

# Barometr Inwestycyjny Xelion



## AUTORZY:

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

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

## Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

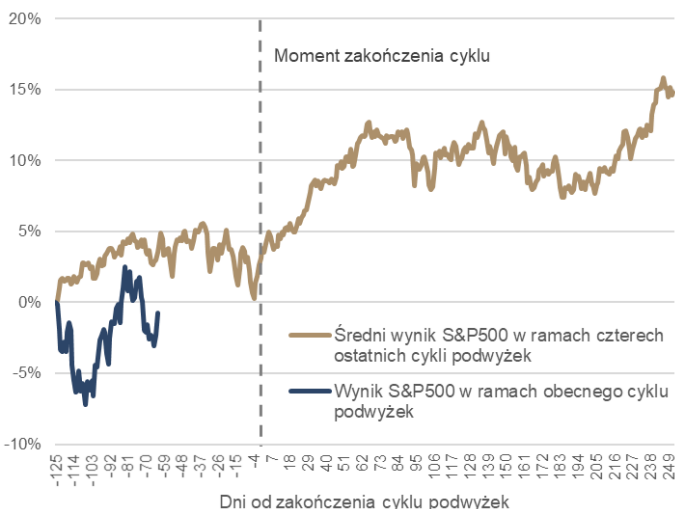
Luty okazał się na rynkach kapitałowych znacznie trudniejszym miesiącem niż styczeń, czego główną przyczyną było gwałtowne dostosowanie oczekiwań dotyczących dalszej polityki Fed, na którego ryzyko wskazywaliśmy w poprzednim [Barometrze](#). Za jego materializację odpowiadał wyższy od oczekiwań odczyt inflacji CPI w USA (spadek z 6,5% r/r do 6,4% r/r przy prognozach w okolicy 6,2% r/r), który przełamał narrację o zakończeniu cyklu na najbliższym posiedzeniu i pierwszych obniżkach przed końcem roku. Rentowności amerykańskich obligacji 2-letnich, które rozpoczynały miesiąc na poziomie 4,2% kończyły go powyżej 4,8%, a w pierwszych dniach marca zbliżyły się do 5%. Tym samym znalazły się w okolicach szczytów z 2007 r., gdy inflacja nie była dużo niższa (przekraczała 4% r/r, by w 2008 r. wzrosnąć nawet do 5,6% r/r), a gospodarka znajdowała się w zupełnie innym punkcie (przeegrzania, które doprowadziło do późniejszego kryzysu). Fakt, że w takim otoczeniu na rynku długu S&P500 straciło w lutym skromne 2,6% jest symptomem dużej siły, a już przecena teoretycznie bardziej wrażliwego na poziom stóp NASDAQ o 1,1% musi zadziwiać, **dowodząc w naszej opinii, że poprawnie oceniliśmy na początku roku, iż sektor technologiczny osiągnął poziomy skrajnego wyprzedzenia i może się pozytywnie wyróżnić w 2023 r.**

