



**Xelion**  
Dom Inwestycyjny

# Barometr Inwestycyjny Xelion

17

Nr 8/2021 (17)

sierpień 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 większości rynków akcji lipiec okazał się miesiącem konsolidacji po trwających w maju i czerwcu wzrostach. Na warszawskiej GPW **WIG zakończył miesiąc na plusie, natomiast nowe szczyty indeksu zostały wybite dopiero na początku sierpnia, a połowie miesiąca zejście poniżej czerwcowych minimów wydawało się realnym ryzykiem** (na wielu rynkach europejskich chwilowo do niego doszło). **Ostatni miesiąc potwierdza naszą tezę, że rozprzestrzenianie się wariantu delta jest w dużej mierze ryzykiem lokalnym, dotyczącym przede wszystkim rynków wschodzących, zwłaszcza azjatyckich.** Spodziewamy się, że nieunikniony wzrost nowych przypadków w Europie i USA w ograniczony sposób przełoży się na lokalne rynki akcji i nie będzie wiązał się na dużą skalę z lockdown'ami czy restrykcjami, które silnie uderzałyby we wzrost PKB. Poważne obawy mamy natomiast w kwestii tego, czy pomimo oficjalnie skrajnie niskich statystyk COVID-owych w Chinach nie obserwujemy właśnie początku działań, które doprowadzą do poważnych rewizji w dół scenariuszy gospodarczych dla Państwa Środka przez resztę roku. Chińskie szczepionki są nieefektywne, a Pekin wydaje się skłonny do stosowania metod analogicznych do ubiegłorocznych w walce z rozprzestrzenianiem się wirusa. **Nie musi to być poważny problem dla globalnego wzrostu z uwagi na prawdopodobne równoważenie ograniczeń w jakimś stopniu impulsem fiskalnym i monetarnym, ale widoczny w horyzoncie kilku miesięcy mógłby być chociażby efekt proinflacyjny, wywołany ponownym naruszeniem łańcuchów dostaw.**

**Wydarzenia ostatniego miesiąca bardzo wzmacniają tezę, którą postawiliśmy na początku 3Q2021, że drugie półrocze powinno być okresem przeważania się na rynkach rozwiniętych, w szczególności w USA, a Polska jest dobrą alternatywą dla szeroko rozumianych rynków wschodzących.** Czynnikiem, który miesiąc temu nie wydawał się jeszcze kluczowy, a finalnie zadecydował o wyznaczeniu nowych dołków MSCI Emerging Markets na tle rynków rozwiniętych, była ofensywna regulacyjna chińskich władz. **Ich działania kosztowały chińskie przedsiębiorstwa technologiczne setki miliardów dolarów (na poziomie kapitalizacji), a na razie nie ma podstaw, by twierdzić, że zostały zakończone.** Uważamy, że ostatnia przecena absolutnie nie powinna być traktowana jako okazja do kupna, a jakiegokolwiek odbicia mogą być okazją do dalszej redukcji pozycji na tym rynku. Pierwszy tydzień sierpnia pokazuje, w jak łatwy sposób inwestorzy są skłonni uwierzyć, że z dotychczas dotkniętych branż (technologia w edukacji, przewóz jedzenia i osób) problem może się przenieść chociażby na sektor produkcji gier komputerowych.

Jednocześnie zwracamy też uwagę, że miesiąc przyniósł szereg pozytywnych informacji dla inwestorów akcyjnych. **Sezon wynikowy w USA jest niezwykle dobry (ponad 80% przedsiębiorstw zaskakuje pozytywnie zarówno na poziomie przychodów, jak i zysków).** Przewidywania odnośnie dynamiki zysku netto spółek S&P500 w 2Q2021 wzrosły w ciągu miesiąca o ponad 20 pp (z 64% r/r do ponad 85% r/r), solidnie wygląda też sytuacja w Europie, gdzie na wcześniejszym etapie sezonu około 68% spółek prezentuje rezultaty wyższe od prognoz (przy tradycyjnie uczciwszych, mniej zaniżonych konsensusach). Pomimo dużej ostrożności zarządów w kwestii przewidywań na resztę roku w kilku głośnych przypadkach (m.in. Apple czy BMW), otwiera to drogę do już rozpoczynających się dodatnich rewizji oczekiwań na kolejne kwartały i dalszego spadku wydających wskaźników cena/zysk z wcześniejszych, niezwykle wysokich poziomów. **W Polsce jest zbyt wcześnie, by rysować ogólny obraz, ale bilans zaskoczeń dla dotychczas raportujących spółek WIG20 i mWIG40 jest wyraźnie dodatni.**

