



Xelion
Dom Inwestycyjny

Barometr Inwestycyjny Xelion

16

Nr 7/2021 (16)

lipiec 2021 r.



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Zespołu Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Czerwiec był na globalnych rynkach akcji miesiącem, w którym nastąpiło dość wyraźne rozwarstwienie pomiędzy zachowaniem poszczególnych indeksów. Duża część miesiąca przebiegała w pozytywnych nastrojach, które zostały jednak zrewidowane w końcówce z dwóch powodów - po pierwsze z uwagi na **delikatne na razie sygnały zbliżającego się zacieśnienia polityki monetarnej w USA** („rozmowa o rozmowie” o końcu QE, prognozy dwóch podwyżek stóp w 2023 r.), po drugie ze względu na **niepokojące informacje o rozprzestrzenianiu się wariantu delta w Europie i Azji**. Gdy nałożymy na to potwierdzenie, że w maju inflacja w UE osiągnęła szczyt (wg wstępnych szacunków w strefie euro spadła w czerwcu z 2,0% r/r do 1,9% r/r, a w Polsce z 4,7% r/r do 4,4% r/r) i związaną z tym wyprzedaż akcji banków podczas ostatniej czerwcowej sesji, bilans miesiąca dla WIG, jeszcze kilka dni wcześniej znajdującego się na historycznych szczytach, mocno się zmienił.

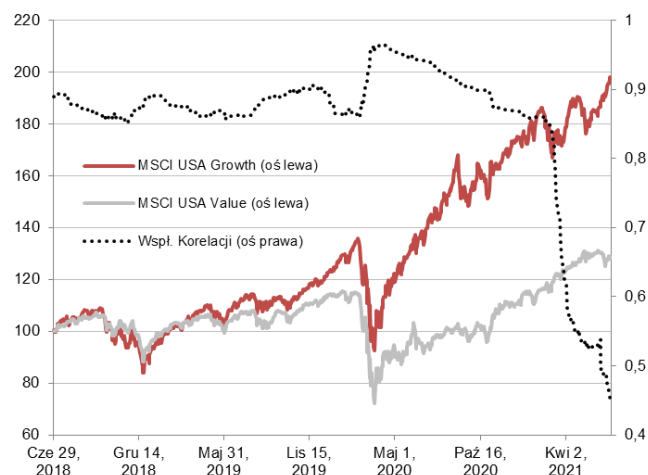
Koniec kwartału jest dla nas tradycyjnie momentem przebudowy portfeli w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, **w drugie półrocze wejdziemy z przekonaniem, że powinno się ono wyraźnie różnić od pierwszego**. Spodziewamy się, że kolejny kwartał okaże się trudny dla tzw. „reflation trade”, czyli gry na wywołaną wzrostem inflacji zmianę układu sił poszczególnych aktywów. Korelacja między indeksami MSCI USA Value i Growth jest najniższa od 24 lat (0,43) i uważamy, że wraz ze zmianą percepcji ryzyk w drugiej połowie roku (3Q2021 miał w powszechnej opinii być niemal wolny od tematu COVID) zobaczymy ponowny przepływ gotówki w stronę sektorów popularnych w ubiegłym roku i już od kilku tygodni odzyskujących siłę. Notowania rewelacyjnie zachowujących się do niedawna sektorów, m.in. spółek wydobywczych i energetycznych znajdują się pod coraz silniejszą presją, a chociaż ceny ropy znajdują się na nowych szczytach, wiele innych surowców, przede wszystkim miedź, silnie się przeceniło.

Otoczenie, w którym Fed może dalej modyfikować retorykę w sposób niekorzystny dla rynku (spodziewamy się ogłoszenia rozpoczynającej się na początku przyszłego roku redukcji QE do końca kwartału), może prowadzić do umocnienia dolara, **co z samej definicji powinno zachęcać, by ograniczać ekspozycję akcyjną poza Stanami Zjednoczonymi, a szczególnie na rynkach wschodzących. To dokładnie zamierzamy zrobić w ciągu najbliższych trzech miesięcy**, także dlatego, że w ubiegłym kwartale widoczne było na nich silne odbicie, ryzyka COVID-owe są w tym segmencie większe niż gdziekolwiek indziej (szczepionki są bardzo skuteczne przeciwko delcie, co ogranicza ryzyka dla krajów rozwiniętych), a ceny surowców mogą być w ciągu najbliższych trzech miesięcy pod dalszą presją. Działanie ma charakter taktyczny i w zależności od sytuacji rynkowej może ulec zmianie po trzecim kwartale, w ramach koszyka EM wciąż preferujemy Polskę i Chiny.

