

## Komentarz rynkowy

- **Trzeci kwartał to kontynuacja wzrostów** na większości kluczowych rynków akcji co pozwoliło amerykańskim indeksom wyjść na plus od początku roku oraz osiągnąć dodatnie wyniki w okresie 12 miesięcy. Inwestorzy zdecydowanie wyprzedzają sferę realną antycypując trwale ożywienie gospodarcze „w ciemno” nadal nie wiedząc, kiedy gospodarka odzyska swój pełen potencjał. W podejmowaniu tych ryzykownych decyzji utwierdza ich brak rozsądnych alternatyw w świecie ujemnych realnych stóp procentowych, jak również retoryka banków centralnych prowadzących politykę skupu aktywów.
- W ubiegłym kwartale zyskiwały praktycznie wszystkie główne klasy aktywów jednak szczególnie wyróżniały się akcje – S&P zyskał 8%, napędzany głównie przez spółki technologiczne (NASDAQ + 11% i aż 40% w trakcie ostatnich 12 miesięcy). W Europie rynek nie zanotował większych zmian, co związane jest słabszą kompozycją sektorową i większym udziałem sektorów tradycyjnych (banki, przemysł), które mogą ucierpieć z powodu skutków gospodarczych koronawirusa w długim terminie. Rynki wschodzące również zachowywały się bardzo dobrze notując 8-9% wzrost względem czerwca 2020, głównie dzięki giełdzie chińskiej.
- Pragniemy zwrócić uwagę na dalszą **polaryzację pomiędzy sektorami**. Blisko **40% wzrost NASDAQ rdr vs tylko 3% dla indeksu Dow Jones** wskazuje na ogromne oczekiwania jakie inwestorzy przykładają do sektorów związanymi z technologiami. Innymi sektorami, które w ostatnich miesiącach notowały ponadprzeciętne wzrosty to sektor energii odnawialnej oraz medyczny. Z drugiej strony mamy cały zestaw branż z tradycyjnych obszarów gospodarki (finanse, przemysł, surowce, rozrywka, nieruchomości), które nie uczestniczyły w ostatnich wzrostach cen, co do pewnego stopnia interpretujemy pozytywnie, gdyż hossa nie miała masowego charakteru, co powinno pozwolić na jej kontynuację, gdy dojdzie do ożywienia.
- Rynki w USA wydają się dziś relatywnie drogie (21E S&P500 C/Z na poziomie **20,6x**) jednakże sektory tradycyjne (bez NASDAQ) są relatywnie tanie (**ok 18x C/Z**). Rynek europejski, który w dużej mierze opiera się na sektorach tradycyjnych jest wyceniany **16x C/Z na 2021 rok** i w dalszym ciągu zapewnia około 6% premię za ryzyko, która jest wyższa niż średnia z ostatnich lat. Inaczej pod tym względem wyglądają rynki wschodzące, gdzie bieżąca wycena P/E na poziomie **13,5x** implikuje zaledwie 5% premię za ryzyko, o około 3pp niższą od średniej z ostatnich lat.
- **Rynek polski zanotował lekkie spadki na dużych spółkach** (głównie wpływ banków) oraz dalszy wzrost w segmencie małych i średnich spółek. Ostatnie tygodnie pokazały wyhamowanie dynamiki a szeroki rynek wciąż jest atrakcyjny pod względem wycen. Polska giełda może zacząć przyciągać większy kapitał zniechęcany zerowymi stawkami bankowymi oraz odbudową rynku pierwotnego dzięki udanej ofercie Allegro.
- W USA wydaje się, że FED jasno określił **politykę taniego pieniądza** do roku 2023 i tym stopy rentowności obligacji 10L utrzymały się na zbliżonym poziomie vs koniec 1H20, natomiast w strefie euro zakładamy, że decydenci mogą dążyć do dalszego obniżenia rynkowych stóp procentowych (co już powoli jest wyceniane w stawkach EURIBOR które spadły w ostatnim kwartale).
- **Złoto zakończyło kwartał z 6% wzrostem, jednakże w jego trakcie wycena była nawet 10% wyższa. Złoto okazało się najlepszą inwestycją w ostatnich miesiącach, a jego notowania napędzane były poluzowaniem monetarnym w USA i oczekiwaniami słabego dolara.**
- Ceny surowców zanotowały wzrosty w ostatnich miesiącach (+9% qoq, ale dalej -12% w 6M i -9% w 12M) Słabe zachowanie indeksu w okresie 12 miesięcy to głównie efekt spadających cen ropy, gdyż ceny metali przemysłowych (szczególnie miedzi) zachowują się ostatnio bardzo dobrze co było głównie związane z odbudową popytu z Chin oraz słabnącym dolarem.
- Ostatnie odczyty PMI w największych gospodarkach potwierdzają pozytywne oczekiwania jednak nastroje mogą się bardzo szybko zmienić w związku z rosnącą liczbą przypadków COVID-19. Istnieje ryzyko, że zakładane wcześniej V-kształtne odbicie, może wyglądać bardziej jak odwrócony pierwiastek z ryzykiem płaskiej koniunktury w okresie 4Q20-4Q21. Nadal zakładamy, że efekty statystyczne (niska baza) spowodują, że w 2021 będzie można odnotować spektakularne wzrosty PKB rdr, **jednakże powrót do wyjściowego poziomu nominalnego PKB w krajach rozwiniętych jest naszym zdaniem osiągalny dopiero w roku 2022 (S&P Global prognozuje spadek globalnego PKB o 4.1% w 2020, w USA o 4% a w strefie euro o 7.4%, w 2021 wzrosty odpowiednio o 5,3% 3,9% i 6,1%). Gdyby z analizy wyłączyć Chiny globalne PKB spadłoby o 4,6% w 2020 i wzrosło o 3,9% w 2021).**

