

Barometr Inwestycyjny Xelion

29

Nr 8/2022(29)

sierpień 2022 r.



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

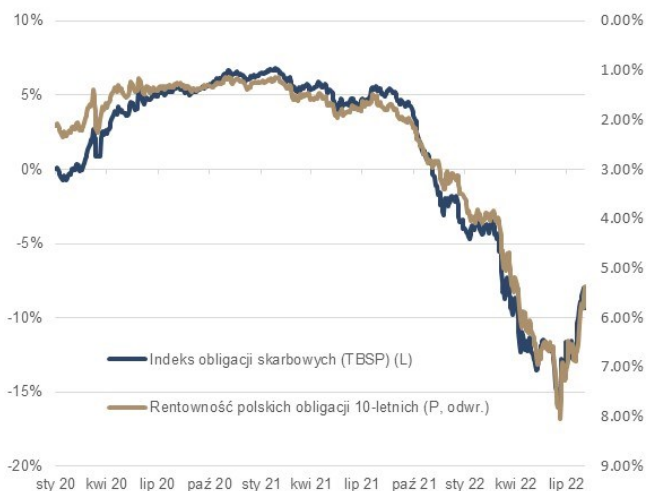
Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Po niezwykle słabym pierwszym półroczu lipiec wreszcie przyniósł wyraźniejsze odbicie na globalnych rynkach, pokazując to, o czym pisaliśmy na jego początku—**nadchodząca recesja nie musi gwarantować dalszej przeceny akcji** (więcej w [Raportcie Specjalnym](#)). Skala ruchu w górę okazała się większa niż najbardziej optymistyczne prognozy, w szczególności w USA, gdzie S&P500 zyskało 9,1%, a NASDAQ 12,35% (najwięcej od kwietnia 2020 r.). **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami rynek amerykański wyróżniał się na tle Europy znajdującej się pod nieustającą presją konfliktu gazowego z Rosją**. Brak przełomu w sprawie dostaw surowca jest naszym zdaniem wystarczającym powodem, by zachowywać ostrożność co do regionu, zarówno na poziomie akcji, jak i obligacji. Zachowujemy ograniczony optymizm jeżeli chodzi o rynek polski, w szczególności w stosunku do dużych spółek. Wynika to zarówno z lepszej sytuacji na froncie energetycznym niż w całej unii, jak i atrakcyjniejszych wycen. **Jednocześnie jednak zaznaczamy, że naszymi preferowanymi rynkami wschodzącymi pozostają Indie i Chiny**. Ich zachowanie w lipcu bardzo się od siebie różniło—akcje indyjskie prawie dorównywały amerykańskim, chińskie zamykały tabelę stóp zwrotu za sprawą ponownej eskalacji napięć na rynku nieruchomości, a także nawrotu obaw o COVID i otoczenie regulacyjne. Mimo to uważamy, że przecena może być okazją do zwiększenia alokacji, choć pozostaje to inwestycja wysokiego ryzyka. Zważywszy jednak na możliwość wysunięcia podobnych argumentów przeciw GPW (kwestie polityczne i regulacyjne stanowią podstawowe zagrożenie), rynek chiński stawiamy jednak wyżej. **Zbliżający się dużymi krokami XX Zjazd Komunistycznej Partii Chin zwiększa naszym zdaniem szanse na pozytywne dla rynku zwroty akcji w polityce gospodarczej Państwa Środka**. W Warszawie należy się liczyć raczej z kolejnymi uderzeniami w spółki giełdowe. Dodatkowo, do ostrożności skłania tempo spadku PMI, sugerujące gwałtowne chłodzenie gospodarki.

