



Xelion
Dom Inwestycyjny

Barometr Inwestycyjny Xelion

13

Nr 4/2021 (13)

kwiecień 2021 r.



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Zespołu Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Po krótkiej korekcie na finiszu lutego, w marcu rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich ponownie przekroczyły poziom 1,5%. W przeciwieństwie do lutego, w którym wystromienie amerykańskiej krzywej dochodowości (większy wzrost rentowności obligacji długoterminowych niż krótkoterminowych) nie przeszkadzało dolarowi się osłabiać, w ubiegłym miesiącu mieliśmy do czynienia z wyraźną aprecjacją amerykańskiej waluty. Traktujemy to jako symptom napływów na amerykański rynek długu i rosnącą wiarę w to, że w obliczu korekty na rynku surowców obecne wyceny obligacji skarbowych są atrakcyjne. **Niezależnie od rozgrywania scenariusza niezwykle silnego ożywienia gospodarczego w USA, a także sprawnego tempa szczepień, ostatnia korekta na rynku surowców oraz niższe od oczekiwań dane o inflacji PCE poddają w wątpliwość perspektywy przyszłości, w której wzrost cen wymusza na Fed zacieśnienie polityki monetarnej.**

Zgodnie z ostatnimi danymi, odsetek populacji, który otrzymał przynajmniej jedną dawkę szczepionki zbliża się za oceanem do 30%. Tymczasem w Europie możemy mówić o wartości trzykrotnie niższej. Zgodnie z zapowiedziami prezydenta J. Bidena, do 1 maja dostęp do szczepionki otrzyma każdy dorosły obywatel USA. Niestety na Starym Kontynencie utrzymanie takiego tempa jest niemożliwe, tym bardziej, że wątpliwości w kwestii bezpiecznego stosowania brytyjskiej szczepionki AstraZeneca nadal pozostają żywym przedmiotem sporu. **Mimo to, do końca 2Q2021 Europa stanie się regionem, gdzie prawdopodobnie na tym tle zostanie wykonany największy postęp.**

Biorąc pod uwagę powyższe, uważamy, że rozpoczynający się kwartał będzie przebiegał pod znakiem relatywnej siły rynków rozwiniętych nad wschodzącymi. Zakładamy, że zjawisko to będzie miało wymiar krótkoterminowy, ograniczony w czasie do końca pierwszego półrocza. Podtrzymujemy nasz pozytywny pogląd długoterminowy na rynki wschodzące (zarówno akcyjne, jak i dłużne), niemniej relatywnie dobry wynik tych klas aktywów w środowisku mocnego dolara i ożywienia w USA staje się trudny do osiągnięcia.

Powyższe oczekiwania zostały potwierdzone przez nasz model alokacji aktywów, który stosowany jest w usłudze Doradztwa Inwestycyjnego Prestige. Przypomnijmy, że w oparciu o jego odczyty zdefiniowaliśmy nasze styczniowe przewidywania na pierwszy kwartał, w których wyraźnie zaadresowaliśmy problemy amerykańskiego rynku akcyjnego (szczególnie spółek technologicznych) ze względu na zjawisko wystromiania się amerykańskiej krzywej dochodowości.

Doświadczenie wyciągnięte z ostatnich miesięcy pokazuje, że rynki reagują bardzo szybko na zmieniające się otoczenie. Przykładów nie trzeba szukać daleko - banki inwestycyjne prognozowały dotarcie rentowności amerykańskiej 10-latkii do przedziału 1,3%-1,5% w 2021 r., jednak nie zakładały, że wydarzy się to już w pierwszym kwartale. Większość ruchów cenowych, które można uzasadnić fundamentalnie realizuje się stosunkowo krótkim czasie. Teza ta wpisuje się w nasze oczekiwania zakładające, że poziomy rentowności 10-latek powyżej 1,5%, implikujące nawet cztery podwyżki stóp w latach 2022-24 są swego rodzaju progiem bólu, a tym samym okazją inwestycyjną. **Przy rentownościach amerykańskich obligacji 10-letnich w okolicach 1,7% możemy mówić o przecenie (uwzględniając ubiegłoroczny szczyt cenowy) rzędu 10%, co dla tego rynku jest dużą wartością, historycznie z reguły kończąca spadki.**

