



**Xelion**  
Dom Inwestycyjny

# Barometr Inwestycyjny Xelion

01

Nr 1/2020 (1)

kwiecień 2020 r.



## AUTORZY:

**Kamil Cisowski, CFA,**  
Dyrektor Analiz  
i Doradztwa Inwestycyjnego

**Patryk Pyka,**  
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

## Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Marzec 2020 r. był jednym z najtrudniejszych miesięcy w historii globalnych rynków akcji i długu. Rozpoczęta w Chinach epidemia koronawirusa COVID-19 zaczęła w końcu lutego nabierać charakteru globalnego, a 11 marca została oficjalnie ogłoszona pandemią przez WHO, powodując ogólnoswiatową panikę i obnażając nieprzygotowanie europejskich oraz amerykańskich władz. Poprzez ich zbyt późną reakcję na wzrost zachorowań doprowadziły one do sytuacji, w której liczby potwierdzonych przypadków w teoretycznie najbardziej rozwiniętych gospodarkach wielokrotnie przekroczyły liczby dla krajów azjatyckich, uważanych pierwotnie za najbardziej zagrożone. Spadki na rynku akcji, które jak wydawało się jeszcze w lutym, mogły być kolejną gwałtowną korektą, jakich co najmniej trzy miały miejsce w ciągu ostatniej hossy, przerodziły się w oficjalną bessę, spotęgowane przez całkowicie nieoczekiwane dla rynków załamanie na rynku ropy. **Szczyt OPEC w Wiedniu, na którym miała zostać podjęta decyzja o cięciu produkcji surowca przez kraje kartelu i Rosję, przerodził się w początek wojny cenowej między Moskwą a Arabią Saudyjską i doprowadził do spadku jego cen poniżej minimów z przełomu 2015 i 2016 r.**

Konflikt, który nawet w normalnym otoczeniu mógłby potencjalnie doprowadzić w kilkumiesięcznym horyzoncie do fali bankructw w sektorze energetycznym, w szczególności w USA, a także spowodować recesję w gospodarkach innych liczących się producentów ropy, stał się szybko katalizatorem olbrzymiej przeceny w bardziej ryzykownych segmentach globalnych rynków obligacji, relatywnie odpornych w lutym na wzrost zagrożenia koronawirusem. Spready kredytowe wzrosły do poziomów nie widzianych od czasu kryzysu w latach 2008-2009, wymuszając serię niezwykle agresywnych działań ze strony banków centralnych, przede wszystkim Fed.

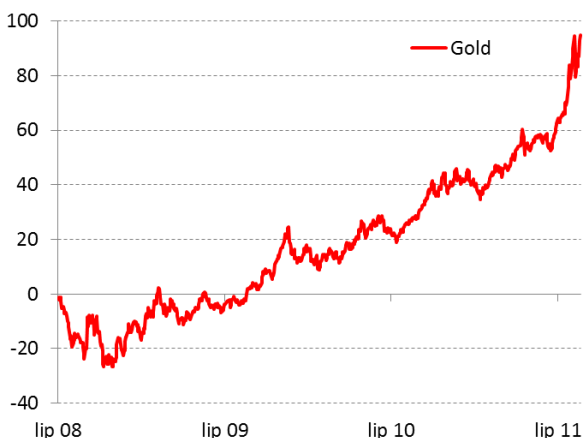
**W trzecim tygodniu marca zmienność osiągnęła poziom szczytowy, porównywalny tak naprawdę wyłącznie z 1929 r., a VIX, tzw. „indeks strachu”, przekroczył poziomy sprzed 11 lat.** W najgorszych dniach wyprzedawany był nawet amerykański dług skarbowy, podobnie jak w szczytowym momencie tamtego kryzysu gwałtownie przeceniano się także złoto, będące tradycyjnie uważane za „bezpieczną przystań” w takich sytuacjach. **Działania Rezerwy Federalnej, przede wszystkim skup obligacji na ogromną skalę (do 125 mld USD dziennie), choć w pierwszej fazie niejednoznacznie odbierane przez rynek, stopniowo zlikwidowały niedobory płynności dolarowej, a w połączeniu z bezprecedensowymi programami stymulacji fiskalnej na świecie (m.in. 750 mld EUR w Niemczech, ponad 2 bln USD w USA) stały się podstawą do silnego odbicia w końcu miesiąca.**