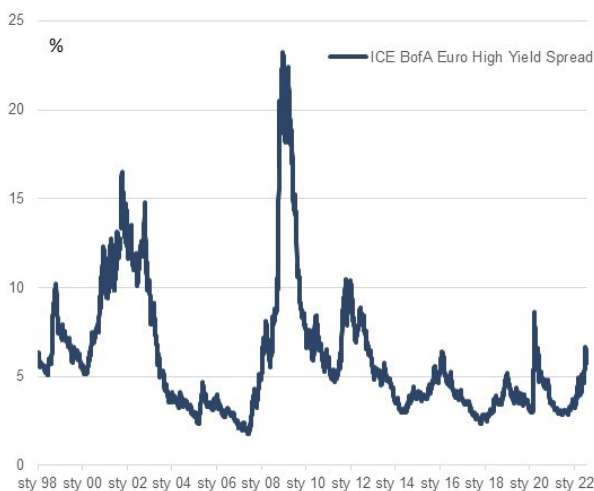
Być może lipiec był dobrym miesiącem dla akcji, ale dla obligacji prawdziwie spektakularnym. Kontynuując rozpoczęte w końcu czerwca odbicie **najbardziej przez nas preferowane fundusze obligacji skarbowych długoterminowych zarobiły przeciętnie 6,35%, rywalizując z najsilniejszymi rynkami akcyjnymi**. Przełom rynkowy się dokonał, w naszej opinii okazją do ponownego zobaczenia poziomu rentowności 8% na polskich obligacjach 10-letnich się nie powtórzy. Zwracamy jednak uwagę, że w twardych danych wciąż brakuje potwierdzenia, że inflacja osiągnęła szczyt, zarówno w Polsce, jak i Europie. Narasta nasze przekonanie, że słabnący wzrost wymusi na RPP zakończenie cyklu w przedziale 6,75-7,0%, ale do wrześniowego posiedzenia pozostało jeszcze wystarczająco dużo czasu, by np. pod wpływem odbicia cen surowców ponownie dało się zobaczyć powrót 10-latek do okolic 6,5%. Dla „spóźnialskich” byłaby to wymarzona okazja, by zwiększyć ryzyko stopy procentowej w portfelach, ale jako taka nie musi się wydarzyć. Jakakolwiek realizacja ostatnich zysków, a tym bardziej próby „chwilowego” przenoszenia się na krótki koniec krzywej wydają nam się niewskazane, tworząc ryzyko pozostania poza pozycją mającą wciąż głęboki długoterminowy sens. **Uważamy natomiast, że silne odbicie europejskich papierów korporacyjnych jest znakomitą okazją, by zredukować na nich zaangażowanie na korzyść obligacji amerykańskich i polskich**. Sentyment na rynku długu także w Europie poprawił się bardzo gwałtownie, ale przypominamy, że dostępne na polskim rynku fundusze obligacji europejskich oparte są przede wszystkim o dług korporacyjny typu high-yield (co jest naturalne w obliczu skrajnie niskich rentowności papierów skarbowych). Do stycznia pozostawał on świetną inwestycją, ale w przypadku realizacji pesymistycznego dla Europy scenariusza (początek fali niewypłacalności wywołanej kryzysem energetycznym) w drugiej połowie roku mógłby przynieść poważne straty. Aktualne spready kredytowe, choć wysokie w ujęciu historycznym, pozostają bardzo odległe od poziomów z poprzednich recesji na kontynencie.

Lipiec nie mógłby być tak dobry dla akcji i obligacji, gdyby nie dalsze spadki surowców. Oczekujemy, że trwająca od początku czerwca do połowy lipca przecena została jednak zakończona. Ceny metali przemysłowych zdyskontowały silnie recesyjny scenariusz, a drastyczne [obniżenie rekomendacji](#) Goldman Sachs dla miedzi na dwa dni przed dołkiem wpisuje się w długą tradycję wyznaczania punktów zwrotnych na rynku surowców przez analizy tego banku. O ile trudno przewidzieć zachowanie ropy (spadek globalnego popytu mógłby zlikwidować obecny deficyt w sytuacji, gdy rosyjskie wydobywanie nie małoby gwałtownie), wydaje się, że surowce rolne wyczerpały potencjał spadkowy, powracając do poziomów sprzed rosyjskiej inwazji. Ponowne uruchomienie ukraińskiego eksportu pszenicy wydaje się w krótkim terminie ostatnią pozytywną informacją, na którą można było liczyć. **Wreszcie, udana obrona poziomu 1700 \$/ou. przez złoto może oznaczać naszym zdaniem wyznaczenie średnioterminowego dołka**, szczególnie gdyby czerwiec okazał się szczytem inflacji w USA, co zredukowałoby obawy o możliwość agresywnej kontynuacji podwyżek stóp po wrześniu i potencjalnie osłabiło dolara.

Zachowanie polskich obligacji skarbowych



Spready kredytowe w Europie (1997-2022)

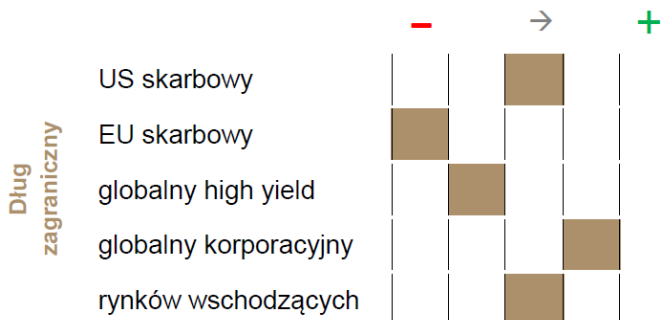


Źródło: Bloomberg, St.Louis Fed (3.08.2022 r.)

