

Komentarz rynkowy

- Po trudnym dla inwestorów 2020 roku, pierwszy kwartał nowej dekady upłynął dosyć spokojnie przynosząc, w segmencie aktywów ryzykownych, kilkuprocentowe stopy zwrotu. Wobec oswojenia się rynków finansowych z otoczeniem pandemicznym głównymi tematami inwestycyjnymi pierwszego kwartału były rosnące oczekiwania inflacyjne oraz rotacja aktywów od spółek technologicznych w kierunku sektorów tradycyjnych.
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami rynek europejski zachował się nieznacznie lepiej od amerykańskiego (STOXX 600 + 7% vs S&P500 + 6% w 1Q21), gdyż ten drugi był wyraźnie obciążony słabszymi wynikami inwestycyjnymi w segmencie technologii (NASDAQ +3%). Sektory, które były gwiazdami ostatnich miesięcy (technologia, OZE, e-commerce) ustąpiły pola biznesom tradycyjnym. Wynika to z dosyć silnego trendu wzrostowego ostatnich miesięcy 2020 roku i wymagających wycen, które dosyć szybko musiały szukać dostosowania do zmieniającego się otoczenia na rynku długu skarbowego.
- W najbliższych miesiącach zakładamy nadal **lepsze zachowanie spółek cyklicznych oraz rynku europejskiego vs USA**, jednakże w perspektywie kilkuletniej zachowanie cen akcji wyznaczy zdolność do poprawy zysków, a ta będzie silniejsza wśród spółek eksponowanych na branże nowoczesne (tutaj dominacja USA jest znacząca). Wprawdzie wyceny w tych segmentach wydają się dziś być wysokie (ok 29x P/E dla Nasdaq i ponad 23x dla S&P500 na rok 2021) to przypominamy, że na początku lat 70-tych XX wieku i w latach 1999-2000 roku akcje „popularnych” spółek były wyceniane na poziomie nawet 40x zyski przy wyraźnie wyższych rynkowych stopach procentowych. **Jesteśmy dalecy od tego, aby twierdzić, że jest tanio, ale nie jest też bardzo drogo biorąc pod uwagę możliwości dwucyfrowej poprawy zysku w okresie najbliższych kilku lat.**
- **Rosnące ryzyko inflacji** spowodowało wzrost rentowności obligacji dolarowych i nadal oczekujemy, że przecena w tym segmencie jeszcze się nie skończyła. Obecnie zakładamy, że **większym ryzykiem obciążone są obligacje strefy euro**, gdzie w ostatnich tygodniach rentowności nie wzrosły znacząco a powolne uruchamianie gospodarek oraz rosnące zadłużenie największych państw strefy euro mogą przyczynić się do narastania oczekiwań inflacyjnych.
- W segmencie obligacji korporacyjnych relatywnie **lepiej zachowują się papiery typu high yield w stosunku do investment grade**. Przy dalszym utrzymywaniu negatywnych realnych stóp procentowych uważamy, że inwestorzy będą skłonni podtrzymywać tę preferencję poszukując rozsądnych stóp zwrotu równocześnie tolerując większe ryzyko kredytowe (i oczekując jego normalizacji po uruchomieniu gospodarki). Powoli należy jednak zwracać uwagę na generalnie zmniejszający się spread rentowności ponad długoterminowe obligacje USA/strefy euro i tym samym **rosnące ryzyko spadku cen dla dłuższych okresów do wykupu**.
- W przypadku złota **oczekujemy kontynuacji spadków** z bieżących poziomów wraz z rosnącymi rentownościami obligacji (cena ok 1450-1500 USD/oz może stanowić tutaj pewien punkt oparcia – jest to przesunięty inflacyjnie średni poziom notowań z lat 2016-2018 gdy rentowności obligacji USA również mocno rosły). **Surowce przemysłowe (głównie miedź) przy obecnym poziomie wydają się posiadać wciąż potencjał wzrostu** z powodu rosnącego popytu wraz z rozwijaniem inwestycji infrastrukturalnych oraz elektromobilności przy relatywnie ograniczonej podaży (brak wielkich inwestycji w ostatnich latach w nowe złoża). Co do surowców energetycznych to uważamy, że cena ropy w przedziale 60-70 USD/bbl może uruchomić zwiększoną podaż, wielu producentów w swoich strategiach zakłada poziomy 50-60 USD/bbl w długim terminie.
- **Pakiety fiskalne ogłaszane przez rządy będą wyznaczać ramy polityki ekonomicznej w najbliższych latach**. Potężny bodziec fiskalny w USA (łącznie blisko 4 biliony USD w 2021 w dwóch dawkach, czyli ok. 20% PKB) powinien podnieść roczny wzrost gospodarczy o około 1-1.5pp w perspektywie dekady. **Duże nadzieje wiążemy z jego drugą częścią, czyli pakietem inwestycji infrastrukturalnych (2.2 biliona USD)**, które powinny przełożyć się na wzrost produktywności i trwałe efekty ekonomiczne także poza USA. W strefie euro zacznie działać program EU Recovery co w połączeniu z dużymi inwestycjami rządowymi w Chinach i rozwojem strefy wolnego handlu w Azji tworzy platformę do kilkuletniego silnego wzrostu gospodarczego bazującego na inwestycjach, a nie głównie na konsumpcji prywatnej.
- **Silny wzrost zadłużenia publicznego oraz podażowy charakter kryzysu COVID-19 przynoszą pytania o ryzyka inflacyjne**, jednakże wg prognoz MFW średnia inflacja w gospodarkach rozwiniętych w latach 2021-2022 wyniesie 1.6-1.7% (2.4% w USA i 1.2-1.4% w strefie euro) a w krajach rozwijających się 2.3-2.7%. Zakładamy, że w perspektywie 2021-2022 inflacja w niektórych krajach (głównie rozwijających się) może

