

Barometr Inwestycyjny Xelion



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Wrzesień był na rynkach akcji i długu kolejnym miesiącem, który nie zapisał się w historii złotymi zgłoskami. Spirala obaw o dalszą politykę Fed, która zaczęła się nakreślać po wystąpieniu Jerome'a Powella w Jackson Hole, dotarła w końcu miesiąca do naprawdę niebezpiecznych poziomów. Rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich, które rozpoczęły go przy poziomach 3,2%, przetestowały barierę 4%. W dużej mierze stało się tak za sprawą niezwykle rozczarowującego sierpniowego odczytu inflacji bazowej z USA, której miesięczna dynamika (0,6% m/m) okazała się dwukrotnie wyższa od oczekiwań. **Członkowie FOMC, czujący się pewnie po wakacyjnym odbiciu na rynku akcji, zaczęli prześcigać się w „jastrzębim” nastawieniu i deklaracjach realizacji antyinflacyjnego mandatu nawet kosztem wywołania recesji.** Doprowadziło to nie tylko do bardzo silnej rewizji oczekiwań dotyczących dalszych podwyżek, ale też do gwałtownych spadków na Wall Street i pogłębienia czerwcowych dołków. **Być może ważniejszym efektem była jednak bardzo silna aprecjacja dolara,** który pomimo silnego zaostrzenia retoryki przez EBC ponownie przełamał parytet względem euro i zanotował nowe minima na poziomach niewiele przekraczających 0,95.

Stopień zaniepokojenia inwestorów wszedł jednak na nowy etap dopiero za sprawą sytuacji w Wielkiej Brytanii. Nowa przewodnicząca Partii Konserwatywnej i premier, Liz Truss, ogłosiła wraz z kanclerzem skarbu, Kwasi Kwartengiem **plan ulg podatkowych o wartości 161 mld GBP w ciągu najbliższych pięciu lat, nie definiując zarazem źródeł finansowania tej skrajnie ekspansywnej polityki fiskalnej.** Wisienką na torcie okazał się fakt, że bezwzględnie największymi beneficjentami planu mieli być najbogatsi Brytyjczycy, zarabiający powyżej 200 tys. GBP rocznie, co wywołało ogromne oburzenie społeczne. Pomysł, z którego już częściowo się wycofano, doprowadził do dramatycznej wyprzedaży funta (kurs GBPUSD spadł przejściowo do poziomu 1,03). **Gwałtowny wzrost rentowności długu o długiej zapadalności wymusił na Banku Anglii ogłoszenie skupu obligacji długoterminowych w obawie przed sytuacją, w której do ich wyprzedaży zostałyby zmuszone fundusze emerytalne.** Cała sytuacja jest w naszej opinii niezwykle poważnym ostrzeżeniem przed konsekwencjami nieodpowiedzialnej polityki fiskalnej w dobie rosnących w szybkim tempie kosztów finansowania długu.

Reakcja Banku Anglii **okazała się także zwiastunem przełomu w panicznym przekonaniu, że główne banki centralne, przede wszystkim amerykański, faktycznie będą kontynuowały bezprecedensowe w swojej skali zacieśnienie polityki monetarnej bez oglądania się na jego konsekwencje dla wzrostu gospodarczego.** W ciągu dwóch pierwszych sesji października zobaczyliśmy jednocześnie spadki rentowności na świecie i niezwykle silne odbicie na rynku akcji - w USA jest to najlepszy początek kwartału od 1938 r. Choć zmiana sentymentu jest zbieżna z naszym przekonaniem, że retoryka Fed może bardzo się zmienić wraz ze spadkiem inflacji i pogorszeniem sytuacji na rynku pracy (spodziewamy się obu tych wydarzeń), chwilowo pozostajemy ostrożni co do trwałości obecnej euforii rynkowej. **Powinna ona służyć przede wszystkim jako przypomnienie, że w momencie, gdy ceny aktywów są atrakcyjne, niewiele trzeba, by zaczęły silnie rosnąć, a giełdy osiągnąją zazwyczaj swoje dołki przed faktycznym wystąpieniem recesji lub w jej wczesnej fazie.** Prawdziwy przełom nastąpi naszym zdaniem dopiero, gdy zwiastowana przez niezliczone wskaźniki wyprzedzające poprawa statystyk inflacyjnych zacznie być widoczna na poziomie twardych danych o CPI (być może już w październiku).

