



Xelion
Dom Inwestycyjny

Barometr Inwestycyjny Xelion

02

Nr 2/2020 (2)

maj 2020 r.



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka,
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Materiał marketingowy przeznaczony dla Klientów DI Xelion.
Prosimy o zapoznanie się z „Istotnymi informacjami” umieszczonymi na końcu niniejszej publikacji.

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

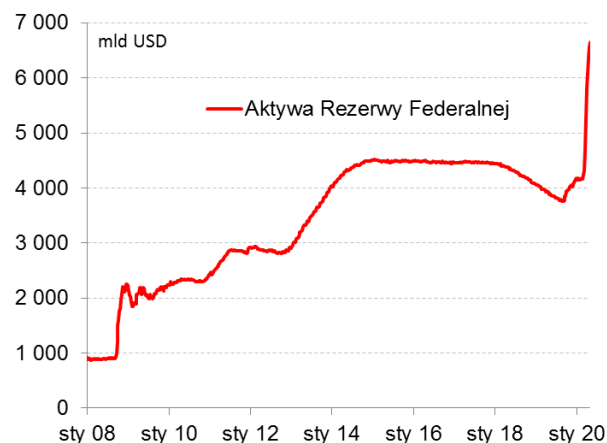
Zgodnie z tezą, którą stawialiśmy przed miesiącem, kwiecień przyniósł odbicie globalnych rynków akcji, w którym wiodącą rolę odgrywały Stany Zjednoczone. **Na dzień 4 maja stopa zwrotu z S&P500 to -11,2% YTD, ale w przypadku NASDAQ już -1,8% YTD**, co w naturalny sposób każe zadać sobie pytanie, czy rynek rzeczywiście w adekwatny sposób wycenia recesję, która rozpoczęła się w 1Q2020, ale kulminacyjny moment osiągnięto dopiero w 2Q2020. Wciąż dość alarmujące wydaje się to, w jak dużym stopniu sytuacja rynkowa zależy od kilku spółek technologicznych - Amazona, Apple, Microsoftu, Alphabetu i Facebooka. Liczba potwierdzonych przypadków koronawirusa na świecie przekroczyła 3,6 mln i chociaż dane z kluczowych globalnych gospodarek wskazują, że najgorszy okres jest już za nami, **bardzo trudno określić, z jakimi konsekwencjami będzie wiązał się rozpoczęty w maju proces szerokiego wychodzenia z polityki izolacji obywateli**. Gdyby okazało się, że mamy do czynienia z drugą fazą zachorowań, a powrót do „nowej” normalności przedłuży się do lipca lub sierpnia, możliwość dalszego ruchu w górę stanie pod poważnym znakiem zapytania. Nowy miesiąc przynosi także ewidentne ochłodzenie stosunków między USA a Chinami, sygnalizując perspektywę ich dalszego wyraźnego zaostrzenia przed zbliżającymi się jesienią amerykańskimi wyborami prezydenckimi. Administracja prezydenta Trumpa jest szeroko krytykowana za zbyt późne i zbyt słabe działania zmierzające do powstrzymania rozprzestrzeniania się epidemii. **Jego ewentualna reelekcja jest w części uzależniona od tego, czy odpowiedzialność za recesję i bezrobocie, które prawdopodobnie sięgnie 20-25%, uda się przerzucić na głównego globalnego konkurenta.**

Jednocześnie, mimo że w okresie największej paniki reakcja na zmiany w polityce fiskalnej i monetarnej w USA, oraz w strefie euro była ograniczona, przykładanie do obecnej sytuacji miarki z 2008-09 r., a tym bardziej wcześniejszych recesji, jest nieporozumieniem. **W ciągu marca i kwietnia bilans Rezerwy Federalnej zwiększył się o 2,5 bln USD. Jest to skala działań analogiczna do tego, co zrobiono w ciągu pięciu lat w trakcie poprzedniego kryzysu i po nim** (od września 2008 r. do sierpnia 2013 r.), a nie jest to bynajmniej koniec - do końca roku aktywa Fed mogą osiągnąć poziom przekraczający 9 bln USD (vs. 6,6 bln USD obecnie). Także ogłoszone **obecnie pakiety fiskalne w Stanach Zjednoczonych i głównych krajach UE, osiągające poziom przekraczający 15% PKB nie mają w historii żadnego precedensu**. Przyzwolenie społeczeństwa na nadzwyczajne działania jest absolutne, w ciągu tego roku USA wyemitują dług skarbowy o wartości mniej więcej takiej jak w latach 2015-2019.

