



**Xelion**  
Dom Inwestycyjny

# Barometr Inwestycyjny Xelion

05

Nr 5/2020 (5)

sierpień 2020 r.



## AUTORZY:

**Kamil Cisowski, CFA,**  
Dyrektor Zespołu 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

18 milionów potwierdzonych przypadków koronawirusa na świecie, nowe dzienne rekordy zakażeń zarówno w USA, jak i na poziomie globalnym nie zatrzymały rozgrzanych (przegrzanych?) rynków akcji, które zakończyły na plusach kolejny miesiąc wciąż bardzo krótkiej, ale niezwykle intensywnej hossy. **Stopniowo zmienia się jej charakter, co prognozowaliśmy w poprzednim numerze Barometru, zmieniając mocno nastawienie do rynków wschodzących, m.in. z uwagi na perspektywę osłabienia dolara.**

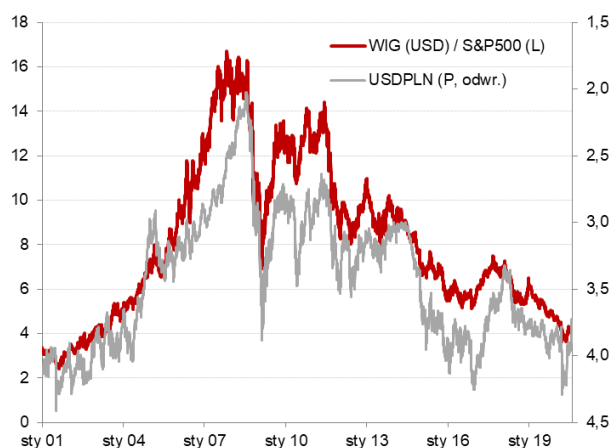
**Skalę jego deprecjacji uznajemy za najważniejsze wydarzenie ubiegłego miesiąca, wierząc, że jej konsekwencje będą determinowały zachowanie większości klas aktywów w drugiej połowie roku.** Końcówka lata i miesiące jesienne mogą okazać się poważnym testem dla rodzącego się trendu w przypadku gwałtownego pogorszenia rynkowego sentymentu, na tyle silnego, by powodować ucieczkę kapitału do „bezpiecznych przystani”, ale wierzymy, że ma on poważne, zarówno krótko – jak i długoterminowe podstawy i będzie kontynuowany, a grudeń może zamknąć się poziomami EURUSD powyżej 1.2. Druga fala epidemii COVID w USA nie wystarczy być może na razie, by doprowadzić do silniejszej korekty S&P500, ale dzieje się tak dlatego, że **perspektywy wydłużającego się osłabienia gospodarki oznaczają w obecnych realiach rynkowych przede wszystkim wzrost presji na dalsze działania Fed.** Dobitnie pokazują to notowania amerykańskich obligacji 10-letnich, których aktualne rentowności oscylują wokół poziomu 0,5%, najniższego od szczytu marcowej paniki, rysując drastycznie inny obraz wychodzenia z kryzysu niż indeksy giełdowe. **W sytuacji, w której Japonia i Europa już od dawna uznawane są za organizmy niezdolne do powrotu do standardowej polityki pieniężnej, właśnie dochodzenie USA do tego punktu w efekcie obecnego załamania jest kluczowym dostosowaniem dla rynku długu, niosącym konsekwencje dla wycen amerykańskiej waluty.** Dodatkową kwestią jest pogarszanie się wiarygodności kredytowej Stanów Zjednoczonych w efekcie przyspieszającego procesu psucia stanu amerykańskich finansów publicznych przez kolejne rządy, na co zwrócił ostatnio uwagę Fitch, obniżając USA perspektywę ratingu. Deficyty budżetowe, które zaczęły wymykać się spod kontroli za czasów Baracka Obamy, a za prezydentury Donalda Trumpa przekroczyły barierę biliona dolarów, mogą wykonać kolejny skok jakościowy w przypadku wygranej J. Biden’a w listopadowych wyborach. **Jak pokazuje obecna debata na temat kolejnego planu fiskalnego, który według Demokratów powinien mieć wartość nawet 3,5 bln USD, partia ta adresuje radykalizację nastrojów w amerykańskim społeczeństwie propozycjami, które trudno określić inaczej niż jako populistyczne i skrajnie nieodpowiedzialne fiskalnie.** W krótkim terminie nie ma to dużego znaczenia z powodu pozycji dolara w systemie finansowym, w horyzoncie 10-letnim może stać się podstawą kolejnego trendu. **Relacja amerykańskiego długu publicznego do PKB, która na koniec przyszłego roku osiągnie zapewne poziom 140%, będzie wyższa niż jeszcze niedawno analogiczny wskaźnik dla Włoch.**