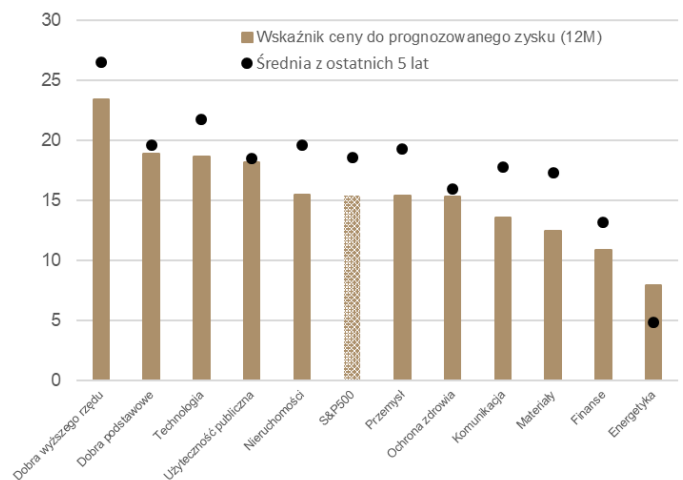
Nie oznacza to, że jesteśmy pesymistyczni co do perspektyw na 4Q2022. Uważamy, że jest możliwe, iż zobaczymy w jego trakcie jednocześnie odbicie cen akcji, obligacji i surowców, które będzie zresztą zapowiedzią potencjalnie bardzo dobrego przyszłego roku. Nasz optymizm jest jednak dość selektywny. **Przed wszystkim trudno nam obecnie znaleźć argumenty za zwiększaniem ekspozycji na akcje poza USA.** Rynek amerykański w dobie rekordowo silnego dolara powinien być naszym zdaniem absolutną podstawą budowy portfela. Uważamy jednak, że jest zbyt wcześnie, by opierać go o historycznie najsilniejszy sektor technologiczny. Przy dużych wzrostach może okazać się on liderem odbicia z uwagi na wysoką betę (współczynnik ryzyka względem szerokiego rynku), ale perspektywa jego zysków na najbliższe kwartały pogarsza się w szybszym tempie niż dla reszty Wall Street (duża część dochodów osiągnana jest poza granicami USA). Najciekawiej przed końcówką roku wyglądają spółki energetyczne, które skorygowały się w ostatnim czasie m.in. z uwagi na spadające ceny ropy. **Jest naszym zdaniem bardzo możliwe, że te osiągnęły we wrześniu lokalny dołek. Działania OPEC+ jasno sugerują, że przecena surowca poniżej 80 \$/brk nie będzie tolerowana i wywoła ograniczenie jego podaży.** Wyceny wskaźnikowe pozostają niskie i w ograniczonym stopniu oddają przełom w cenach energii - nie są znacznie wyższe niż w ostatnich pięciu latach, w trakcie których cena ropy szorowała po dnie. Sektor wciąż pozostaje najtańszym w ramach S&P500.

Na rynku obligacji pomimo wrześniowej przeceny pozostajemy zdecydowanymi zwolennikami polskiego długu skarbowego długoterminowego. Po wrześniowym załamaniu, naszą drugą preferowaną kategorią jest amerykański dług skarbowy. Wciąż należy naszym zdaniem unikać Europy z uwagi na wczesną fazę zacieśnienia monetarnego. Nadszedł też czas, by ograniczyć ekspozycję na dług korporacyjny w Polsce i za granicą - zbliżająca się recesja może przynieść poszerzenie spreadów kredytowych, które wydają się obecnie dość niskie w odniesieniu do tegorocznej przeceny na rynku akcji.

Reakcja na wprowadzenie kosztownych obietnic wyborczych w Wielkiej Brytanii



Wyceny wskaźnikowe na amerykańskim parkiecie

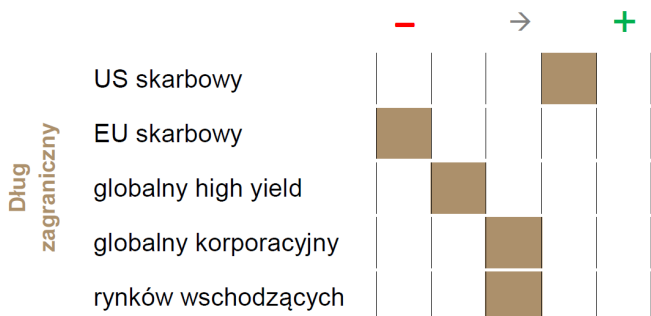


Źródło: Bloomberg, FactSet (30.09.2022 r.)

