



Xelion
Dom Inwestycyjny

Barometr Inwestycyjny Xelion

20

Nr 11/2021 (20)

listopad 2021 r.



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Zespołu Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

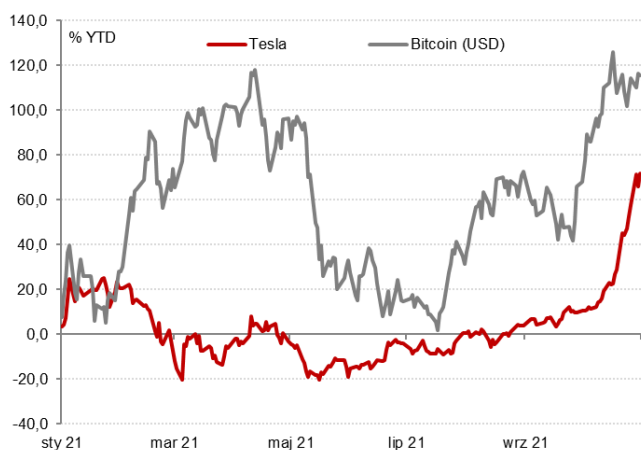
Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Wbrew naszym narastającym obawom co do możliwości poważnej korekty w 4Q2021, październik okazał się świetnym miesiącem dla globalnych rynków akcji. **W szczególności wyróżniał się rynek amerykański, całkowicie lekceważąc zbliżający się i ogłoszony w środę tapering, czyli stopniową redukcję skali skupu aktywów przez bank centralny** i słabnący szybko wzrost gospodarczy (tylko 2,0% k/k w ujęciu zannualizowanym w 3Q2021). Główny indeks amerykańskiej giełdy, S&P500, zyskał w ubiegłym miesiącu niemal 7% i kontynuuje wzrosty na początku listopada. Dynamika zysków spółek należących do indeksu S&P500 pozostaje w 3Q2021 niezwykle wysoka (36,6% r/r implikowane na ubiegły piątek po publikacji 56% raportów), ale skala pozytywnych niespodzianek podczas obecnego sezonu wynikowego może być nawet trzy razy mniejsza niż w poprzednim kwartale, zawiodły m.in. takie spółki jak Amazon czy Apple. Dodatkowo rewizje prognoz na 4Q2021 w jego pierwszym miesiącu są najłabsze od czasu pandemii, a szybki spadek dynamik zysków w przyszłym roku praktycznie przesądzony. **W połączeniu z gigantycznymi wzrostami akcji Tesli (+50% w ciągu miesiąca) i nowymi szczytami kryptowalut otrzymujemy w naszej opinii obraz niezdrowej euforii na Wall Street, czy generalnie na ryzykownych aktywach.** Traktowany przez nas z dystansem, ale jednak oddający sentyment wskaźnik CNN Fear&Greed wskazywał 04.11.2021 r. poziom 82/100, najwyższy od ubiegłego roku. Uważamy, że znajdujemy się w idealnym momencie, by realizować tegoroczne zyski i ograniczać swoją ekspozycję na akcje przed potencjalnymi turbulencjami w końcówce roku. **Pomimo naszego generalnego przekonania, że akcje amerykańskie powinny stanowić podstawę budowy jakiegokolwiek portfela inwestycyjnego, rzadko widzimy tyle argumentów za ich niedoważaniem jak obecnie, gdy preferujemy spółki polskie i europejskie.**