Na fali obaw o otoczenie zewnętrzne i pogorszenia danych makro z USA w lipcu rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich osiągnęły nowe dołki w okolicy 1,15%. Taki kierunek jest zbliżony z obawami o wzrost gospodarczy, jednocześnie nie widzimy w najbliższych miesiącach pola do dalszego wzrostu wycen. **Podczas lipcowego posiedzenia FED jasno zapowiedziano, że do końca września powinniśmy zapoznać się z harmonogramem redukcji QE,** a wysoka inflacja nie pozwoli naszym zdaniem FOMC na opóźnianie normalizacji bez znacznego pogorszenia sytuacji w gospodarce. Bilans ryzyk na rynku długu uważamy za negatywny. Sądzymy natomiast, że w połowie ubiegłego miesiąca zobaczyliśmy lokalne dołki ropy i miedzi, a surowce przemysłowe mogą rozpocząć kolejną falę wzrostową.

### 5-letnia stopa zwrotu MSCI EM vs. MSCI World



Źródło: Bloomberg, 04.08.2021 r.

### Niespodzianki wynikowe w USA w podziale na sektory



Źródło: Factset, 30.07.2021 r.

## Pogląd na segmenty rynkowe



Lipcowy odczyt inflacji w Polsce (5,0% r/r) wystarczył, by rentowności obligacji skarbowych wymazały wcześniejsze wzrosty. Rosnąca liczba członków RPP (ostatnio G. Ancyparowicz) sugeruje możliwość ogłoszenia końca „polskiego QE” i ewentualną podwyżkę stóp procentowych jeszcze przed końcem roku. Presja społeczna, wywołana m.in. silnymi podwyżkami na Węgrzech też jest coraz silniejsza. W tym otoczeniu naszą preferowaną klasą lokalnego długu pozostają obligacje korporacyjne, z uwagi na przewagę zmiennego kuponu w dużej mierze odporne na ryzyko stopy procentowej. Bilans ryzyk dla polskiego długu skarbowego jest w naszej opinii nieatrakcyjny, fundusze obligacji długoterminowych mogą dalej ze zmiennym powodzeniem walczyć o uzyskanie stóp zwrotu tylko lekko powyżej zera.



Pomimo generalnego ruchu rentowności w lipcu w dół, wciąż uważamy za wskazane niedowierzanie się na dłużu zagranicznym poza preferowanym przez nas segmentem europejskich obligacji high-yield. Rozczarowujące dane z amerykańskiej gospodarki (głównie z rynku pracy) częściowo podważają nasze obawy o możliwość silnego ruchu rentowności w górę, natomiast ostatnie odbicie na rynku surowców utwierdza nas w przekonaniu, że ryzyka inflacyjne są obecnie przez amerykański dług niedoszacowane. **Choć scenariusz kontynuacji silnego odbicia gospodarczego stanął właśnie pod znakiem zapytania, a sam wzrost w 2Q2021 też był w USA niższy od oczekiwań, Fed nie wycofuje się z planu zapowiedzi redukcji QE przed końcem września.** Obecne wyceny są skrajnie wysokie, nie znajdują żadnych analogii historycznych, więc można spodziewać się naszym zdaniem dużej wolatylności ze wskazaniem kierunku na północ. Ewentualne chwilowe pogorszenie otoczenia niewiele może pomóc obligacjom skoro pierwsze podwyżki są wycenione dopiero na 2023 r.