W realiach, w których taka sytuacja ma miejsce przy bezpiecznych stopach zwrotu poniżej lub w pobliżu zera, mało prawdopodobne wydaje się, by w dłuższym terminie wyceny aktywów ryzykownych nie rosły, a tzw. „**stanie z boku**” lub **oczekiwanie na komfortowy psychicznie moment wejścia jest podręcznikowo błędną strategią, która grozi utratą dużej części zysków z wieloletnich ruchów wzrostowych, w których pierwsza faza tradycyjnie jest najbardziej gwałtowna**. Przy aktualnych wycenach wciąż korzystny stosunek potencjalnych zysków do ryzyka mają w naszej opinii bardziej agresywne fundusze dłużne, przede wszystkim te skupione na amerykańskim i europejskim długu korporacyjnym, w bardziej bezpośredni sposób niż akcje korzystające ze wsparcia banków centralnych. Ich wyceny wciąż uwzględniają silny wzrost niewypłacalności, pomimo bezprecedensowego wsparcia, które zostanie udzielone przedsiębiorstwom w krajach rozwiniętych. **Dodatkową kwestią jest początek normalizacji na rynku ropy naftowej, bardzo ważnym z perspektywy amerykańskiego sektora energetycznego**. Po historycznym spadku cen majowych kontraktów na WTI do poziomów wyraźnie poniżej zera ostatnie dni przyniosły poważne spadki różnic w wycenach pomiędzy kontraktami o najkrótszych i dłuższych terminach zapadalności, czemu poza mniejszymi niż spodziewane przyrostami zapasów sprzyja oczywiście luzowanie ograniczeń dotyczących transportu.

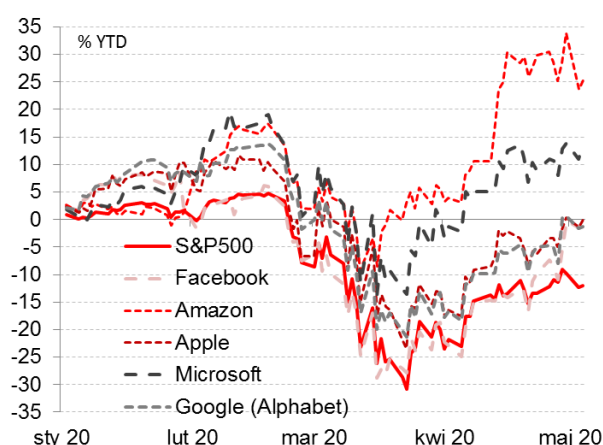
W średnim i długim terminie preferowaną przez nas klasą aktywów pozostaje także złoto, choć jest to inwestycja obciążona dużym ryzykiem. Podobnie jak miało to miejsce w okresie 4Q2008-1Q2009 czy bardzo krótko po agresji Rosji na Krym w 2013 r., popyt na kruszec w formie fizycznej wśród klientów detalicznych wzrósł w marcu kilkukrotnie, powodując wyczerpanie zapasów. Należy pamiętać jednak, że jest to po prostu specyfika tego dość płytkiego rynku, który w dodatku ma za sobą bardzo trudną dekadę i całkowity brak zainteresowania wywołany wieloletnimi ujemnymi stopami zwrotu. W 2019 r. sprzedano 108 tys. najbardziej znanych jednouncjowych monet bulionowych, American Gold Eagle. W 2009 r. było to 1,49 mln monet (vs. 140 tys. w 2007 r., w szczytowym okresie hossy), co dobrze pokazuje, że mennice nie mają problemu, by w krótkim czasie odpowiedzieć na wzrost popytu. Różnego rodzaju apokaliptyczne wizje radykalnych zwolenników tej inwestycji umieszczamy w kategorii fantastyki, zaznaczając jednocześnie, że dostępne w naszej ofercie rozwiązania mają pokrycie w realnym kruszcu. Swój optymizm dotyczący wycen metali szlachetnych opieramy po pierwsze o to, że po trwającej od 2011 r. bessie ich ceny wciąż pozostają bardzo atrakcyjne w relacji do innych aktywów, po drugie o przekonanie, że pojawiający się obecnie w systemie pieniądza w znacznie większym stopniu niż dekadę temu trafi do realnej gospodarki, dając w horyzoncie 2-3 lat większą szansę na wygenerowanie inflacji. **Bieżące dane wskazują jednak jednoznacznie, że najpierw na świecie czeka nas silny impuls deflacyjny**, co tworzy krótkoterminowe ryzyko. Nie wierzymy również zupełnie w powrót do marcowej płynnościowej paniki, działania banków centralnych spowodują, że nawet w przypadku znacznie poważniejszej niż można się obecnie spodziewać recesji, szanse na powtórkę tamtej sytuacji są bardzo niewielkie. **Nawet realizacja scenariusza bessy będzie miała już inny charakter, bardziej zbliżony do sytuacji znanych z historii. Spadki będą przypuszczalnie łagodniejsze, za to bardziej rozłożone w czasie.**

