



BIX

BIULETYN INWESTYCYJNY XELION

04

Nr 4/2015 (50)

EKSPERCI >> TRENDY >> AKTUALNOŚCI >> INWESTYCJE >> EMERYTURA

kwiecień 2015 r.

- **CZY W AKCJACH EUROPEJSKICH TKWI POTENCJAŁ**
Perspektywy na 2015
- **NIE TAKI DIABEŁ STRASZNY...**
Podwyżki stóp w USA
- **SILNY DOLAR**
Co oznacza dla rynków?
- **JAPONIA**
Tygrysi powrót





FW20M14

Zmieniamy rynek kontraktów na **WIG20**

Stała opłata miesięczna

Prosto • Przejrzyście • Inaczej

Sprawdź!

www.xelion.pl

801 370 370 (lub +48 42 683 83 70)

 **Xelion**
Dom Inwestycyjny

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 KRS, pod nr 000061809 („Spółka”). Spółka podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie promocyjny i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Inwestycje w instrumenty pochodne dają możliwość realizacji ponadprzeciętnych stóp zwrotu, jednakże związane są z ryzykiem. Wielkość poniesionej straty może przekraczać wysokość wniesionego depozytu. Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce, świadczonych usługach oraz ryzyku związanym z inwestowaniem udostępniane są na stronie www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usługi. Informacje nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.

- 4 | Akcje europejskie – czy jest jeszcze potencjał wzrostu w 2015 roku?
- 5 | Perspektywa podwyżki stóp w USA to jeszcze nie koniec świata
- 6 | Co silny dolar oznacza dla globalnych rynków kapitałowych?
- 7 | Japonia – powrót dawnego tygrysa
- 8 | Okiem Piotra Kuczyńskiego:
Na GPW nadal akumulacja – wybiecie w Budapeszcie



Niniejsze opracowanie zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Niniejsze opracowanie nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2014 roku poz. 94 t.j. z późn. zm., dalej jako „Ustawa”), ani nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, ani nie stanowi analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych w rozumieniu art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy.

Wskazane w treści opracowania części zostały przygotowane przez osoby nie będące pracownikami Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o. (dalej jako „Spółka”), za które Spółka nie ponosi odpowiedzialności. Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie w zakresie przygotowanym przez Spółkę zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani Spółka nie gwarantują jednak ich poprawności, kompletności i dokładności. Opracowanie ma charakter ogólny i nie może stanowić wyłącznej podstawy do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej przez jego odbiorcę. Autor ani Spółka nie ponoszą odpowiedzialności za następstwa decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce oraz świadczonych usługach, w tym informacja o instrumentach finansowych oraz o ryzykach związanych z inwestowaniem w te instrumenty finansowe, udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usług przez Spółkę. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania lub jego części jest zabronione.

Od Redakcji

Szanowni Czytelnicy

W ostatnich tygodniach wiele się mówi o europejskich obligacjach, za czym stoi rozpoczęty miesiąc temu przez Europejski Bank Centralny Quantitative Easing (QE). Pierwsze skutki procesu można już zauważyć, ale z bardziej śmiałymi tezami warto się jeszcze nieco wstrzymać. Można za to sprawdzić, czy, a jeśli tak, to jakie perspektywy kryją się w europejskich akcjach, które mogą stanowić godne rozważenia rozwiązanie inwestycyjne w środowisku spadających rentowności obligacji, ekstremalnie niskich stóp procentowych i słabego euro. Przed nami również sezon publikacji wyników kwartalnych spółek amerykańskich. Analiza danych pozwoli stwierdzić, na ile silny dolar jest szkodliwy dla gospodarki, a na ile nie.

zwyczaju podziwiania kwitnących kwiatów wiśni. Ale w ostatnim czasie podziwiać tam można nie tylko rozwijające się pąki, ale również coraz lepiej radzący sobie japoński parkiet – indeks NIKKEI 225 ponownie pobił swoje lokalne szczyty, osiągając poziomy najwyższe od 2000 roku. Czy jest to oznaka spektakularnego powrotu zapomnianego już rynku?

O tym (i nie tylko) przeczytacie Państwo w najnowszym numerze Biuletynu Inwestycyjnego Xelion.