Zachowanie tzw. „reszty świata” względem rynku amerykańskiego w okresach aprecjacji i deprecjacji dolara różni się diametralnie, o czym dobitnie przypomina wykres relatywnej siły WIG (w USD) do S&P500 najpierw w latach 2001-2010, a potem w kończącej się właśnie dekadzie 2011-2020 - **mechanizm ten jest jeszcze silniejszy w przypadku klasycznych rynków wschodzących, w których znaczącą rolę odgrywa wydobycie surowców, jak Brazylia czy Rosja.** Lipcową rewizję naszego stanowiska wobec akcji EM przenosimy w sierpniu także na rynek długu. Zabezpieczenie potencjału spadków wycen amerykańskich obligacji korporacyjnych i HY przez Fed przestało być wystarczającym argumentem, by uważać je za inwestycję dłużną o najatrakcyjniejszym stosunku potencjalnych zysków do ryzyka, szczególnie, że spready kredytowe dla obligacji high-yield w szybkim tempie zbliżają się do poziomów z ubiegłego roku pomimo perspektywy wzrostu niewypłacalności przez resztę roku. Trudno to uznać za nienaturalne skoro rynek akcji znajduje się na wyższych poziomach niż wówczas, ale obligacje dolarowe z innych niż amerykańska gospodarek są wycenione znacznie atrakcyjniej, a w kontekście szerokości strumienia pieniądza generowanego przez Fed analogiczny do marcowego epizodu braku płynności dolarowej jest bardzo mało prawdopodobny.

W lipcu stopy generowane przez fundusze szerokich rynków wschodzących oraz akcji azjatyckich były porównywalne (oraz po raz pierwszy od grudnia 2019 r. wyższe niż na rynku amerykańskim), **w perspektywie długoterminowej ciekawsze wydają nam się te drugie, także z uwagi na możliwy reset relacji amerykańsko-chińskich w przypadku ewentualnej wygranej kandydata Demokratów w wyborach prezydenckich.** W krótkim terminie spodziewamy się, że znacząca część relatywnej siły może być generowana na znacznie mocniej wyprzedzanych rynkach Ameryki Łacińskiej, czy nawet przez lipcową „czarną owcę” tego segmentu, Turcję.

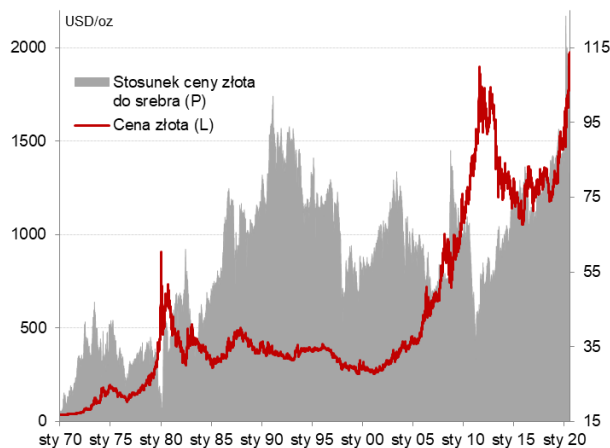
**Nieustająco utrzymujemy pozytywne nastawienie do złota, dla którego przekroczenie granicy 2000 dolarów za uncję jest kolejną ważną cezurą, tworzącą szansę na wzrost napływów do produktów inwestycyjnych,** stojących u podstawy ostatnich zwyżek. Rynek nie jest przegrany, nawet po rewelacyjnym lipcu relacja cen złota do miedzi jest niższa niż w kwietniu i maju. **Punktem zwrotnym trendów wzrostowych na kruszcu towarzyszyło tworzenie się wieloletnich minimów w relacji do srebra,** tymczasem nawet po lipcowym rajdzie tego ostatniego jest ono z perspektywy historycznej bardzo tanie. Impuls deflacyjny w 2Q2020 okazał się słabszy niż oczekiwano, obecnie znajdujemy się w fazie, w której banki centralne sugerują skłonność do akceptacji przejściowo wyższej inflacji, a priorytetem jest wspieranie ożywienia. Takie środowisko jest bardzo korzystne dla metali szlachetnych, a ryzyka dla ich cen występują naszym zdaniem przede wszystkim w scenariuszach skrajnych - albo szaleńczej hossy, która spowoduje odpływ w kierunku akcji albo załamania, które dotknie wszystkich aktywów ryzykownych. W wariantach od typowej bessy do otoczenia „risk-on” perspektywy wydają się dobre.

