny kontynuowały spadki pomimo utrzymującego się deficytu. Wybicie w górę miało jednak ograniczony charakter, a wraz z rosnącymi obawami o globalny popyt ceny powróciły od tamtej pory w okolice minimów.

Kolejne wypowiedzi N. Kocherlakoty, L. Mester czy J. Bullarda sygnalizowały, że **Federalny Komitet ds. Otwartego Rynku nie jest zadowolony z odbioru lipcowego komunikatu i konferencji oraz przekonania, że osiągnięcie szczytu inflacji ogranicza determinację FOMC do kontynuacji podwyżek stóp.** Nokautem dla prób powrotu do hossy okazała się konferencja w Jackson Hole, gdzie J. Powell przedstawił historycznie krótkie i jednoznaczne wystąpienie, powołując się dwukrotnie na P. Volckera (były prezes Fed, który zakończył stagflację lat 70-tych podwyżkami stóp do niemal 20%, wywołując przy tym dwie głębokie recesje w ciągu 2 lat). Główne przesłanie **przemówienia** można porównać do słynnego „whatever it takes” Mario Draghi’ego w wersji, w której celem nie jest zażegnanie kryzysu i utrzymanie integralności strefy euro, a zduszenie inflacji. **Mimo to utrzymujemy sceptycyzm co do tego, czy obecna retoryka byłaby w stanie utrzymać się, gdyby do recesji faktycznie doszło.** Na dziś wydaje się, że prezes Rezerwy Federalnej podjął mądrą próbę chłodzenia rynku w sytuacji, gdy niepewność co do dalszej ścieżki cen pozostaje olbrzymia. **Uważamy, że absolutnie nie wyklucza ona gołębiego zwrotu za kilka miesięcy, ale narastające oczekiwania na rozpoczęcie obniżek stóp w pierwszej połowie przyszłego roku były problemem, który musiał zostać zaadresowany.** W przekonaniu tym utwierdza nas reakcja rynku walut i długu. Spadki cen akcji następują w pewnym oderwaniu od dość ograniczonej przeceny amerykańskich obligacji skarbowych i faktu, że pomimo przełamania parytetu kurs EURUSD od 22 sierpnia nie kontuuje trendu spadkowego. **Prawdziwa zmiana podejścia następuje naszym zdaniem w Europie, gdzie spodziewane jest podniesienie stóp o 125 pb w ciągu dwóch najbliższych posiedzeń.** W obliczu kryzysu energetycznego i już widocznych jego konsekwencji (narastający wpływ cen gazu i prądu na bazową część koszyka inflacyjnego) w UE jedynym rozwiązaniem w kwestii normalizacji cen wydaje się recesja. Rosnąca w ramach Unii opozycja wobec marnowania publicznych pieniędzy na różnego rodzaju dopłaty dla konsumentów może wreszcie doprowadzić do sytuacji, w której zbliżający się szczyt przyniesie faktyczne decyzje, mogące zaadresować problem. Nie jest to naszym zdaniem możliwe bez działań, które postuluje m.in. Francja, czyli walki o możliwie głębokie ograniczenie popytu w sezonie jesiennym i zimowym.

Ceny gazu i energii oddaliły się w tym tygodniu od horrendalnych poziomów, na których kończyliśmy ubiegły. Liczymy na to, że proces będzie kontynuowany we wrześniu, ale pozostajemy negatywnie nastawieni do akcji europejskich w koszyku rynków rozwiniętych. Trudniej ocenić nam Polskę w ramach koszyka emerging markets. **WIG20 osiągnął poziomy wyprzedzenia, które czynią obecną przecenę pod względem wskaźnikowym głębszą niż w marcu 2020 r.** Wprawdzie absolutnie nic nie zwiastuje obecnie z perspektywy technicznej jakiegokolwiek punktu zwrotnego, ale nawet w sytuacji, gdyby Polska miała nie otrzymać środków z KPO, obecne wyceny wydają się pod wieloma względami drastycznie zaniżone. Najlepszym przykładem w ramach WIG20 są akcje JSW ze wskaźnikiem C/Z na poziomie 0,9. Z tej perspektywy właściwym podejściem wydaje nam się nastawienie nakierowane na mocne „trzymaj” z dołkiem, który z dużym prawdopodobieństwem nastąpi w ciągu najbliższego miesiąca.