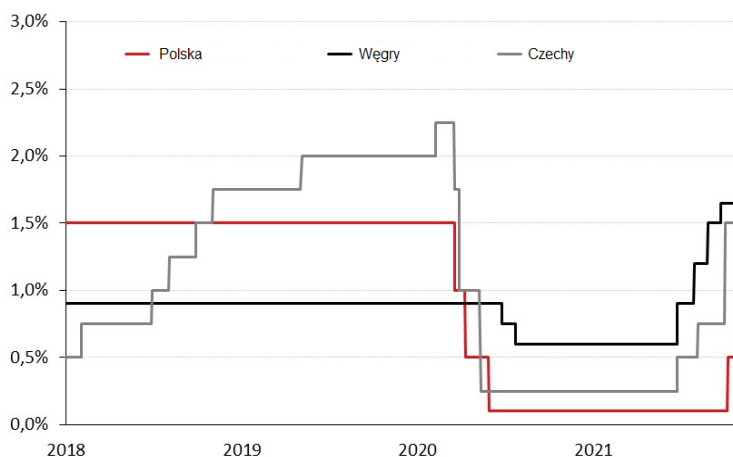
Na drugim biegunie pod względem nastrojów znajdują się obecnie posiadacze polskich obligacji skarbowych. Scenariusz, przed którym ostrzegaliśmy u progu drugiego półrocza, zmieniając nastawienie do tej klasy na negatywne i przechodząc w ramach usługi doradztwa na zmiennokuponowy dług korporacyjny, zmaterializował się w bardziej radykalnej formie niż my czy ktokolwiek inny wówczas się spodziewał. Środowa podwyżka stóp procentowych w Polsce o 75 pb (do 1,25% dla stopy referencyjnej) oznacza naszym zdaniem, że pod presją opinii publicznej i ostrej krytyki płynącej ze środowisk ekonomicznych, Rada planuje w szybkim tempie „nadgonić” spóźnionymi podwyżkami dystans, który wytworzył się między Polską, a innymi krajami regionu. Implikowane z notowań kontraktów FRA oczekiwania rynkowe to w tej chwili wzrost stóp do 3,25-3,50% w ciągu najbliższych 12 miesięcy, co jest prawdziwą przepaścią względem tego, co dyskontowano jeszcze 5 tygodni temu. **Przy pełnej świadomości tego, że na początku przyszłego roku (styczeń-luty) dynamika inflacji osiągnie prawdopodobnie poziom 7,5-8,0% r/r uważamy, że zarówno wzrost oczekiwań inflacyjnych, jak i rentowności długu skarbowego nabrał obecnie panicznego charakteru, wspieranego między innymi radykalnymi działaniami Banku Czech (04.11 podwyżka o 125 pb).** Spodziewamy się, że w ciągu najbliższego miesiąca (najpóźniej po grudniowym posiedzeniu RPP, które może przynieść podwyżkę stopy referencyjnej nawet do 2,0-2,25%, ale wtedy wraz z informacją o przejściu w tryb neutralny) zostanie na tym rynku wyznaczony dółek cenowy. **Obecne poziomy są w naszej opinii na tyle atrakcyjne, by stopniowo zwiększać zaangażowanie w krajowych obligacjach, szczególnie, że jest to klasa aktywów, która powinna obecnie zapewnić ochronę w przypadku spadków na rynku akcji.**

Elementem nakreślonego przez nas obrazu jest także rewizja naszego podejścia do surowców przemysłowych - zmieniamy nasze nastawienie do nich z pozytywnego na negatywne. Bańka spekulacyjna na surowcach energetycznych zaczyna pękać - ceny węgla w Chinach spadły już kilkadziesiąt procent od szczytów, wzmagają się naciski USA na OPEC (choć deficyt na rynku ropy będzie redukowany też samoistnie), Rosja robi pierwsze kroki w kwestii normalizacji cen gazu ziemnego w Europie. **Co kluczowe dla tego rynku, po chwilowym uspokojeniu nastrojów w październiku zegar „tykającej bomby”, którą jest chiński rynek nieruchomości, zaczyna przyspieszać.** Poziomy spreadów kredytowych chińskich obligacji high-yield ponownie biją rekordy, a obecny koszt refinansowania długu sprawia, że kolejne niewypłacalności są w naszej opinii kwestią czasu. Choć najpoważniejsze ryzyka mogą zmaterializować się dopiero w 1Q2022, gdy pojawi się konieczność spłaty przez Evergrande nie tylko kuponów, ale też nominalów wielomiliardowych emisji. Warto zaznaczyć, że **wartość sprzedanych w październiku mieszkań w Państwie Środka spadła o 32% r/r.**

Tesla vs. Bitcoin



Główne stopy procentowe w naszym regionie

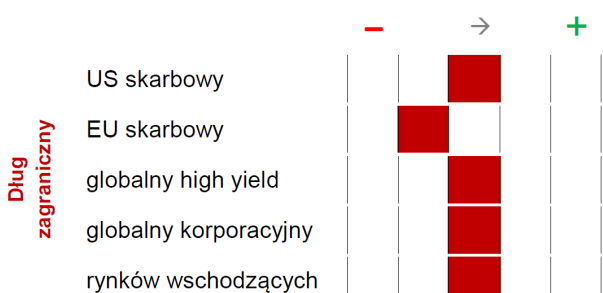


Źródło: Bloomberg, 04.11.2021 r.