W przypadku spółek technologicznych, sytuacja wydaje się jednak nieco bardziej złożona. W grę wchodzi kolejny popularny wątek z końcówki 2020 r., a mianowicie temat rotacji sektorowej. Trend ten nieco osłabił się na początku roku ze względu na mutacje wirusa oraz przedłużające się lockdowny na Starym Kontynencie, niemniej w ostatnim czasie ponownie zaczął przybierać na sile. Zjawisko to może wywierać dodatkową presję na spółkach IT, ale z drugiej strony za sektorem tym stoją mocne wyniki i prognozy wzrostu. W 4Q2020 sprawozdania spółek kryjących się pod słynnym akronimem „FAAMG” wypadły bardzo solidnie. Przychody Apple po raz pierwszy w historii przekroczyły symboliczny poziom 100 mld USD, natomiast pozostałe wielkie marki, czyli Amazon, Facebook, Microsoft i Google również nie miały powodów do wstydu publikując swoje raporty. **Sezon wyników za 1Q2021 zapowiada się równie dobrze.**

Uważamy, że jednym z większych ryzyk dla amerykańskiego rynku akcyjnego może być kwestia ogłoszonego planu inwestycji infrastrukturalnych w USA. W ubiegłym tygodniu prezydent J. Biden przedstawił szczegóły wielkiego planu o wartości 2,25 bln USD, który miałby zostać sfinansowany wzrostem stawki podatku CIT z 21% do 28%. Tym sposobem w przeciągu 15 lat podwyższone wpływy do budżetu z tytułu podatków pozwoliłyby pokryć koszty ogromnego projektu. **W średnim terminie jest to negatywna informacja dla amerykańskiego rynku akcji, który nie uwzględnia w swoich wycenach tego czynnika.** Mogłoby się zdawać, że rynek podchodzi do podwyżek podatków dość lekceważąco, argumentując to m.in. trudną i skomplikowaną ścieżką legislacyjną.

Dla zwolenników analizy technicznej, ostatnie zachowanie złota dostarczyło licznych negatywnych sygnałów w krótkim terminie, z drugiej strony kontrariańskie podejście sugeruje, że jesteśmy świadkami przesilenia. Z fundamentalnego punktu widzenia, popytu na kruszec nie powinno w przyszłości zabraknąć. Z dużym prawdopodobieństwem należy spodziewać się, że w ramach trendu „dedolaryzacji”, który naszym zdaniem w długim terminie nadal będzie kontynuowany, znaczna grupa banków centralnych powróci do skupowania złota w celu dywersyfikacji swoich rezerw. Dodając do tego efekt poprawiającej się sytuacji w sektorze jubilerskim, którego pierwsze oznaki pojawiły się już w Azji, niższy popyt ze strony funduszy ETF potencjalnie mógłby zostać zrekompensowany przez dwa wspomniane obszary. Natomiast jeżeli chodzi o kwestie podażowe – w tym przypadku sytuacja pozostaje niezmienną już od kilku lat. Efekt ograniczonych zasobów surowca działa jeszcze bardziej przy niższych cenach ze względu na tak zwany czynnik „*life of mine*”, który w praktyce pozwala zachowywać w działalności kopalń odpowiednią relację pomiędzy ceną kruszcu a opłacalnością wydobycia.

Pozytywne rewizje wzrostu amerykańskiego PKB

	2021	2022	2023
Zmiana realnego PKB	6,50%	3,30%	2,20%
prognoza grudniowa	4,20%	3,20%	2,40%
Stopa bezrobocia	4,50%	3,90%	3,50%
prognoza grudniowa	5%	4,20%	3,70%
Inflacja PCE	2,40%	2%	2,10%
prognoza grudniowa	1,80%	1,90%	2%

Źródło: Bloomberg, Federal Reserve Bank

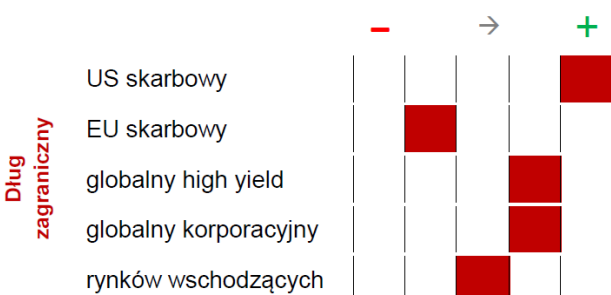
Rynkom wschodzącym nie po drodze z silnym dolarem