**W chwili obecnej rynek akcji w pełny sposób wycenił w naszej opinii scenariusz pandemii, w którym finalna liczba potwierdzonych przypadków osiągnie 2,0-2,5 mln.** Kluczowe z perspektywy ekonomicznej i inwestycyjnej jest to, jak długo w najważniejszych globalnych gospodarkach utrzymywane będą nadzwyczajne środki, powodujące drastyczny spadek aktywności przede wszystkim w sektorze usługowym. **Doświadczenia chińskie sugerują, że w Europie mogą być one łagodzone w drugiej połowie kwietnia (najpierw we Włoszech), w USA w maju. W takiej sytuacji recesja na świecie powinna trwać maksymalnie dwa kwartały, wyłącznie w 2Q2020 przybierając ostry charakter i kończąc się bardzo silnym wzrostem gospodarczym w 4Q2020 i pierwszej połowie 2021 r.**

Najbliższe miesiące przyniosą naszym zdaniem bardzo duże rozwarstwienie w tempie powrotu wycen na poszczególnych rynkach do poziomów z początku roku. Zdecydowanie preferujemy rynek amerykański, a w dalszej kolejności europejski, pozostając sceptycznymi co do perspektyw dla gospodarek wschodzących. **W pierwszej fazie odbicia prawdopodobnie utrzyma się relatywnie wysoki poziom awersji do ryzyka, a fiskalne i monetarne możliwości wsparcia rynku w krajach rozwijających się są ograniczone.** Na obecnym etapie trudno także przesądzać, czy w Ameryce Południowej lub Afryce, a nawet w uboższych krajach azjatyckich, nie zobaczymy rozwoju kolejnych ognisk epidemii - o tym, że takie ryzyko istnieje przekonuje sytuacja w Indiach. **Gwałtowna przecena na GPW postawiła pod znakiem zapytania plany reformy OFE i opóźnia szersze wprowadzenie PPK do listopada, kwestionując założenia dla akcji polskich z początku roku. W tej chwili trudno o argumenty za ich przeważaniem.**

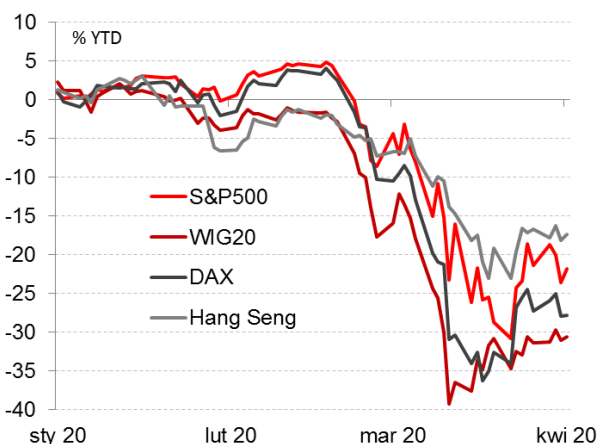
Rozumiejąc rozczarowanie wysoką zmiennością złota w ciągu ostatniego miesiąca, wciąż wierzymy, że perspektywy dla kruszców pozostają bardzo dobre, dadzą one także częściowe zabezpieczenie przed rosnącym zagrożeniem inflacją na świecie. Potencjał do szybkich wzrostów widzimy także we wszystkich segmentach rynku obligacji z wyłączeniem polskiego długu korporacyjnego. **Zwracamy uwagę, że z uwagi na niepłynność jego wyceny zostały zrewidowane w bardzo niewielki sposób, drastycznie odbiegający od zachowania obligacji korporacyjnych w Europie i USA.** Niemal pewne jest jednocześnie, że zobaczymy w Polsce wzrost upadłości oraz opóźnienia w wykupach również wśród tzw. liderów branż, spółek z WIG20, itd. (pierwszym przykładem jest CCC). **„Bezpieczeństwo” zapewnione przez ten segment w marcu jest iluzoryczne w tak specyficznych okolicznościach rynkowych, a fundusze o wysokim udziale krajowych obligacji korporacyjnych powinny być w naszej opinii możliwie szybko wymieniane na te inwestujące na rynku obligacji skarbowych.** W ich przypadku połączenie spadku wycen ze spadkiem stóp procentowych w Polsce tworzy obecnie korzystne środowisko inwestycyjne i możliwość osiągnięcia wyraźnie dodatnich stóp zwrotu do końca roku.