Przeważenie w amerykańskich i krajowych akcjach wynika także z opinii, że bilans ryzyk na rynku długu jest niekorzystny. Wprawdzie w teorii zobaczyliśmy szczyt inflacji, ale wynika to głównie z efektów bazy. Ostatnie informacje o narastających problemach w łańcuchach dostaw nie nastroją optymistycznie i sprawiają, że **można wyobrazić sobie scenariusz, w którym dynamika cen pozostanie na podwyższonych poziomach nawet gdyby wzrost gospodarczy miał okazać się słabszy niż obecnie prognozowany**. Spready kredytowe są skrajnie niskie, a obecne wyceny obligacji skarbowych nie mają szans się utrzymać, gdy zaczną wygasać wsparcie banków centralnych. Uważamy, że nie jest to dobry moment na podejmowanie ryzyka stopy procentowej w Polsce i za granicą. Szczególnie ostrożni jesteśmy w odniesieniu do długu skarbowego rynków wschodzących, w kraju preferujemy zmiennokuponowe obligacje korporacyjne, na świecie europejskie obligacje typu high-yield. EBC pozostaje bankiem, którego ścieżka do normalizacji wydaje się najdłuższa.

Pozostajemy ostrożnie nastawieni do rynku surowców jako całości, w szczególności nie jesteśmy przekonani do coraz popularniejszego poglądu o nieuchronnych rzekomo wzrostach cen ropy. O ile jej obecny deficyt jest faktem, sytuacja może dynamicznie ulec zmianie, gdyby kolejna fala COVID miała ponownie wpłynąć na popyt lub doszło do porozumienia między USA a Iranem (co wydaje nam się prawdopodobne). Relatywnie ciekawiej wygląda dla nas miedź, która po ostatniej korekcie, wywołanej m.in. działaniami Chin, mogłaby powrócić do wzrostów wraz z porozumieniem ws. pakietu infrastrukturalnego w USA. Cierpliwie czekamy na zmianę zachowania metali szlachetnych, której sprzyjać będą [zmiany regulacyjne](#) oraz sygnały o odnowieniu popytu ze strony banków centralnych. Warto dodać, że złoto i srebro pozostają jednymi z nielicznych aktywów, których ceny wciąż znajdują się nie tylko na ujemnych poziomach YTD, ale też znacznie poniżej ubiegłorocznych szczytów.

Spółki Value vs. Growth

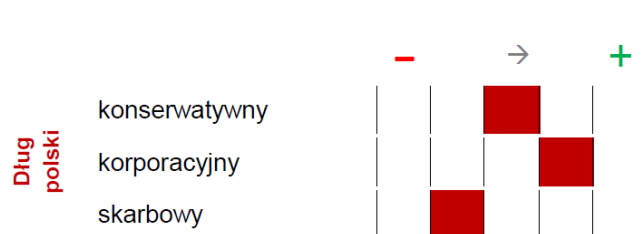


Dotychczasowa skuteczność szczepionek

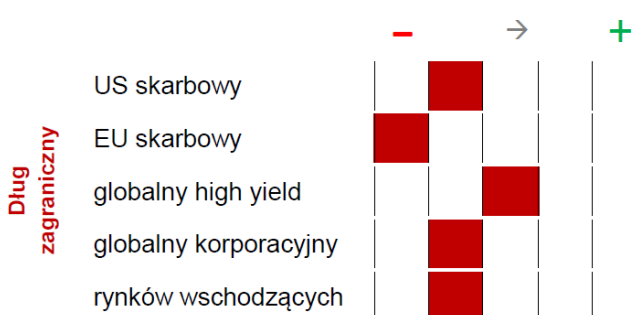
	Zapobieganie infekcji z symptomami		Zapobieganie hospitalizacji	
	Wariant Alfa (brytyjski)	Wariant Delta (indyjski)	Wariant Alfa (brytyjski)	Wariant Delta (indyjski)
Dawka				
1.	49%	35%	18%	80%
2.	89%	79%	93%	96%

Źródło: Bloomberg, Public Health England (30.06.2021 r.)