Indeks	Cena/Kurs*	% 3M	% 6M	% 12M
Dow Jones	32 982	8%	19%	50%
S&500	3 973	6%	18%	54%
Nasdaq	13 247	3%	19%	72%
STOXX600	430	7%	19%	34%
FTSE100	6 714	2%	14%	18%
NIKKEI225	29 179	6%	23%	54%
SHANGHAI	3 442	1%	7%	25%
MSCI WORLD	2 812	5%	19%	52%
MSCI EM	1 316	2%	22%	55%
WIG20	1 939	-2%	-10%	28%
WIG	58 082	2%	0%	40%
MWIG40	4 361	10%	12%	53%
SWIG80	18 554	15%	54%	81%
Bloomberg Commodity Index	83	8%	18%	35%
FTSE All Equity REITs Index	768	9%	15%	30%
FTSE World Government Bond Index	1 036	-6%	-3%	2%
Bloomberg Barclays Global IG**	534	-5%	-1%	5%
Bloomberg Barclays Global High Yield	1 500	-1%	7%	25%
Brent Oil	64	24%	55%	179%
Gold Spot \$/Oz	1 708	-10%	-9%	8%
DOLLAR INDEX SPOT	93	4%	-1%	-6%

Stopy %	Cena/Kurs* WRZ-20	CZE-20	GRU-19
US10y	1.74	0.92	0.68
GER10y	-0.29	-0.57	-0.19
PL10y	1.57	1.24	2.12
3M US LIBOR	0.30	0.24	1.91
3M EURIBOR	-0.54	-0.54	-0.39
3M WIBOR	0.21	0.21	1.71

* ceny na dzień 31.03.2021

Indeksy Giełdowe	Stopy			
	Wskaźnik C/Z (x)	dywidendy (%)	ROE (%)	
DOW JONES INDUS. AVG	29.7	21.4	1.9	30.4
S&P 500 INDEX	33.5	22.8	1.4	26.1
NASDAQ COMPOSITE	115.5	34.9	0.7	55.1
S&P/TSX COMPOSITE INDEX	28.5	17.1	12.2	11.9
S&P/BMV IPC	33.8	15.4	3.2	21.2
BRAZIL.IBOVESPA INDEX	28.7	10.5	3.9	18.3

Euro Stoxx 50 Pr	56.6	19.1	2.7	8.2
FTSE 100 INDEX	95.1	14.9	3.8	7.3
CAC 40 INDEX	56.0	18.2	2.7	9.3
DAX INDEX	50.0	15.6	2.7	9.5
IBEX 35 INDEX		19.2	3.4	6.7
FTSE MIB INDEX	15.5	14.3	3.8	7.4
ASE	8.5	17.1	2.4	5.7
PSI20	18.9	16.3	3.9	3.6
HEX25	47.9	20.0	3.6	8.8
OMX STOCKHOLM 30 INDEX	23.8	19.4	3.0	12.8
SWISS MARKET INDEX	25.0	17.8	2.9	17.7
OBX Index	71.0	18.4	3.4	12.2

WIG	28.0	13.6	3.0	6.8
BUX	33.4	10.0	2.9	9.3
ISE 100	11.7	6.6	4.5	13.7
PX	14.1	13.9	4.6	11.8
RTS	18.8	7.6	7.2	10.7
NIKKEI 225	33.9	21.6	1.6	9.5
HANG SENG INDEX	14.8	13.0	2.8	10.5
S&P/ASX 200 INDEX	59.6	19.5	3.6	11.8
STOCK EXCH OF THAI INDEX	38.6	19.4	2.6	5.2
FTSE Bursa Malaysia KLCI	20.6	13.5	4.4	11.4
JAKARTA COMPOSITE INDEX	23.3	16.0	2.0	14.1
S&P BSE SENSEX INDEX	34.0	21.8	1.4	14.4

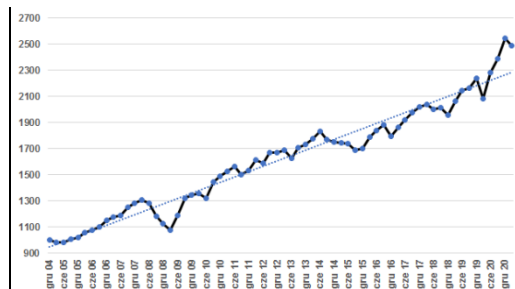
Stan na 13.04.2021

przekroczyć zakładane cele i osiągnąć w poszczególnych miesiącach nawet 3-4% jednakże **należy pamiętać o silnych efektach niebazowych** (ceny ropy, skokowe uruchamianie produkcji w niektórych sektorach, nawis oszczędności). Zakładamy także, że banki centralne pozwolą na utrzymywanie ujemnych realnych stóp procentowych do roku 2023-2024 a czynnikiem, który skłoni je do zmiany nastawienia będzie ryzyko tworzenia się baniek spekulacyjnych na rynku aktywów realnych i finansowych.