### Złoto w latach 2008-2011

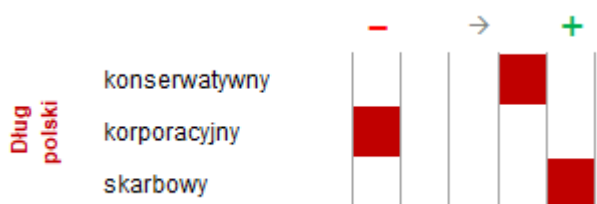


Źródło: Bloomberg

### Główne indeksy w 2020 r.



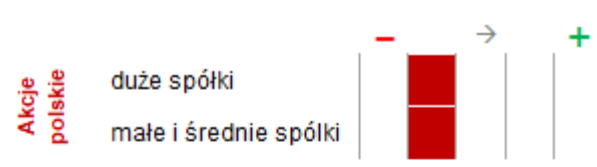
## Pogląd na segmenty rynkowe



W segmencie polskiego długu głównym kryterium wyboru funduszy powinien naszym zdaniem być obecnie udział obligacji skarbowych w ich portfelach. W obecnym otoczeniu inwestycyjnym fundusze długoterminowych obligacji skarbowych powinny wygenerować w najbliższym czasie wyraźnie wyższe stopy zwrotu niż rozwiązania o niskim ryzyku stopy procentowej, ale zbliżająca się normalizacja wycen korzystnie wpłynie na jedne i drugie, pozwalając w naszej opinii na szybki powrót wycen do i powyżej poziomów z początku marca. Obligacje korporacyjne zagrożone są natomiast urealnieniem wycen, które są wciąż zbyt wysokie w perspektywie recesji w ciągu najbliższych 6 miesięcy.



Marzec przyniósł historyczną przecenę w bardziej ryzykownych segmentach długu, dotykając w krytycznym momencie nawet amerykańskich obligacji skarbowych, ale uderzając przede wszystkim w obligacje rynków wschodzących i korporacyjne o podwyższonym ryzyku (high yield) w Europie i USA. Choć wszystkie najbardziej ryzykowne segmenty mają szansę na krótkoterminowe silne odbicia, z uwagi na programy zakupu obligacji korporacyjnych przez Fed i EBC, mające dalsze perspektywy rozszerzenia w przypadku takiej konieczności, zdecydowanie preferujemy obecnie obligacje HY na tle EM. Przełom na długu skarbowym w krajach rozwiniętych już się dokonał, w USA powinniśmy obserwować stabilizację rentowności na poziomach bliskich tegorocznym minimom. Impulsem dla amerykańskiego długu HY będzie potencjalnie porozumienie w sprawie ograniczenia wydobycia ropy. Dług EM oferuje potencjalnie najwyższą nagrodę, o ile żadna z kluczowych gospodarek w tym segmencie (m.in. Meksyk, RPA, Brazylia, Indonezja) nie stanie się kolejnym ogniskiem epidemii, co jak pokazuje przykład Indii, może okazać się myśleniem życzeniowym.



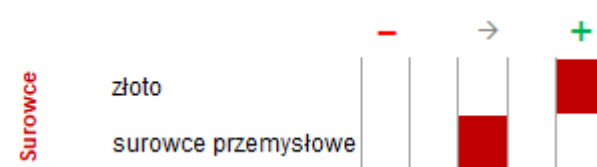
Sytuacja na rynku akcji w Polsce częściowo ustabilizowała się po załamaniu w pierwszej połowie marca, ale nie jest to naszym zdaniem okazja do kupna. Do czasu wyjaśnienia przyszłości OFE perspektywy dla GPW pozostają niejasne, także z uwagi na słabość PLN, która może odstraszać inwestorów zagranicznych. Opóźnienie PPK oraz wątpliwości co do potencjalnej partycypacji pracowników mniejszych firm w programie znacząco mogą obniżyć popyt na polskie akcje w kolejnych latach.



