



**Xelion**  
Dom Inwestycyjny

# Barometr Inwestycyjny Xelion

14

Nr 5/2021 (14)

maj 2021 r.



## AUTORZY:

**Kamil Cisowski, CFA,**  
Dyrektor Zespołu Analiz  
i Doradztwa Inwestycyjnego

**Patryk Pyka,**  
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

## Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Z perspektywy globalnych rynków akcji, przede wszystkim europejskich, kwiecień nie był miesiącem obfitującym w fundamentalne zmiany. Wartości wielu indeksów na kontynencie niemal się nie zmieniły, a **trwający od początku miesiąca trend boczny uzasadnić można było przede wszystkim wyczekiwaniem na trwające właśnie w państwach UE i Wielkiej Brytanii luzowanie restrykcji, które odpowiedzialne są za ponowną recesję w wielu gospodarkach w 1Q2021 i słaby początek drugiego kwartału.**

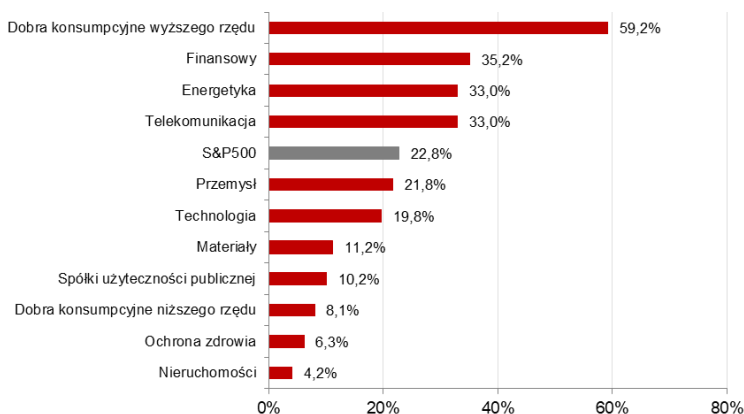
Nieco inaczej wyglądała sytuacja w USA, gdzie wahanie co do dalszego kierunku przyszło dopiero po pierwszej, bardzo udanej połowie miesiąca, która przyniosła m.in. odbicie na spółkach wzrostowych po marcowej korekcie. **Już trzeci tydzień dalszy wzrost indeksów blokowany jest przez niemal nieprzerwaną podaż ze strony inwestorów instytucjonalnych.** Wśród powodów do ostrożności wymieniana jest rosnąca szybko inflacja, ujawniająca się w drugiej połowie miesiąca niższa od przewidywań skłonność Amerykanów do szczepień (ich dynamika wyhamowała ze szczytowych poziomów o niemal połowę), czy pierwsze sygnały delikatnego chłodzenia się przemysłu na świecie po rewelacyjnym 1Q2021. **Niepewność budowana jest jednak przy dużym udziale banków inwestycyjnych, z których zdecydowana większość prognozuje nieuchronną korektę, opierając się na różnego rodzaju analizach historycznych.** Uwaga zwracana jest m.in. na fakt, że stosując analogię do lat 2009-10 znajdowalibyśmy się u progu kilkunastoprocentowej przeceny, czy też, że okresy, gdy dynamiki zysków spółek i wzrostu PKB osiągały rekordowe poziomy, okazywały się tradycyjnie złym czasem na inwestycję w akcje. **Obie te argumentacje zdecydowanie podważamy,** wierząc, że z powodu niezliczonych różnic dotychczasowe podobieństwo w zachowaniu S&P500 do dołków w 2009 i 2020 r. jest iluzoryczne (w porównaniu do bessy lat 2007-09 ubiegłoroczna jest zaledwie korektą). Chociaż nie polemizujemy z tezą, że pierwsze półrocze 2021 r. będzie w USA właściwie niemożliwe do powtórzenia przez lata, zwracamy uwagę, że wynika to w przypadku PKB z bezprecedensowych programów fiskalnych, zniekształcających jego dynamikę jak nigdy wcześniej, a w przypadku zysków spółek z efektów bazy, specyficznych dla niezwyklej „pandemicznej” recesji, krótkiej i gwałtownej. W dotychczasowych sytuacjach najlepsze momenty cyklu były natomiast bardzo trudne do przewidzenia ex ante, co w dużym skrócie tłumaczy, czemu ich ustanowienie zazwyczaj wiązało się ex post z przecenami.