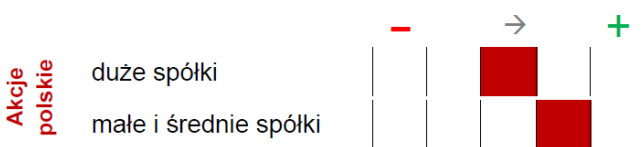
Pogląd na segmenty rynkowe



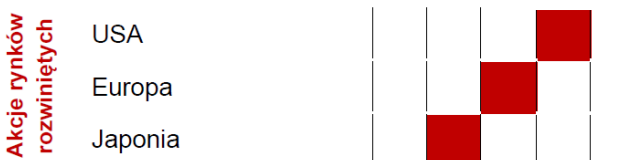
W czerwcu odnotowano pierwszy spadek inflacji w Polsce od lutego b.r. - CPI obniżył się z 4,7% r/r do 4,4% r/r. Wydarzenie to wpisuje się w nasze oczekiwania związane z wygasaniem efektów bazy z zeszłego roku (szczególnie w kontekście paliw). Nie oznacza to jednak, że znaleźliśmy się w przededniu powrotu do celu inflacyjnego - **uwazamy, że ruch w dół może zostać zatrzymany w okolicy górnego przedziału odchyień (3,5% r/r)**. Naszym zdaniem RPP wstrzyma się z ewentualnymi ruchami do listopada/grudnia, czyli do momentu publikacji świeżej projekcji NBP oraz wyjaśnienia istotnych kwestii związanych z potencjalną czwartą falą pandemii i jej negatywnymi skutkami ekonomicznymi. **Utrzymujemy, że rozpoczęcie procesu podwyżek stóp procentowych w pierwszym półroczu 2022 r. pozostaje realnym scenariuszem, który powinien ciążyć na wycenach polskiego długu skarbowego.**



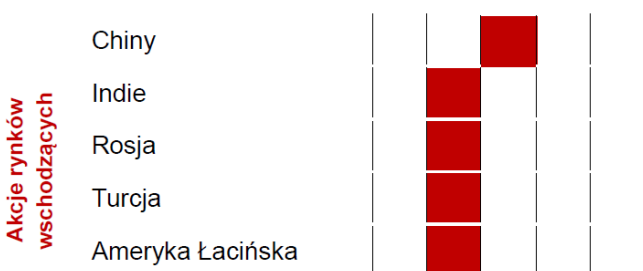
Proces normalizacji na amerykańskim rynku pracy, który przyspieszy w naszej opinii wraz z wygasaniem hojnych zasiłków dla bezrobotnych będzie bodźcem dla najbardziej gołębiych członków FOMC do podjęcia dyskusji na temat taperingu (ograniczenia skali skupu aktywów prowadzonego przez Fed). **Jako symboliczny wyraz nieuchronnego zbliżania się tego momentu można uznać wygaszenie programu wsparcia rynku wtórnego obligacji korporacyjnych SMCCF (ang. Secondary Market Corporate Credit Facility)**. Przypomnijmy, że program ruszył w marcu ubiegłego roku i otworzył amerykańskiej Rezerwie Federalnej furtkę do skupowania notowanych na aktywnym rynku korporatów oraz gromadzących je ETF-ów. Wprawdzie systematyczny spadek oczekiwań inflacyjnych (m.in. ze względu na korektę na rynku surowców) sprzyja utrzymywaniu się rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich w okolicach 1,5%, niemniej **jakikolwiek sygnał kwestionujący przejściowy charakter inflacji (np. „efekt drugiej rundy” wywołany powrotem pracowników na rynek pracy za wyższe stawki) może je gwałtownie podbić w górę.**



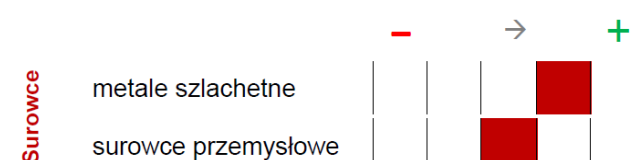
Polska pozostaje długoterminowo jednym z najciekawszych rynków akcji, nawet po silnych wzrostach w pierwszym półroczu. Należy naszym zdaniem przygotować się jednak na ostudzenie nastrojów w okresie wakacyjnym. Spadek zaangażowania inwestorów indywidualnych jest czynnikiem, który może mieć negatywny wpływ na mniejsze spółki, WIG20 wyczerpał krótkoterminowo większość swojego potencjału.