Pogląd na segmenty rynkowe

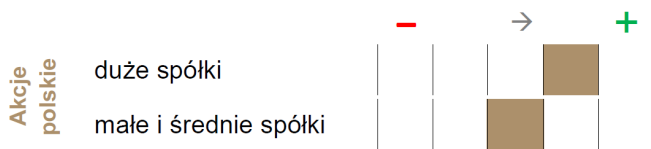


We wrześniu krajowy rynek obligacji zareagował na silny wzrost rentowności występujący na rynkach bazowych, choć należy przyznać, że dość długo opierał się presji otoczenia zewnętrznego. Zjawisko to świadczy o dużym zakorzenieniu przekonania rynku o tym, że cykl podwyżek zakończy się w przedziale 7-8%. Biorąc pod uwagę kolejny odczyt inflacyjny, który we wrześniu silnie zaskoczył, trudno oczekiwać, by RPP użyła jasnej deklaracji w postaci ogłoszenia końca cyklu podwyżek. Uważamy, że ewentualna kontynuacja cyklu może być realizowana w możliwie najłagodniejszy sposób podwyżkami rządu 25pb. Zakładamy, że wpływ wysokiej inflacji będzie równoważony przez słabsze dane makroekonomiczne zwiastujące jej wygaszanie od 2Q2023. Pomimo ostatnich zaskoczeń nadal nie wykluczamy powrotu wskaźnika CPI pod koniec 2023 r. do poziomów jednocyfrowych. **Utrzymujemy zatem nasze pozytywne nastawienie do krajowego długu skarbowego z zastrzeżeniem, że do 1Q2023 może utrzymać się podwyższona zmienność.**

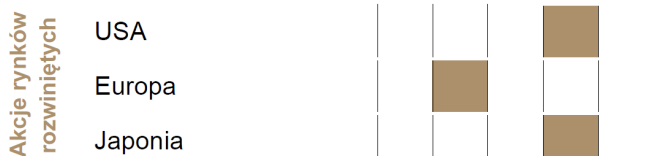


Czynniki w postaci sierpniowego odczytu inflacji oraz wrześniowego posiedzenia Fed wprowadziły spory niepokój na amerykańskim rynku długu. Wśród ekonomistów pojawia się coraz więcej opinii wskazujących na to, że inflacja przybrała cechy „lepkosci”. To skłoniło członków FOMC do rewizji swoich poglądów odnośnie docelowej stopy Fed, które przesunęły się w kierunku 4,5%. Podchodzimy jednak ze sporym dystansem do scenariusza, w którym cykl podwyżek za oceanem miałby zakończyć się w przedziale 4,5-5%. Efekty dotychczasowego zacieśniania będą widoczne dopiero w 1Q2023. Póki co sytuacja na rynku pracy pozostaje stabilna, ale Fed doskonale zdaje sobie sprawę, że zbyt restrykcyjne podejście może to szybko zmienić. **Zakładamy, że ostatnio obserwowane gwałtowne dostosowanie na amerykańskich skarbówkach stworzyło dobrą okazję do przejścia w stronę nastawienia pozytywnego.**

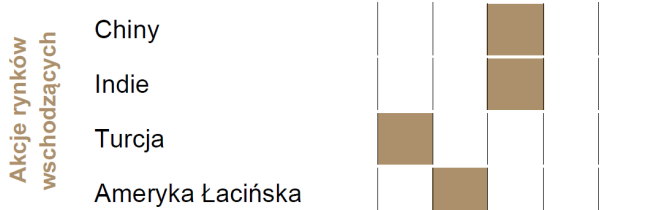
Najmniej preferowanym przez nas regionem w ramach długu zagranicznego pozostaje Europa - dwucyfrowa inflacja w strefie euro stała się faktem i nie pozostawia EBC wyboru w kontekście normalizacji stóp procentowych.



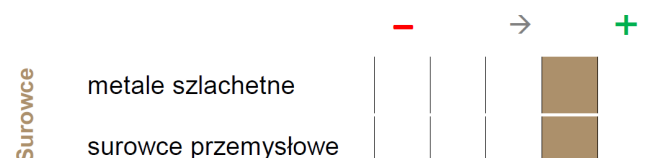
WIG20 osiągnął do połowy września poziom skrajnego wyprzedania, później było już lepiej. Plany obciążenia podatkiem od nadzwyczajnych zysków wszystkich dużych spółek ponownie zepsuły na chwilę sentyment, ale traktujemy ją jako pewną cezurę - z perspektywy regulacyjnej lista możliwych działań, by zaszkodzić GPW zaczyna się wyczerpywać. Spadek od początku roku jest większy niż w 2008 r., a rzeczywistość gospodarcza bez porównania lepsza. **Preferujemy Polskę nad szerokie rynki wschodzące.**



