



Xelion
Dom Inwestycyjny

Barometr Inwestycyjny Xelion

18

Nr 9/2021 (18)

wrzesień 2021 r.



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Zespołu Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Sierpień okazał się dla inwestorów akcyjnych miesiącem pełnym emocji, ale w większości przypadków zostały one solidnie nagrodzone. W szczególności dotyczy to dwóch preferowanych przez nas rynków - USA i Polski. Pierwsza połowa miesiąca, wzrostowa, ale bardzo spokojna mocno przypominała na globalnych rynkach środowisko lipcowe. Wciąż lekki niepokój budził wariant delta COVID-u, przede wszystkim za sprawą wprowadzonych w Chinach w drugiej połowie poprzedniego miesiąca restrykcjach (m.in. zamknięcie trzeciego największego na świecie terminala portowego w Nankinie). Po serii uspokajających danych za czerwiec inflacja zeszała na dalszy plan na mapie zagrożeń, ustępując miejsca obawom o słabnący wzrost gospodarczy, widoczny we wskaźnikach wyprzedzających za lipiec i wzmacnianych przez podejrzenia, że zaskakująco solidny miesięczny odczyt z rynku pracy może skłonić członków FOMC do przyspieszenia zacieśnienia monetarnego.

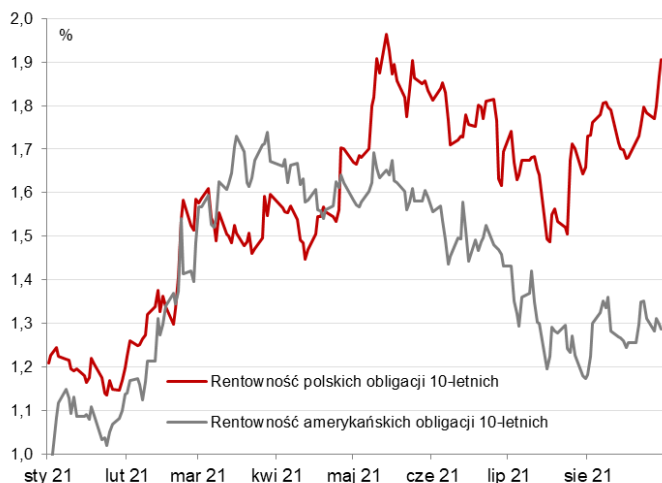
To właśnie ostatnie z ryzyk zaczęło się materializować, gdy po publikacji zapisu z ostatniego posiedzenia w połowie miesiąca okazało się, że już przed publikacją danych z rynku pracy rosnąca część Komitetu opowiadała się za rozpoczęciem procesu *taperingu* (redukcji programu skupu aktywów) jeszcze w tym roku, a przynajmniej jeden z nich (J. Bullard) w mediach opowiedział się za tym, by QE zostało zakończone do marca 2022 r. (co oznacza znacznie szybsze wygaszenie procesu niż w przeszłości). Globalne rynki zareagowały kilkudniową przeceną, a kurs dolara wyznaczył nowe tegoroczne maksimum. Proces osvajania się ze zbliżającym „odstawieniem kropłówki” nie był jednak długotrwały. Zachowanie giełd przed i po wystąpieniu J. Powell’a w Jackson Hole udowodniło, że rynek akceptuje konieczność normalizacji polityki pieniężnej, obawiając się jedynie sytuacji stagflacyjnej, tzn. wymuszonego przez wysoką inflację podwyższania stóp procentowych pomimo niskiego wzrostu gospodarczego. Prezes Fed, mądrzejszy o doświadczenia z 2018 r., jest jednak obecnie gwarancją komunikacji, w której plany dotyczące dalszej przyszłości przedstawiane są zawsze w trybie bardzo warunkowym.

Ubiegły miesiąc okazał się najtrudniejszy dla osób inwestujących w surowce lub spółki wydobywcze. Po „minutkach” Fed, pod silną presją dolara, cała klasa aktywów silnie się przeceniła. Po otwarciu giełd azjatyckich w kolejny poniedziałek (9 sierpnia) przy bardzo niskiej płynności doszło do załamania cen złota wywołanego dokonaniem poprzez kontrakty futures atakiem podaży. Później, bo około 20 sierpnia swoje najtrudniejsze chwile przeżywała ropa. W chwili obecnej złoto wymazało już całość strat, ropa niemal całość, jedynie notowania cen miedzi, najsilniej uzależnionej od rynku chińskiego, pozostają jeszcze około 2% poniżej poziomów sprzed miesiąca. We wszystkich trzech przypadkach widzimy potencjał do wzrostów, głównie za sprawą poprawiających się w ciągu ostatnich 2 tygodni perspektyw dla globalnego PKB przez resztę roku, akceptacji wysokiej inflacji przez banki centralne, a także szans na wiedzione przez kurs euro osłabienie dolara na poziomie koszykowym.