Na rynkach rozwiniętych, na których planujemy się przeważać w 3Q2021, lider jest naszym zdaniem tym bardziej wyraźny, że negatywny rozwój sytuacji COVID-owej w ostatnich dniach najmniej go dotyczy. U podstaw naszego pozytywnego nastawienia do akcji amerykańskich stoi jednak także olbrzymie wsparcie fiskalne, najszybciej rosnąca gospodarka i wreszcie chwiejąca się po kilku miesiącach rotacja między sektorami. Technologia nie powiedziała w naszej opinii ostatniego słowa.

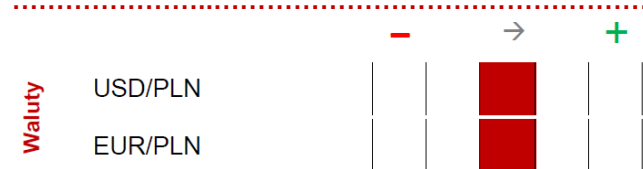


W kontekście pogorszenia sytuacji COVID-owej w Azji, silnego odbicia na najgorszych wcześniej rynkach EM (poza Turcją), czyli Indiach i Ameryce Łacińskiej, bardzo dobrego zachowania tzw. rynków granicznych, dyskonto wycenowe rynków wschodzących przestaje być atrakcyjne. Poważnie obawiamy się, że nawet lekkie, dalsze umocnienie dolara zacznie mieć poważne skutki jeśli chodzi o globalne przepływy kapitału (powrót do USA). Tymczasem niski odsetek osób zaszczepionych działającymi szczepionkami (nie Sinovac) w biedniejszych krajach jest niepokojący. Coraz wyraźniej widać, że wznowienie ruchu turystycznego na świecie ponownie się opóźni, jedynym argumentem za utrzymywaniem silnej ekspozycji w wybranych krajach EM mogłyby być dalsze silne wzrosty cen surowców, ale nie jesteśmy przekonani, czy rzeczywiście do nich dojdzie.



Uważamy, że zmiany regulacyjne związane z wdrożeniem Bazylei III będą sprzyjały złotu. **Rynek ten w 2H2021 może przejść metamorfozę, po której będzie odzwierciedlać bardziej niż dotychczas rzeczywistą sytuację popytowo-podażową, która jest dla „królewskiego kruszcu” niewątpliwie korzystna.** Naszym zdaniem czynnik ten może tłumaczyć potencjalnie negatywny wpływ silniejszego dolara oraz wyższych rentowności na rynkach bazowych.

W kontekście ropy naftowej oraz miedzi uważamy, że role w najbliższych tygodniach mogą się odwrócić - **potencjał do wzrostu „czarnego złota” został już naszym zdaniem w dużej mierze wyczerpany, a po korekcie majowoczerwcowej na poprawę sentymentu można liczyć w przypadku miedzi.**