Wzrost bilansu Fed

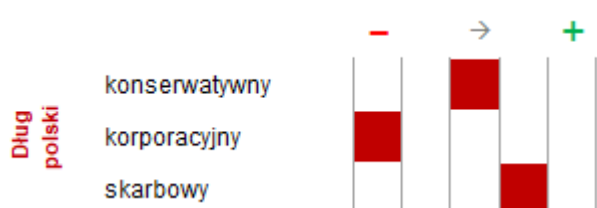


Źródło: Bloomberg, St. Louis Fed

S&P500 vs. spółki FAAMG



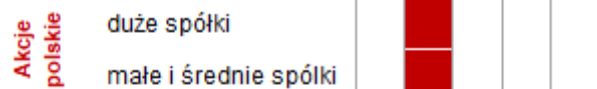
Pogląd na segmenty rynkowe



Dalsze obniżki stóp procentowych w Polsce są mało prawdopodobne, obecnie jednak kluczowym instrumentem w rękach NBP jest skup obligacji na rynku wtórnym. **Aktywne działania NBP pozwalają na stabilizację rentowności obligacji skarbowych na niskim poziomie pomimo zauważalnego wzrostu podaży.** Czynnikiem sprzyjającym utrzymaniu płaskiego kształtu krzywej rentowności jest ponadto kombinacja recesji z pojawiającymi się zjawiskami deflacyjnymi. Dlatego też niezmiennie preferujemy polski dług skarbowy i przestrzegamy przed rynkiem obligacji korporacyjnych, który **wykazuje niską efektywnością cenową i ukrywa realne ryzyka związane z recesją gospodarczą.**



Zarówno w przypadku obligacji high yield, jak i emerging markets od dołków mogliśmy już zaobserwować odbicie w okolicach połowy zasięgu marcowego załamania. **Uważamy jednak, że rywalizacja pomiędzy tymi klasami aktywów w średnim terminie rozstrzygnie się na korzyść tych pierwszych.** Po stronie obligacji emerging markets stoją dodatkowe ryzyka związane z utrzymującą się siłą dolara, niskimi wycenami ropy naftowej czy też powracającym widmem konfliktu handlowego na linii USA-Chiny. O ile Fed i EBC są w stanie objąć niewyobrażalną ilość długu, także korporacyjnego i wziąć na siebie olbrzymią część ryzyka, którym obarczony jest zazwyczaj sektor bankowy, o tyle nie można oczekiwać tego od państw rozwijających się, w przypadku których powrót do normalności może potrwać znacznie dłużej. **Stopniowa stabilizacja na rynku obligacji high yield pozwoliła na zmniejszenie się średniego spreadu do okolic 800 pb, co nadal wydaje się być atrakcyjnym poziomem,** tym bardziej, że historycznie rozpoczęcie inwestycji przy takim poziomie spreadu dostarczało inwestorom w horyzoncie dwuletnim przeciętnie kilkunastoprocentowego zysku.



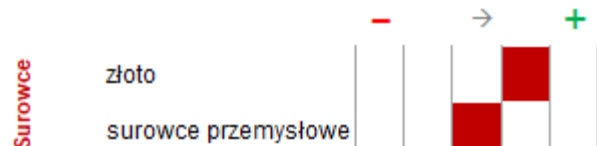
Kwiecień przyniósł bardzo silne odraogowanie polskiego rynku akcji, a jego atrakcyjność w horyzoncie najbliższych miesięcy pozostaje naszym zdaniem ograniczona. Imponujące wzrosty spółek z najmniej zagrożonych kryzysem sektorów, m.in. technologicznego (gier) czy medycznego sprawiły, że ich walory są często wycenione powyżej poziomów z lutego, a cały sWIG80 znajduje się w 2020 r. blisko poziomu neutralnego. Utrzymanie jego relatywnej siły np. na tle rynku amerykańskiego będzie problematyczne.



Ubiegły miesiąc potwierdził nasze prognozy, że odbicie na rynkach rozwiniętych będzie zdecydowanie silniejsze niż na rynkach wschodzących. Wciąż uważamy, że akcje rynków rozwiniętych, w szczególności amerykańskie będą relatywnie silne, ale bilans ryzyk zmienił się zdecydowanie na niekorzyść całej tej klasy aktywów. Inwestorzy długoterminowi powinni utrzymywać zaangażowanie, spodziewamy się, że w horyzoncie rocznym i dłuższym zobaczymy pozytywne stopy zwrotu, natomiast z perspektywy taktycznej widzimy obecnie atrakcyjniejsze inwestycje i nie wykluczamy korekty.