Indeks	Cena/Kurs*	% 3M	% 6M	% 12M
Dow Jones	27 782	8%	-3%	3%
S&500	3 363	8%	4%	13%
Nasdaq	11 168	11%	24%	40%
STOXX600	361	0%	-13%	-8%
FTSE100	5 866	-5%	-22%	-21%
NIKKEI225	23 185	4%	-2%	7%
SHANGHAI	3 218	8%	6%	11%
MSCI WORLD	2 367	8%	0%	9%
MSCI EM	1 082	9%	-3%	8%
WIG20	1 713	-3%	-20%	-21%
WIG	49 412	0%	-15%	-14%
MWIG40	3 562	3%	-9%	-4%
SWIG80	14 222	6%	18%	24%
Bloomberg Commodity Index	71	9%	-12%	-9%
FTSE All Equity REITs Index	666	0%	-15%	-15%
FTSE World Government Bond Index	1 069	3%	7%	7%
Bloomberg Barclays Global IG**	541	3%	6%	6%
Bloomberg Barclays Global High Yield	1 406	4%	-1%	3%
Brent Oil	41	0%	-38%	-33%
Gold Spot \$/Oz	1 886	6%	24%	28%
DOLLAR INDEX SPOT	94	-4%	-3%	-6%

Stopy %	Cena/Kurs*	CZE-20	GRU-19	WRZ-19
US10y	0.68	0.66	1.92	1.66
GER10y	-0.52	-0.45	-0.19	-0.57
PL10y	1.31	1.39	2.12	2.00
3M US LIBOR	0.30	0.30	1.91	2.09
3M EURIBOR	-0.50	-0.42	-0.39	-0.42
3M WIBOR	0.22	0.26	1.71	1.72