### Zachowanie WIG (USD) a kurs dolara

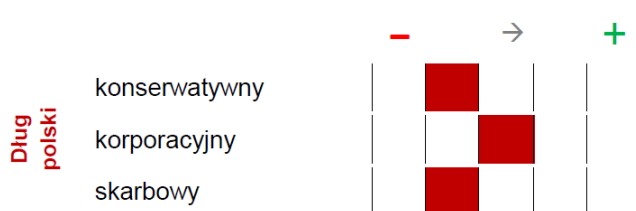


Źródło: Bloomberg

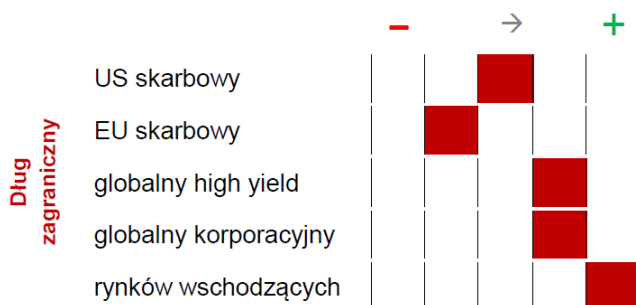
### Cena złota vs. relacja ceny złota do srebra



## Pogląd na segmenty rynkowe

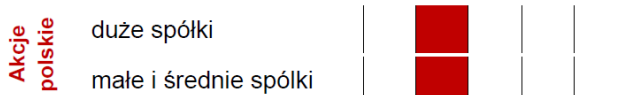


Na polskim rynku długu skarbowego niezmiennie mamy do czynienia z bardzo niskim poziomem rentowności na krótkim końcu krzywej. W przypadku niektórych skarbowych papierów wartościowych o najkrótszym terminie zapadalności pojawiają się nawet ujemne rentowności, co należy łączyć z relatywnie niską podażą oraz prowadzoną przez NBP akcją skupu. Rynek ten dostarcza zatem ograniczone możliwości do generowania zysków. **Tymczasem czerwiec przyniósł skokowy wzrost napływu środków do segmentu polskich funduszy dłużnych.** Zjawisko to potwierdza tezę postawioną w lipcowym wydaniu materiału, zgodnie z którą polski rynek obligacji korporacyjnych najgorsze najprawdopodobniej ma już za sobą.

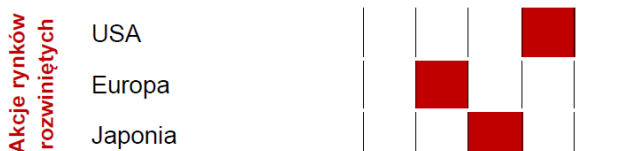


Gołębia retoryka płynąca ze strony amerykańskiej Rezerwy Federalnej, która na ten moment nawet „nie rozważa myślenia o podnoszeniu stóp procentowych” spowodowała rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich na nowe minima w okolicach 0,5%. **Zakładając pozytywny scenariusz dla rynku akcji, uważamy że rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych pozostaną nadal w równowadze** (w przypadku amerykańskich 10-latek przedział 0,5%-0,8%).

Pozostajemy pozytywnie nastawieni względem korporacyjnego długu zagranicznego, w tym obligacji typu high yield. **Na rynku obligacji wysokodochodowych niezmiennie obserwujemy stopniową normalizację spreadów, są one już na tyle bliskie poziomom z 2019 r., że okno na ten typ inwestycji zaczyna się zamykać.** Wysoka deprecjacja amerykańskiej waluty, a także zaangażowanie problemów z płynnością dolarową sprawiają, że **większych okazji dopatrujemy się w obszarze obligacji rynków wschodzących.** Za dług o tym samym ratingu uzyskuje się tam znacznie atrakcyjniejsze ceny.



