



Xelion
Dom Inwestycyjny

Barometr Inwestycyjny Xelion

10

Nr 1/2021 (10)

styczeń 2021 r.



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Zespołu Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Materiał marketingowy przeznaczony dla Klientów DI Xelion.
Prosimy o zapoznanie się z „Istotnymi informacjami” umieszczonymi na końcu niniejszej publikacji.

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Grudzień okazał się kolejnym świetnym miesiącem na rynku akcji, kończąc rok w sposób niezwykle daleki od tego, czego można było oczekiwać w marcu. Blisko poziomów z lutego 2020 r. znalazł się nawet WIG20, nie mówiąc już o historycznych rekordach S&P500, czy wzroście wartości NASDAQ o niemal połowę. **W krótkim terminie uzyskanie przez Demokratów większości w Senacie (a raczej 50 głosów, co oznacza, że decydujący wpływ będzie miała K. Harris) będzie budowało nadzieje na dalszą stymulację fiskalną i może jeszcze przez jakiś czas wspierać hossę.**

Konsensus analityków na rok 2021 można podsumować w trzech punktach - słaby dolar, silne rynki wschodzące i wzrosty na całym świecie. Tego rodzaju opinie są nam o tyle bliskie, że sformułowaliśmy je pół roku temu, już w lipcowym Barometrze. W tym momencie jesteśmy znacznie ostrożniejsi. **Podtrzymujemy opinię, że dolar rozpoczął dłuższy trend spadkowy, ale aktualne, skrajne pozycjonowanie wydaje się sugerować, że możliwa jest krótkoterminowa korekta.** Argumentów za takim obrotem spraw dostarcza rynek długu - informacje o wygranej Demokratów w wyborach uzupełniających do Senatu wywołały przebiecie poziomu 1,0% przez rentowności obligacji 10-letnich. Najpopularniejszy pomysł inwestycyjny zarządzających obligacjami na ten rok, czyli gra na wystromienie krzywej (większy wzrost rentowności obligacji o dalszych zapadalnościach niż tych o krótszych) stoi w naszej opinii w sprzeczności z hiperoptymistycznym podejściem inwestorów akcyjnych, którzy wydają się wierzyć, że zobaczymy kalkę sytuacji sprzed 11 lat. **Od roku 2010 różni nas jednak bardzo wiele, przede wszystkim aktualne poziomy wycen wskaźnikowych w USA.**

Wygrana Joe Bidena w wyborach prezydenckich w listopadzie wywołała ogólnoswiatową debatę na temat rotacji sektorowej, miesiąc był rewelacyjny dla niezwykle poturbowanego przez pandemię sektora energetycznego, natomiast w grudniu zobaczyliśmy powrót do „normalności” rozumianej jako wyraźnie lepsze zachowanie NASDAQ niż S&P500. Przed taką sytuacją przestrzegaliśmy, zwracając uwagę, że pomimo zatwierdzenia szczepionek pandemia wciąż ma olbrzymi wpływ na gospodarkę. **Teraz, kiedy entuzjazm osłabił, nadchodzi być może czas na dostosowania portfeli.**

Wraz z początkiem stycznia podjęliśmy decyzję o ograniczeniu naszej ekspozycji na sektor technologiczny, czy szerzej rozumiane spółki wzrostowe. **Nasz model dla rynku amerykańskiego wskazuje na niezwykle poważne ryzyko spadków w 1Q2021, stojąc tym samym w sprzeczności z pozytywnymi odczytami dla Polski i rynków wschodzących.** W bardziej długoterminowym kontekście traktujemy to przede wszystkim jako sygnał, że nadszedł czas realizacji ubiegłorocznych zysków w amerykańskim IT i podjęcie decyzji o gruntownej przebudowie portfeli.