Kolejny miesiąc jesteśmy pozytywnie nastawieni do amerykańskiego i polskiego rynku akcji, które pozostają naszymi preferowanymi (przed Europą, która taktycznie staje się coraz ciekawsza). Wyceny wskaźnikowe za oceanem pozostają bardzo wysokie, ale nie rosną, tempo wzrostów cen akcji znajduje uzasadnienie w rewelacyjnym sezonie wynikowym i rewizjach za przyszłe kwartały (finalna dynamika zysków spółek S&P500 za 2Q2021 na poziomie 91% r/r okazała się o 27 pp. wyższa niż prognozy sprzed rozpoczęcia sezonu). Dodatkowo, nauczeni doświadczeniami z ubiegłej dekady zakładamy, że zacieśnienie polityki monetarnej w USA przebiega zazwyczaj na Wall Street w sposób lepszy niż na reszcie globu. Polska, czy generalnie cały nasz region, jest obecnie preferowanym miejscem przechowywania kapitału na rynkach wschodzących i to naszym zdaniem nie zmienia się w najbliższej przyszłości z uwagi na bezkonkurencyjny odsetek zaszczerpionej populacji, 5-letni horyzont chińskiej ofensywy regulacyjnej (znacząco pogarszającej atrakcyjność regionu azjatyckiego) oraz perspektywy dalszego solidnego wzrostu PKB (bo na powtórki rekordowego od lat 11,1% r/r w 2Q2021 oczywiście nie można liczyć).

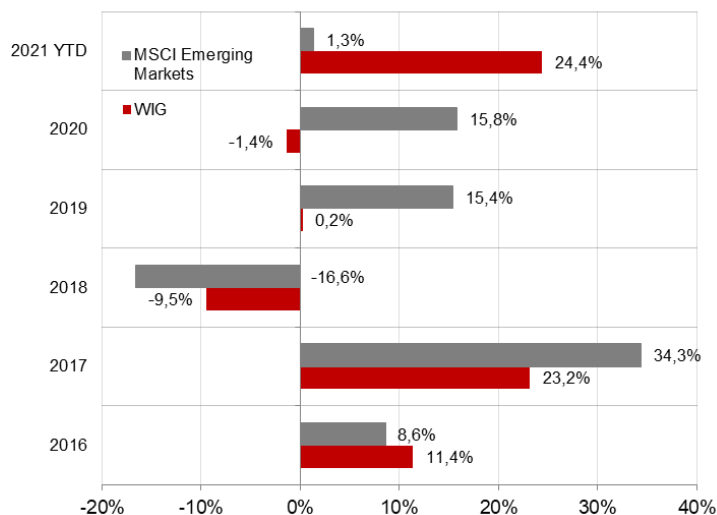
Na rynku obligacji ostatni miesiąc przyniósł duże rozwarstwienie wyników między papierami polskimi a zagranicznymi. **Krajowe obligacje skarbowe musiały zareagować w ostatnich dniach na kolejne rekordy inflacji (w sierpniu 5,4% r/r) i perspektywę osiągnięcia do końca roku niewidzianych od ponad 20 lat 6% r/r.** Obecnie podwyżki stóp przed końcem roku traktowane są przez rynek jako scenariusz bazowy niezależnie od wypowiedzi członków RPP i prezesa NBP.

Polskie obligacje skarbowe 10-letnie vs. amerykańskie



Źródło: Bloomberg (03.09.2021 r.)