**Lipiec przyniósł kontynuację zwyżek na polskim rynku akcji, ale były one na poziomie funduszy mniejsze niż na innych rynkach EM.** Nasze negatywne nastawienie ma charakter krótkoterminowy i może ulec zmianie nawet w ciągu najbliższych 1-2 miesięcy, ale obecnie polski rynek, szczególnie w segmencie sWIG80 i poniżej, wydaje nam się przegrzany. Sezon wynikowy za 2Q2020 może zweryfikować przynajmniej część rozdmuchanych oczekiwań co do zysków bohaterów „koronawirusowej hossy”.



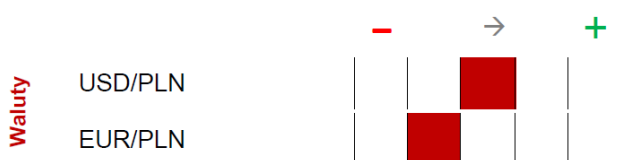
**Nie zmieniamy swojego nastawienia co do rynków rozwiniętych, uważając, że wciąż należy w jego ramach utrzymywać przeważanie w USA.** Lipiec potwierdził nasze przypuszczenia z ostatniego Barometru, że umocnienie euro i wzrost obaw o drugą falę koronawirusa w UE zakończą okres relatywnej siły europejskich akcji. Mniejsza skala aprecjacji jena względem dolara i chwilowe wyprzedzenie rynku japońskiego z uwagi m.in. na ryzyko wprowadzenia stanu wyjątkowego w Tokio sprawiają, że w krótkim terminie Japonia wydaje nam się ciekawsza niż Europa dla osób, które szukają dywersyfikacji swojej ekspozycji.



**Nawet pogarszające się relacje amerykańsko-chińskie nie spowodowały znaczącej przeceny na rynkach azjatyckich w ubiegłym miesiącu,** utwierdzając nas w przekonaniu, że gra na zmianę amerykańskiego prezydenta jest dla rynków nadrzędna wobec obaw o dalsze działania Donalda Trumpa. W dłuższym terminie Azja jest dla nas najciekawszym obszarem geograficznym w ramach EM, ale najbliższe miesiące mogą przynieść kontynuację odreagowania w Ameryce Łacińskiej, która tradycyjnie jest beneficjentem zwyżek na rynku surowców. W całym segmencie, do którego jesteśmy nastawieni bardzo pozytywnie, niżej oceniamy relatywną atrakcyjność Rosji i Indii, a **stawkę zamyka z naszej perspektywy Turcja przy pełnej świadomości faktu, że po lipcowej wyprzedzaży możliwe jest gwałtowne odreagowanie.** Najrozsądniejszą strategią dla tego rynku z perspektywy przeciętnego inwestora funduszowego jest niestety permanentne niedoważenie.



Ostatnie tygodnie wbrew oczekiwanym tendencjom dezinflacyjnym przynoszą serię wyższych od konsensusów odczytów CPI. **Zjawisko to idące w parze z trwałym odwróceniem trendu dolara tworzy sprzyjające warunki dla złota** Uważamy, że potencjał wzrostowy w tym obszarze rynku jeszcze się nie wyczerpał. Nieco mniej optymistycznie podchodzimy do surowców przemysłowych - **zwłaszcza w przypadku ropy druga fala epidemii może być bolesna.** Uważamy ponadto, że OPEC+ będzie dążył w miarę możliwości do stopniowego zwiększenia wydobycia surowca, akceptując tym samym obecne poziomy cenowe.