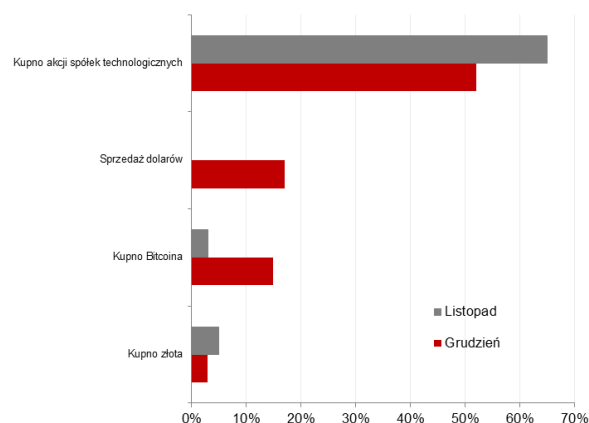
W 1Q2020 decydujemy się na redukcję naszej całkowitej ekspozycji na rynek akcji, poważnie zmieniamy także jej strukturę. Z początkiem roku podejmujemy bardzo trudną (z uwagi na gigantyczne różnice w stopach zwrotu w ciągu ostatniej dekady) decyzję o przyjęciu maksymalnego możliwego niedoważenia na rynku amerykańskim. **Oznacza to po pierwsze, że fundusze amerykańskich spółek technologicznych, na których budowaliśmy swoją ekspozycję na rynkach rozwiniętych w ubiegłym roku, zostają zastąpione rozwiązaniami o zasięgu globalnym** (w drugim półroczu w naszych portfelach w ogóle nie było akcji europejskich) i bardziej zdywersyfikowanymi sektorowo.

Po drugie, dalej zwiększamy rolę akcji polskich, które zaczęliśmy doważać z początkiem 4Q2020. W październiku wydawało się to nietrafioną decyzją, ale listopad i grudzień przyniosły wybitnie górną z trwającej kilka miesięcy konsolidacji. **Dalej skupiamy się na rozwiązaniach nastawionych na mniejsze spółki, ale w portfelach doszło do rotacji wywołanej dużym rozwarstwieniem wyników w końcówce roku, związanych przede wszystkim z trudnym okresem dla sektora producentów gier.** W 1Q2021 preferujemy fundusze, które radziły sobie dobrze w takim otoczeniu.

Po trzecie, jeszcze bardziej przeważamy akcje rynków wschodzących, tym razem już nie kosztem Europy, na której skrajne niedoważenie jest redukowane, ale USA. Także w tym segmencie dochodzi do bardzo poważnych zmian. Wprawdzie do rynków EM jesteśmy pozytywnie nastawieni od lipca, ale inwestowaliśmy przede wszystkim w Azji, co miało związek z sytuacją pandemiczną na świecie oraz oczekiwaniami, że J. Biden wygra wybory w Stanach Zjednoczonych. **Teraz uważamy, że można sprzedać już fakt jego zwycięstwa, przypominając, że w obecnej sytuacji politycznej (wrogie nastawienie Amerykanów do Chin) trudno spodziewać się natychmiastowej normalizacji stosunków.** Dodatkowo, jak pisaliśmy w ubiegłym miesiącu, rynki Chin, Korei i Tajwanu pod względem roli IT nawet wyprzedzają USA, więc nasza przebudowa nie byłaby pełna, gdybyśmy nie zredukowali ich roli. Grudzień był naszym zdaniem symptomatyczny i mógł wskazać „czarne konie” na co najmniej najbliższych sześć miesięcy. Najlepiej wypadł w tym okresie jedyny rynek, do którego mieliśmy skrajnie pozytywne nastawienie, Ameryka Łacińska. **W tym obszarze będziemy przeważeni w 1Q2021, przenosząc resztę alokacji z funduszy akcji azjatyckich na szerokie rynki wschodzące.**

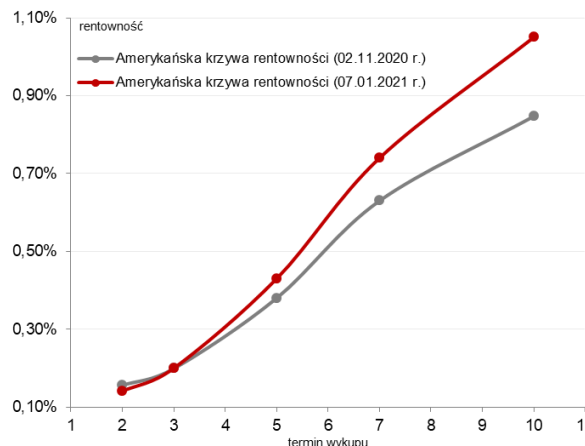
Wciąż utrzymujemy ekspozycję na metale szlachetne, w obszarze długu naszym preferowanym segmentem pozostają rozwiązania oparte o obligacje EM, za którymi plasują się fundusze inwestujące w europejskie high-yieldy. Jeżeli w 1Q2021 rzeczywiście doszłoby do korekty trendu spadkowego dolara, połączonej z obniżeniem notowań funduszy obligacji rynków wschodzących, które w 4Q2020 zarobiły od 5% do 10%, należy wykorzystywać ją naszym zdaniem jako okazję do kupna.