- **Trzecia fala pandemii przesunęła w czasie pełne otwarcie gospodarek** jednak nadal można założyć, że dzięki postępowi w zakresie szczepień i przy niskiej bazie globalny PKB będzie dosyć intensywnie rosnąć w 2021 roku (+6% vs -3,3% w 2020, wg. MFW), napędzany głównie przez kraje azjatyckie (Chiny +8,4%, Indie +12,5%), USA (+6,4%) i Wielką Brytanię (+5,3%). Globalnie oczekujemy również bardzo dobrego roku 2022 (+4,4% - efekt przesunięcia części wzrostu z roku 2021, ale przede wszystkim działanie dużych pakietów stymulacyjnych).

Indeks Cen Aktywów Globalnych (ICAG)

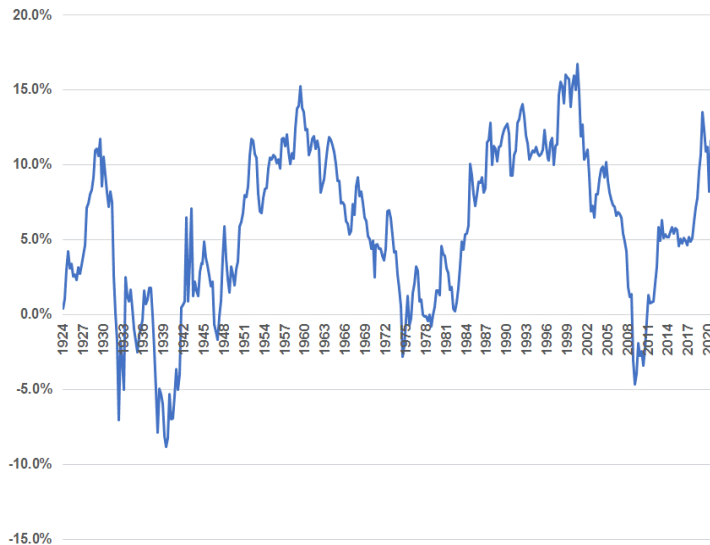
- Indeks Cen Aktywów Globalnych (ICAG) jest stworzonym przez OPTI TFI syntetycznym odzwierciedleniem zachowania wartości zdywersyfikowanego portfela aktywów na rynkach światowych.
- W skład indeksu wchodzi: akcje globalne odwzorowywane przez indeks MSCI World (udział 30%), złoto (10%), FTSE World Government Bonds Index (25% udział, obligacje skarbowe), Bloomberg Barclays Global Aggregate TR Index (25%, obligacje korporacyjne) i Bloomberg Barclays Global Aggregate High Yield Index (10%, obligacje high yield). Łączny udział obligacji wynosi zatem 60% akcji 30% i złota 10%. Indeks jest zatem zbliżony do portfela funduszy zrównoważonych. Wagi są stałe i zostały przyjęte arbitralnie.
- Początkowa wartość indeksu wyniosła 1000 punktów i jest wyliczana co kwartał. Punkt startowy wyznaczono na grudzień 2004 (jest to okres między kryzysem dotcomów z roku 2000, a kryzysem finansowym z roku 2008).
- Indeks zawiera reinwestycje wszystkich dochodów, a jego wynik jest wyrażony w USD z uwagi na sposób konstrukcji subindeksów.
- **Na koniec 1 kwartału 2021 roku wartość indeksu wyniosła 2491 punktów (-2,1% qoq)** i jedynym składnikiem, który zanotował wzrost w kwartale był indeks akcji globalnych (+5,1%). Najbardziej straciło złoto (-9,9%), bezpieczne obligacje rządowe (-5,8%) oraz przedsiębiorstw z ratingiem inwestycyjnym (-4,5%). Bardziej ryzykowne obligacje high yield straciły zaledwie 1% w kwartale. **Obserwacja tych danych pozwala stwierdzić, że mamy obecnie do czynienia z bardziej stromą krzywą dochodowości oraz zwiększonym apetytem na ryzyko**, co wynika z rosnącego przekonania rynków o sile odbicia gospodarczego po pandemii. Ostatni raz z podobną sytuacją (silne akcje i słabe pozostałe aktywa) mieliśmy do czynienia w okresie pierwszego półrocza 2013. Następne 4 kwartały były bardzo udane dla rynków akcji, które zyskały jeszcze kolejne 20%.



Indeks	3M	12M	36M	60M	YTD
ICAG	-2.1%	19.8%	22.3%	39.5%	-2.1%

Ciekawostki i analizy

Średnia roczna stopa zwrotu dla okresów 10-letnich, S&P500, 1924-2021



Źródło: Obliczenia własne, Bloomberg, stopa zwrotu w okresie $(t) = \left[\frac{S\&P500(t)}{S\&P500(t-10)} \right]^{1/10} - 1$, gdzie t – kwartał odczytu, $t-10$ – porównywalny kwartał 10 lat wcześniej