\* ceny na dzień 30.09.2020

\*\* IG=Investment Grade

## Oczekiwania rynkowe

- Rynki akcji kontynuowały wzrosty w trzecim kwartale, co naszym zdaniem **zwiększa ryzyko korekty**, lecz zakładamy, że nie musi być ona znacząca (max do 10%, co zresztą było widać we wrześniu, gdy rynek amerykański notował spadki, które maksymalnie wyniosły właśnie 10%). W bieżącym kwartale również zakładamy podobne zachowanie (wzrost rynków kw/kw, ale z ryzykiem spadków w trakcie), za czym przemawia **czynnik wyborów prezydenckich w USA** i zwiększona niepewność, co do akceptacji ich wyników przez inwestorów, jak również ryzyko drugiej fali zachorowań na COVID-19. Z drugiej strony mamy końcówkę roku i z reguły jest to dobry czas dla akcji wspieranych przez uruchomienie kolejnych pakietów fiskalnych po wyborach w USA. Należy jednak pamiętać, że dla podtrzymania wzrostów konieczne będzie podłączenie się spółek cyklicznych pod zapoczątkowany w marcu trend, a do tego potrzeba wiary rynków w zakończenie tematu COVID-19.
- **W perspektywie najbliższego kwartału korzystniej mogą zachowywać się akcje europejskie** dzięki większemu udziałowi sektorów cyklicznych (przemysł, sektor finansowy), które lepiej reagują na potencjalne oznaki ożywienia gospodarczego, które rynek może zacząć rozgrywać pod koniec roku. Dodatkowo zakładamy, że regulatorzy w zaleceniach na przyszły rok mogą zredukować ograniczenia dotyczące wypłat dywidend dla spółek finansowych, co przy ich niskich wycenach i założeniu poprawy wyników w 2021 (stopy procentowe już nie będą niższe a wyniki 2020 mogą być mocno dociążone kosztami ryzyka) może stanowić punkt zwrotny w ich postrzeganiu (a mają one duże znaczenie dla indeksów europejskich).
- **Początek listopada zdominuje temat wyborów prezydenckich w USA.** Na dzień dzisiejszy w sondażach J.Biden ma wyraźną przewagę (6-10pp) nad D.Trumpem, ale należy też pamiętać o specyfice systemu wyborczego w USA (gdzie nie zawsze ten, który zbierze więcej głosów wygrywa) oraz – tutaj tytułem żartu – że Trump jest 7cm wyższy co historycznie przemawiało na korzyść kandydatów. W przypadku zwycięstwa Trumpa nie widzimy ryzyk dotyczących rozwoju sytuacji na rynkach kapitałowych. Jest on dobrze znany pomimo specyficznego stylu sprawowania prezydentury chociaż w dłuższym terminie zwiększa ryzyko eskalacji wojen handlowych oraz ryzyko braku kolejnych etapów wsparcia fiskalnego (konflikt Kongres – Prezydent). W przypadku J.Bidena istnieją pewne ryzyka głównie po stronie możliwości cofnięcia reformy CIT i podwyżki podatków o około 10pp – to może spowodować spadki na rynku (szacowany wpływ tej podwyżki na zyski spółek z S&P500 wynosi ok 12% według Goldman Sachs) oraz ryzyko spadków w segmencie technologicznym (naciski na zakończenie praktyk monopolistycznych). Z drugiej strony zakładamy, że Biden podejmie działania w zakresie inwestycji w zieloną energię i infrastrukturę oraz reformy systemu ochrony zdrowia co powinno wspomagać notowania spółek z tych sektorów. Dodatkowo będzie on dążyć do normalizacji stosunków handlowych z czołowymi partnerami, co w długim terminie jest dla rynku pozytywne (możemy założyć, że Biden generuje większe ryzyka w krótkim a korzyści w długim okresie). Najgorszy scenariusz to minimalne zwycięstwo Bidena i próba prawnego zablokowania wyników wyborów przez Trumpa. W takim scenariuszu możemy mieć do czynienia ze zwiększoną zmiennością rynku akcji połączonym z przeceną (Morgan Stanley sugeruje ponad 10% spadki) oraz wzrostem notowań cen złota i deprecjacją dolara.
- **Zakładamy rosnące zainteresowanie inwestorów rynkiem europejskim** – dużo spółek cyklicznych, potencjał w sektorze finansowym na wypłaty wysokich dywidend, dużo inwestycji funduszy private equity z USA, które widzą niskie wyceny. W szczególności zakładamy rosnące **inwestycje w infrastrukturę telekomunikacyjną i energię odnawialną** w ramach pakietów stymulacyjnych, które powinny przyspieszyć po przeprowadzeniu emisji instrumentów dłużnych przez europejskie agencje.
- Rynki wschodzące mogą zachowywać się słabiej z powodu relatywnie wyższych wycen od średniej obserwowanej w ostatnich latach i ryzyka wpływu COVID-19 zarówno na światowy handel jak i funkcjonowanie niektórych gospodarek (Rosja, Ameryka Łacińska). Dodatkowo ryzyko mogą stanowić wybory w USA, jak również niskie ceny surowców energetycznych.
- **Oczekujemy aktywnej roli FED w przypadku wystąpienia głębszych spadków na rynkach akcji i obligacji korporacyjnych w USA** wspieranej polityką taniego pieniądza do roku 2023 (co odzwierciedlone zostało w uelastycznieniu celu inflacyjnego). W przypadku EBC wyzwaniem staje się coraz silniejsze euro, co może zachęcać do dalszych działań dotyczących poluzowania monetarnego.
- W krótkim terminie widzimy rosnące **prawdopodobieństwo rotacji kapitału** z sektorów technologicznych do cyklicznych chociaż jest to raczej kwestia początku roku 2021, kiedy będziemy mieli większą przejrzystość w temacie koronawirusa. Różnica w wycenie spółek wzrostowych do tradycyjnych jest już tak wyraźna (indeks relatywnej wartości akcji value do growth na rynkach rozwiniętych wynosi zaledwie 0.7x, najniżej od lat 70-tych), że może przyciągać inwestorów poszukujących jakichkolwiek dochodów z instrumentów finansowych (które wcześniej zapewniały obligacje skarbowe i investment grade).
- W perspektywie najbliższych miesięcy nadal preferujemy obligacje typu high yield kosztem investment grade, ponieważ rentowności tych drugich nadal spadają i trudno jest znaleźć dziś emitentów oferujących oprocentowanie przewyższające średniookresową inflację zarówno w USA jak i w strefie euro. W przypadku obligacji typu high yield marże kredytowe wciąż znajdują się na poziomie ok 150-200 bps powyżej końca 2019, co może przyciągnąć kapitał wypychany z obligacji skarbowych i obligacji typu investment grade. W krótkim terminie zalecamy jednak ostrożność wśród obligacji emerging markets – zarówno skarbowych jak i korporacyjnych z powodu zwiększonego ryzyka związanego z drugą falą pandemii. W średnim terminie nadal preferujemy obligacje z sektorów infrastrukturalnych, telekomunikacji, związanymi z technologiami / IT oraz obligacje emitowane w celu sfinansowania transakcji wykupów lewarowanych.
- **W obliczu rosnącego ryzyka wyborów w USA oraz powrotu drugiej fali pandemii zakładamy, że złoto powinno być dobrą inwestycją w nadchodzących miesiącach szczególnie biorąc pod uwagę ostatnie korekcyjne spadki.** Notowaniom złota powinno pomagać także utrzymywanie niskich stóp procentowych przez banki centralne przez kilka najbliższych lat.
- **W dalszym ciągu surowce przemysłowe wydają się ciekawym elementem portfela inwestycyjnego, w szczególności te ekspozowane na elektromobilność (miedź, lit).** Ceny ropy po silnych spadkach znalazły wsparcie w okolicy 40USD/bbl i to jest dziś poziom referencyjny chociaż widzimy, że prognozy spółek energetycznych w średnim terminie zakładają poziom 50-60 USD/bbl.
- **Rynek polski w najbliższych tygodniach powinien zachowywać się relatywnie dobrze, gdyż zakładamy możliwą poprawę sentymentu w sektorze bankowym jak również napływ na rynek kapitału z oferty Allegro.** Niskie stopy procentowe powinny zachęcać również do przesuwania oszczędności na rynek akcji.