Po silnych spadkach zdecydowanie preferujemy rynki rozwinięte na tle wschodzących. Choć Europa prawdopodobnie znajduje się bliżej końca w walce z epidemią, w kilkumiesięcznym horyzoncie wciąż będzie jej trudno konkurować z USA, m.in. z uwagi na większą elastyczność i dalej posunięte działania Fed, które mają gwarantować przedsiębiorstwom utrzymanie kosztów kredytu w ryzach. Na rynku amerykańskim najsilniejsze odbicie powinno być widoczne na funduszach spółek wzrostowych, którym sprzyja środowisko zero-wych stóp procentowych.



W chwili obecnej bardzo trudno jest mówić o okazjach na akcjach rynków wschodzących. Skala przeceny w Azji była przez dużą część marca ograniczona na tle np. USA, przede wszystkim dzięki utrzymaniu epidemii w ryzach na terenie Chin. Przykład Indii pokazuje jednak dobitnie, że nie da się przewidzieć, czy w innych uboższych państwach regionu, w Ameryce Łacińskiej lub Afryce nie dojdzie do rozwoju nowych dużych ognisk, co będzie powodowało dalszą ucieczkę kapitału na rynki rozwinięte. Kraje rozwijające się mają również bez porównania mniejsze możliwości reagowania na kryzys emisjami ogromnej ilości długu czy prowadzenia ultraluznej polityki monetarnej - w wielu z nich grozi załamaniem lokalnych walut i spiralą inflacyjną. Na wszystko nakłada się wojna cenowa na rynku ropy i gwałtowne spadki innych surowców, których ceny mogą nie wrócić do normy nawet w terminie kilku miesięcy. W tej chwili bilans ryzyk jest dla nich niekorzystny.



Złoto pozostaje w naszej opinii bardzo atrakcyjną inwestycją, częściowo zabezpieczającą ryzyka sytuacji, w której polityka banków centralnych w ciągu kilku kwartałów wywoła gwałtowny wzrost inflacji. Potencjalne porozumienie Rosji i Arabii Saudyjskiej w tym miesiącu da zapewne silny impuls wzrostowy cenom ropy, ale może on nastąpić z niższych poziomów niż obecne. Aktualna skala nadpodaży sięga 20% i nie zlikwidują jej cięcia nawet o 10-15 mln baryłek dziennie.