Aby stało się tak faktycznie w ujęciu nominalnym, a nie relatywnym, konieczna będzie poprawa sytuacji w otoczeniu zewnętrznym. Z tego powodu na wykres w tym miesiącu wybraliśmy dwa okresy bardzo silnie korelujące z aktualnym zachowaniem S&P500. **Podtrzymujemy opinię, że aktualna sytuacja ma na razie niewiele wspólnego z kryzysem 2008-09.** Trwające obecnie spadki powielają schematy z przeszłości - do trwałego zwrotu sytuacji na indeksie S&P500 po wyznaczeniu pierwszego dołka bessy nie dochodziło niemal nigdy. Jednocześnie scenariusz sprzed dekady nie ma w tej chwili żadnego oparcia w wynikach spółek. Główne głosy za kontynuacją przeceny i apokaliptycznym nastawieniem bardzo pomyliły się w kwestii tego, jakie wyniki zobaczyliśmy za 2Q2022. Póki co prognozy publikowane przez spółki należące do indeksu S&P500 znajdują się w opozycji względem opinii, że oczekiwania na 3Q/4Q2022 są znacznie zawyżone. Niezwykle modne w ostatnim czasie stało się publikowanie historii spadków S&P500 podczas kolejnych recesji i dowodzenie na tej podstawie, że trend spadkowy musi być kontynuowany. Dlatego zwracamy uwagę, że recesja wcale nie jest przesądzona. **Wskaźnik GDP Now Fedu z Atlanty wskazuje na rosnące oczekiwania co do wzrostu w 3Q2022, z aktualną estymacją na poziomie 2,6% k/k saar.**

Obecna bessa vs. S&P500 w 1962 i 2008 roku



Ceny gazu na rynku europejskim

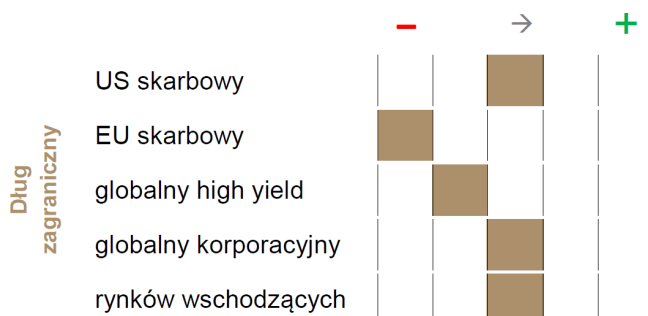


Źródło: Bloomberg (31.08.2022 r.)

Pogląd na segmenty rynkowe

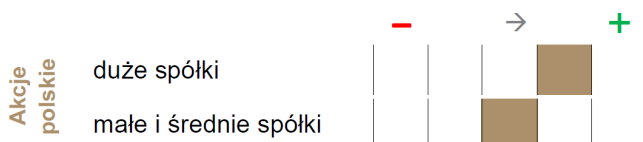


Bezpośrednia reakcja polskiego rynku długu na wyższy od prognoz odczyt sierpniowej inflacji (16,1% r/r vs. konsensus 15,4% r/r) okazała się stosunkowo ograniczona. Natomiast wcześniejsze wzrosty rentowności trwające od połowy sierpnia były przede wszystkim reakcją na zachowanie rynków bazowych. **Po sierpniowych danych inflacyjnych wzrosło prawdopodobieństwo przeprowadzenia we wrześniu podwyżki o 50pb, jednak wciąż nie jest to naszym zdaniem scenariusz bazowy.** W ostatnich tygodniach ze strony RPP napływały sygnały, że w obliczu nadchodzącego spowolnienia skłonność do kontynuowania cyklu będzie ograniczona. Uważamy, że sierpniowy odczyt inflacyjny nie zmieni tego podejścia, czego potwierdzeniem była ostrożna wypowiedź L. Koteckiego uchodzącego do niedawna za jednego z największych jastrzębi w RPP. **Utrzymujemy zatem nadal pozytywne nastawienie do polskiego długu skarbowego, zakładając że trend długoterminowy uległ odwróceniu w czerwcu.**