# KOMENTARZ KWARTALNY OPTI TFI

14/10/2020

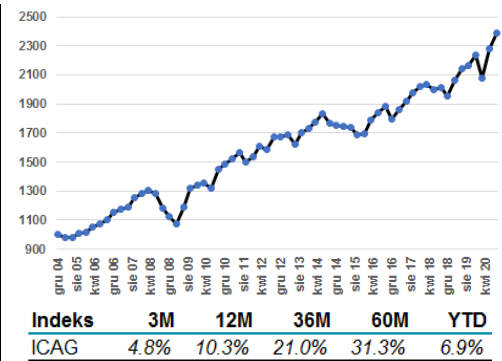
## Strategia kwartalna dla poszczególnych klas aktywów

Aktywa	Kategoria	R*	N*	P*	Komentarz
Akcje	Europa				Więcej spółek cyklicznych, które mogą zareagować pozytywnie na oczekiwane ożywienie. Jeżeli druga fala COVID-19 będzie rozwijać się wolniej to może mieć to pozytywne przełożenie na europejskie akcje, dodatkowo wspierane możliwym odbiciem na bankach, które mają duży udział w indeksach (w sytuacji poluzowania obostrzeń dotyczących dywidend).
	USA				Rynek relatywnie silny w ostatnich miesiącach dzięki spółkom technologicznym. W najbliższym kwartale kluczowy jest wynik wyborów i jak rynki ocenią J.Bidena jeśli wygra (ryzyko wzrostu podatków dla korporacji). Strategicznie jest to najlepszy rynek, ale ryzyka krótkoterminowe nakazują ostrożność.
	Polska				Po latach słabego zachowania rynku jest szansa na silne taktyczne odbicie. Małe spółki dalej są wyceniane atrakcyjnie, a ponadto na rynku może pozostać część środków z alokacji Allegro. Zwracamy uwagę na banki, które mają pewien potencjał krótkoterminowego odbicia z poziomu ekstremalnie niskich wycen.
	Rynki wschodzące				Jest ryzyko związane z drugą falą COVID-19, a ponadto ryzyko niskich cen ropy może uderzać w niektóre rynki.
Obligacje skarbowe	Europa				Obecne ultraniskie rentowności obligacji strefy euro nie dają już możliwości zarobku a zawsze istnieje ryzyko potencjalnej korekty (np. przy zaskoczeniach inflacyjnych). Lepiej wyglądają obligacje krajów pozostających poza strefą euro (Rumunia, kraje bałkańskie) poszukiwanie okazji może doprowadzić do kompresji spreadów. Dodatkowo emisja wspólnych obligacji europejskich może powodować zmniejszenie popytu na obligacje krajowe państw strefy euro.
	USA				Wśród rozwiniętych rynków rentowności amerykańskich obligacji wciąż jeszcze pozostają na plusie, co może zachęcać kapitał szukający bezpiecznych przystani do zakupów. Ostatni z rozwiniętych rynków obligacji z miejscem na spadek rentowności.
	Polska				Ujemne realne stopy procentowe oraz historycznie niskie spready do obligacji USA i Niemiec sugerują ryzyko korekty (wzrostu rentowności). Nie musi być ona jednak znacząca biorąc pod uwagę rosący udział nadpłynnego krajowego sektora bankowego.
	Rynki wschodzące				W najbliższych miesiącach mogą zachowywać się gorzej niż obligacje USA – tania ropa i ryzyko COVID-19.
Obligacje korporacyjne	Investment Grade				Ceny wzrosły w trakcie kwartału i nie widzimy potencjału dalszego ruchu w górę przy tak niskich rentownościach. Dodatkowo istnieje naturalne ryzyko korekty, rentowności emitentów o wysokiej jakości są już na poziomie sprzed pandemii.
	High Yield				Najciekawszy z segmentów rynku obligacji pozwalający na uzyskanie dodatknych realnych stóp zwrotu. Wspierany przez programy zakupów coraz bardziej ryzykownych aktywów przez banki centralne. Pomimo trudnej sytuacji gospodarczej nie widzieliśmy wielu bankructw.
	Polska				Nowe emisje oprocentowane wyżej od porównywalnych spółek zagranicznych jak również zdecydowanie wyższe od lokat bankowych. Mało emisji na rynku, co będzie podnosić ceny (zmniejszać marże kredytowe) wraz z przedłużającym się okresem utrzymywania niskich stóp procentowych.
Surowce				W oczekiwaniu na potwierdzenie impulsów inflacyjnych pozycja neutralna. W celu wzrostu cen potrzebna będzie również wiara w odbudowę popytu na dobra trwałe użytku oraz szczegóły dotyczące programów infrastrukturalnych.	
Gotówka				Przy zerowych stopach procentowych warto podjąć ryzyko na bardziej dochodowych aktywach.	