Nie zmienia to faktu, że tak silne ruchy w ubiegłym roku prowadziły co najmniej dwukrotnie (w marcu i okresie wakacyjnym) do zahamowania zwyżek i gwałtownych wyprzedzeń, a następnie ustanowienia nowych minimów. Pesymizm inwestorów instytucjonalnych pozostaje bardzo duży (66% zarządzających funduszami spodziewa się naruszenia październikowych dołków przed końcem roku), co z perspektywy kontrariańskiej jest pozytywne. Sami wierzymy, że obserwujemy od października początek nowej hossy na rynkach akcji, ale pogłębienie lutowych spadków jest jak najbardziej możliwe przy kolejnych negatywnych zaskoczeniach inflacyjnych. Wstępne publikacje z Europy wskazują, że takie ryzyko należy traktować poważnie. **Nasz scenariusz bazowy na marzec, czyli powrót do wzrostów i zamknięcie kwartału powyżej styczniowego szczytu** (przynajmniej w USA i Europie, niekoniecznie w Polsce) opiera się o dwa podstawowe założenia. Po pierwsze, traktujemy styczniowe dane z rynku pracy jako anomalię, spodziewamy się powrotu wzrostu zatrudnienia w lutym do okolic 200 tys. oraz braku negatywnej niespodzianki na poziomie wynagrodzeń (wzrost zatrudnienia następuje na niskopłatnych stanowiskach w sektorze hotelarstwa i gastronomii, ale likwidowane są wysokopłatne miejsca pracy np. w sektorze finansowym i technologicznym). Po drugie, nie zakładamy, by marcowe posiedzenie FOMC przyniosło twardą zapowiedź wydłużenia cyklu podwyżek co najmniej do końca pierwszego półrocza, co może zostać przyjęte z ulgą. Prognozy tego rodzaju są jednak obciążone olbrzymim ryzykiem błędu, więc moment na doważanie się w akcjach jest daleki od ideału. **W przypadku takiej decyzji, ciekawym kierunkiem mogą być Chiny, które w lutym gwałtownie przeceniły się po noworocznej „panice zakupów”.**

Nadmierna fiksacja inwestorów na mających skalę 0,1-0,2pp niespodziankach przy pojedynczych odczytach inflacji jest irracjonalna, ale zrozumiała. Zupełnym błędem jest natomiast powszechne wyciąganie wniosków z tego, że dynamika roczna cen ostatnio się wypłaszczyła. Wynika to w dużej mierze z efektów bazy, tych samych, które sprawiają, że w 2Q2023 niezbędne byłyby znacznie poważniejsze zaskoczenia, żebyśmy nie zobaczyli silnego spadku CPI w okolicach 4,0-4,5% r/r. Już za chwilę stopy w USA będą wyższe niż poziom CPI (celowo nie nazywamy tego realnymi stopami, które powinny być korygowane o przyszłą inflację). Samo w sobie powinno to tłumić obawy wokół dalszych ruchów Fed. Cały czas uważamy za możliwy scenariusz, w którym pogorszenie sytuacji w gospodarce lub pozytywne odczyty inflacji sprawiają, że FOMC ogłosi miękkie wstrzymanie się od dalszych podwyżek na majowym posiedzeniu. **Oznacza to w naszej ocenie, że wzrostowa korekta dolara mogła już się zakończyć, a w marcu powróci on do rozpoczętego we wrześniu trendu spadkowego.** Uważamy też, że po lutowej przecenie ponownie bardzo atrakcyjnie wycenione są obligacje, a obecny moment jest idealny, by zwiększać ryzyko stopy procentowej w portfelach dłużnych poprzez ekspozycję na fundusze amerykańskich i polskich obligacji skarbowych długoterminowych oraz obligacji rynków wschodzących. W tym momencie wydaje się to znacznie bezpieczniejszy sposób na podniesienie potencjalnych stóp zwrotu niż zwiększanie alokacji w akcjach.