Pogarszający się sentyment i konsensusowa ostrożność są dla nas spójne z tezą, że do końca kwartału może czekać nas pozytywna niespodzianka, jeśli chodzi o zachowanie giełd na świecie, w tym amerykańskiej. **W cieniu mniej istotnych czynników do końca zbliża się rewelacyjny sezon wyników za oceanem.** Jeżeli utrzymana zostanie oscylująca wokół 46% r/r dynamika zysków spółek S&P500 (statystyka FactSet na podstawie 60% raportów), będzie to oznaczało, że okazała się ona dwukrotnie większa niż prognozowano na początku ubiegłego miesiąca. Kwietniowe rewizje prognoz na 2Q2021 są niezwykle pozytywne (+4,2%, najwięcej od 1Q2018) i spodziewamy się kontynuacji wzrostu oczekiwań co do trwającego i kolejnych kwartałów, co zaowocuje m.in. potencjalnym spadkiem wycen wskaźnikowych z obecnych, niezwykle wysokich poziomów (oczywiście, o ile nie będzie miał miejsca dalszy wyraźny wzrost cen akcji). **Jeżeli poważniejsza przecena ma nastąpić, spodziewamy się jej raczej w lipcu-sierpniu, gdy Jerome Powell potencjalnie ogłosi ograniczenie QE, retoryka Fed o wyznaczeniu szczytu inflacji zostanie poddana próbie, a próby międzynarodowego opodatkowania korporacji potencjalnie nabiorą kształtu.**

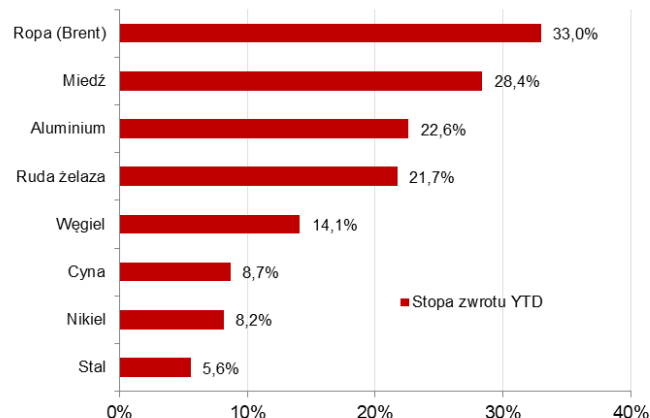
**Jesteśmy natomiast zmuszeni do taktycznej rewizji naszego generalnie pozytywnego nastawienia sprzed miesiąca do rynku obligacji.** Na początku kwietnia pisaliśmy o skrajnym wyprzedaniu długu amerykańskiego, nieznanego pokrycia w zachowaniu surowców w drugiej połowie marca. Ostatnie tygodnie rzeczywiście przyniosły w wielu segmentach długu zagranicznego redukcję tegorocznych strat o 30-50%. Rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich skorygowały się z poziomów w okolicach 1,75% o kilkanaście punktów bazowych. **Jest to potwierdzenie, że wyprzedaż długu w 1Q2021 miała w końcówce paniczny charakter, ale jednocześnie odbyło się to przy szybko pogarszającym się otoczeniu.** Susze w Brazylii, kwietniowe mrozy w wielu regionach świata i związane z tymi czynnikami zachowanie surowców rolnych, a także kolejne rekordy ceny miedzi, przyjmowane w poprzednim miesiącu przez rynek długu bardzo spokojnie są dla nas sygnałem narastających w dalszym ciągu ryzyk inflacyjnych, a katalizatorem poważnej reakcji rynkowej może być nawet kilkuprocentowy wzrost cen ropy, łączący się z jej wybiciem na nowe rekordy.

Dla funduszeowego inwestora obligacyjnego o niskiej skłonności do ryzyka takie środowisko powinno skłaniać do jednej z dwóch ścieżek - silnej redukcji ryzyka stopy procentowej w portfelu lub rozważenia inwestycji w najbezpieczniejsze rozwiązania multi-asset (polskie i zagraniczne fundusze stabilnego wzrostu). **W otoczeniu szybko rosnącej inflacji typowe, stałokuponowe obligacje są jedną z najmniej atrakcyjnych klas aktywów.**