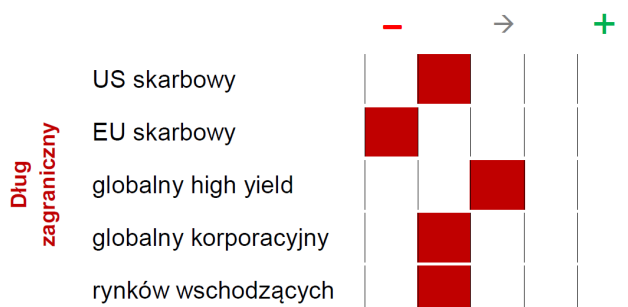
Roczne stopy zwrotu indeksu WIG vs. MSCI EM



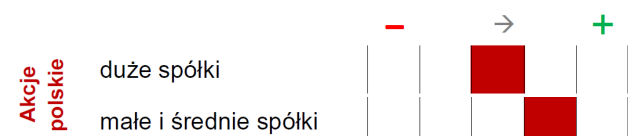
Pogląd na segmenty rynkowe



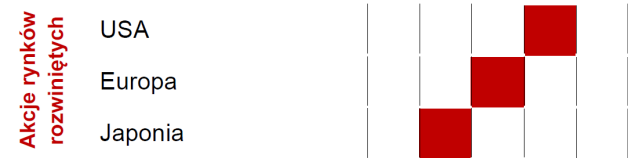
Kolejne dane gospodarcze, w tym przede wszystkim inflacyjne pozbawiają RPP argumentów za dalszym utrzymywaniem luźnej polityki pieniężnej. Wstępny odczyt sierpniowej inflacji CPI w Polsce wyniósł 5,4% r/r i według prognoz ekonomistów nie był to tegoroczny szczyt, który spodziewany jest na grudzień. **Wiele wskazuje na to, że zgodnie z listopadową projekcją NBP inflacja w 2022 r. znajdzie się przy górnej granicy odchyłań od celu (3,5%).** Tego typu projekcja sama w sobie może być wystarczającym argumentem za **uruchomieniem cyklu podwyżek, który według wycen kontraktów na stopę procentową rozpocznie się jeszcze w tym roku.** Nieuchronne w tym przypadku ryzyko stopy procentowej jest najsilniej odczuwalne w przypadku długu skarbowego (rentowność polskich obligacji 10-letnich dotarły już do majowych szczytów powyżej 1,9%). **W takim środowisku preferujemy dług korporacyjny o zmiennym kuponie.**



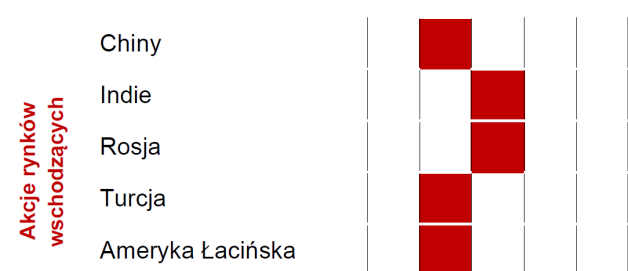
Długo wyczekiwana wirtualna konferencja w Jackson Hole przyniosła ostatecznie „miękką” **zapowiedź rozpoczęcia warunkowego taperingu** (ograniczenia skali skupu aktywów przez Fed) **jeszcze w tym roku w scenariuszu odporności gospodarki na obecną falę zakażeń.** J. Powell sporo miejsca poświęcił na oddzielenie kwestii wspomnianego taperingu od rozpoczęcia cyklu podwyżek, sugerując, że to drugie jest na razie odległą perspektywą. Rynki zareagowały na taką postawę szefa amerykańskiej Rezerwy Federalnej pozytywnie - wcześniejsze wypowiedzi jastrzębich członków FOMC sugerowały, że do rozpoczęcia procesu redukcji programu QE mogłoby dojść już we wrześniu, a do całkowitego wygaszenia pod koniec 1Q2022. Ostrożna postawa szefa Fed nie zmienia jednak naszego dotychczasowego nastawienia do długu zagranicznego. **Ostatnia dywergencja uwidoczniła się między rynkiem akcji, a rynkiem korporacyjnych obligacji wysokodochodowych potwierdza, że ich wyceny są już wysokie.** Tymczasem globalnie wysoka inflacja na dobre rozkręca cykl podwyżek na rynkach wschodzących, do których niezmiennie podchodzimy z dużą ostrożnością.