R – Redukuj, N – Neutralnie, P-Przeważaj

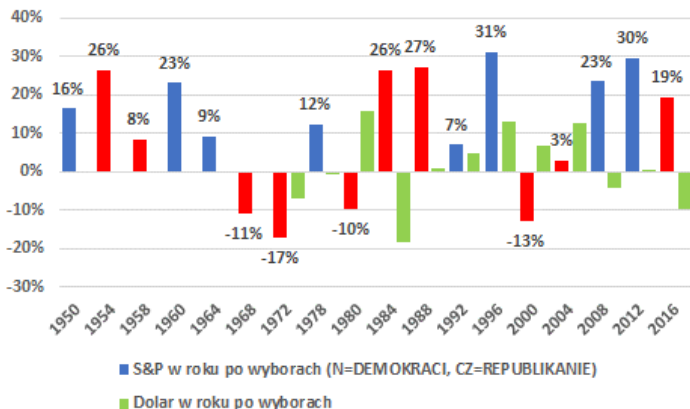
## Indeks Cen Aktywów Globalnych (ICAG)

- Indeks Cen Aktywów Globalnych (ICAG) jest syntetycznym odzwierciedleniem zachowania wartości zdywersyfikowanego portfela aktywów na rynkach światowych.
- W skład naszego 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 wyznaczyliśmy 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 września 2020 roku wartość indeksu wyniosła 2389 punktów i tym razem wszystkie składniki pozytywnie uczestniczyły we wzrostach. Najlepszy wynik osiągnęły akcje (+7,9% qoq) napędzane głównie wzrostami cen spółek technologicznych oraz złoto (+5,9% qoq). Obligacje high yield zachowywały się lepiej (+4,3% qoq) niż obligacje rządowe (+2,9%) oraz investment grade (+2,7%). Od początku roku zdecydowanie najlepszą inwestycją okazało się złoto (+24%), a jedyną ze stratami są obligacje typu high yield (-0,6%).



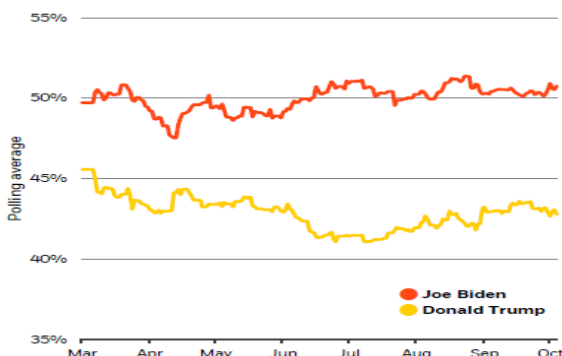
## Ciekawostki i analizy

### Zachowanie S&P i dolara w roku powybiorczym w USA (1950-2016)



Źródło: obliczenia własne, Bloomberg

### Sondaże wyborcze Biden vs. Trump – 2020



Źródło: BlackRock Research

### TRUMP VS. BIDEN

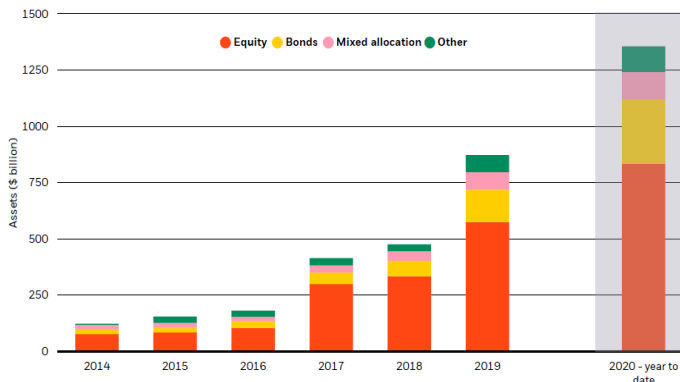
Wybory prezydenckie w USA (3 listopada) z pewnością wyznaczą zachowanie rynków w najbliższych tygodniach. Na razie faworytem jest J.Biden, który zachowuje przewagę kilku punktów procentowych, jednak należy pamiętać o elektorckiej specyfice wyborów w USA. Przeanalizowaliśmy zachowanie rynków akcji oraz dolara w roku kalendarzowym następującym po wyborach aby sprawdzić czy istnieją istotne różnice w stopach zwrotu po objęciu stanowiska przez przedstawiciela Demokratów (J.Biden w 2020) lub Republikanów (D.Trump).