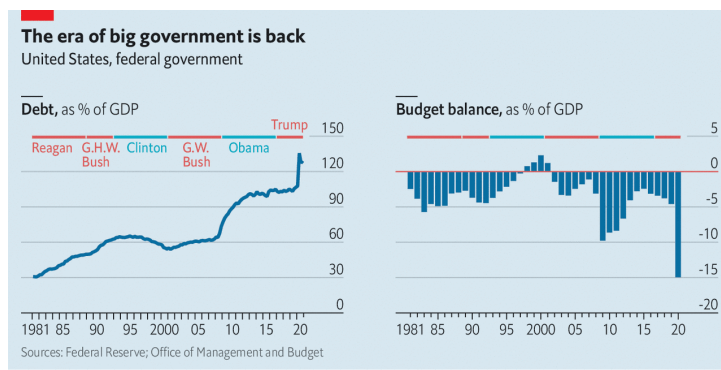
BIEG NA DŁUGIM DYSTANSIE

Praktycznie wszyscy doradcy finansowi przekonują swoich klientów do inwestowania w akcje „w długim terminie”. Postanowiliśmy zatem przeanalizować zachowanie akcji spółek notowanych w USA w okresach 10-cio letnich. Policzyliśmy dziesięcioletnią „ciągnioną” stopę zwrotu (przeliczona w skali roku) dla indeksu S&P500 (bez dywidend) od roku 1924. Dla każdego końca kwartału badaliśmy skumulowaną stopę zwrotu za 10 lat wstecz i przekształciliśmy ją na stopę roczną. Przykładowo na koniec marca 2021 roku badana przez nas stopa zwrotu wyniosła 11.4% co oznacza, że inwestor, który zakupił indeks S&P w marcu 2011 osiągnąłby taką średnioroczną stopę zwrotu (bez dywidend). Wykres po lewej stronie obrazuje zatem stopę zwrotu dla inwestorów, którzy wchodziliby w rynek w różnych momentach w perspektywą 10-cioletnią nie podejmowali później żadnych decyzji.

Jak można zauważyć na akcjach zarabia się w długim terminie a szansa straty kapitału przez inwestora z dziesięcioletnią perspektywą inwestycyjną (pod warunkiem, że nic nie robi w tym czasie) jest naprawdę niewielka. Jedyne okresy 10-letnie, które zakończyły się stratą to : (1) lata 30-te XX wieku, a więc zawierające początek inwestycji w warunkach bardzo drogiego rynku pod koniec lat 20-tych i skutki gospodarcze kryzysu finansowego, (2) na początku lat 70-tych kryzys naftowy i ryzyka inflacyjne połączone z ekstremalnie wysokimi wycenami grupy popularnych spółek z grupy NIFTY FIFTY, (3) kryzys finansowy 2008-2009 oraz częściowo efekt wysokiej bazy z hossy internetowej, która osiągała szczyty 10 lat wcześniej (w tych dwóch ostatnich przypadkach otrzymywane dywidendy pozwoliłyby na utrzymanie wejściowego kapitału).

W całym badanym okresie średni poziom 10-cio letniej rocznej stopy zwrotu wyniósł około 6%. Jak widzimy przez 90% czasu długoterminowi inwestorzy zarabiali chociaż trzeba pamiętać, że mamy tu do czynienia z wynikami nominalnymi a nie liczonymi w kategoriach realnych (inflacja przez większość czasu była wyższa niż stopa dywidendy). Interesujące jest również to, że fazy z ponad 10% roczną stopą zwrotu potrafią się utrzymywać przez dłuższy czas (40 kwartałów w latach 50/60 i 45 kwartałów w latach 80/90). Obecnie również jesteśmy na poziomie ponad 10% ale utrzymywany jest on od zaledwie 7 kwartałów. Kolejna istotna obserwacja to maksymalny poziom 10-cioletniej rocznej stopy zwrotu w okolicach 15%. Można założyć, że taki poziom obrazuje bardzo silny trend wzrostowy (obserwowalne pod koniec lat 50-tych i w 2000 roku) zwiastujący albo jego zatrzymanie na 2-3 lata (1958 rok) lub silne spadki jak w 2000 roku. Trzecia istotna obserwacja wskazuje, że stopa 10-letnia porusza się pewnymi długimi fazami/cykłami (jej przyspieszenie trwało w latach 1946-1963, następnie między 1980-2000 i obecnie od 2011). Odwrócenia dynamiki były również dosyć długie i obejmowały lata 30-te, przełom lat 60-tych i 70-tych oraz pierwszą dekadę XXI wieku.

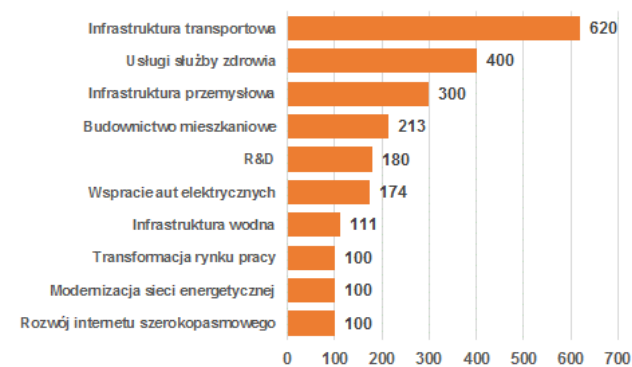
Dług/PKB oraz deficyt budżetowy/PKB, USA 1980-2020