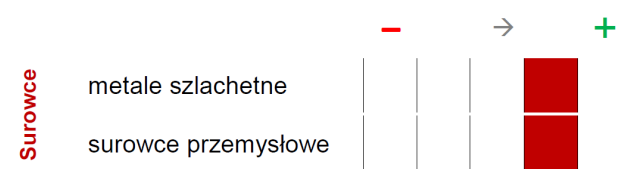
Sierpień był z perspektywy warszawskiej giełdy kolejnym dobrym miesiącem, niezależnie od tego, czy porównujemy ją z parkietami europejskimi czy rynkami wschodzącymi. Ostatni miesiąc pokazuje naszym zdaniem po raz kolejny, że środowisko wysokiej inflacji sprzyja GPW, oddziałując pozytywnie m.in. na sektor bankowy. Zarówno krótko-, jak i długoterminowo oceniamy Polskę pozytywnie, spodziewamy się także powrotu napływów kapitału spekulacyjnego do segmentu małych spółek, który ostatnio na tle WIG20 zapadł w lekki letarg.



Rynek amerykański zdecydowanie wyróżniał się w sierpniu, przynosząc nowe szczyty hossy. Przebieg tego miesiąca będzie zależał w dużej mierze od tego, czy słabe piątkowe dane z rynku pracy w jakikolwiek sposób wpłyną na ogłoszenie taperingu na wrześniowym posiedzeniu FOMC. W zależności od tego w kolejnym miesiącu rozważymy redukcję przeważania w USA, tym bardziej, że **taktycznie ciekawie wygląda obecnie Europa po przecenie m.in. w sektorze dóbr luksusowych.** Pomimo świetnie przyjętej przez rynek decyzji premiera Sugi o odejściu nie widzimy powodów, by zmienić negatywne nastawienie do Japonii.



Ostatnie tygodnie przyniosły ogromne zróżnicowanie stóp zwrotu na rynkach wschodzących, jednak zachowanie najważniejszych w koszyku Chin wciąż skłania nas do ostrożności. **W ostatnim okresie zdecydowanie wyróżnia się wśród nich region Europy Środkowo-Wschodniej, natomiast wciąż zdecydowanie preferujemy inwestycje w Polsce niż np. obciążonej olbrzymim ryzykiem Turcji, która po miesiącach słabości zaczęła bardzo silnie odbijać.** Najpoważniejszym tematem w tym segmencie jest jednak zacieśnienie monetarne w USA, które praktycznie za każdym razem wywoływało w przeszłości odpływ kapitału z EM i rozwarstwienie stóp zwrotu między nimi a rynkami rozwiniętymi. Wierzymy, że ta dekada będzie inna niż poprzednia, ale moment do powrotu widzimy raczej w 1Q2022 po ewentualnej materializacji ryzyk związanych z taperingiem i prawdopodobnym wygaśnięciu chińskiej ofensywy regulacyjnej.



Metale szlachetne pozostają w grupie klas aktywów, do których utrzymujemy pozytywne nastawienie. **Obserwowana na początku sierpnia gwałtowna przecena wywołana napływem podaży w godzinach najniższej płynności na rynku kontraktów terminowych świadczy o dużej aktywności banków bulionowych, które walczą z negatywnymi dla nich skutkami Bazylei III.**

Atrakcyjny pozostaje dla nas również rynek surowców przemysłowych. W połowie sierpnia ropa naftowa oraz miedź wyznaczyły dołki w obawie o skutki rozprzestrzeniającego się wariantu delta. **Wraz z potwierdzaniem się scenariusza, zgodnie z którym obecna fala zakażeń ma ograniczony wpływ na globalną gospodarkę, surowce te mają dużą szansę na kontynuowanie hossy.**