Dla wyborów prezydenckich w okresie 1950-2016, w pierwszym roku prezydenckim S&P rośnie średnio o 11%. W przypadku demokratów średnia stopa zwrotu wynosi aż 19% i nigdy nie była ujemna. Dla republikanów średnia stopa zwrotu wynosi tylko 4% i obejmuje aż 4 kadencje z ujemną stopą zwrotu. Na tym tle bardzo pozytywnie wyróżnia się zatem ostatnia prezydentura Trumpa (w 2017 roku S&P zyskał 17%). Z punktu widzenia inwestorów należałoby zatem kibicować J.Bidenowi jednakże rzeczywistość jest nieco bardziej złożona. Wybór Bidena generuje pewne ryzyka głównie w obszarze podatkowym (wzrost stawek CIT dla korporacji) oraz związane z chęcią ograniczania praktyk monopolistycznych dużych spółek technologicznych. Z pozytywnych aspektów należy zwrócić uwagę na inwestycje w obszarze odnawialnej energii, infrastruktury oraz reformę systemu medycznego. Dodatkowo Biden będzie dążył do ograniczenia napięć w handlu międzynarodowym (co powinno być również korzystne dla rynków wschodzących). W przypadku Trumpa główne ryzyka związane są z eskalacją ryzyka wojen handlowych oraz potencjalnymi problemami z wdrożeniem pakietów stymulacyjnych (przy przewadze Demokratów w Kongresie). Jednakże największym problemem byłoby minimalne zwycięstwo Bidena, które mogłoby otworzyć pole do podważania wyników wyborów przez Trumpa. Wtedy możemy mieć do czynienia ze spadkami na rynku akcji ponad oczekiwany przez nas zakres korekty (5-10%), co jednak stworzyłoby okazję do zakupów po atrakcyjnych cenach.

W przypadku dolara, w kolejnym roku po wyborze Demokraci wskazuje on średnie 3% umocnienie do koszyka walut. W przypadku Republikanów średnia zmiana to zaledwie 0.1% ale zmienność jest zdecydowanie większa (od 10% osłabienia do

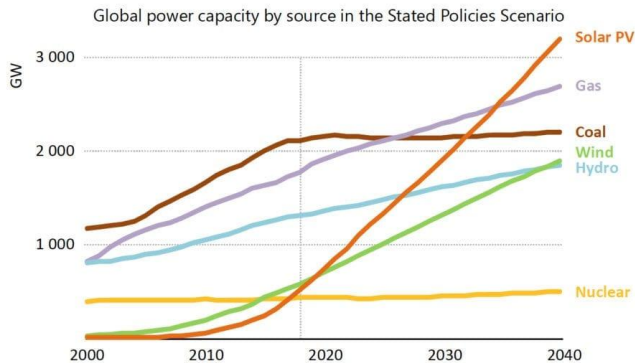
## Aktywa funduszy ESG, 2014-2020

Assets under management at ESG-mandated funds, 2014-2020 YTD



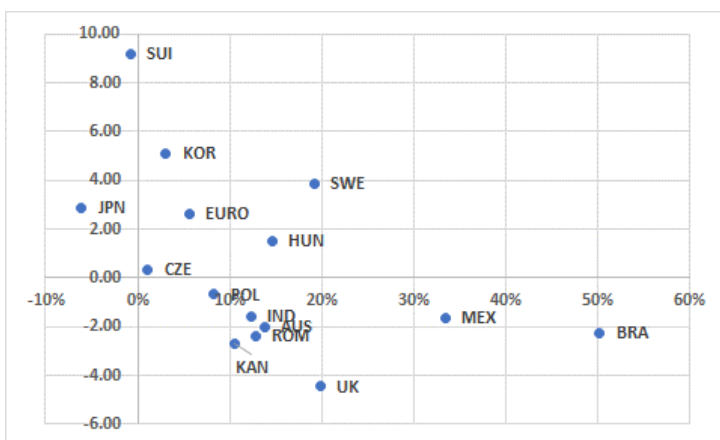
Źródło: BlackRock Research

## Moc instalacji wg źródeł pochodzenia energii, 2000-2040



Źródło: IEA

## Zmiana waluty lokalnej względem USD (X) vs średnia nadwyżka (deficyt) w rachunku obrotów bieżących / PKB, 2013-2020



Źródło: obliczenia własne, Bloomberg

16% umocnienia) więc zakładamy dużych ruch na dolarze po reelekcji Trumpa (w 2016 było to 10% osłabienie do koszyka).