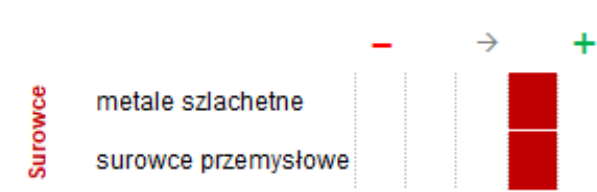
Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wakacje przyniosły poważny spadek aktywności na GPW, ale **nie widzimy obecnie żadnych podstaw, by kwestionować pozytywny średnio- i długoterminowy scenariusz dla polskiego rynku.** Chwilowe perturbacje może spowodować oczekiwany wzrost zakażeń COVID, ale widzielibyśmy w nich raczej okazję do kupna.



Układ naszych preferowanych rynków rozwiniętych pozostaje jasny, choć Japonia coraz bardziej umacnia się na ostatnim miejscu, a Europa zbliża do USA po solidnych danych za 2Q2021 i dobrym początku sezonu wynikowego. Uważamy, że powinna być podstawowym kierunkiem dywersyfikacji portfeli poza najbardziej popularne rozwiązania akcyjne z ekspozycją na Stany Zjednoczone i Polskę. W scenariuszu uporczywej globalnej inflacji akcje europejskie mogłyby wręcz na dłużej zachowywać się lepiej niż amerykańskie.



Nasze negatywne nastawienie do rynków wschodzących zostaje **podtrzymane po ubiegłym miesiącu, choć stopy zwrotu były na nich bardzo zróżnicowane.** Mający do niedawna poważne atuty rynek chiński (rozumiany z włączeniem Hong Kongu i azjatyckich przedsiębiorstw notowanych w USA, które także stały się obiektem ataków Pekinu w kontekście obaw o to, że mogą być zmuszone do udostępniania wrażliwych danych amerykańskim władzom) stał się obiektem ofensywy regulacyjnej i staje przed ryzykiem nowej fali COVID w Państwie Środka, powinien więc być traktowany z najwyższą ostrożnością. Niedawna siła takich rynków jak Turcja czy Ameryka Łacińska może się okazać chwilowa w niepewnym otoczeniu gospodarczym i nie równoważy wcześniejszych spadków. W ramach EM preferujemy fundusze nastawione na region EMEA, w tym Europę Środkową wraz z Rosją, a w ramach Azji Indie, w najmniejszym stopniu w ramach tego regionu uzależnione od Chin.



Z perspektywy kruszców lipiec okazał się dobrym miesiącem, choć jego finisz pozostawia niedosyt. Nasze pozytywne nastawienie pozostaje niezmiennie, nie widzimy poważnych powodów, by je rewidować.

Ciekawiej wygląda sytuacja na surowcach przemysłowych, które w czerwcu lub lipcu notowały lokalne dolki, a **obecnie są w naszej opinii gotowe do kolejnej fali wzrostowej,** dla której głównym ryzykiem pozostaje różny od naszego scenariusza bazowego rozwój sytuacji pandemicznej na świecie. Argumentem za **rozważeniem inwestycji w segmencie spółek wydobywczych jest ich duże niedowartościowanie na tle nawet obecnych cen surowców** oraz silne rewizje prognoz ich wyników na najbliższe kwartały w ciągu ostatnich tygodni.