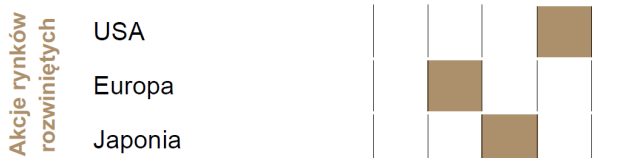


Symposium w Jackson Hole potwierdziło, że nadrzędnym celem Fed w kolejnych miesiącach będzie sprowadzenie inflacji do celu, nawet kosztem wzrostu bezrobocia i wolniejszego wzrostu gospodarczego. Obecne wyceny rynkowe wskazują na ok. 75-proc. prawdopodobieństwo wrześniowej podwyżki o 75pb, co sprowadziłoby główną stopę do przedziału 3,00%-3,25%. Podczas wspomnianego sympozjum J. Powell zarysował z kolei w miękki sposób 4% jako poziom, przy którym Fed czułby się komfortowo w obliczu tłumienia presji inflacyjnej. Należy zatem zauważyć, że **po posiedzeniu wrześniowym Fed znajdzie się już w bardzo zaawansowanej fazie cyklu podwyżek, co pozwala spoglądać przychylnym okiem na amerykański dług skarbowy oraz dług korporacyjny o wysokiej jakości kredytowej.**

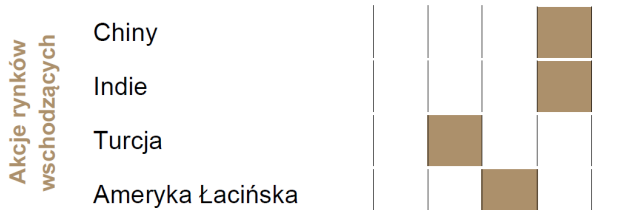
Gorzej przedstawiają się perspektywy dla długu europejskiego. Pomimo ryzyk gospodarczych, EBC podejrzewa do zacieśniania polityki monetarnej stanowczo, dokonując na kolejnym posiedzeniu podwyżki o 75pb. **Jastrzębie nastawienie wymuszone m.in. osłabieniem EUR w połączeniu ze słabością gospodarczą tworzy bardzo niekorzystne otoczenie dla europejskiego długu.**



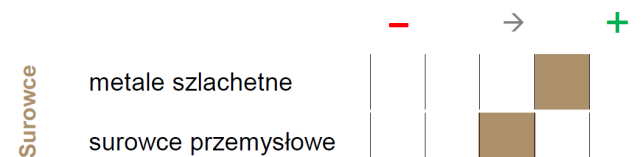
Przy dramatycznie złym zachowaniu w sierpniu WIG20 dotarł do granicy skrajnego wyprzedania. Z perspektywy technicznej nic niestety nie zwiastuje zakończenia trendu spadkowego, szczególnie, że pogarsza się otoczenie zagraniczne. Jednocześnie nawet rzut oka na wskaźniki banków, spółek wydobywczych, Orlenu czy PGNiG każe zastanawiać się nad tym, o ile może być jeszcze taniej. Naszym zdaniem niewiele, gdyż pod wieloma względami duże spółki wydają się wyprzedane bardziej niż w dołkach z 2020 r.