Pogląd na segmenty rynkowe



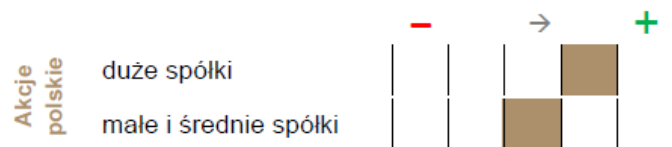
Lipiec był niezwykłym miesiącem na rynku polskiego długu skarbowego, kontynuacja odbicia z końca czerwca i spadek rentowności polskich obligacji 10-letnich z 6,71% do 5,54% pozwoliły na przeszło pięcioprocentowe odbicie indeksu TBSP (Treasury BondSpot Index) i nawet większe w grupie funduszy obligacji skarbowych długoterminowych. **Niezwykła „promocja”, z którą mieliśmy do czynienia w czerwcu i lipcu się tym samym zakończyła**, na co reagujemy obniżką oceny długu skarbowego o jeden stopień. **Jednocześnie uważamy jednak, że ruch korekcyjny do okolic 6,5% jedynie może, a nie musi mieć miejsce**, a sama klasa/grupa funduszy pozostaje w długim terminie niezwykle ciekawą. Przestrzegamy więc przed nadaktywnością i próbami aktywnego rozgrywania wahań, w przypadku dalszego wzrostu ryzyk recesyjnych możliwa jest kontynuacja spadków. **W dalszej części roku stopniowo będzie można zapewne myśleć o ograniczeniu ekspozycji na dług korporacyjny.**



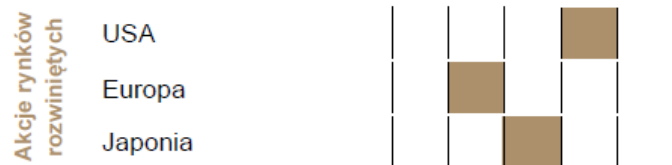
Spadające ceny surowców i oczekiwania inflacyjne na świecie przełożyły się na przełom także na globalnym rynku obligacji, mającym za sobą najbliższe pierwsze półrocze od dekad. Sześcioprocentowe stopy zwrotu można było zrealizować zarówno w Europie, jak i USA, znacznie bardziej anemiczne było odbicie na rynkach wschodzących.

W krótkim terminie większe niż w Polsce wydaje nam się ryzyko ruchu w drugą stronę na rynku amerykańskim, **Fed znajduje się na wcześniejszym etapie cyklu niż RPP, więc wahania oczekiwań co do miejsca jego zakończenia mogą być znacznie silniejsze.** Mimo to w średnim terminie obecne ceny wciąż są dość atrakcyjne, uważamy, że obligacje amerykańskie (zarówno skarbowe, korporacyjne IG, jak i HY) powinny być wyraźnie preferowane na tle europejskich, na których, szczególnie w przypadku inwestycji bardziej ryzykownych, **ostatnie wzrosty widzimy jako okazję do realizacji zysków/zmniejszonych strat.**

Obligacje rynków wschodzących pozostają inwestycją ciekawą, ale o wysokim ryzyku, a ich stopy zwrotu mogą się drastycznie różnić w zależności od głębokości globalnej recesji w drugiej połowie roku.

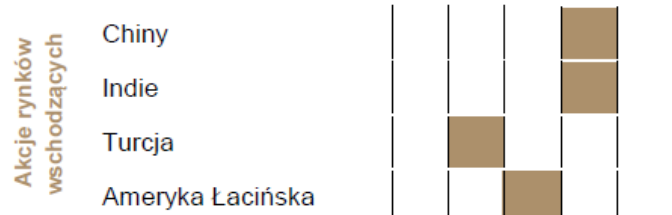


Lipiec nie przyniósł przełomu na polskim rynku akcji, który zachowywał się słabiej od USA i Europy, choć porównywalnie do szerokiego koszyka rynków wschodzących. Zachowujemy wobec niego umiarkowany optymizm, choć ciekawsze wydają nam się np. akcje azjatyckie. Poza nienajlepszą percepcją związaną z kryzysem gazowym podstawowym problemem pozostają ryzyka regulacyjne, chaos komunikacyjny wokół *windfall tax* nie pozwala ocenić, czy zostanie on wprowadzony i w jakim stopniu obciążą główne spółki GPW.