Pogląd na segmenty rynkowe



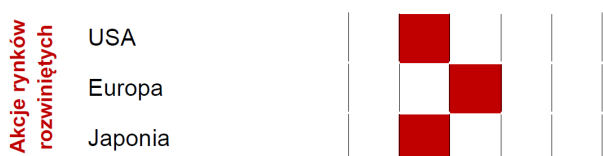
Od publikacji poprzedniego wydania Barometru główna stopa procentowa w Polsce została podniesiona dwa razy i wzrosła łącznie o 115 pb. Wymykająca się spod kontroli inflacja, która w 1Q2022 może dotrzeć nawet do okolic 8% r/r zmusiła RPP do nadrobienia zaległości w normalizowaniu polityki monetarnej. Oczekujemy, że w tym roku czeka nas jeszcze jedna podwyżka, która nie zakończy całego cyklu, gdyż ten według nas może doprowadzić stopę referencyjną do poziomu 2-2,5%. **Taki scenariusz został już z nawiązką wyceniony przez rynek.** Patrząc chociażby na skalę wzrostu rentowności polskiej 2-letniej obligacji skarbowej (wzrost o ok. 210 pb w niespełna półtora miesiąca) możemy mówić o zbliżającym się wielkimi krokami „punkcie przesilenia”, **który w przypadku polskich skarbówek skłania nas do zmiany nastawienia względem tej klasy aktywów na umiarkowanie pozytywne.**



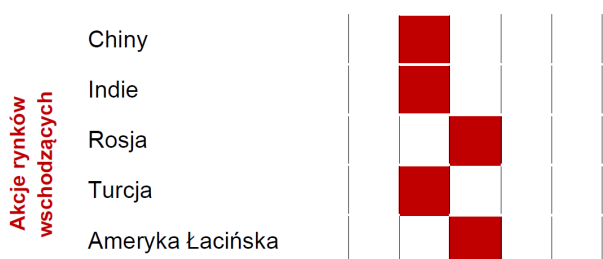
Zgodnie z przyjętym konsensem, Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) zdecydował o rozpoczęciu procesu ograniczenia skali skupu aktywów od listopada z perspektywą jego zakończenia w połowie 2022 r. Szeff Fed, J. Powell podczas konferencji po posiedzeniu FOMC ponownie zaznaczył, że decyzja o rozpoczęciu *taperingu* nie jest bezpośrednim sygnałem do podwyższania stóp procentowych sugerując, że jest to odległa perspektywa. Należy jednak zwrócić uwagę, że w komunikacji Fed odnotowano mniejszą pewność odnośnie przejściowego charakteru podwyższonej inflacji. **Naszym zdaniem daje to zielone światło do utrzymania w dalszym ciągu zakładów na rozpoczęcie cyklu podwyżek za oceanem pod koniec 2022 r.** Biorąc pod uwagę powyższe uważamy, że nie należy spodziewać się znaczącej korekty w dół ostatnich wzrostów rentowności (szczególnie na krótkim końcu amerykańskiej krzywej dochodowości), **z drugiej strony potencjał do kontynuacji trendu wzrostowego pozostaje obecnie ograniczony.** Tymczasem zacieśnienie polityki monetarnej na rynkach bazowych w połączeniu z oczekiwaną korektą na rynku akcji może również **ograniczać potencjał wzrostowy obligacji high-yield oraz emerging markets.**



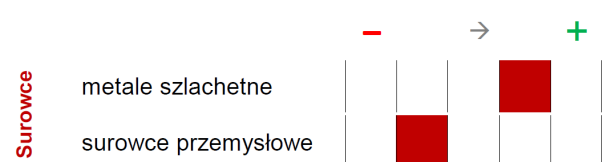
Po rewelacyjnej pierwszej połowie października GPW, a w szczególności WIG20, nieco odstawały od rynków zagranicznych w ciągu ostatnich dwóch tygodni. Mimo tego Polska pozostaje jednym z preferowanych przez nas w końcu roku rynków. Nawet najsilniej rosnące ostatnio sektory (banki) pozostają w naszej opinii wciąż dość atrakcyjnie wycenione, sezonowy przebieg do tej pory bardzo pozytywnie.