The Economist

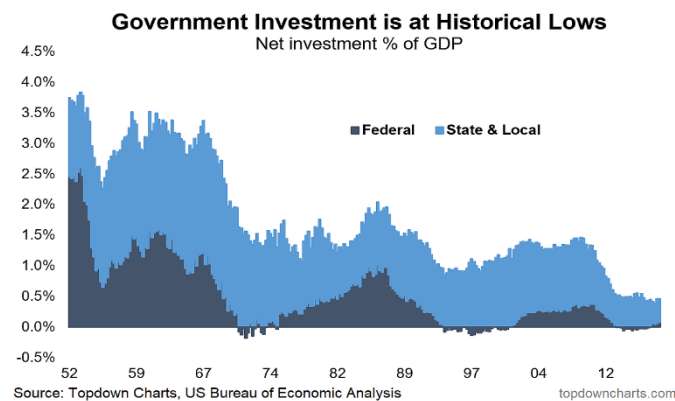
Źródło: The Economist

Wydatki w planie J. Bidena wg. kategorii, USD mld



Źródło: Bloomberg

Inwestycje rządowe jako % PKB, USA



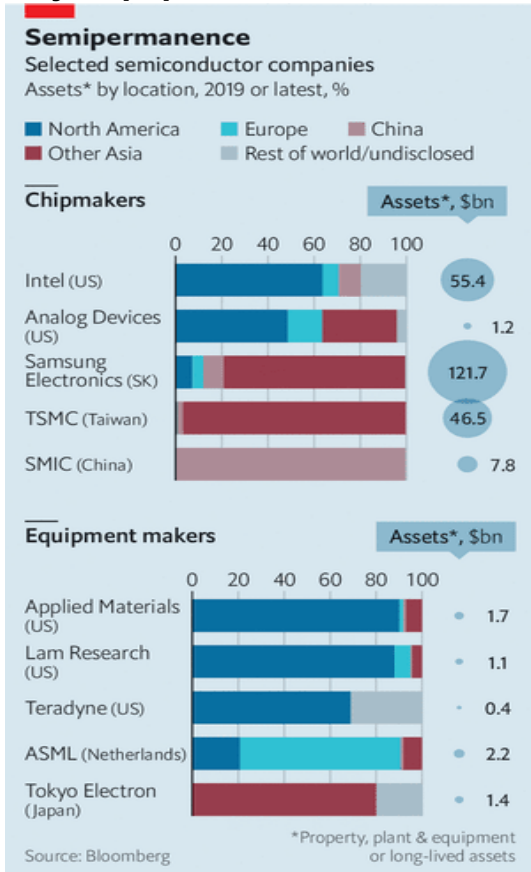
Źródło: US Bureau of Economic Analysis

WIELKI ZAKŁAD J. BIDENA

W 1984 roku, gdy w USA relacja długu do PKB wyniosła zaledwie 37%, pewien Senator Demokratów zgłosił plan zamrożenia wydatków budżetowych przewidując, że „w perspektywie 12-18 miesięcy USA będą zmagać się z niebywałym kryzysem ekonomicznym i politycznym, jeżeli Kongres przegłosuje zwiększanie deficytu”. Ten polityk nazywał się J. Biden i blisko 40 lat później już jako Prezydent USA (przy poziomie dług/PKB ok 130%) bez chwili zawahania podpisał programy fiskalne na łączną kwotę ponad 4bn USD (ok. 20% PKB USA). Tytułem żartu - w polityce punkt widzenia zależy od punktu siedzenia – jednak tak naprawdę Biden podobnie jak wielu wcześniej konserwatywnych polityków mocno zweryfikował swoje poglądy skręcając w kierunku silnych interwencji fiskalnych.

Najnowszy plan wydatków Bidena różni się od wcześniejszych tym, że nie jest skierowany bezpośrednio na pomoc konsumentowi, a bazuje na szerokich inwestycjach infrastrukturalnych. Inwestycje te mają na celu poprawę produktywności gospodarki USA w długim terminie, a w krótkim mają one pobudzić popyt inwestycyjny i tym samym pomóc w transferze środków publicznych do amerykańskich pracodawców. Program jest również duży (2.2bn USD co stanowi około 10% PKB USA i w perspektywie do 2030 daje ok 1% PKB w postaci inwestycji extra rocznie). Plan ma zostać sfinansowany głównie podwyżką podatków, która będzie wynosić ok 0.5% PKB i w perspektywie 15 lat ma się samofinansować. Wydaje się to całkiem realne dzięki większej bazie podatkowej (w krótkim okresie) oraz dzięki efektom wzrostu produktywności w dłuższej perspektywie. Optymistycznie zakłada się, że w perspektywie 10 letniej plan powinien zwiększyć PKB USA o 5.7 biliona USD co odpowiada około 2-2.5% dodatkowego PKB rocznie. Dzięki temu możliwe było przesunięcie wzrostu gospodarczego USA z poziomu 1.5-2% w ostatniej dekadzie, w kierunku 3.5-4% (ostatni raz taki wzrost w USA wystąpił w latach 90-tych) co z pewnością znalazłoby pozytywne przełożenie na całą światową gospodarkę. Plan Bidena zakłada głównie inwestycje w obszarze modernizacji infrastruktury transportowej (20 tys. mil dróg, kilkaset mostów, lotniska). Drugi najważniejszy obszar to wsparcie systemu opieki zdrowotnej poprzez zwiększenie jego dostępności głównie dla seniorów. Duże inwestycje są również planowane w obszarze infrastruktury wodnej oraz modernizacji sieci energetycznej. W obszarze ochrony środowiska należy zwrócić uwagę na 174 mld USD inwestycji w segment samochodów elektrycznych (stacje ładowania, zachęty podatkowe do zakupu aut). Inwestycje w infrastrukturę fizyczną wydają się bardzo rozsądnym krokiem, ponieważ od blisko 50 lat były one coraz mniejsze (ok 3-4% PKB w latach 60-tych vs <1% w ostatnich latach). Bardzo istotnym jest fakt, że Plan Bidena może stymulować wiele obszarów gospodarki jednocześnie. Biorąc pod uwagę niski poziom stóp procentowych może się okazać, że moment na jego przeprowadzenie jest optymalny i w niewielkim stopniu obciążą bieżący budżet od strony kosztów finansowania (przy dzisiejszym dług/PKB na poziomie 140% koszt finansowania długu publicznego to zaledwie 1.5% PKB, podczas gdy jeszcze na początku lat 90-tych przy 60% wskaźniku koszt ten wynosił 3.5% PKB).