"Najbardziej zatłoczone" pomysły inwestycyjne



Źródło: Bloomberg

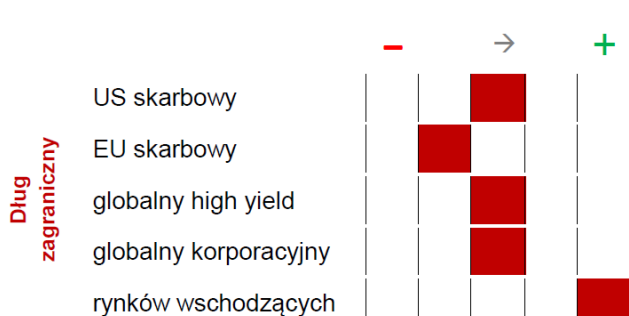
Zjawisko wystromienia amerykańskiej krzywej rentowności



Pogląd na segmenty rynkowe

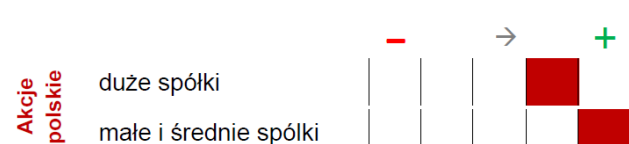


Końcówka roku ponownie ożywiła dyskusję na temat kontynuacji luzowania polityki monetarnej w Polsce. W wywiadzie udzielonym dla portalu Obserwator Finansowy **prezes NBP prof. Adam Glapiński wspominał o możliwości obniżenia stóp w 1Q2021** (obecny poziom stopy referencyjnej to 0,1%). Biorąc jednak pod uwagę fakt, że publikacja wywiadu zbiegła się w czasie z podejmowanymi przez NBP interwencjami na rynku walutowym, **uważamy że miała ona na celu przede wszystkim doprowadzić do osłabienia PLN**. Wydaje się, że niższy popyt na kredyt nie wynika w tym momencie z jego ceny, lecz z panującej powszechnie niepewności gospodarczej. **Podtrzymujemy zatem nasze umiarkowanie negatywne nastawienie do polskiego długu skarbowego**, w ramach którego premia z ryzyko pozostaje na bardzo niskim poziomie.

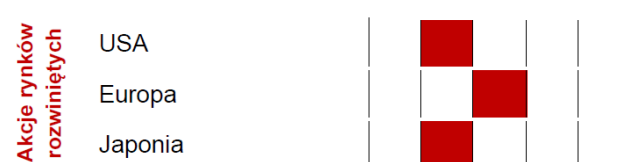


Wnioski płynące z grudniowego posiedzenia FOMC zmuszają do ostrożniejszego nastawienia względem długu skarbowego USA. Brak odniesienia się do planów zwiększenia zakupów na długim końcu krzywej był w pewnym sensie zaskoczeniem, ale też i sygnałem, że Fed jest w stanie zaakceptować kontynuację procesu wystromiania się amerykańskiej krzywej dochodowości (wzrost rentowności obligacji długoterminowych). **W zaistniałej sytuacji postanowiliśmy przesunąć przytoczony w poprzednich materiałach „próg bólu” dla amerykańskiej 10-latki z 1% do przedziału 1,3%-1,5%**. Po dwóch miesiącach przerwy powracamy zatem do neutralnego nastawienia względem długu skarbowego USA.

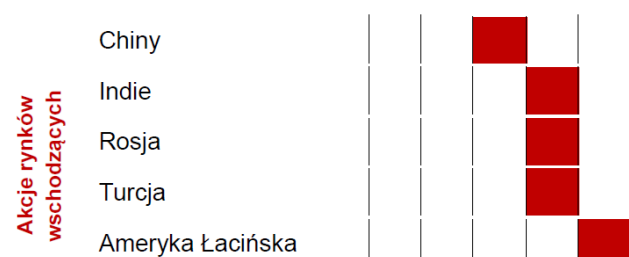
Dług EM charakteryzuje się w tym momencie nie tylko wyższym nominalnym oprocentowaniem w porównaniu z rynkami rozwiniętymi, lecz także wysokim współczynnikiem Sharpe'a (stosunek premii za ryzyko do zmienności), który jest zbliżony chociażby do amerykańskich obligacji high-yield. Obligacje rynków wschodzących w 2021 r. (zakładając brak wystąpienia „czarnych łabędzi”) **naład pozostaną najwyżej ocenianym przez nas segmentem w kategorii długu**.