Pogląd na segmenty rynkowe



Deklarowana przez NBP determinacja w dalszym prowadzeniu skupu aktywów na rynku długu skarbowego utrzymuje nietypowe zjawisko, w którym rentowności polskich obligacji 10-letnich znajdują się poniżej rentowności 10-latek amerykańskich. Tymczasem po krótkiej przerwie ponownie zaczyna wybrzmiewać w prognozach ekonomistów **wizja wysokiej inflacji, która w 2Q2021 przebije górny przedział odchyłeń od celu (poziom 3,5%)**. Niezmiennie uważamy, że wyceny polskiego długu są nieatrakcyjne na tle otoczenia zagranicznego. Niemniej jednak, dopóki NBP będzie deklarował wolę prowadzenia „polskiego QE”, a nadpłynności sektora bankowego będzie skłaniać banki do lokowania nadwyżek w skarbówkach (zwalniających z płacenia podatku bankowego), **rentowności nie wzrosną do poziomów, które zawierałyby adekwatną premię za ryzyko dla naszego regionu**.

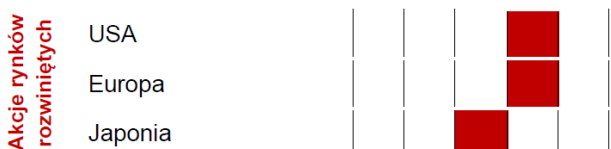


Utrzymujemy pozytywny pogląd na rynek amerykańskich obligacji skarbowych, które są jednocześnie **najbardziej preferowaną przez nas klasą aktywów w segmencie długu zagranicznego**. Zastrzegamy jednak, że jednorazowe i krótkotrwałe wybicie nowych szczytów w przypadku rentowności 10-latek jest scenariuszem, który należy mieć na uwadze. Wspomniany ruch cenowy (o ile miałyby wystąpić) powinien być jednak na tyle dynamiczny, że z punktu widzenia inwestora funduszwego „łapanie szczytu” jest pozbawione sensu. **Dlatego też dowożenie w portfelu tej klasy aktywów przy obecnych poziomach rentowności jest naszym zdaniem w pełni uzasadnione**.

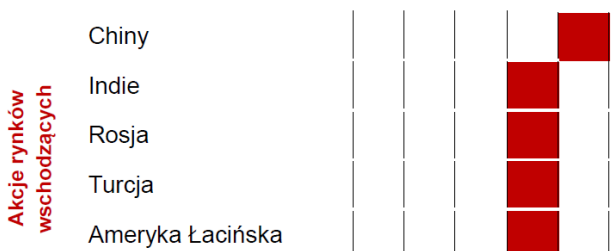
Tymczasowo (prawdopodobnie tylko do końca pierwszego półrocza) korygujemy nasze nastawienie względem segmentu dłużnego rynków wschodzących do poziomu neutralnego. Aktualne poziomy dolara rodzą dalsze negatywne ryzyka, ale nasze dostosowanie ma charakter wyłącznie taktyczny. Długoterminowo, jest to nasza preferowana klasa aktywów.



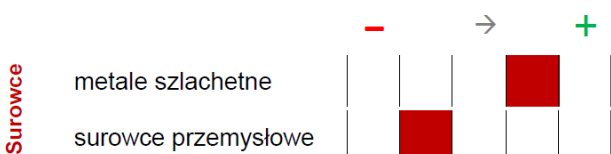
Finisz kwartału na warszawskich indeksach stoi w jaskrawym kontraście z wynikami osiągniętymi przez fundusze z czołówki naszych rankingów. WIG20 znajduje się w tym roku w ogonie globalnej tabeli, a jednocześnie najlepsze fundusze akcji polskich odnotowały dwucyfrowe stopy zwrotu od końca grudnia. Nawet pomimo ryzyk związanych z likwidacją OFE nie widzimy opcji powrotu do środowiska z lat 2018-19. Polski rynek funduszy powraca ze środowiska skrajnego wyprzedania, czemu nie zagrażają przeceny największych spółek na GPW.