## ZIELONA REWOLUCJA

Ostatnie kwartały przyniosły rosnące zainteresowanie inwestorów spółkami związanymi z sektorem odnawialnych źródeł energii. Jest to pochodna oczekiwań inwestorów dotyczących przyspieszenia transformacji energetycznej od tradycyjnych źródeł energii (węgiel, ropa) w kierunku odnawialnych. Nie jest to nowa koncepcja natomiast ostatnie miesiące przyniosły przyspieszenie decyzji po stronie politycznej (szczególnie w Unii Europejskiej) oraz obietnicę przekazywania środków publicznych na projekty. Należy zauważyć, że działania polityków dotyczące zmian w mixie energetycznym mają wysokie poparcie społeczne, więc tym bardziej wydają się realne do spełnienia. Ponadto technologia staje się coraz bardziej powszechna, tańsza i efektywna. Wreszcie widzimy przyspieszenie po stronie dużych korporacji z sektora energetycznego (głównie producentów ropy), którzy zapowiadają duże inwestycje głównie w obszarach LNG oraz instalacji solarnych i wiatrowych. Oczekiwania IEA dotyczące wielkości mocy zainstalowanej wskazują na wzrost zapotrzebowania na energię w perspektywie do 2040 roku (o około 3% rocznie). Prognozuje się lekko spadającą produkcję węgla i stabilną z instalacji nuklearnych natomiast cały przyrost mocy będzie wynikał z instalacji solarnych, wiatrowych i LNG (około 3x wzrost w okresie najbliższych 20 lat).

Na rynku finansowym widzimy rosnące znaczenie koncepcji odpowiedzialnego inwestowania (ESG) w procesie zarządzania aktywami. W roku 2019 aktywa funduszy ESG wzrosły do około 800 mld USD z 450 mld USD, a w roku 2020 już przekroczyły 1.3bn USD. Główny przyrost jest udziałem segmentu akcyjnego, ale należy pamiętać, że całkowite globalne aktywa pod zarządzaniem wynoszą około 90bn dolarów, a zatem istnieje jeszcze bardzo dużo miejsca na inwestycje ESG.

Na rynku jest jednak relatywnie mało spółek w pełni eksponowanych na zieloną energię co w oczywisty sposób podnosi ceny w tym sektorze. W dłuższym terminie zakładamy, że duże spółki energetyczne staną się bardziej „zielone” / ESG i będą w stanie wypełnić zapotrzebowanie inwestorów, ale proces ich transformacji może potrwać kilka lat.

## HANDEL A WALUTY

Przeanalizowaliśmy zachowanie kursów walut największych gospodarek w odniesieniu do dolara w okresie ostatnich 7 lat. (zmianę kursu wyznaczyliśmy jako relację średniego poziomu z lat 2018-2020 do średniego poziomu z lat 2013-2015). Okazuje się, że jedynie dwie waluty – frank szwajcarski i jen zdołały umocnić się do dolara odpowiednio o 6% i 1%. Następną grupą to Korea Południowa, strefa euro i Czechy, których waluty straciły od 1 do 6%. Polski Złoty stracił około 8%, a zatem wbrew obiegowym opiniom nie jest wcale słabą walutą na tle innych krajów – forint i lej rumuński straciły ponad 12-15%. Słabsze okazały się także rozwinięte kraje z ekspozycją na export surowców (Australia i Kanada). Najsłabiej w ostatnich latach radziły sobie funt brytyjski (Brexit spowodował około 20% osłabienie do USD) oraz kraje dotknięte kryzysem gospodarczym – Brazylia, Meksyk oraz Turcja (lira osłabiła się aż o 160%).

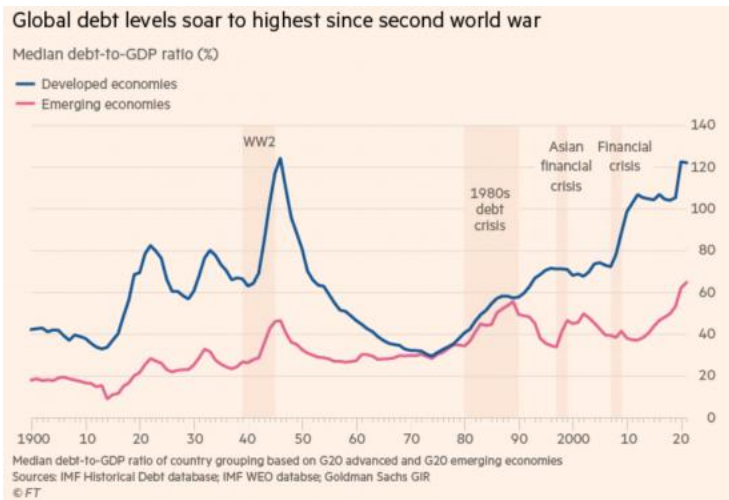
Co łączy zatem kraje, których waluty zachowują się relatywnie dobrze do USD? W klubie 5-ciu najsilniejszych państw pod względem walut znajdują się przeciwieństwo krajów – odokreślenie (Czechy, Szwajcaria) jak i te bardziej zadłużone (Japonia i strefa euro). Część z nich rozwija się bardzo wolno a jedynie w Korei obserwowaliśmy dodatnie realne stopy procentowe.