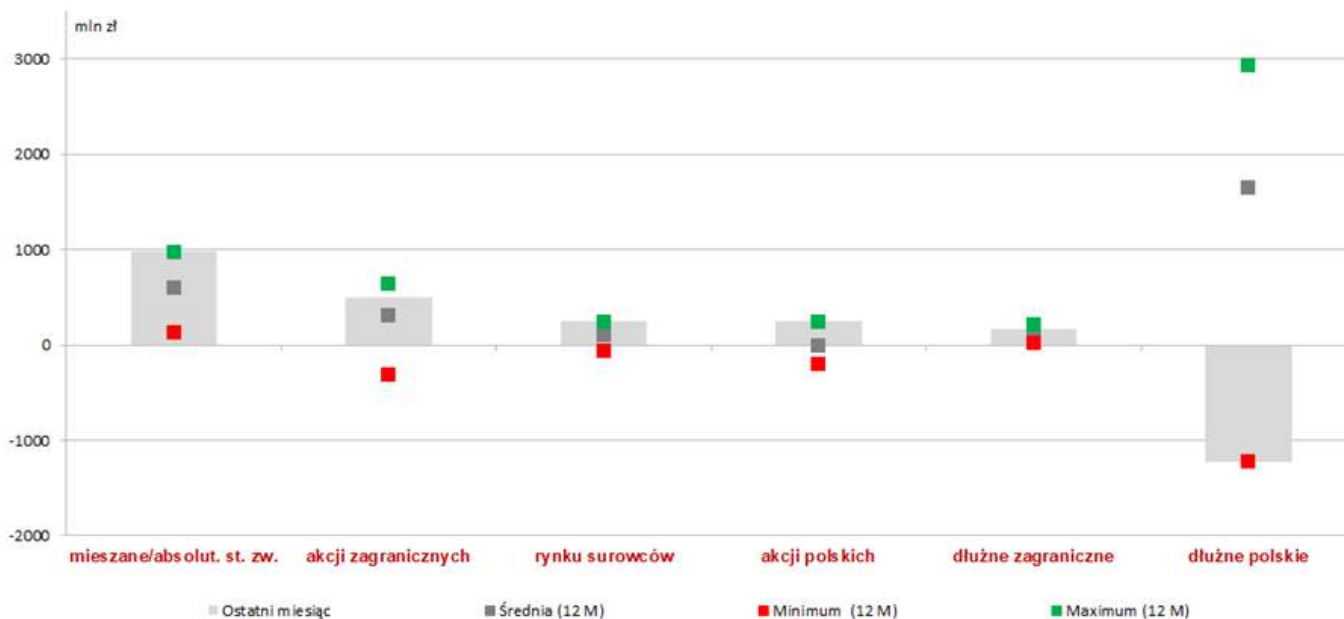


Lipiec przyniósł osłabienie złotego, ale jego skala w pierwszych dniach sierpnia została poważnie zredukowana. Nie spodziewamy się, by sierpień miał przynieść jakiegokolwiek przełom, bardziej **prawdopodobne wydaje się dalsze poruszanie w granicach wyznaczonych od początku maja z ewentualnym wybicciem uzależnionym od tego jak będą kształtowały się oczekiwania co do polityki RPP w końcówce roku.**

## Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	0.06%	-0.27%	0.61%	3.03%	-0.14%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.15%	0.29%	2.21%	6.13%	0.69%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.06%	-0.42%	0.15%	3.34%	-0.39%
papierów dłużnych USA uniwersalne	0.95%	2.31%	4.51%	13.05%	4.10%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	1.30%	0.99%	5.29%	9.27%	0.96%
papierów dłużnych globalnych High Yield	-0.20%	0.25%	5.93%	9.15%	1.16%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0.30%	1.00%	3.67%	9.17%	0.59%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	0.38%	0.78%	1.69%	8.68%	-0.61%
papierów dłużnych zagranicznych rynków wschodzących	0.20%	1.10%	1.55%	7.03%	-2.93%
akcji polskich uniwersalne	1.81%	8.22%	33.23%	14.41%	17.34%
akcji polskich małych i średnich spółek	1.87%	7.09%	39.71%	38.77%	23.00%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	0.88%	3.96%	27.53%	34.31%	9.59%
akcji amerykańskich	0.53%	2.72%	33.16%	37.70%	13.06%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	1.35%	3.84%	25.04%	19.72%	11.38%
akcji europejskich rynków wschodzących	2.68%	8.85%	31.79%	12.51%	12.49%
akcji globalnych rynków wschodzących	-5.09%	-3.02%	18.49%	15.10%	1.68%
akcji azjatyckich bez Japonii	-6.37%	-3.99%	15.29%	11.55%	-0.93%
akcji rosyjskich	1.20%	12.16%	31.19%	46.66%	20.82%
akcji tureckich	6.42%	0.90%	3.28%	-17.12%	-10.75%
rynku surowców - metale szlachetne	2.71%	1.85%	-10.58%	42.67%	-4.45%
rynku surowców pozostałe	2.40%	5.44%	34.37%	23.39%	19.13%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0.22%	1.01%	7.50%	6.27%	3.52%
mieszane polskie	0.84%	2.47%	10.67%	8.56%	5.19%
mieszane zagraniczne	0.38%	1.50%	10.47%	12.58%	4.80%

### Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (stan na dzień 30.06.2021 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](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.