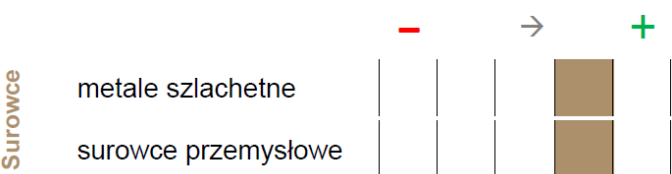


Wprawdzie akcje europejskie odbiły w lipcu, ale w koszyku rynków rozwiniętych zdecydowanie plasujemy je wciąż za Japonią, a przede wszystkim USA. Rynek amerykański pozostaje naszym wyborem numer 1 w całym segmencie akcji, za czym przemawia m.in. solidny sezon wynikowy w wykonaniu największych spółek, pozwalający z nadzieją patrzeć na ich odporność na zbliżającą się recesję. Pomimo dwóch kwartałów „technicznego spadku PKB”, dynamika zysków podmiotów z S&P500 pozostała w 2Q2022 wyraźnie dodatnia (6% r/r), oczekiwania na drugą połowę roku nie są silnie obniżane.

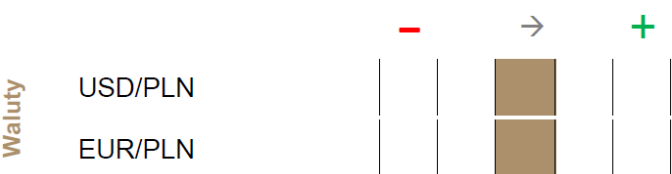
Nasze dwa preferowane rynki wschodzące (Chiny i Indie) zachowywały się w czerwcu w drastycznie różny sposób. Indie rosły prawie w tempie USA, w Chinach po świetnym czerwcu zobaczyliśmy wyraźną korektę wywołaną problemami rynku mieszkaniowego, ponownym zainteresowaniem państwowego regulatora Alibabą, wreszcie wzrostem obaw o kolejne lockdowny. Tego rodzaju spadki będą się zapewne powtarzać cyklicznie w przyszłości, ale powinny być naszym zdaniem wykorzystywane do akumulacji akcji chińskich. Nasza teza inwestycyjna opiera się przede wszystkim o oczekiwania, że wbrew bardzo stonowanemu obecnym wypowiedziom chińskie władze zdecydują się w najbliższych miesiącach na znacznie dalej idącą stymulację gospodarki, niezbędną, by wspomóc rynek nieruchomości i poprawić nastroje przed politycznie niezwykle ważnym XX Zjazdem KPCh.



Lipiec przyniósł kontynuację spadków na rynku surowców, która dotknęła bez wyjątku kruszców, metali przemysłowych, ropy i cen żywności, a przed odbiciem w połowie miesiąca osiągnęła mocno niepokojące rozmiary. **Uważamy, że zarówno na kruszczach, jak i miedzi zostały wyznaczone średnioterminowe minima.** Ceny ropy mogą się dalej wahać w zależności od prognoz popytu, ale perspektywa wygaszania części rosyjskiej produkcji i spodziewane wygasanie uwalniania rezerw USA po wyborach raczej ograniczają potencjał spadkowy. Wreszcie, wraz z ponownym uruchomieniem eksportu zbóż z Ukrainy i powrotem cen zbóż do poziomów sprzed rosyjskiej inwazji obawiamy się, że ceny żywności mogą stopniowo powracać do trendu wzrostowego.