2Q2021 jest w naszej opinii okresem, w którym wraz ze stabilizacją rentowności w USA, wiara w rotację ze spółek wzrostowych zostanie poddana w wątpliwość. Najlepsze w ubiegłym roku fundusze akcji zagranicznych mają za sobą bolesną przecenę, co zakładaliśmy na początku stycznia, ale nasz scenariusz bazowy na drugą połowę roku jest inny niż powszechnie dyskutowany (wzrost obaw o sezonowość szczepionek vs. ich „wieczne działanie”). Pakiety fiskalne zostały naszym zdaniem uwzględnione w cenach, a ryzyko „szczepionkoodpornych” mutacji niekoniecznie.



W końcu ubiegłego roku wierzyliśmy, że przychodzi czas na inwestycje w krajach najbardziej poturbowanych przez COVID, ale amazońska odmiana koronawirusa, a także działania prezydentów Bolsonaro i Erdogana pokrzyżowały nam szyki. Tak jak na rynkach rozwiniętych widzimy obecnie okazję inwestycyjną w sektorze IT, tak w ramach EM wydaje nam się, że fundusze akcji chińskich mogą odrobić straty z ostatnich trzech miesięcy. **Obecne wyceny dolara są niebezpieczne dla rynków EM, na których w aspekcie ryzyk politycznych zrealizowały się bardzo negatywne scenariusze**. Wierzymy, że w 2Q2021 sytuacja na rynku walutowym ulegnie normalizacji, tymczasem z taktycznej perspektywy rynki Greater China (Chiny, Tajwan, Hong Kong) wydają się rozsądną opcją na najbliższe 3 miesiące.



Marzec był pierwszym od października miesiącem, w którym surowce przemysłowe zaliczyły dłuższą zadyszkę. **Podczas spotkania OPEC+ podjęto decyzję o stopniowym zwiększaniu podaży ropy naftowej przez następne trzy miesiące**, co może nieco rozczarowywać inwestorów, którzy wierzyli do samego końca, że limity produkcji pozostaną niezmiennie nawet do połowy 2022 r.

Podwójne dno, które zostało wyrysowane na wykresie ceny złota sugeruje, że poziom 1700 USD/oz przyciąga uwagę szerszego grona inwestorów. Podtrzymujemy naszą opinię, że „wartość godziwa” tego surowca znajduje się wyżej, niemniej aby zachować spójność z tezą o silniejszym dolarze, obniżamy nasze nastawienie do poziomu umiarkowanie pozytywnego.