### Skala niespodzianek wyników w pierwszym kwartale 2021 roku w podziale na poszczególne sektory



### Od początku 2021 roku niektóre surowce przemysłowe osiągnęły dwucyfrową stopę zwrotu

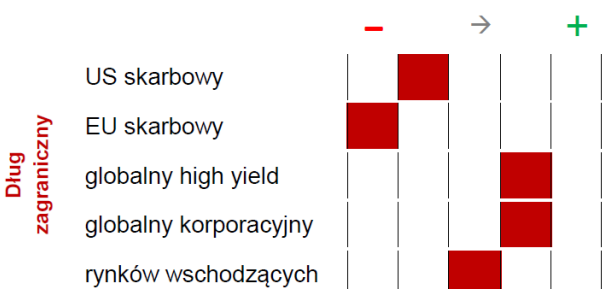


Źródło: FactSet, Bloomberg

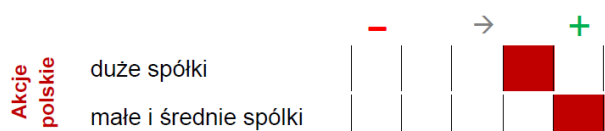
## Pogląd na segmenty rynkowe



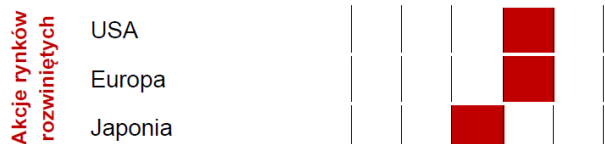
Kwietniowy odczyt krajowego CPI przekroczył oczekiwania i wyniósł 4,3% r/r. Po środowym posiedzeniu, które trwało rekordowo długo RPP delikatnie zaostrzyła retorykę usuwając z komunikatu fragment o korzystnych skutkach przyszłego luzowania polityki pieniężnej oraz wskazując, że przyszły rok będzie kluczowy w kontekście oceny procesów inflacyjnych. **Uważamy, że szanse na podwyżki mogą potencjalnie pojawić się najwcześniej w 2H2022 w scenariuszu utrzymania się inflacji powyżej celu.** Należy zauważyć, że w tym czasie polska gospodarka znajdzie się pod silnym pozytywnym wpływem napływów środków w ramach europejskiego Funduszu Odbudowy, a RPP będzie podejmowała decyzje w nowym składzie. Utrzymujemy opinię, zgodnie z którą **polskie obligacje skarbowe są drogie zarówno względem swoich odpowiedników w regionie, jak i na rynkach bazowych.**



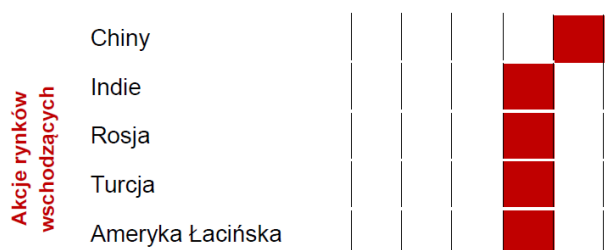
Konsekwencja Fed w komunikowaniu dalszego prowadzenia luźnej polityki monetarnej pomimo rosnącej presji inflacyjnej w końcu zaowocowała odebraniem obligacji o dłuższym terminie zapadalności. **Wydaje się jednak, że kolejna fala silnych wzrostów cen surowców zwiększa ryzyka utrzymania się podwyższonych odczytów inflacyjnych poza 2Q2021, co na ten moment nie jest naszym zdaniem wycenione przez rynek długu.** Uważamy ponadto, że rynek ten może w najbliższym czasie rozgrywać scenariusz „przegrzewania się” amerykańskiej gospodarki, który docelowo wywoła pewne „jastrzębie” reakcje ze strony Fed (w tym przede wszystkim rozpoczęcie dyskusji nt. ograniczenia programu skupu aktywów). W obliczu presji na rynkach bazowych, na których podstawowym problemem pozostaje ryzyko stopy procentowej (wyższa rentowność to niższa cena obligacji), alternatywną opcją pozostaje zagraniczny dług korporacyjny oraz HY. **W obecnych realiach poszukiwanie rentowności w dłuższej części portfela powinno być ukierunkowane bardziej w stronę produktów o wyższym ryzyku kredytowym niż ryzyku stopy procentowej.**