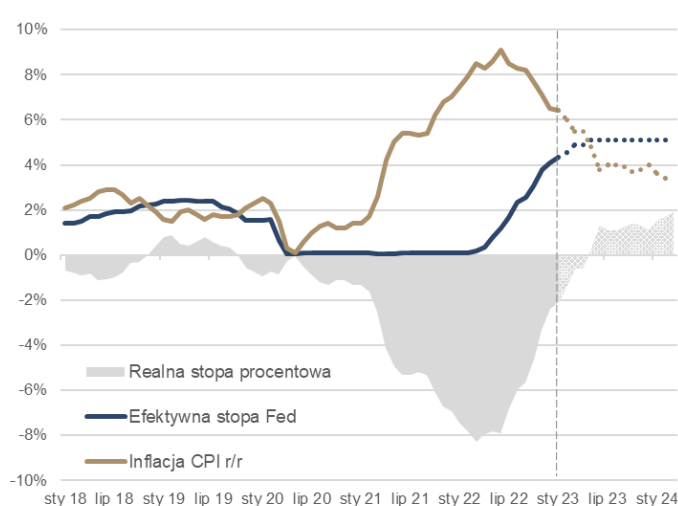
Luty był bardzo trudnym miesiącem dla złota oraz spółek wydobywczych. Także tutaj widzimy potencjał do szybkiego odbicia, w czym powinien pomóc słabszy dolar i zatrzymanie wzrostów rentowności. Spośród naszych noworocznych prognoz odbicie cen surowców realizuje się na razie w najmniejszym stopniu. Zakładamy, że sytuacja ta ulegnie zmianie w 2Q2023, gdy ożywienie w Chinach i Azji faktycznie się zmaterializuje. Ostatnie dane o chińskim PMI pozwalają na optymizm w tej kwestii. Mamy go znacznie mniej w odniesieniu do polskich dużych spółek, nie widzimy na razie sygnałów przełamania lutowej słabości WIG20. Na rynku polskim wciąż zdecydowanie preferujemy małe spółki - dwucyfrowa różnica w tegorocznych stopach między sWIG80 a WIG20 zostanie naszym zdaniem powiększona w kolejnych miesiącach.

### Zachowanie indeksu S&P500 u schyłku oraz rok po zakończeniu ostatnich czterech cykli podwyżek\*



Źródło: Bloomberg, Goldman Sachs Investment Research (06.03.2023 r.)

### Realnie dodatnia stopa procentowa pojawi się w USA już późną wiosną\*

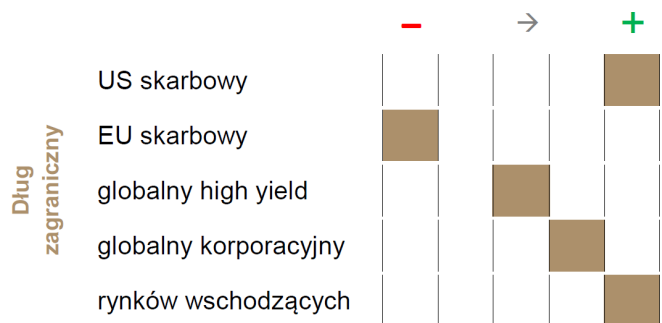


\*przy założeniu zakończenia cyklu w maju przy stopie 5,00-5,25%

## Pogląd na segmenty rynkowe

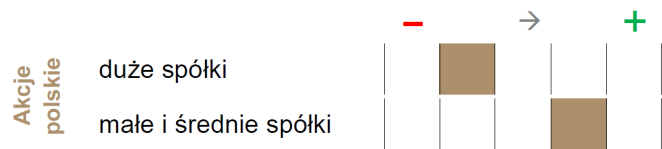


Dynamiczne dostosowanie na amerykańskim rynku długu nie przeszło bez echa również na rynku polskim. Wzrost rentowności o więcej niż 50 pb zarówno w przypadku obligacji o krótkim, jak i długim terminie zapadalności był w pełni efektem zachowania rynków bazowych. W tym czasie nie uległy zmianie czynniki, które mogłyby cokolwiek zmienić w kontekście krajowej polityki monetarnej. **Podtrzymujemy tezę, że cykl podwyżek w Polsce zakończył się, a projekcja marcowa utwierdzi RPP w przekonaniu, że jest to słuszny wybór.** W zaistniałej sytuacji wzrost rentowności obligacji w okolicy obecnej stopy referencyjnej powinien być traktowany jako okazja do doważenia w portfelach tej klasy aktywów.