USA z domieszką Japonii powinny być naszym zdaniem podstawą budowy portfela akcji w 4Q2022. Historycznie rzecz biorąc, okresy gdy dolar notował bardzo wysokie poziomy były lepsze dla rynków rozwiniętych niż wschodzących. Bilans ryzyk geopolitycznych i gospodarczych skłania ku dalszemu niedoważeniu Europy. Perspektywy dla japońskiej gospodarki wydają się lepsze - inflacja bez porównania niższa, a Bank Japonii pozostał jedynym, który broni nadzwyczaj ekspansywnej polityki monetarnej. Ten czynnik jest zarazem pewnym ryzykiem z uwagi na problemy z utrzymaniem wartości jena, ale szukając alternatywy dla USA z pewnością warto zwrócić uwagę na Daleki Wschód.

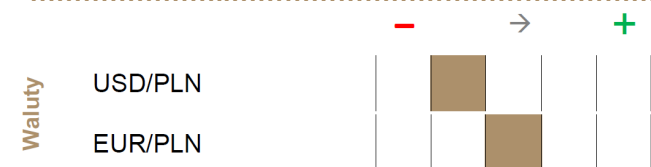


Oczekujemy, że rynki wschodzące w 4Q2022 okażą się wyraźnie słabsze niż rozwinięte. Nasze dwa preferowane rynki w ramach koszyka na kolejny miesiąc zachowywały się skrajnie inaczej - Indie otwierały tabelę, Chiny ją zamykały. Jeżeli zbliżający się XX Zjazd KPCh nie przyniesie przełomów jeśli chodzi o politykę fiskalną i monetarną, będziemy zmuszeni do rewizji naszego pozytywnego nastawienia do Państwa Środka. Z uwagi na wybory w Brazylii i perspektywę lewicowego zwrotu zalecamy ostrożność co do Ameryki Łacińskiej, silny dolar tworzy poważne ryzyka dla tzw. „rynków granicznych” (*frontier markets*). Bardzo silne odbicie akcji tureckich widzimy jako ciekawostkę, a nie zwiastun przełomu dla tamtejszego rynku akcji. W ramach Europy Środkowo-Wschodniej Polska wydaje się znacznie ciekawszym kierunkiem inwestycyjnym.



Wraz z kolejną falą umocnienia dolara i wzrostu rentowności złoto ustanowiło nowy tegoroczny dołek w okolicach 1620 USD/oz. **Metale szlachetne czeka w najbliższej przyszłości ważny test - zmiękczenie postawy Fed, które prędzej czy później nastąpi stworzy dogodne warunki do zmiany trendu.** Zmarnowanie tej okazji powinno być jasnym sygnałem, że w przyszłym roku silnie przecenione akcje mogą być relatywnie atrakcyjniejsze od złota.

Zakładamy, że ostatni kwartał tego roku może przebiegać pod znakiem odbicia cen ropy naftowej. OPEC powracając do sporych cięć produkcji (największych od czasów paniki covidowej) jasno daje do zrozumienia, że poziom poniżej 80 \$/brk jest dla niego trudny do zaakceptowania.