Przebieg sezonu wynikowego w USA sprawia, że pomimo świetnego zachowania akcji amerykańskich w październiku widzimy poważne powody, by obecnie taktycznie się na nich niedoważać. Rynki europejskie, poza tym, że są znacznie rozsądniej wycenione, powinny w większym stopniu korzystać z podwyższonej inflacji. Widzimy na nich także mniejsze ryzyko przewartościowania wynikającego z rewizji oczekiwań co do dalszych działań banku centralnego, a słabe euro zwiększa konkurencyjność przedsiębiorstw w obszarze UE.

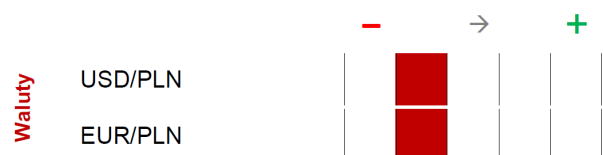


Październikowe odbicie w Chinach wytraciło cały impet w końcówce miesiąca i podczas pierwszych listopadowych sesji. **Kolejne spółki z branży deweloperskiej ogłaszają niewypłacalność, notowania obligacji high-yield notują dziesięcioletnie rekordy.** Nakładają się na to obawy o konsekwencje podtrzymywanej przez władze polityki „zero tolerancji dla COVID”, której koszty zapewne wzrosną zimą. Pozostajemy negatywnie nastawieni do rynków azjatyckich, a naszym pierwszym wyborem w segmencie rynków wschodzących pozostaje Europa Środkowo-Wschodnia, czy szerzej fundusze z regionu EMEA (Europe, Middle East, Africa). Wśród wyprzedanych rynków ciekawsza od Chin wydaje nam się Ameryka Łacińska, gdzie akcje w ciągu ostatnich 3 miesięcy przeceniły się o 10-15%.



Podchodzimy sceptycznie do pozytywnych rekomendacji dot. cen ropy, które zakładają wzrost pod koniec roku do 90-100 USD/brk. **Uważamy, że OPEC prędzej czy później zdecyduje się na „nadprogramowe” zwiększenie podaży, które w praktyce ustabilizowałoby cenę w przedziale 70-80 USD/brk.** Tymczasem wysokie rentowności obligacji HY emitowanych przez chińskich deweloperów potęgują ryzyka związane z kryzysem w branży nieruchomości. **Jest to siłą rzeczy obciążenie dla wycen metali przemysłowych, w przypadku których popyt ze strony chińskiego budownictwa jest bardzo istotny.**

Utrzymujemy pozytywne nastawienie do złota, które ma za sobą udany październik. Zakładamy, że końcówka roku powinna być dla tego metalu przełomowa.