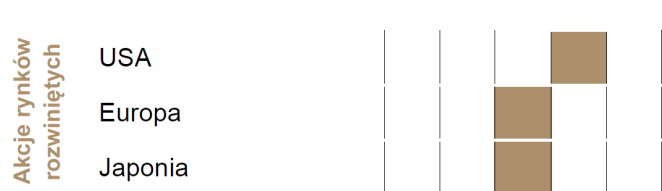


Seria dobrych danych makro z amerykańskiej gospodarki sprawiła, że rynek został zmuszony do porzucenia zakładów na zakończenie cyklu podwyżek już w marcu oraz dokonanie pierwszych obniżek w drugiej połowie roku. Tym samym, wyceny rynkowe dostosowały się do oficjalnych deklaracji Fed, z których wynika, że stopa procentowa zostanie podwyższona do poziomu nieco powyżej 5%. Zgodnie z tą myślą, podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą, że po podwyżce w marcu oraz maju, Fed rozpocznie przerwę w cyklu, która przerodzi się w jego koniec. **Uwzględnienie tego faktu w wycenach amerykańskiego długu skarbowego sprawia, że zmieniamy nastawienie względem tej klasy aktywów na pozytywne.**

Obawy o tempo dezinflacji powinno przede wszystkim skupiać się na strefie euro. Potwierdza to rynek terminowy stopy procentowej, który po publikacji danych inflacyjnych za luty zaczął wyceniać docelowy poziom stopy depozytowej ECB w okolicach 4%. **Obawa o restrykcyjność polityki monetarnej wpływa jednak w ograniczonym stopniu na europejski dług korporacyjny, którego wyceny czerpią większe korzyści z wymazywania scenariuszy recesyjnych.**



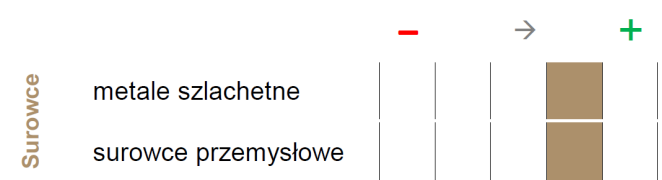
Luty okazał się bardzo słabym miesiącem dla polskich dużych spółek, a **WIG20 był obok Hang Seng jednym z najsłabszych globalnych indeksów.** W odróżnieniu od akcji chińskich, niekoniecznie widzimy szansę na szybki powrót WIG20 do relatywnej siły na tle otoczenia. Początek roku potwierdza, że zachowanie dużych spółek może być w najbliższym czasie mocno obciążone polityką. Wyraźnie preferujemy małe i średnie.



Biorąc pod uwagę skalę wzrostu rentowności amerykańskiego długu skarbowego w lutym, dwuprocentowe spadki S&P500 oraz procentowe NASDAQ to naprawdę niewielki wymiar kary. **Potwierdza to w naszej opinii, że warto stawiać raczej na akcje amerykańskie i technologię niż na rynki europejskie.** Dość dużym ryzykiem obarczone będą w najbliższym czasie inwestycje w Japonii. Gwałtowne osłabienie jena w lutym może skłonić Bank Japonii do reakcji, która będzie negatywna z perspektywy funduszu, w którym kurs walutowy jest zabezpieczony.



Luty, jak to często bywa, okazał się miesiącem, który przynosi silną przecenę na najbardziej modnych na przełomie roku rynkach. Tak też było w ostatnich tygodniach z Chinami. **Wzrost napięć między Państwem Środka a USA jest w naszej opinii jednak w dużej mierze szumem, te relacje będą się poprawiały i pogarszały naprzemiennie w sposób, który trudno przewidzieć.** Korektę traktujemy przede wszystkim jako okazję do powiększenia ekspozycji w Azji, dane PMI za ubiegły miesiąc są bardzo obiecujące. Nie zakładamy, by Xi Jinping miał wycofać się z prorynkowego zwrotu z końca roku, gdy główny koszt jego decyzji (ofiary śmiertelne wygasającej fali COVID) został poniesiony. Poprawa sytuacji ekonomicznej Chińczyków po dwóch latach kryzysu będzie zapewne priorytetem jego nowej administracji, choć odejście z władz KPCh Li Kei-quanga czy Liu He jest przyjmowane z niepewnością.