Miesiąc temu pisaliśmy, że rynek polski wydaje nam się dobrą opcją inwestycyjną na ten rok i zdanie to jak najbardziej podtrzymujemy. Małe i średnie spółki będą zapewne ponownie lepsze niż WIG20, ale także do dużych jesteśmy nastawieni pozytywnie, szczególnie gdyby wreszcie została rozwiązana kwestia kredytów frankowych. Po szalonych wzrostach od kwietnia do lipca, którym towarzyszyły bańki na spółkach tzw. „COVID-owych” wydaje nam się, że GPW jest gotowa, by rozpocząć proces leczenia po straconej ubiegłej dekadzie.



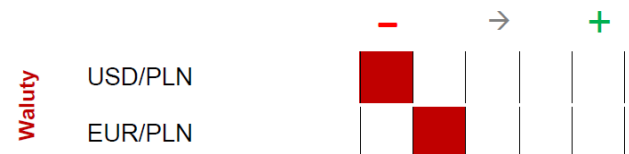
W Nowy Rok wchodzimy z negatywnym nastawieniem do rynków rozwiniętych. Nasze modele wskazują na poważne sygnały alarmowe dla USA w 1Q2021, możliwy stan wyjątkowy w Tokio i generalny wzrost ryzyka COVID-owych w Azji uderzają w atrakcyjność Japonii. Mocno wyprzedzana wydaje się Europa, całkowicie pomijana w jakichkolwiek listach atrakcyjnych kierunków inwestycyjnych. Historycznie właśnie w takich sytuacjach rynki UE radziły sobie najlepiej, więc rozpoczynamy ich doważanie po całkowitej eliminacji z portfeli w 2H2020.



Także na rynkach wschodzących przyszedł naszym zdaniem czas, by za debatami o rotacji sektorowej przyszły konkretne decyzje. Podobnie jak przed miesiącem, jesteśmy bardzo pozytywnie nastawieni do Ameryki Łacińskiej, ale odwracamy resztę tabeli, podwyższając oceny dla Indii, Rosji i Turcji, a obniżając dla Chin. Konflikt między Pekinem a Jackiem Ma (prezes Alibaby) i jego konsekwencje wzbudziły nasze poważne obawy o możliwy ciąg dalszy w krótkim terminie. W dłuższym terminie warto pamiętać, że jako państwo praktycznie najmniej dotknięte gospodarczo przez pandemię, Chiny będą pierwszym dużym rynkiem, w którym należy spodziewać się zacieśnienia fiskalnego i monetarnego, może już w drugiej połowie roku. Podzielając radość z prognoz wzrostu w tym roku w przedziale 8,5-9,0%, uważamy, że są one w dużej mierze zdyskontowane. **Indie wydają nam się aktualnie ciekawszym kierunkiem w Azji**.



Uważamy, że styczeń, który jest statystycznie sprzyjającym miesiącem dla złota również i tym razem pozwoli cenie kruszcu zbliżyć się do historycznych szczytów z początku sierpnia. **Rok 2021 z perspektywą silnego ożywienia gospodarczego na całym świecie powinien utrzymywać hossę na rynku surowców przemysłowych**. Na tym tle relatywnie słabo może jednak prezentować się ropa naftowa, w przypadku której nie brakuje chętnych (zarówno na Bliskim Wschodzie, jak i w USA) do uwolnienia sztucznie wstrzymywanej podaży. Zgoła inaczej przedstawia się sytuacja na rynku metali przemysłowych (w szczególności miedzi), gdzie miejsce do dalszych zwyżek jest fundamentalnie uzasadnione.