Okazuje się, że istnieje pewna korelacja między zmianą kursów walut a wynikiem w rachunku obrotów bieżących. Wszystkie kraje z silną walutą osiągnęły w średniorocznie w badanym okresie nadwyżki w rachunku bieżącym (oś Y na naszym wykresie) – od ok 1%/PKB dla Czech do 9% dla Szwajcarii. Wszystkie są zatem w stanie przyciągać pieniądze z zagranicy poprzez eksport netto towarów i usług jak również z dochodów pierwotnych (w tym

rachunku nie uwzględnia się oczywiście przepływów kapitałowych).

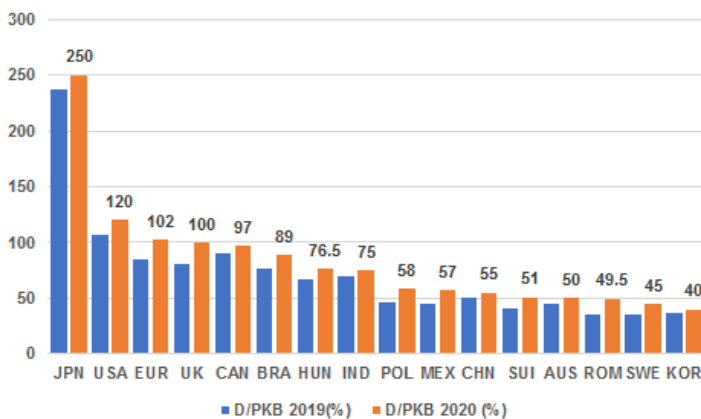
W tym kontekście pragniemy zauważyć, że w ostatnich latach bardzo mocno zmieniła się pozycja kapitałowa Polski. O ile w ostatnich 7 latach zanotowano średnio minimalny deficyt (-0,5% PKB) to należy zauważyć, że to efekt słabych lat 2013-2018. W roku 2019 Polska zanotowała 0,5% nadwyżki w rachunku bieżącym a konsensus na 2020 rok zakłada aż +1.7%. Jeżeli w latach 2021-2022 ta nadwyżka zostanie utrzymana to Złoty ma szansę dołączyć do koszyka walut relatywnie silniejszych do USD (naszym zdaniem jego zachowanie może być zbliżone do korony czeskiej).

## Dług/PKB w świecie, 1900-2020



Źródło: MFW

## Dług/PKB wybrane kraje, 2020-2021E (%)



Źródło: obliczenia własne, Bloomberg

## W ŚWIECIE DŁUGÓW

Ostatnie miesiące przyniosły dynamiczny przyrost zadłużenia praktycznie we wszystkich gospodarkach. Próby podtrzymania popytu bezpośrednimi transferami do ludzi i przedsiębiorstw, połączone ze spadkiem globalnego PKB wywindowały wskaźniki dług / PKB do poziomu 120% (+15pp rdr) dla gospodarek rozwiniętych oraz do około 65% dla rozwijających się (+10pp). W przypadku krajów rozwiniętych wskaźniki zadłużenia są zbliżone do poziomów powojennych zaś dla rynków rozwijających się do końca lat 80-tych (kryzys zadłużeniowy). Obydwie grupy zadłużają się dynamicznie od początku lat 80-tych z tym, że dla rynków rozwijających się widzieliśmy blisko 20-letni okres delewarowania. Naszym zdaniem oznacza, że kraje te są dosyć dobrze monitorowane przez rynki międzynarodowe i są w stanie mocno ograniczać potrzeby pożyczkowe w krótkim okresie, a ponadto osiągają wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Inaczej w gospodarkach rozwiniętych, gdzie rozbudowane programy socjalne (a także ostatnio interwencje fiskalne) w warunkach pełzającego wzrostu PKB prowadzą do niekontrolowanego wzrostu długu, co z kolei zmusza do jego monetyzacji przez banki centralne i utrzymywania stóp procentowych na nierynkowym poziomie.

Kluczowa kwestia dotyczy akceptowalnych przez rynki poziomów zadłużenia w przyszłości. Przykład Japonii pokazuje, że można zadłużyć się bez większych konsekwencji do poziomu 250% PKB i utrzymywać wciąż silną walutę chociaż odbywa się to kosztem pełzającego wzrostu gospodarczego (co jest jednak także efektem starzejącego się społeczeństwa). Obserwacja przykładu japońskiego wskazuje, że wysokie poziomy zadłużenia można osiągnąć w sytuacji dużego udziału krajowego kapitału w finansowaniu długu, posiadania waluty globalnej, będącej częścią koszyka walut rezerwowych oraz posiadania politycznego wpływu na działania globalne. Generalnie można zauważyć, że do „klubu najbardziej zadłużonych” należą gospodarki duże – Japonia, USA, Unia Europejska, Wielka Brytania – wszystkie spełniają kryteria monetarno-polityczne do kontynuowania dalszego zadłużenia (szczególnie przy wsparciu banku centralnego, którego działania umożliwiają niskie oprocentowanie długu). Poziom długu jest większym wyzwaniem dla mniejszych krajów, więc dalsze jego zwiększanie w relacji do PKB może prowadzić do napięć na globalnym rynku kredytowym / walutowym.

## 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.