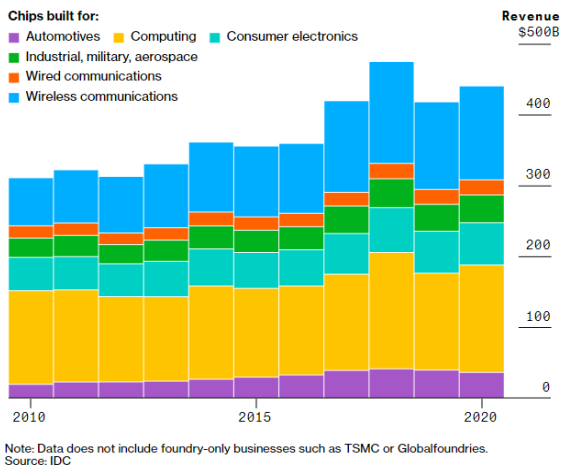
Struktura rynku półprzewodników



The Economist

Źródło: The Economist

Rynek półprzewodników wg zastosowania



Źródło: IDC

NIEWIELKI PRZEDMIOT POŻĄDANIA

W pierwszej połowie 2021 jednym z największych problemów, z którym przyszło się zmierzyć światowemu przemysłowi był brak dostępu do półprzewodników, oraz problemy z produkcją procesorów.

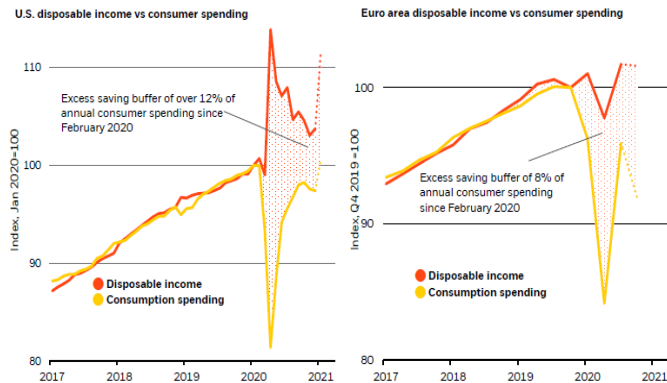
Pandemia COVID-19 spowodowała przyspieszenie procesów cyfryzacji i tym samym dynamiczny wzrost popytu na procesory i półprzewodniki głównie używane w segmencie elektroniki użytkowej (efekt przeniesienia pracy i nauki z biur/szkół do domów) jak również konieczność skokowego rozwoju infrastruktury cyfrowej (głównie centra danych oraz zwiększanie zdolności obliczeniowej urządzeń). W połączeniu z rozwijającą się równoległe technologią 5G spowodowało to wypchnięcie z rynku półprzewodników tradycyjnego przemysłu (głównie samochodowego). Tradycyjne branże w obawie przed efektami popytowymi pandemii wstrzymywały zamówienia w 2020 roku a gdy chciały zamówić komponenty w roku 2021 to okazało się, że na rynku brakuje wystarczającej podaży. Chociaż w 2020 roku sam rynek półprzewodników wzrósł o około 5.5% (i blisko 7% po wyłączeniu segmentu automotive) to jednak okazało się już dużym wyzwaniem dla producentów szczególnie, że kolejka chętnych nadal się wydłuża - na 2021 prognoza wzrostu popytu to około 8% (+12% dla segmentu non-automotive).

Problemy podażowe branży półprzewodników mają w części charakter krótkoterminowy (pożar w fabryce w Japonii, susza na Tajwanie) jednak naszym zdaniem problem jest szerszy i dotyczy generalnej struktury organizacji produkcji procesorów. Około 90% produkcji umiejscowione jest w Azji a dwóch największych producentów, czyli tajwański TSMC i koreański Samsung mają odpowiednio 55% i 17% udziałów). I chociaż firmy te zajmują się jedynie produkcją a nie projektowaniem procesorów (to domena głównie amerykańskich spółek) to koncentracja produkcji wydaje się być ryzykowna zarówno z gospodarczego (ryzyka łańcuchów dostaw) oraz politycznego punktu widzenia (bliskość Chin). Dlatego w najbliższych latach oczekujemy wzrostu udziału lokalnej produkcji w krajach rozwiniętych (już została zapowiedziana inwestycja Intela w USA w fabryki o wartości 20 mld USD oraz rozbudowa fabryk Infineon w Austrii i Niemczech (ok 2 mld EUR).

TSMC zamierza jednak zainwestować około 100 mld USD w rozbudowę mocy w ciągu najbliższych 3 lat co pokazuje z jak bardzo rosnącym popytem możemy mieć do czynienia w trakcie bieżącej dekady. Oprócz klasycznego wykorzystania procesorów w elektronice skokowy wzrost zapotrzebowania będzie zgłaszany ze strony branży samochodowej, sieci i urządzeń 5G jak również z dynamicznie rosnących branż IoT i automatyzacji/robotyzacji. Wszystkie te urządzenia będą się ze sobą komunikować więc można założyć, że producenci procesorów i urządzeń do ich wytwarzania będą mieli do czynienia z szybszym wzrostem rynku niż prognozowane dziś 7-8% rocznie w nadchodzących latach.