W lutym złoto wymazało styczniowe wzrosty, które były m.in. pochodną narastających zakładów rynkowych na luzowanie polityki monetarnej w USA w drugiej połowie roku. **Warto jednak zauważyć, że styczeń był swego rodzaju potwierdzeniem, że w przypadku pojawienia się prawdziwego „pivotu” Fed, który prędzej czy później nastąpi, poszukiwanie wartości godziwej kruszcu będzie odbywało się powyżej poziomu 2000 USD/oz.**

Wiele surowców przemysłowych, których ceny zależą przede wszystkim od popytu chińskiego (rudy żelaza, miedź, aluminium) znajdują się znacząco poniżej szczytów z 2022 r. **Wciąż widzimy potencjał szczególnie w tej części rynku.**



Silne lutowe umocnienie dolara przebiegło w sposób zgodny z naszymi oczekiwaniami, natomiast niezwykle zaskakujące było dla nas, że po teście 4,80 w pierwszej połowie miesiąca kurs EUR/PLN był w stanie spaść poniżej 4,70. **W najbliższym czasie spodziewamy się powrotu do wzrostów EURUSD, ale nie widzimy chwilowo potencjału, by EUR/PLN kontynuował ruch w stronę 4,60** w sytuacji, gdy polska stopa procentowa znajduje się coraz bliżej europejskiej i amerykańskiej.

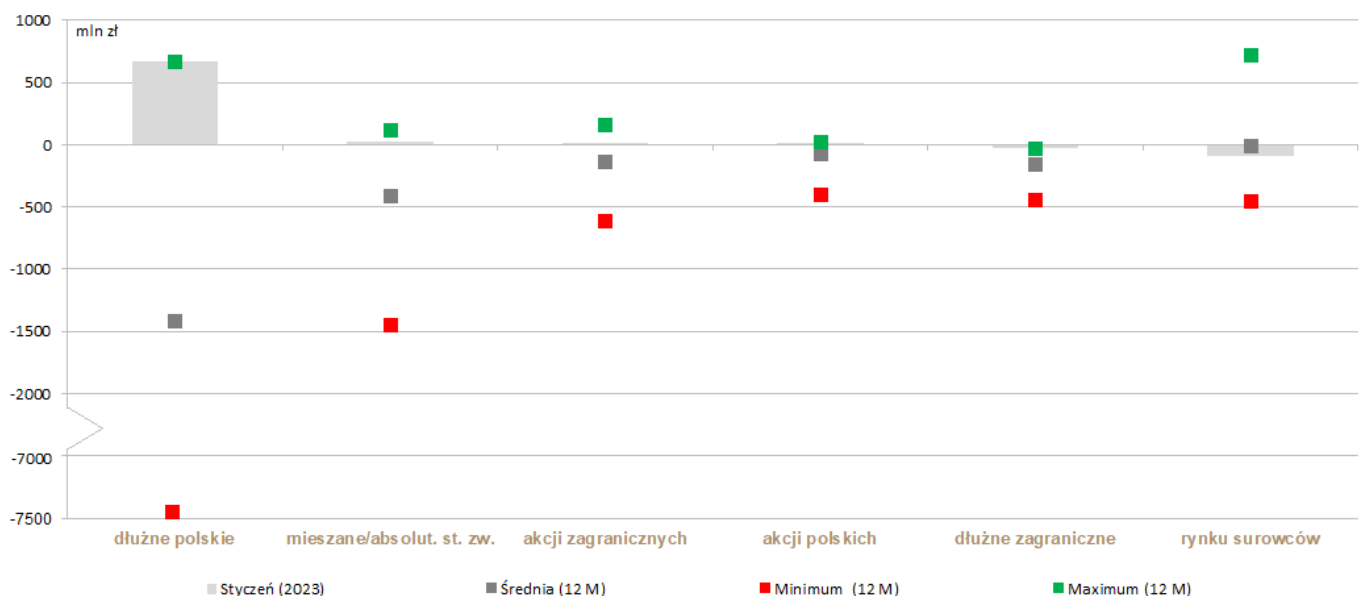
\*Rynki graniczne z reguły są mniejsze, mniej rozwinięte i trudniej dostępne niż rynki wschodzące, ale niejednokrotnie charakteryzują się wysokim potencjałem długoterminowym. Do krajów granicznych można zaliczyć m.in.: Bahrajn, Kazachstan, Nigerię, Pakistan, Wietnam.