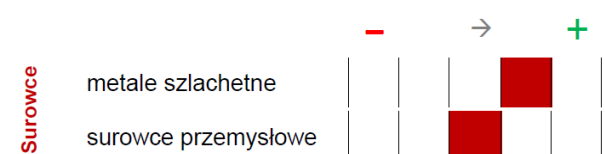
**Początek maja przynosi na krajowym rynku próbę wybicia styczniowych szczytów przez WIG20.** Uchylenie restrykcji wspiera szereg branż, w tym odzieżową, można spodziewać się dalszego dobrego zachowania spółek surowcowych, maleją ryzyka dla banków. Małe spółki radzą sobie rewelacyjnie, oferując zdecydowanie najlepszy w tym roku stosunek zysków do zmienności. Spodziewamy się, że polskie fundusze akcji pozostaną w dalszej części roku jedną z najciekawszych inwestycji. Zakładamy również koniec bessy producentów gier.



**Rynek amerykański widzimy obecnie jako najciekawszy z zagranicznych, brak reakcji na niezwykle dobre dane ze spółek za 1Q2021 tworzy naszym zdaniem krótkoterminowo okazję inwestycyjną.** Na rynkach rozwiniętych najgorzej może wyglądać Japonia, obciążona ryzykiem wciąż niepewnej sytuacji COVID-owej w Azji. Tradycyjnie, otwieranie gospodarek powinno być świetnym momentem na zwiększanie zaangażowania w Europie, ale nasz entuzjazm tłumi wcześniejszy brak jakiegokolwiek przerecy w UE w czasie zimowej fali pandemii.



**Pozostajemy generalnie pozytywnie nastawieni do rynków wschodzących, wśród których pomimo rosnących ryzyk regulacyjnych podobnie jak w kwietniu mogą wyróżniać się Chiny.** Na drugim miejscu umieścilibyśmy Amerykę Łacińską z uwagi na zachowanie rynku surowców i wygasanie COVID. Sytuacja pandemiczna w Indiach gwałtownie i nieco niespodziewanie pogorszyła się w ostatnich tygodniach, ale wydaje się, że rynek znalazł dno mniej więcej dwa tygodnie temu i bez powrotu na ścieżkę rosnącej dynamiki zachorowań giełda w Bombaju ma potencjał do wzrostów. Spodziewane przez nas wyższe ceny ropy i deeskalacja konfliktu z Ukrainą mogą sprzyjać Rosji, tradycyjnie najbardziej chaotyczny pozostaje rynek turecki.



Hossa na rynku surowców przemysłowych trwa w najlepsze i trudno nazywać ten trend bańką spekulacyjną ze względu na silnie sprzyjające warunki popytowe. Niektóre prognozy dotyczące zapotrzebowania np. na miedź zakładają, że do 2030 r. wzrośnie ono 600%-900%. **Zakładamy, że aktualne ceny surowców pozostaną z nami na dłużej, ale ich dynamika zacznie się uspokajać. Krótkoterminowo widzimy szansę na silniejsze odbicie ropy.**

W kwietniu złoto przerwało złą passę, lecz jego zachowanie w drugiej połowie miesiąca może pozostawiać niedosyt. **Cena kruszcza pozostaje atrakcyjna, niemniej w scenariuszu dostosowania na rynku długu, o którym wspomnieliśmy powyżej, nerwowość może chwilowo powrócić.**