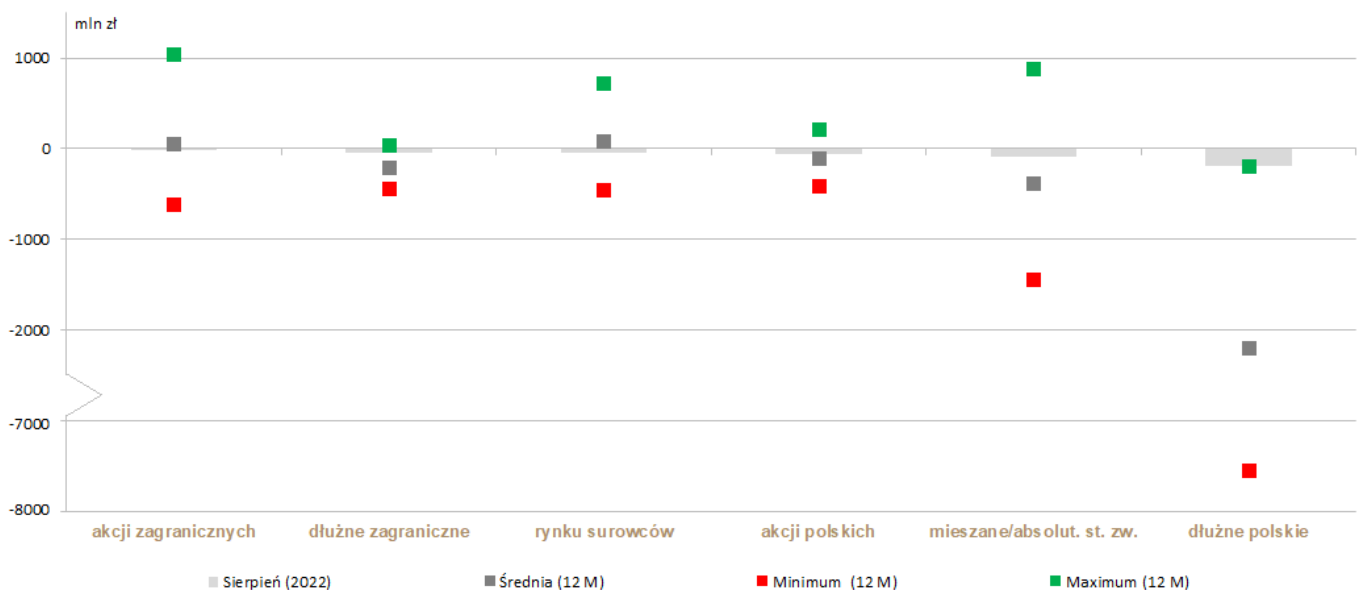


Wrześniowa panika wokół polityki Fed przyniosła konsekwencje w postaci gwałtownego osłabienia złotego, ale jego skala została znacznie zredukowana w końcówce miesiąca i na początku października. Głównym zagrożeniem dla polskiej waluty pozostają perspektywy roku wyborczego i potencjalnego silnego dalszego zadłużania państwa, ale oczekujemy, że w 4Q2022 złoty umocni się zarówno do dolara (bardziej), jak i do euro, głównie za sprawą powrotu kursu EURUSD powyżej parytetu przed końcem roku.

Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	-0.41%	1.25%	-3.99%	-2.17%	-1.81%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	-0.54%	0.97%	-4.74%	-1.82%	-2.83%
papierów dłużnych polskich skarbowych	-0.40%	1.09%	-3.44%	-2.29%	-1.28%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	-2.73%	1.03%	-16.84%	-14.11%	-9.99%
papierów dłużnych USA uniwersalne	0.42%	7.14%	4.70%	8.63%	4.16%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-1.84%	0.98%	-13.32%	-7.62%	-11.74%
papierów dłużnych globalnych High Yield	-3.79%	0.36%	-14.13%	-9.66%	-13.95%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	-2.56%	-0.36%	-9.83%	-6.65%	-9.46%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	-3.75%	-1.79%	-13.55%	-10.82%	-11.29%
papierów dłużnych zagranicznych pozostałe	-4.93%	-2.28%	-21.15%	-20.30%	-18.32%
akcji polskich uniwersalne	-7.04%	-11.11%	-29.39%	-11.88%	-28.39%
akcji polskich małych i średnich spółek	-6.04%	-7.82%	-27.69%	16.13%	-25.64%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	-8.39%	-3.50%	-22.41%	1.76%	-25.35%
akcji amerykańskich	-8.00%	-1.06%	-17.74%	16.69%	-21.69%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	-6.82%	-3.38%	-17.15%	-0.54%	-19.00%
akcji europejskich rynków wschodzących	-5.97%	-3.98%	-23.42%	-8.08%	-21.49%
akcji globalnych rynków wschodzących	-9.26%	-8.08%	-24.57%	-11.56%	-23.46%
akcji azjatyckich bez Japonii	-8.25%	-9.93%	-25.07%	-2.27%	-23.30%
akcji tureckich	0.38%	27.14%	29.55%	-5.11%	42.95%
rynku surowców - metale szlachetne	-0.67%	-10.32%	-13.93%	-4.51%	-16.89%
rynku surowców pozostałe	-8.07%	-3.83%	9.45%	37.52%	6.18%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	-2.30%	-1.37%	-12.09%	-2.95%	-10.86%
mieszane polskie	-3.44%	-3.43%	-17.42%	-7.83%	-14.37%
mieszane zagraniczne	-4.75%	-2.32%	-12.60%	-1.03%	-12.88%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analizy.pl (stan na dzień 30.09.2022 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.