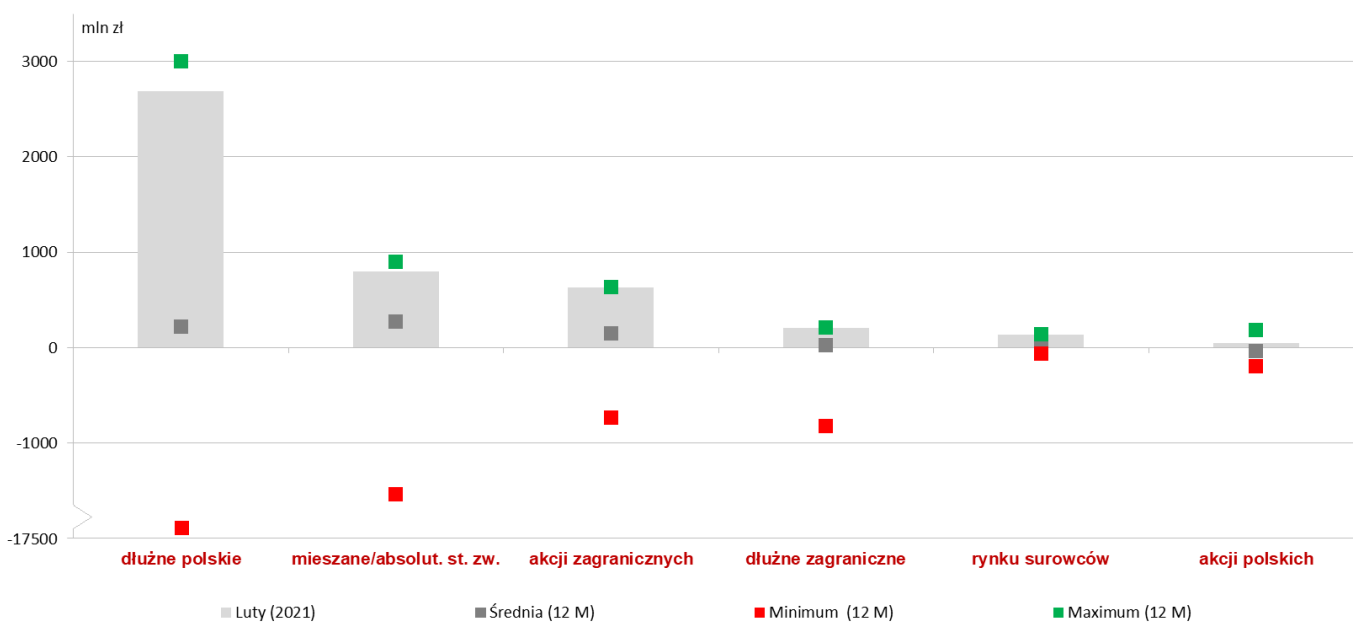


Marcowe zachowanie złotego było sprzeczne z naszymi prognozami, co tylko w części tłumaczymy skalą pandemii i związanym z tym odpływem kapitału zagranicznego. O ile kurs USD/PLN wynika z EUR/USD, rynek EUR/PLN jest ewidentnie zdestabilizowany, co w dużej mierze wynika z ryzyka interwencji banku centralnego. W ciągu najbliższego miesiąca zakładamy kulminację zachowań oraz stopniowy powrót kapitału do regionu. Polska waluta pozostaje naszym zdaniem niedowartościowana nawet pomimo skrajnie gołębiego podejścia RPP do inflacji.

Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	-0,01%	0,11%	2,28%	3,35%	0,11%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0,00%	0,27%	4,13%	5,87%	0,27%
papierów dłużnych polskich skarbowych	-0,04%	0,02%	1,87%	3,74%	0,02%
papierów dłużnych USA uniwersalne	6,51%	6,98%	4,89%	23,27%	6,98%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	1,81%	1,02%	9,02%	9,58%	1,02%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0,36%	0,58%	16,10%	9,25%	0,58%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	-0,35%	-1,06%	10,50%	6,31%	-1,06%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	-0,38%	-1,92%	6,08%	5,50%	-1,92%
papierów dłużnych zagranicznych rynków wschodzących	-1,65%	-4,89%	9,03%	-0,34%	-4,89%
akcji polskich uniwersalne	2,56%	4,02%	43,94%	2,77%	4,02%
akcji polskich małych i średnich spółek	3,22%	10,73%	66,62%	22,30%	10,73%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	1,04%	2,95%	47,13%	30,71%	2,95%
akcji amerykańskich	1,99%	7,29%	57,10%	43,35%	7,29%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	4,76%	5,99%	38,52%	21,31%	5,99%
akcji europejskich rynków wschodzących	1,44%	2,74%	35,95%	-1,46%	2,74%
akcji globalnych rynków wschodzących	-0,24%	3,61%	45,89%	14,25%	3,61%
akcji azjatyckich bez Japonii	-2,28%	1,32%	43,35%	13,83%	1,32%
akcji rosyjskich	8,73%	11,78%	41,64%	38,70%	11,78%
akcji tureckich	-9,92%	-11,02%	6,92%	-35,87%	-11,02%
rynku surowców - metale szlachetne	-1,46%	-10,32%	6,33%	24,23%	-10,32%
rynku surowców pozostałe	-0,05%	10,05%	53,79%	11,08%	10,05%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0,57%	1,40%	16,01%	4,62%	1,40%
mieszane polskie	0,76%	1,10%	16,63%	7,19%	1,10%
mieszane zagraniczne	1,71%	2,57%	16,06%	11,75%	2,57%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analizy.pl (stan na dzień 31.03.2021 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.