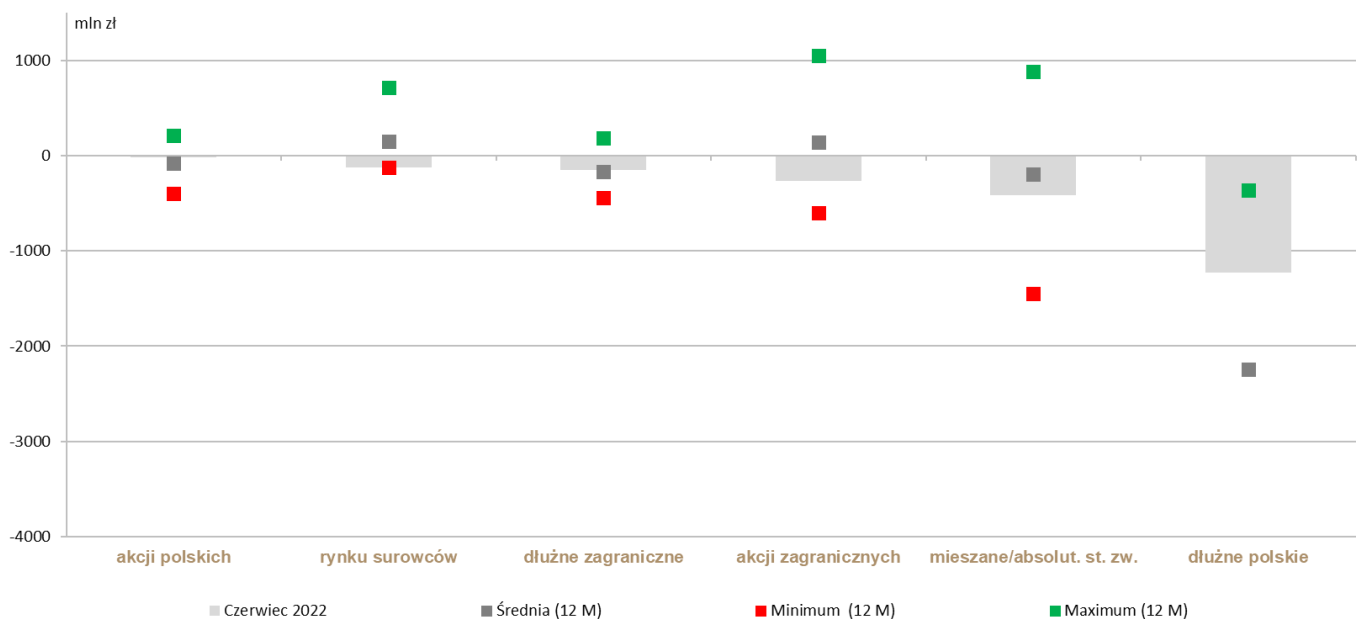
Tak jak podejrzewaliśmy przed miesiącem, lipiec przyniósł olbrzymie turbulencje na złotym, ale **po ataku EURPLN na 4,85 powróciliśmy szybko do okolic 4,70. Uważamy, że przedział 4,65-4,70 należy traktować jako neutralny**, a przyszłość polskiej waluty leży w rękach EBC. Jest za wcześnie, by mówić, że potencjał aprecjacji USD względem EUR się wyczerpał, ale w spodziewanym przez nas scenariuszu ograniczonej skali recesji i większego spadku presji inflacyjnej w USA niż UE **oczekujemy jego powrotu do okolic 1,05 w grudniu.**



Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	1.64%	1.37%	-4.29%	-2.50%	-1.78%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	1.18%	0.61%	-3.81%	-0.65%	-2.15%
papierów dłużnych polskich skarbowych	1.47%	1.32%	-3.57%	-2.10%	-1.13%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	6.35%	4.27%	-13.98%	-9.77%	-5.88%
papierów dłużnych USA uniwersalne	6.18%	2.85%	6.16%	11.29%	2.70%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	6.08%	-0.11%	-9.05%	-0.83%	-7.37%
papierów dłużnych globalnych High Yield	4.57%	-1.30%	-9.98%	-5.01%	-9.86%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	2.66%	-0.55%	-6.80%	-3.14%	-6.18%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	3.18%	0.14%	-10.28%	-6.31%	-7.35%
papierów dłużnych zagranicznych pozostałe	2.73%	-1.40%	-21.51%	-20.17%	-16.87%
akcji polskich uniwersalne	0.13%	-4.95%	-18.66%	-1.99%	-17.99%
akcji polskich małych i średnich spółek	-0.17%	-4.90%	-18.86%	21.39%	-18.55%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	6.48%	-2.16%	-14.31%	10.73%	-16.64%
akcji amerykańskich	7.97%	-1.61%	-12.27%	25.07%	-14.03%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	5.09%	-1.40%	-9.02%	10.20%	-11.05%
akcji europejskich rynków wschodzących	1.19%	-5.81%	-23.44%	-14.26%	-24.83%
akcji globalnych rynków wschodzących	-0.16%	-4.81%	-18.82%	-5.68%	-15.94%
akcji azjatyckich bez Japonii	-1.42%	0.18%	-17.58%	3.75%	-14.65%
akcji tureckich	3.44%	-8.17%	3.30%	-10.39%	12.87%
ryнку surowców - metale szlachetne	-5.07%	-17.50%	-16.25%	5.18%	-10.19%
ryнку surowców pozostałe	-0.62%	-8.01%	14.16%	41.33%	12.97%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0.96%	-2.59%	-10.55%	-2.10%	-8.59%
mieszane polskie	2.06%	-0.52%	-12.81%	-4.45%	-8.79%
mieszane zagraniczne	3.70%	-0.66%	-7.52%	5.39%	-7.34%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 30.06.2022 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.