Wrzesień otwiera naszym zdaniem pierwsze szanse dla Europy, by nawiązać walkę z rynkiem amerykańskim. Wymagałoby to naszym zdaniem jednak podjęcia zdecydowanych i skutecznych działań adresujących kryzys energetyczny, a nie mamy żadnej pewności, czy faktycznie do nich dojdzie. W obliczu zmiany nastawienia EBC i perspektywy większych niż spodziewane do niedawna podwyżek stóp, recesja w strefie euro może się okazać znacznie głębsza niż w USA. **Ostatnie dane makro w USA wskazują na poprawę w strefie realnej, więc pomimo jastrzębiego zwrotu Fed uważamy, że jest to rynek, który powinien pozostać przeważony w akcyjnej części portfela.**

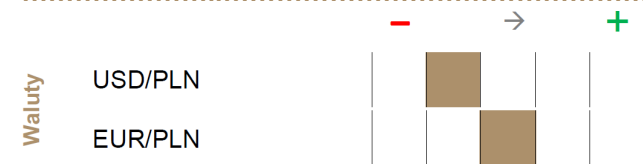


Z naszych preferowanych rynków bardzo pozytywnie wciąż zachowują się Indie, natomiast Chiny dostarczają kolejnych rozczarowań. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, ubiegły miesiąc przyniósł kolejne działania władz zmierzające do zaadresowania kryzysu na rynku nieruchomości i pobudzenia spowalnającej gospodarki. Trudno jednak powiedzieć, by ich skala wzbudziła specjalny entuzjazm, zazwyczaj powodując wzrosty podczas pojedynczych sesji. Napięcie wokół Tajwanu utrzymuje się na wysokim poziomie, ale głównym problemem pozostaje polityka „zero tolerancji” w kwestii COVID (aktualnie rozpoczyna się lockdown w ok. dwudziestomilionowym Chengdu). **Liczymy na dalsze działania stymulacyjne przed rozpoczynającym się 16.10. XX Zjazdem KPCh.** Jeżeli do końca października nie dojdzie do przełomu, będziemy zmuszeni do rewizji naszego pozytywnego nastawienia do tego rynku.



Po ponad miesięcznej przerwie, cena złota ponownie dotarła do silnego wsparcia w okolicach 1 680 USD/oz. **Analizując zachowanie dolara tuż po konferencji w Jackson Hole można pokusić się o stwierdzenie, że jego zdolność do aprecjacji jest już wyraźnie ograniczona.** Jest to oczywiście warunek konieczny w kontekście stawiania pozytywnych prognoz dla metali szlachetnych.

Sierpniowa wypowiedź saudyjskiego ministra energetyki rozwiła wszelkie wątpliwości w kwestii nastawienia OPEC do rynku ropy naftowej. **Kartel jak najdłużej będzie chciał utrzymywać ceny na podwyższonym poziomie, a za „próg bólu” można traktować przedział 85-90 USD/brk, przy którym może dochodzić do potencjalnych reakcji po stronie podaży.**