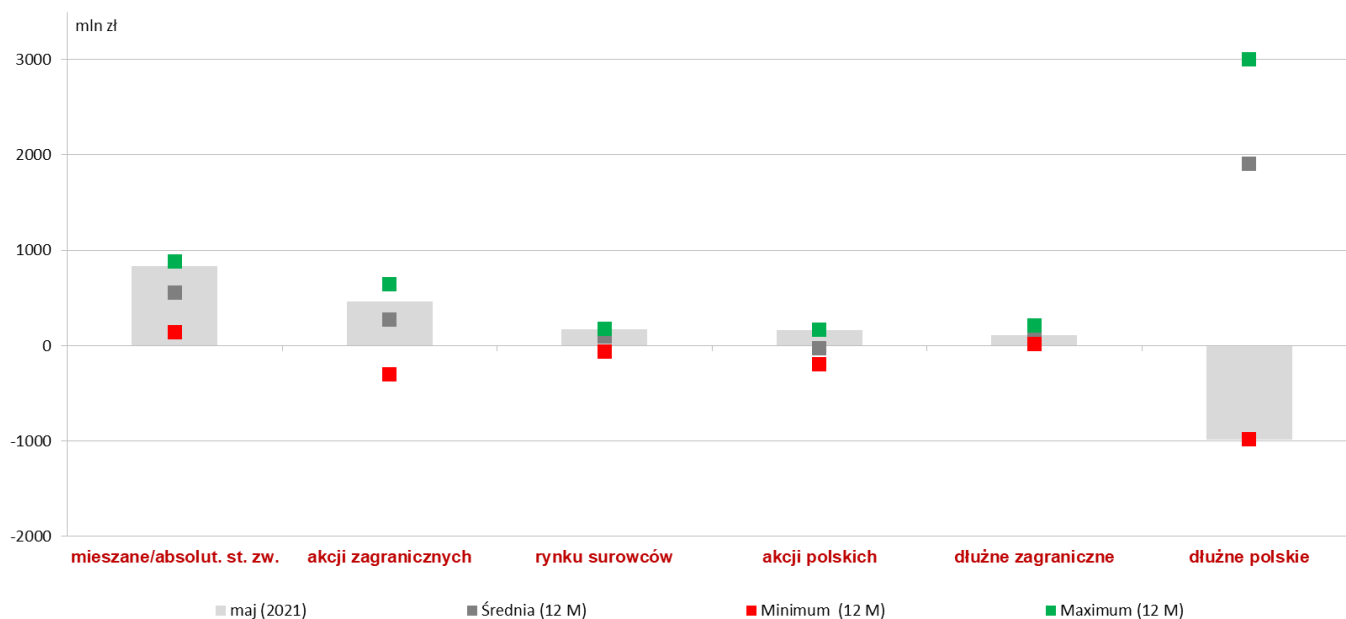


Na początku czerwca zrewidowaliśmy swoje nastawienie do PLN z pozytywnego na neutralne, najwyraźniej niewystarczająco. W lipcu pozostawiamy je niezmiennym, ale krótkoterminowe ryzyka pozostają asymetryczne. **Złoty może znajdować się pod dalszą presją, gdyż perspektywa jakiegokolwiek podwyżek stóp odsunęła się w czasie, a perspektywa wzrostu w Europie i Polsce zmieniają się in minus na tle USA, potencjalnie skutkując dalszym umocnieniem dolara.**

Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	0,00%	-0,43%	0,81%	2,87%	-0,28%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0,19%	0,14%	2,44%	6,09%	0,46%
papierów dłużnych polskich skarbowych	-0,07%	-0,64%	0,26%	3,30%	-0,55%
papierów dłużnych USA uniwersalne	3,39%	-3,68%	-0,57%	10,22%	2,76%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	0,59%	-1,49%	4,27%	7,11%	-0,49%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0,46%	0,84%	9,07%	10,14%	1,29%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0,52%	1,31%	5,20%	9,45%	0,24%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	0,31%	0,66%	2,58%	8,45%	-1,11%
papierów dłużnych zagranicznych rynków wschodzących	0,24%	1,77%	2,61%	7,63%	-3,20%
akcji polskich uniwersalne	1,56%	11,95%	33,65%	20,14%	16,57%
akcji polskich małych i średnich spółek	1,46%	10,02%	41,06%	41,93%	22,19%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	3,40%	7,39%	32,21%	36,64%	9,16%
akcji amerykańskich	2,75%	5,84%	39,47%	39,57%	12,37%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	1,95%	4,99%	24,77%	21,33%	10,40%
akcji europejskich rynków wschodzących	1,79%	7,16%	24,88%	11,02%	10,54%
akcji globalnych rynków wschodzących	1,32%	4,07%	31,82%	23,30%	7,14%
akcji azjatyckich bez Japonii	0,93%	4,72%	29,04%	19,53%	5,63%
akcji rosyjskich	5,67%	7,11%	27,90%	45,65%	18,75%
akcji tureckich	-1,46%	-7,70%	-11,65%	-27,59%	-16,17%
rynku surowców - metale szlachetne	-9,96%	2,16%	-4,14%	34,38%	-7,52%
rynku surowców pozostałe	-1,26%	7,02%	40,55%	13,03%	16,91%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0,54%	1,82%	8,03%	6,12%	3,00%
mieszane polskie	0,36%	3,39%	11,17%	10,15%	4,58%
mieszane zagraniczne	1,00%	1,88%	10,99%	13,31%	4,39%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 29.06.2021 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.