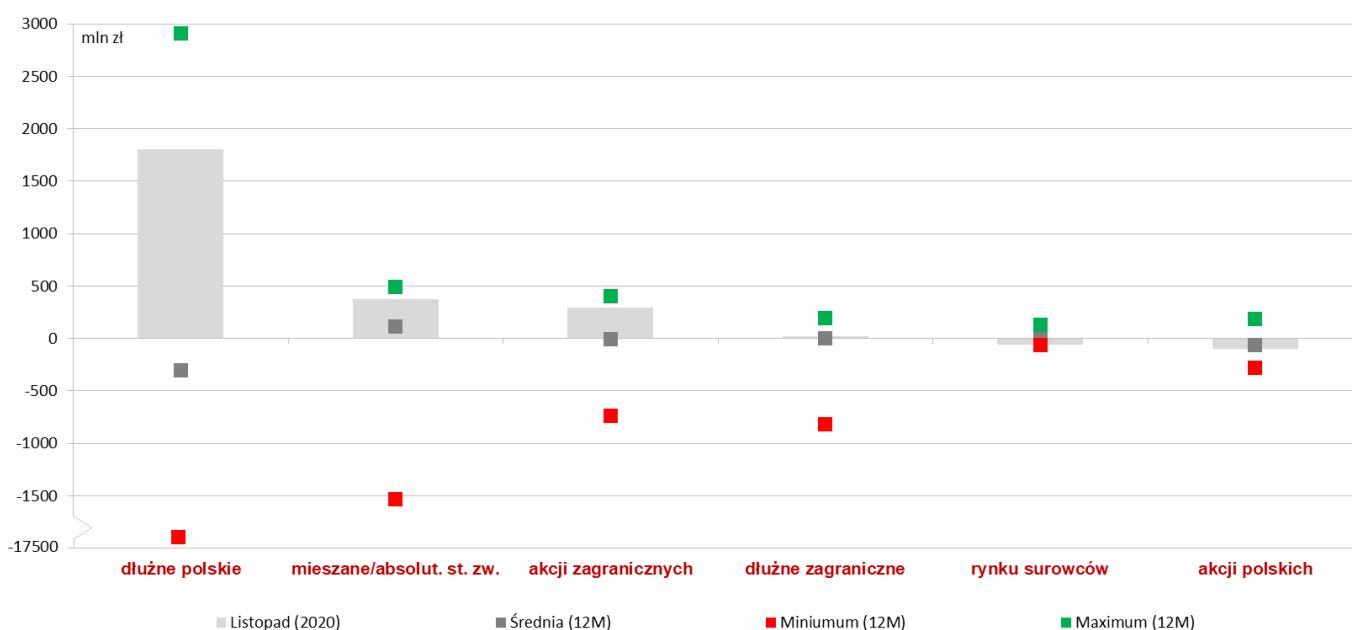


Działania NBP w końcówce roku sprawiły, że nasza prognoza dla PLN na grudzień okazała się całkowicie nietrafiona. Z obecnych poziomów w warunkach rynkowych nie widzimy możliwości innego kierunku niż spadek EUR/PLN oraz USD/PLN. Zakładamy również, że aktywność Banku na rynku ma się ku końcowi, a całą sytuację trudno jednak rozpatrywać w kategoriach innych niż chęć zaksięgowania wyższego zysku za ubiegły rok w celu zasilenia budżetu. Ryzykiem dla prognozy jest ewentualna korekta EUR/USD, ale średnio- i długoterminowo nasze nastawienie pozostaje jednoznaczne.

Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	0,13%	0,60%	1,14%	3,88%	1,15%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0,29%	1,03%	1,82%	6,16%	1,81%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0,12%	0,53%	1,85%	4,93%	1,85%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-0,76%	-2,51%	-0,46%	11,75%	-0,46%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	0,99%	2,58%	5,19%	8,58%	5,19%
papierów dłużnych globalnych High Yield	1,22%	4,57%	2,29%	7,41%	2,29%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0,67%	2,76%	1,69%	5,45%	1,69%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	0,72%	2,53%	3,86%	6,56%	3,86%
papierów dłużnych zagranicznych rynków wschodzących	2,28%	6,08%	2,40%	2,74%	2,40%
akcji polskich uniwersalne	6,59%	13,30%	3,99%	-9,00%	4,00%
akcji polskich małych i średnich spółek	6,03%	11,20%	20,74%	5,30%	20,74%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	4,20%	12,63%	18,93%	26,54%	18,95%
akcji amerykańskich	3,99%	14,05%	13,39%	27,30%	13,45%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	3,92%	11,01%	2,76%	11,31%	2,81%
akcji europejskich rynków wschodzących	9,50%	20,54%	-1,71%	-5,85%	-1,71%
akcji globalnych rynków wschodzących	5,71%	15,78%	7,94%	9,06%	7,94%
akcji azjatyckich bez Japonii	5,80%	13,81%	14,39%	9,49%	14,39%
akcji rosyjskich	6,37%	10,36%	-2,20%	29,59%	-2,20%
akcji tureckich	16,14%	22,73%	-4,30%	-33,05%	-4,30%
rynku surowców - metale szlachetne	7,41%	-0,98%	17,71%	35,57%	17,71%
rynku surowców pozostałe	6,70%	13,51%	0,79%	-3,27%	0,79%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	1,64%	3,39%	5,50%	1,94%	5,56%
mieszane polskie	2,30%	4,91%	3,93%	3,51%	3,93%
mieszane zagraniczne	1,31%	4,35%	4,19%	7,10%	4,22%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 31.12.2020 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;
- zostało sporządzone w ramach wykonywania przez DI Xelion czynności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6) Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi tj. sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych, innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych;
- 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.