Dochód rozporządzalny vs wydatki inwestycyjne, USA i UE, 2017-2021

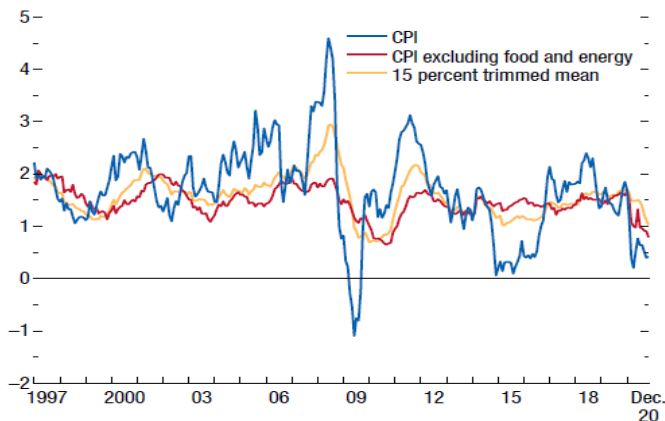
U.S. and euro area disposable income vs consumer spending, February 2021



Źródło: Blackrock Investment Insitute

Inflacja w krajach rozwiniętych, 1997-2020

Trimmed-mean inflation points to declining inflation pressure in advanced economies, in line with various measures of slack.



Źródło: MFW

CZY UŚPIONY POPYT OBUDZI INFLACJĘ?

W okresie ostatnich kilku miesięcy gospodarki zostały zalane dużą ilością taniego pieniądza, który w USA był przekazywany głównie konsumentom natomiast w Europie trafił do sektora przedsiębiorstw w celu ochrony rynku pracy. Z wyjątkiem kilku trudnych miesięcy w połowie 2020 w USA, nie widzieliśmy globalnie dużego wzrostu bezrobocia co w połączeniu z obniżką wydatków na pewne kategorie dóbr, pozwoliło gospodarstwom domowym na zakumulowanie pokaźnych zasobów gotówki. Wg oszacowań Blackrock Investment Insitute na koniec lutego 2021 „nawis” oszczędności należy szacować na około 12% PKB w USA i około 8% w strefie euro.

Potężny zapas oszczędności tworzy dla pewnych sektorów szanse, ale również może uruchomić ryzyka inflacyjne. Tak naprawdę nie wiadomo, w jakiej skali, tempie i w których kierunkach podaży odłożony popyt. Zakładamy, że część „nawisu” może pozostać jako oszczędności jednak otoczenie niskich stóp procentowych nie zachęca do akumulowania gotówki. Największymi beneficjentami uwalniania oszczędności mogą okazać się sektory usług (turystyka, edukacja, prywatna ochrona zdrowia), trwale dobra konsumpcyjne (samochody) oraz dobra luksusowe.

Ponieważ kryzys pandemiczny ma głównie podłoże podażowe istnieje obawa dynamicznego wzrostu cen w pierwszej fazie po uruchomieniu gospodarek i może przynieść pytania o trwałość procesów inflacyjnych w perspektywie kilku kolejnych lat. O ile na rynku dóbr po początkowym szoku prawdopodobnie dojdzie do częściowego powrotu do starych cen (producenci będą w stanie zapewnić dodatkowy popyt) o tyle wydaje się, że w sektorze usług możemy zaobserwować trwałe przesunięcie cen na wyższy poziom.

Jesteśmy dalecy od ignorowania ryzyka inflacji jednak należy pamiętać, że zmiany tempa wzrostu CPI także mają swoje fazy zmienności. W długim terminie w rozwiniętych gospodarkach, inflacja utrzymuje się na poziomie 2-3% i wydaje się to poziom zdrowy. Jest to jednak poziom średni. W sytuacji, gdy mamy okresy z niską inflacją na poziomie 1-2% logiczne jest istnienie również okresów z inflacją 3-4% (co czasami związane jest z pojawianiem się szoków surowcowych). W ostatnich 25 latach inflacja w krajach rozwiniętych rzadko przekraczała 3%, a biorąc pod uwagę wskaźnik inflacji bazowej to poruszał się on w przedziale 1-2%. Oczywiście nie należy zapominać o wysoku inflacji w latach 70-tych jednak była ona głównie związana z szokami po stronie podaży surowców energetycznych oraz porzuceniem parytetu złota w USA. Zakładamy, że dziś zintegrowana globalnie gospodarka byłaby w stanie odpowiedzieć szybciej na tego typu zagrożenie podażowe, jednakże nie można go w pełni lekceważyć, ponieważ do końca tak naprawdę nie wiemy, jak zachowa się w krótkim terminie gospodarka uwolniona z lockdownu. Ponadto, pomimo że średni poziom inflacji na poziomie 2-3% wydaje się naturalny to rynek finansowy nie doświadczył w ostatnich latach dłuższych okresów podwyższonej inflacji (na poziomie 3-4%) co przynosi dodatkowe ryzyko szczególnie w obszarze instrumentów skarbowych.