## Polski rynek funduszy inwestycyjnych

| Nazwa grupy  | Średnia stopa zwrotu w grupie |        |         |         |        |
|--|-------------------------------|--------|---------|---------|--------|
|  | 1M                            | 3M     | 12M     | 36M     | YTD    |
| papierów dłużnych polskich uniwersalne                 | 0.08%                         | 4.03%  | 3.48%   | 1.71%   | 2.08%  |
| papierów dłużnych polskich korporacyjnych              | 0.20%                         | 3.55%  | 2.70%   | 2.30%   | 2.26%  |
| papierów dłużnych polskich skarbowych                  | 0.19%                         | 4.30%  | 3.29%   | 1.38%   | 2.03%  |
| papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych | -1.70%                        | 4.55%  | -1.35%  | -9.02%  | 2.84%  |
| papierów dłużnych USA uniwersalne                      | 1.07%                         | 0.09%  | -2.18%  | 1.61%   | 1.67%  |
| papierów dłużnych europejskich uniwersalne             | -1.36%                        | 0.53%  | -9.40%  | -6.56%  | 1.77%  |
| papierów dłużnych globalnych High Yield                | -1.10%                        | 2.56%  | -3.68%  | -3.13%  | 2.18%  |
| papierów dłużnych globalnych korporacyjnych            | -0.79%                        | 2.14%  | -1.28%  | -2.48%  | 2.07%  |
| papierów dłużnych globalnych uniwersalne               | -1.78%                        | 1.53%  | -4.73%  | -8.50%  | 1.17%  |
| papierów dłużnych rynków wschodzących                  | -2.53%                        | 3.35%  | -4.04%  | -14.14% | 1.36%  |
| akcji polskich uniwersalne                             | -0.71%                        | 8.84%  | 0.02%   | 23.42%  | 6.76%  |
| akcji polskich małych i średnich spółek                | 1.67%                         | 8.79%  | 1.86%   | 40.28%  | 7.61%  |
| akcji globalnych rynków rozwiniętych                   | -0.84%                        | 3.15%  | -6.40%  | 14.59%  | 5.98%  |
| akcji amerykańskich                                    | -0.82%                        | 1.38%  | -9.06%  | 25.66%  | 5.01%  |
| akcji europejskich rynków rozwiniętych                 | 0.94%                         | 5.27%  | 3.16%   | 21.14%  | 7.53%  |
| akcji europejskich rynków wschodzących                 | 0.57%                         | 10.29% | 15.63%  | 29.13%  | 6.98%  |
| akcji globalnych rynków wschodzących                   | -6.95%                        | 3.46%  | -11.90% | -2.39%  | 1.75%  |
| akcji azjatyckich bez Japonii                          | -7.81%                        | 5.35%  | -15.46% | 0.32%   | 0.35%  |
| akcji tureckich  | 1.90%                         | 7.84%  | 98.11%  | 59.42%  | -1.46% |
| ryнку surowców - metale szlachetne                     | -9.99%                        | 0.04%  | -17.55% | -1.64%  | -5.51% |
| ryнку surowców pozostałe                               | -5.69%                        | -2.31% | 0.99%   | 61.30%  | -2.48% |
| absolutnej stopy zwrotu uniwersalne                    | -1.20%                        | 3.62%  | -1.25%  | 3.03%   | 2.03%  |
| mieszane polskie                                       | -0.54%                        | 5.83%  | 0.05%   | 5.85%   | 3.97%  |
| mieszane zagraniczne                                   | -0.98%                        | 2.92%  | -2.19%  | 8.02%   | 3.25%  |

## Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony [www.analazy.pl](http://www.analazy.pl) (stan na dzień 28.02.2023 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](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.