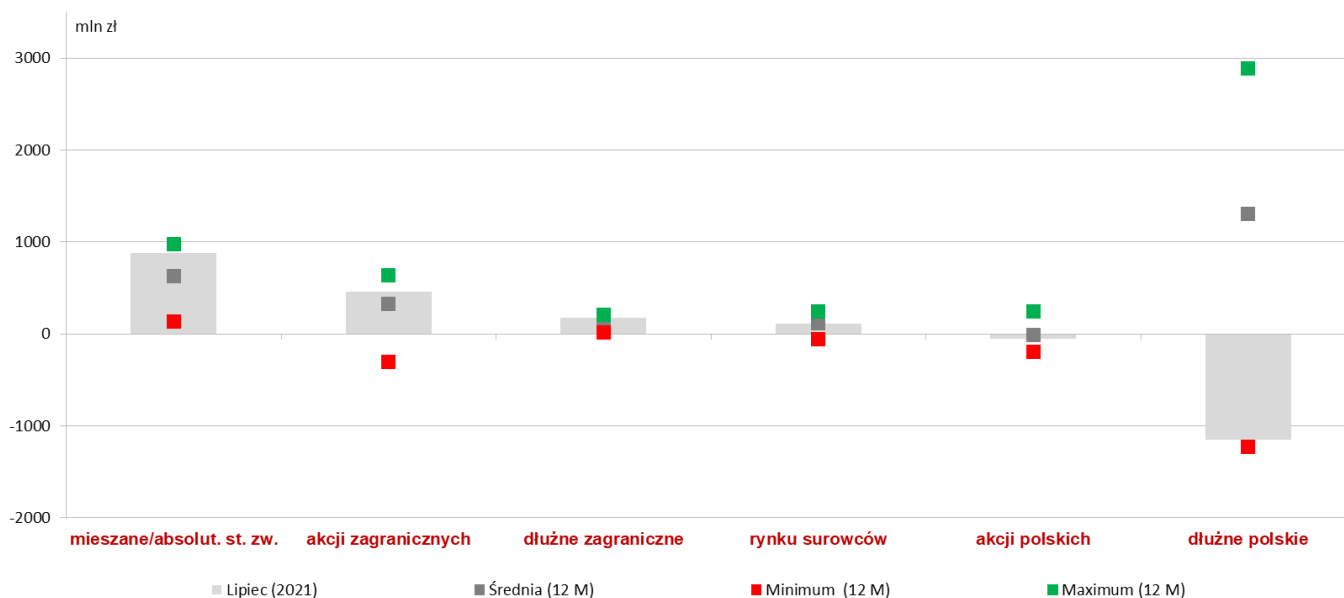


Kurs EUR/PLN powrócił w okolice 4,50, będące dla nas obecnie definicją poziomu neutralnego. Nie spodziewamy się, by najbliższe 2 miesiące miały okazać się przełomowe dla kursu złotego. **Kolejny epizod wysokiej zmienności nadejdzie zapewne dopiero w listopadzie, gdy przekonamy się, czy RPP ugnie się pod presją nadzwyczajnej wysokiej inflacji i przynajmniej symbolicznie podniesie stopy procentowe.**

Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	-0,02%	0,09%	0,48%	3,09%	-0,15%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0,11%	0,48%	1,97%	6,45%	0,80%
papierów dłużnych polskich skarbowych	-0,01%	0,03%	0,18%	3,41%	-0,39%
papierów dłużnych USA uniwersalne	0,19%	5,06%	5,94%	13,19%	4,30%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-0,57%	1,55%	4,62%	9,09%	0,38%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0,38%	0,71%	5,30%	9,03%	1,55%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0,09%	0,94%	3,28%	9,50%	0,68%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	-0,05%	0,67%	1,76%	9,25%	-0,65%
papierów dłużnych zagranicznych rynków wschodzących	0,58%	1,00%	2,38%	12,14%	-2,37%
akcji polskich uniwersalne	3,15%	5,25%	33,28%	18,66%	21,18%
akcji polskich małych i średnich spółek	2,76%	4,79%	36,59%	45,99%	26,43%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	2,19%	6,38%	24,50%	35,58%	12,02%
akcji amerykańskich	0,79%	4,25%	26,74%	33,52%	13,98%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	2,41%	5,44%	25,25%	24,28%	14,06%
akcji europejskich rynków wschodzących	4,66%	8,45%	38,51%	23,33%	17,73%
akcji globalnych rynków wschodzących	1,66%	-2,63%	18,10%	20,93%	3,38%
akcji azjatyckich bez Japonii	0,79%	-5,18%	13,78%	15,67%	-0,11%
akcji rosyjskich	2,00%	9,15%	32,47%	62,11%	23,24%
akcji tureckich	6,82%	11,62%	21,32%	18,72%	-4,68%
rynku surowców - metale szlachetne	-3,34%	-10,02%	-13,17%	46,74%	-7,64%
rynku surowców pozostałe	-1,67%	-0,31%	26,68%	27,14%	16,73%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0,69%	1,58%	7,14%	8,45%	4,26%
mieszane polskie	0,87%	1,63%	10,31%	10,10%	6,15%
mieszane zagraniczne	0,75%	2,19%	9,95%	13,69%	5,63%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 31.08.2021 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.