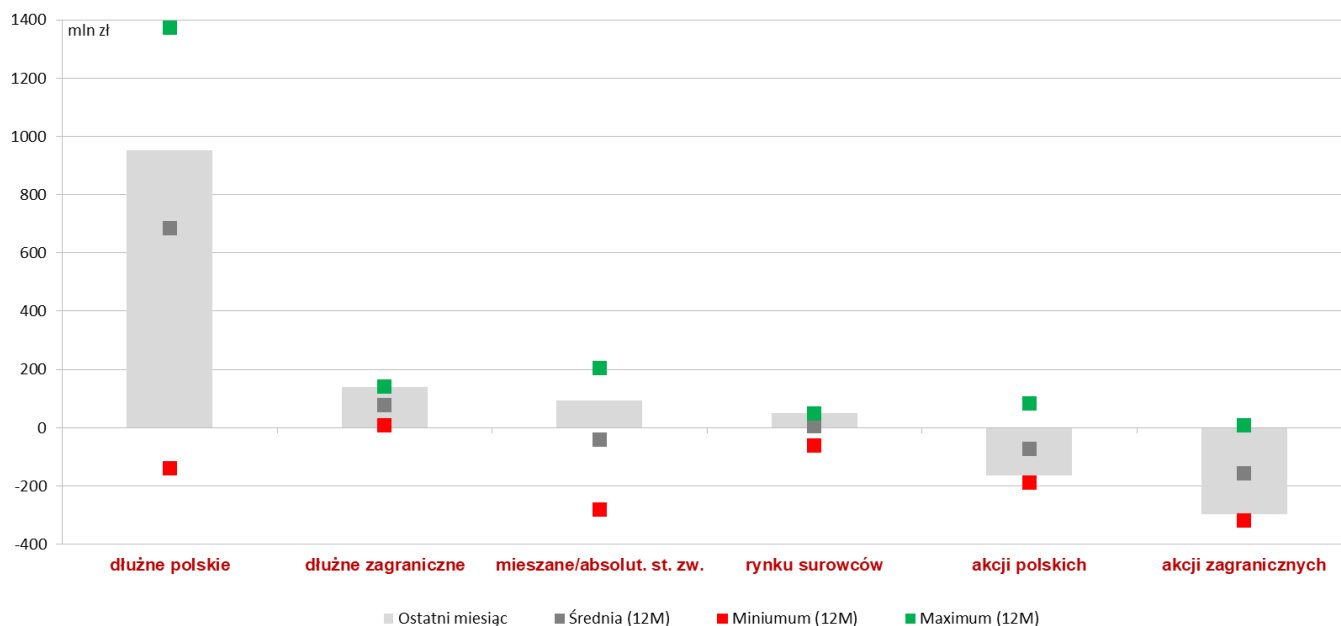


Obecna polityka NBP jest przełomem w historii PLN i nie należy naszym zdaniem zakładać, że zobaczymy szybki powrót kursów EUR/PLN oraz USD/PLN do poziomów z początku roku, mogą one też ustabilizować się w przedziale 4,6-4,8 dla EUR/PLN oraz 4,2-4,4 dla USD/PLN. Nie przewidujemy dalszej aprecjacji dolara względem euro, Fed zrobi wszystko, by go osłabić, możliwa jest też skoordynowana akcja banków centralnych, której celem będzie utrzymanie jego kursu w ryzach 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	-0,89%	-0,95%	0,48%	3,53%	-0,95%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	-2,18%	-1,90%	0,28%	3,88%	-1,90%
papierów dłużnych polskich skarbowych	-0,56%	-0,22%	1,42%	4,11%	-0,22%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-0,94%	1,74%	4,75%	3,17%	1,74%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-3,59%	-2,54%	-0,58%	-0,04%	-2,54%
papierów dłużnych globalnych High Yield	-10,02%	-11,33%	-7,99%	-4,14%	-11,33%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	-8,44%	-8,28%	-5,37%	-4,80%	-8,28%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	-4,39%	-4,47%	-1,50%	-1,69%	-4,47%
papierów dłużnych zagranicznych rynków wschodzących	-10,73%	-11,37%	-4,95%	-8,12%	-11,37%
akcji polskich uniwersalne	-14,71%	-24,46%	-26,64%	-31,95%	-24,46%
akcji polskich małych i średnich spółek	-15,23%	-20,06%	-19,64%	-31,84%	-20,06%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	-12,85%	-18,10%	-11,42%	-3,42%	-18,10%
akcji amerykańskich	-13,14%	-20,90%	-13,14%	-8,19%	-20,90%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	-14,33%	-21,98%	-13,44%	-10,37%	-21,98%
akcji europejskich rynków wschodzących	-17,14%	-25,95%	-20,71%	-23,14%	-25,95%
akcji globalnych rynków wschodzących	-14,94%	-23,11%	-18,79%	-14,19%	-23,11%
akcji azjatyckich bez Japonii	-12,19%	-18,58%	-16,64%	-10,79%	-18,58%
akcji rosyjskich	-14,28%	-22,82%	-8,92%	-8,51%	-22,82%
akcji tureckich	-12,41%	-20,34%	-10,69%	-39,58%	-20,34%
rynku surowców - metale szlachetne	-2,71%	-0,65%	17,58%	13,36%	-0,65%
rynku surowców pozostałe	-17,92%	-29,90%	-29,62%	-33,99%	-29,90%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	-6,79%	-8,01%	-5,92%	-12,47%	-8,01%
mieszane polskie	-6,36%	-9,94%	-9,65%	-10,35%	-9,94%
mieszane zagraniczne	-5,35%	-7,54%	-4,67%	-2,79%	-7,54%

### Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (stan na dzień 31.03.2020 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.