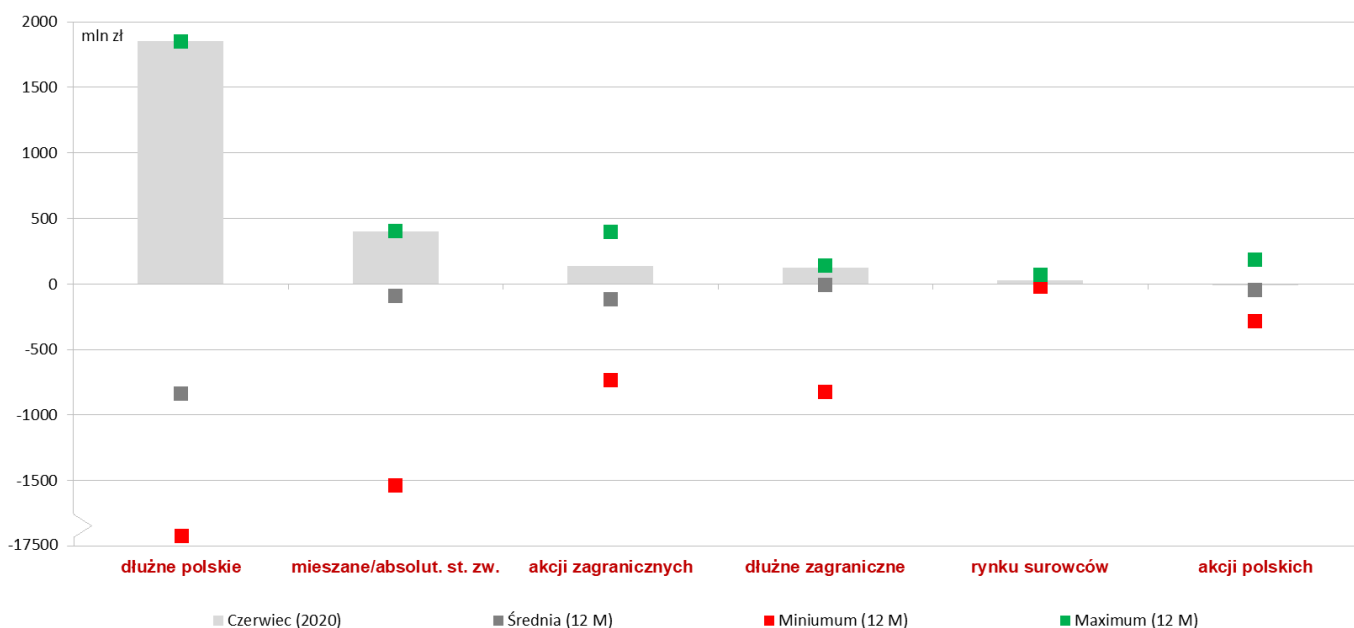


**Spodziewany przez nas dalszy wzrost EURUSD powinien sprzyjać złotemu,** ale jego obecne wyceny wydają się dość wysokie. Pomimo zapowiedzi ewentualnych działań RPP nie robiła też jeszcze nic, by bardziej efektywnie polską walutę osłabić. Materializacja naszej wizji lekkiego osłabienia do euro, ale zachowania zbliżonych do obecnego poziomów względem dolara będzie zależała od sentymentów na rynkach akcji - ich dalsze silne wzrosty mogą skutkować dalszym umocnieniem PLN.

## Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	0,27%	1,13%	0,76%	4,16%	0,40%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0,43%	1,66%	1,30%	5,44%	0,30%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0,27%	1,14%	1,71%	5,06%	1,25%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-4,81%	-5,71%	-1,09%	6,43%	-1,66%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	0,34%	1,74%	0,61%	2,65%	0,80%
papierów dłużnych globalnych High Yield	2,94%	7,09%	-0,29%	3,37%	-2,23%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	1,64%	4,46%	-0,07%	1,45%	-1,35%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	1,32%	3,30%	1,83%	3,64%	1,36%
papierów dłużnych zagranicznych rynków wschodzących	1,23%	6,34%	0,00%	-1,91%	-1,78%
akcji polskich uniwersalne	2,01%	10,51%	-8,14%	-19,66%	-6,37%
akcji polskich małych i średnich spółek	4,19%	15,92%	9,34%	-8,59%	8,15%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	3,14%	11,77%	4,72%	14,82%	0,91%
akcji amerykańskich	3,69%	9,72%	2,04%	10,51%	-3,39%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	-0,05%	6,03%	-2,68%	-0,46%	-9,81%
akcji europejskich rynków wschodzących	-3,27%	3,02%	-13,86%	-18,79%	-16,27%
akcji globalnych rynków wschodzących	5,52%	11,70%	-1,97%	-3,70%	-7,18%
akcji azjatyckich bez Japonii	5,17%	10,92%	4,06%	0,33%	-1,55%
akcji rosyjskich	-1,49%	2,63%	-5,17%	23,17%	-10,88%
akcji tureckich	-10,64%	-2,95%	-16,71%	-45,61%	-17,88%
rynku surowców - metale szlachetne	11,10%	17,40%	37,93%	55,26%	28,22%
rynku surowców pozostałe	5,90%	11,52%	-7,16%	-9,10%	-10,32%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	1,82%	5,89%	3,41%	-1,90%	2,41%
mieszane polskie	1,41%	5,24%	-1,08%	-0,73%	-0,66%
mieszane zagraniczne	0,60%	2,97%	0,50%	3,14%	-1,21%

### Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (stan na dzień 31.07.2020 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](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.