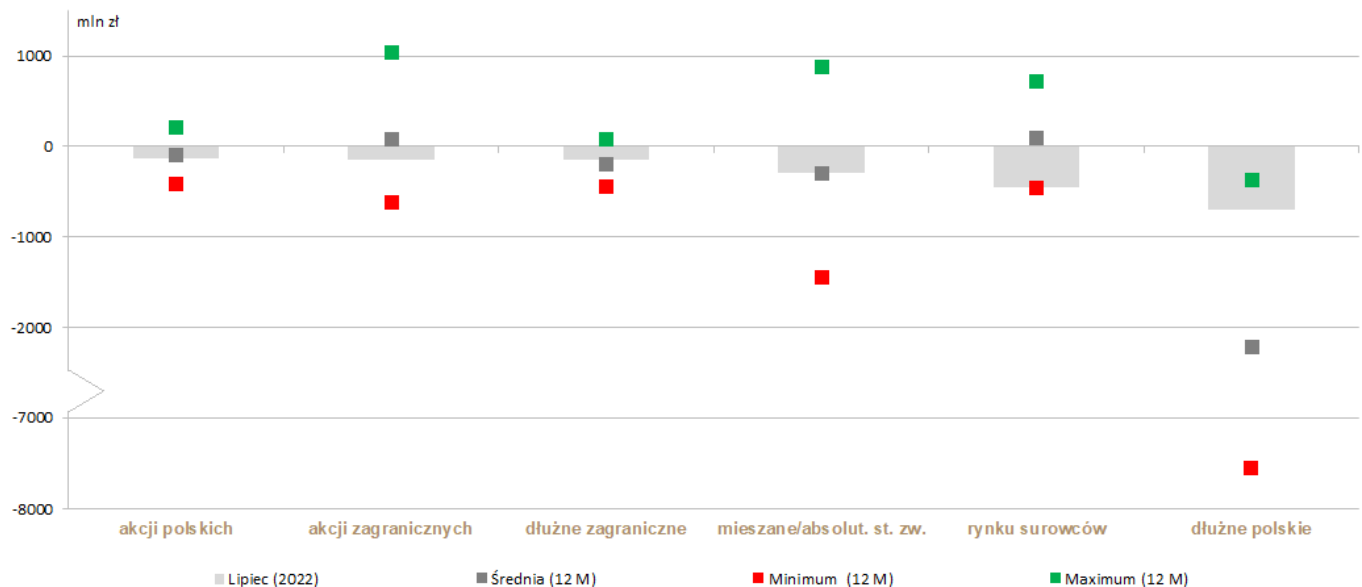


Pomimo przełamania parytetu na EURUSD kurs EURPLN pozostał praktycznie niezmienny względem ostatniego miesiąca. Wprawdzie wysoki odczyt inflacji za sierpień w połączeniu z gołębią retoryką RPP tworzy dla niego pewne ryzyka, ale **jesteśmy zdania, że są one drugorzędne wobec jastrzębiego zwrotu EBC, który może doprowadzić zarówno do umocnienia EUR, jak i PLN względem USD.** Podstawowy warunek jest jeden - nadchodzący szczyt ws. kryzysu energetycznego nie może zakończyć się kompletną porażką.

Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	0.26%	0.88%	-3.16%	-0.96%	-1.10%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.24%	0.41%	-2.37%	1.02%	-1.35%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.23%	0.81%	-2.92%	-1.34%	-0.71%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	-1.68%	2.22%	-15.32%	-11.81%	-7.48%
papierów dłużnych USA uniwersalne	0.95%	7.69%	7.59%	8.75%	3.67%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-3.56%	-0.49%	-11.08%	-7.10%	-10.67%
papierów dłużnych globalnych High Yield	-1.38%	-2.66%	-11.53%	-6.63%	-11.11%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	-0.76%	-0.33%	-7.42%	-3.92%	-6.71%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	-1.28%	-0.95%	-11.46%	-7.60%	-8.39%
papierów dłużnych zagranicznych pozostałe	-0.59%	-2.15%	-22.32%	-20.16%	-17.29%
akcji polskich uniwersalne	-6.11%	-9.80%	-25.50%	-2.14%	-22.58%
akcji polskich małych i średnich spółek	-3.28%	-6.32%	-23.63%	22.14%	-21.11%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	-2.78%	-2.68%	-18.15%	11.88%	-18.76%
akcji amerykańskich	-1.71%	0.04%	-14.32%	27.23%	-15.58%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	-3.39%	-4.55%	-14.19%	9.78%	-14.02%
akcji europejskich rynków wschodzących	-2.05%	-4.11%	-27.90%	-11.97%	-26.13%
akcji globalnych rynków wschodzących	0.57%	-3.55%	-19.18%	-0.73%	-15.46%
akcji azjatyckich bez Japonii	-0.21%	1.37%	-17.82%	7.90%	-15.07%
akcji tureckich	24.72%	24.41%	19.79%	19.84%	40.76%
rynku surowców - metale szlachetne	-8.19%	-19.27%	-20.43%	-8.95%	-17.42%
rynku surowców pozostałe	0.85%	-9.52%	17.20%	47.42%	13.60%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	-0.50%	-1.80%	-9.61%	0.09%	-7.65%
mieszane polskie	-2.52%	-2.80%	-14.93%	-3.47%	-11.29%
mieszane zagraniczne	-1.72%	-1.56%	-8.95%	6.53%	-8.87%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analizo.pl (stan na dzień 31.08.2022 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.