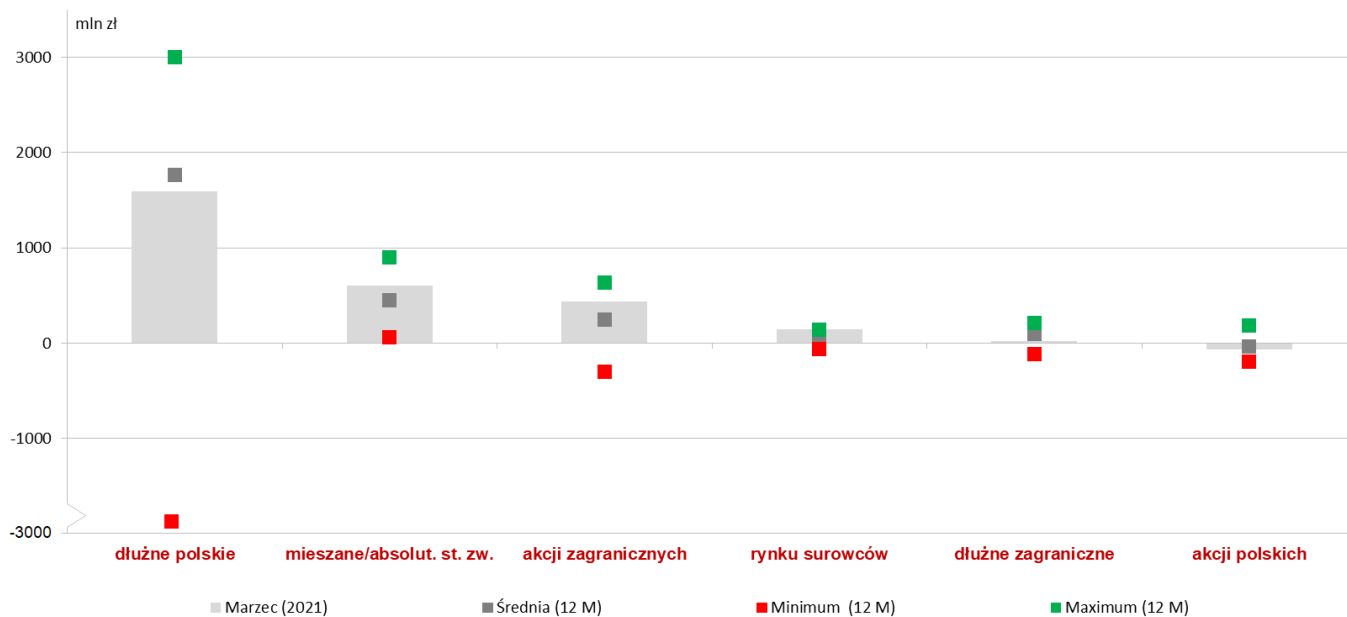


Spodziewamy się kontynuacji kwietniowego zachowania PLN względem USD i EUR, choć dalsze umocnienie będzie zapewne znacznie wolniejsze. Nie przypisując nadmiernej roli wczorajszemu posiedzeniu RPP zwracamy uwagę, że **olbrzymie różnice między projekcją NBP a kwietniową inflacją mogą ożywić „jastrzębie” skrzydło Rady, a brak podwyżek do końca kadencji nie jest już całkowicie przesądzony.**

## Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	0,02%	-0,11%	2,06%	3,26%	0,13%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0,11%	0,03%	3,62%	5,85%	0,39%
papierów dłużnych polskich skarbowych	-0,01%	-0,17%	1,66%	3,74%	0,03%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-4,67%	0,36%	-2,81%	15,73%	1,75%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-0,87%	0,01%	6,09%	8,33%	-0,04%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0,51%	0,70%	13,08%	9,17%	0,91%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0,72%	-0,26%	7,68%	7,37%	-0,41%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	0,47%	-1,27%	4,16%	6,53%	-1,50%
papierów dłużnych zagranicznych rynków wschodzących	1,40%	-3,29%	6,60%	1,29%	-3,99%
akcji polskich uniwersalne	4,09%	7,98%	34,56%	5,23%	8,26%
akcji polskich małych i średnich spółek	3,26%	10,51%	48,82%	26,12%	14,78%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	3,55%	5,25%	38,03%	32,32%	5,67%
akcji amerykańskich	3,85%	8,38%	43,34%	45,06%	10,42%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	1,66%	7,60%	29,44%	18,41%	7,31%
akcji europejskich rynków wschodzących	0,51%	3,09%	24,95%	0,08%	3,37%
akcji globalnych rynków wschodzących	1,17%	1,75%	36,68%	14,89%	4,85%
akcji azjatyckich bez Japonii	1,49%	-0,51%	32,68%	13,88%	3,17%
akcji rosyjskich	-2,64%	7,41%	21,32%	39,51%	7,72%
akcji tureckich	-0,92%	-11,09%	0,18%	-32,60%	-11,52%
rynku surowców - metale szlachetne	6,21%	-3,50%	1,45%	30,50%	-6,17%
rynku surowców pozostałe	5,11%	12,61%	44,89%	11,01%	14,75%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	1,21%	1,93%	11,49%	4,75%	2,41%
mieszane polskie	1,45%	2,21%	13,32%	5,87%	2,55%
mieszane zagraniczne	0,73%	2,76%	12,33%	11,59%	3,21%

### Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony [www.analazy.pl](http://www.analazy.pl) (stan na dzień 30.04.2021 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](http://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](http://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.