KOMENTARZ KWARTALNY OPTI TFI

15.04.2021

Strategia na najbliższe 4 kwartały dla poszczególnych klas aktywów

Aktywa	Kategoria	R*	N*	P*	Komentarz
Akcje	Europa				Większy udział spółek cyklicznych, które mogą zachowywać się lepiej w pierwszej fazie oczekiwanego ożywienia. Dodatkowo rentowności obligacji długoterminowych nie wzrosły znacząco co zwiększa atrakcyjność inwestycyjną akcji zakładając również powrót do realizacji polityk wypłat dywidend zawieszonych w 2020 roku.
	USA				Nastawienie neutralne w związku z dużym udziałem spółek technologicznych i ryzykiem rotacji do spółek z branż tradycyjnych. Dodatkowo ryzykiem jest wzrost stóp procentowych na obligacjach 10L, zapowiadane zmiany w podatku korporacyjnym i niepewność co do skali i sposobu opodatkowania rynku kapitałowego. Nie zakładamy jednak istotnych spadków w związku z silnymi impulsami fiskalnymi jak również ekspozycją spółek na strukturalnie silne trendy cyfryzacji i transformacji energetycznej. W krótkim terminie zalecamy ostrożność - drogi rynek może być wrażliwy na każdą negatywną informację.
	Polska				Rynek nadal jest atrakcyjnie wyceniony szczególnie w segmencie małych i średnich spółek. Zerowe oprocentowanie lokat będzie zachęcać do zwiększania ryzyka. Wśród dużych spółek także widzimy potencjał do wzrostów – banki dzięki stopniowemu wyjaśnianiu kwestii frankowych i odblokowaniu dywidend, energetyka dzięki ekspozycji na strukturalną transformację biznesu.
	Rynki wschodzące				Zmieniamy nastawienie na neutralne w związku z rosnącym ryzykiem silnego dolara i rosnącymi stopami procentowymi USD. Potencjalnie pozytywnie może działać polityka J.Bidena w kierunku zakończenia wojen handlowych.
Obligacje skarbowe	Europa				Dalsze ryzyko wzrostu rentowności – rosnące zadłużenie oraz możliwy skok inflacji w roku 2022. Jednak zakładamy, że wzrost rentowności będzie mniejszy niż w przypadku amerykańskich obligacji.
	USA				Rosnące oczekiwania inflacyjne i duże pakiety fiskalne zwiększają rentowności na długim końcu krzywej, Oczekujemy jeszcze 50-100bps wzrostu rentowności obligacji 10L.
	Polska				Globalny wzrost rentowności obligacji krajów rozwiniętych przy relatywnie niskich spreadach w stosunku do rynków rozwiniętych i inflacji na poziomie >3% stanowi groźną mieszankę mogącą doprowadzić do wypiętrzenia krzywej rentowności i widocznych spadków cen obligacji długoterminowych.
	Rynki wschodzące				Część rynków, np. azjatyckie będzie sobie radzić lepiej głównie ze względu na szybsze dochodzenie gospodarek do potencjału po relatywnie niewielkich restrykcjach covidowych (preferujemy te rynki). Po drugiej stronie niedowierzamy LATAM i MEA ze względu na rosnące stopy w USA, wysokie deficyty oraz ryzyko spadku cen ropy naftowej.
Obligacje korporacyjne	Investment Grade				Brak miejsca na dalszy spadek rentowności, a istnieje ryzyko korekty po bardzo silnych wzrostach cen w 2020 roku. W najbliższych kwartałach rynek będzie wypatrywał zakończenia programu skupu aktywów przez banki centralne, którego obligacje investment grade są istotnym beneficjentem
	High Yield				Najciekawszy z segmentów rynku obligacji pozwalający na uzyskanie dodatkich realnych stóp zwrotu. Segment HY wspierany przez zakupy coraz bardziej ryzykownych aktywów przez inwestorów wypychanych z segmentu IG przez banki centralne. Pomimo trudnej sytuacji gospodarczej nie widzieliśmy wielu bankructw.
	Polska				Atrakcyjne oprocentowanie nowych emisji - z wyraźną premią do inflacji, ale wraz z napływem płynności na rynek i przy małej liczbie emitentów spodziewamy się spadku kuponów. Jedyna alternatywna dla akcji i nieruchomości pozwalająca na zysk w ujęciu realnym.
Surowce					Nastawienie neutralne ale silna polaryzacja oczekiwań: (1) złoto i metale szlachetne nastawienie negatywne (rosnące stopy procentowe w USD i silne wzrosty w poprzednim roku), (2) ropa negatywnie – poziom powyżej 60 USD może zachęcać do zwiększania podaży, część wzrostów wynikała z zawirowań w regionie Bliskiego Wschodu (atak na rafinerię w Arabii Saudyjskiej, kilkudniowa blokada Kanału sueskiego), (3) – metale nadal pozytywne nastawienie szczególnie do miedzi i litu (energetyka i elektromobilność), aluminium, cynk, ruda żelaza (żywienie makro).
Gotówka					Zerowe lub ujemne oprocentowanie jak również niskie rentowności na krótkim końcu krzywej zniechęcają do utrzymywania gotówki. Jednak nastawienie neutralne, gdyż przy obecnym poziomie wycen aktywów ryzykownych mogą pojawiać się okazje cenowe do wejścia w rynek przy niższych poziomach cen.

R – Redukuj, N – Neutralnie, P-Przeważaj

Zastrzeżenie prawne

OPTI TFI S.A. dołożyło należytych starań, aby zamieszczone informacje były rzetelne i oparte na miarodajnych źródłach, jednak ryzyko wszelkich decyzji podjęte na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale, w szczególności decyzji inwestycyjnej, ponosi wyłącznie osoba podejmująca decyzję. Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter promocyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podane informacje nie mogą być traktowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego lub innego typu doradztwa, w tym świadczenia pomocy prawnej.