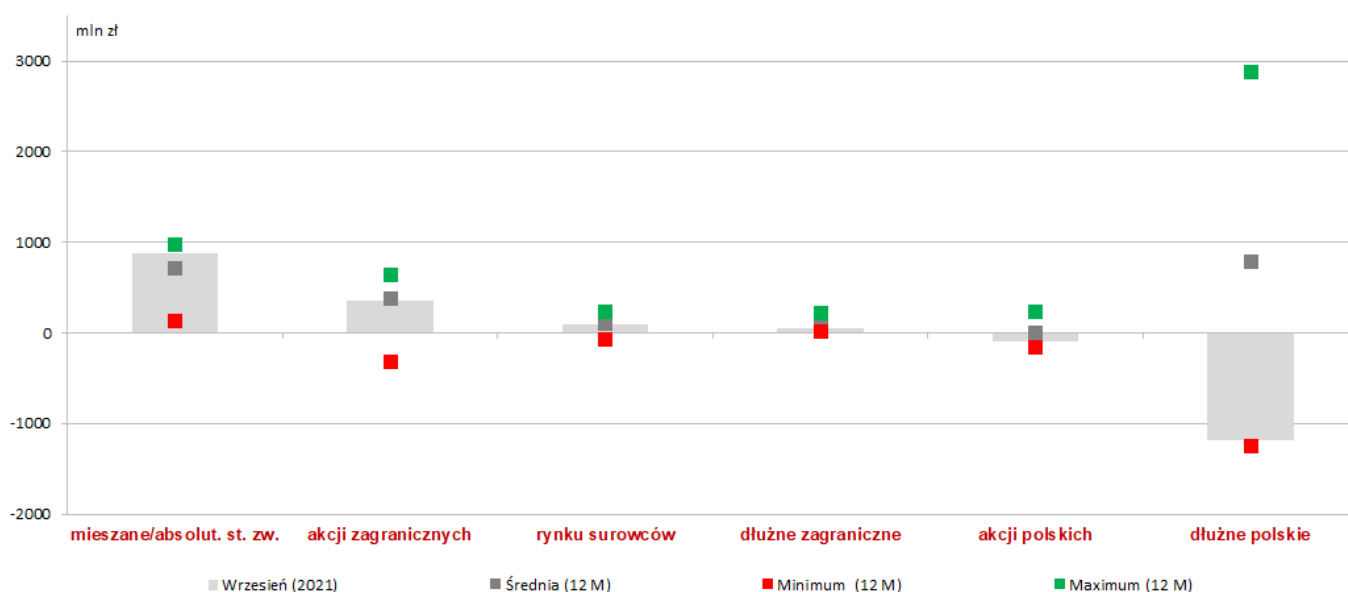


Rewizja nastawienia RPP do stóp procentowych powinna zakończyć w naszej opinii okres dużej słabości złotego. Jego dalsze osłabienie jest możliwe w scenariuszu bardzo silnej korekty na światowych giełdach, natomiast naszym scenariuszem bazowym jest powrót do okolic 4,50 na EURPLN oraz 3,80 na USDPLN w ciągu najbliższych 3-6 miesięcy. Oznacza to oczywiście także perspektywę wzrostu kursu EURUSD do poziomów rzędu 1,18-1,19.

Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	-1,04%	-1,21%	-0,92%	1,88%	-1,30%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	-0,79%	-0,76%	0,66%	5,24%	-0,10%
papierów dłużnych polskich skarbowych	-1,15%	-1,30%	-1,48%	1,77%	-1,72%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-0,90%	1,33%	0,82%	12,63%	6,09%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-0,91%	-0,95%	1,03%	10,51%	0,82%
papierów dłużnych globalnych High Yield	-0,71%	-0,61%	4,77%	9,44%	0,58%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	-0,46%	-0,70%	2,45%	7,96%	-0,11%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	-0,86%	-1,84%	0,06%	9,02%	-2,33%
papierów dłużnych zagranicznych rynków wschodzących	-2,05%	-3,60%	-1,48%	6,83%	-6,40%
akcji polskich uniwersalne	3,79%	4,42%	50,09%	34,52%	23,31%
akcji polskich małych i średnich spółek	3,33%	5,62%	53,13%	70,13%	29,68%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	4,37%	2,96%	29,15%	54,83%	13,03%
akcji amerykańskich	3,38%	0,81%	31,46%	49,39%	14,84%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	2,88%	1,90%	32,15%	36,09%	13,83%
akcji europejskich rynków wschodzących	2,31%	6,49%	51,33%	33,86%	20,46%
akcji globalnych rynków wschodzących	1,04%	-1,31%	13,80%	28,02%	1,01%
akcji azjatyckich bez Japonii	2,01%	-0,05%	10,59%	30,82%	0,03%
akcji rosyjskich	5,19%	12,98%	58,75%	72,71%	37,20%
akcji tureckich	0,11%	-0,12%	16,20%	-4,32%	-11,43%
rynku surowców - metale szlachetne	7,31%	-5,17%	-7,81%	47,53%	-9,18%
rynku surowców pozostałe	5,37%	2,33%	42,03%	35,02%	21,68%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	-0,34%	-0,41%	7,93%	10,65%	3,04%
mieszane polskie	-0,20%	-0,40%	12,53%	12,75%	4,69%
mieszane zagraniczne	0,68%	0,10%	10,86%	17,48%	5,41%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 29.10.2021 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;
- 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.