Nie zmieniamy swojego negatywnego nastawienia do akcji rynków wschodzących. **Przełom kwietnia i maja przyniósł dla nich nowe ryzyka, przede wszystkim perspektywę powrotu konfliktu amerykańsko-chińskiego,** który mógłby się utrzymywać aż do wyborów prezydenckich w USA. Kluczowe kraje EM poza Azją, jak Turcja czy Brazylia zostały poważnie dotknięte koronawirusem, Rosja jest najważniejszą światową gospodarką, w której dzienne przyrosty nowych zachorowań wciąż przyspieszają. **Aktualne pozostają problemy związane z mniejszą niż na rynkach rozwiniętych przestrzenią do stymulacji fiskalnej i monetarnej.** Na razie nie materializują się ryzyka związane z umocnieniem dolara, ale jego ceny pozostają relatywnie stabilne pomimo bezprecedensowych interwencji Fedu i w przypadku realizacji scenariusza pesymistycznego rynki wschodzące zostaną dotknięte przedłużającą się recesją znacznie silniej niż Europa czy USA.



Ogromna skala interwencji banków centralnych stwarza warunki do kontynuowania wzrostowego trendu ceny złota. „Królewski kruszec” pozostaje w naszej opinii atrakcyjną inwestycją, zabezpieczającą ryzyko sytuacji, w której polityka banków centralnych w ciągu kilku następnych lat wywoła wzrost inflacji (należy zaznaczyć, że nie jest to perspektywa kilku miesięcy). Wprawdzie skala interwencji OPEC+ pozostawiła niedosyt, jednak uważamy, że **wraz z malejącą zmiennością, inwestorzy powinni dyskutować scenariusz stopniowego „samobilansowania” się rynku ropy naftowej.**



Nasze nastawienie do rynku walutowego pozostaje niezmienione. Obecna polityka NBP jest przełomem w historii PLN i nie należy naszym zdaniem zakładać, że zobaczymy szybki powrót kursów EURPLN oraz USDPLN do poziomów z początku roku, mogą one też ustabilizować się w przedziale 4,6-4,8 dla EURPLN oraz 4,2-4,4 dla USDPLN. Nie przewidujemy dalszej aprecjacji dolara względem euro, Fed zrobi wszystko, by go osłabić, możliwa jest też skoordynowana akcja banków centralnych, której celem będzie utrzymanie jego kursu w ryżach w trakcie zbliżającej się recesji.

Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	0,28%	-0,72%	0,48%	3,70%	-0,73%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0,66%	-1,60%	0,53%	4,50%	-1,33%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0,29%	-0,06%	1,65%	4,31%	0,11%
papierów dłużnych USA uniwersalne	3,88%	2,15%	6,99%	7,19%	4,33%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	1,87%	-1,66%	0,59%	1,64%	-0,89%
papierów dłużnych globalnych High Yield	3,75%	-8,37%	-6,23%	-2,05%	-8,69%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	3,41%	-6,08%	-2,90%	-2,70%	-5,52%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	2,59%	-2,50%	0,37%	0,41%	-2,37%
papierów dłużnych zagranicznych rynków wschodzących	4,24%	-8,91%	-1,40%	-5,39%	-8,42%
akcji polskich uniwersalne	13,13%	-15,59%	-18,55%	-27,27%	-15,82%
akcji polskich małych i średnich spółek	17,35%	-10,06%	-6,93%	-21,29%	-6,85%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	10,22%	-11,38%	-5,81%	5,14%	-10,10%
akcji amerykańskich	12,51%	-11,47%	-6,28%	3,15%	-11,38%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	10,86%	-13,77%	-10,32%	-5,34%	-15,22%
akcji europejskich rynków wschodzących	11,92%	-19,01%	-13,28%	-18,57%	-18,82%
akcji globalnych rynków wschodzących	9,47%	-14,35%	-13,90%	-8,36%	-17,03%
akcji azjatyckich bez Japonii	10,37%	-7,52%	-9,64%	-3,80%	-11,17%
akcji rosyjskich	18,44%	-15,60%	0,95%	6,83%	-13,17%
akcji tureckich	8,43%	-19,24%	-2,39%	-40,32%	-15,46%
rynku surowców - metale szlachetne	11,68%	7,75%	35,16%	30,84%	11,37%
rynku surowców pozostałe	11,64%	-15,00%	-16,96%	-21,60%	-19,68%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	4,82%	-4,29%	-1,39%	-6,72%	-3,18%
mieszane polskie	4,84%	-5,36%	-5,21%	-4,50%	-5,34%
mieszane zagraniczne	4,08%	-4,28%	-2,02%	0,77%	-4,25%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 30.04.2020 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;
- 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 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.