Na koniec, jak co miesiąc, ogólną sytuację na rynku komentuje Piotr Kuczyński.

A skoro już mowa o sezonach – marzec i kwiecień to w Japonii sezon Hanami, czyli okres praktykowania

Zapraszamy do lektury!
Zespół DI Xelion sp. z o.o.

Biuletyn Inwestycyjny Xelion Nr 4/2015 (50)

Xelion
Dom Inwestycyjny

„Biuletyn Inwestycyjny Xelion”
Właściciel:
Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.
ul. Puławska 107, 02-595 Warszawa
www.xelion.pl

Projekt i skład:
Design & DTP Studio MORENDO
tel. 507 237 561
e-mail: morendo@morendo.com.pl
www.morendo.com.pl

Akcje europejskie – czy jest jeszcze potencjał wzrostu w 2015 roku?

Anna Bąkała,

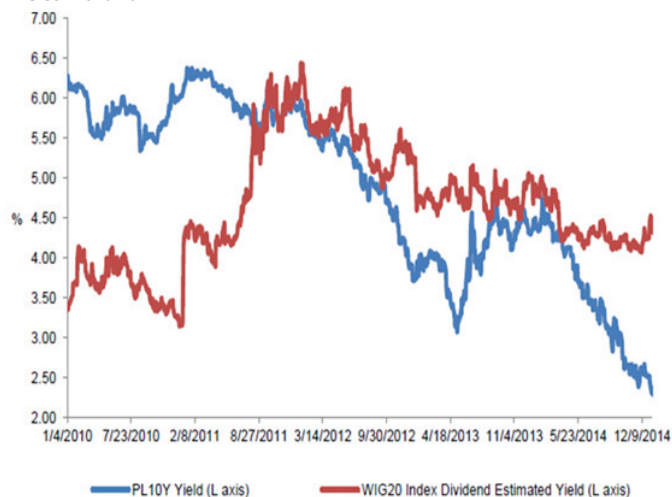
Dyrektor Departamentu Sprzedaży i Obsługi Uczestników Funduszy, Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

Słabe euro wspiera gospodarkę europejskie

Jednym z najważniejszych czynników mających wpływ na rynki kapitałowe w obecnych czasach są poziomy kursów walutowych. Wiele krajów, chcąc zwiększyć konkurencyjność własnej gospodarki, dokłada starań, aby obniżyć kurs swojej waluty (tzw. wojny walutowe). **Gospodarka, której się udało, ma większy potencjał wzrostu gospodarczego, a spółki działające w tym kraju (lub strefie walutowej) będą miały większe szanse na poprawę wyników finansowych, a w konsekwencji na wzrost kursu na giełdzie.** Najważniejszą parą walutową, na której koncentruje się cały rynek kapitałowy i która w dalszej kolej-

ności ma wpływ na wiele innych walut, jest para EUR/USD. Silne euro i słaby dolar w latach 2012-2014 miały znaczący wpływ na pozytywne zachowanie się gospodarki amerykańskiej, co widzimy na wykresie nr 1. Na dobre zachowanie się giełdy amerykańskiej miały również wpływ inne czynniki, ale kurs waluty w istotnym stopniu oddziaływał na gospodarkę. Jednak ostatnie miesiące 2014 roku i początek roku 2015 to okres bardzo silnego umocnienia dolara i osłabienia się wspólnej waluty w porównaniu do indeksu DAX (wykres nr 2). Przez te kilka miesięcy spółki ze strefy euro zaczęły poprawiać swoje wyniki i rewidować

Wykres nr 3. Rentowności 10-letnich polskich obligacji a stopa dywidend spółek z WIG20 w latach 2010-2014.



Źródło: Opracowanie własne.

Wykres nr 1. Para walutowa EURUSD a gospodarka amerykańska w latach 2012-2014.



Źródło: <http://stooq.pl>

Wykres nr 2. Para walutowa EURUSD a indeks DAX w okresie 10'2014-03'2015.



Źródło: <http://stooq.pl>

prognozy zysków w górę. Jeśli kurs EUR/USD utrzyma się na niskich poziomach, należy się spodziewać kolejnych dobrych miesięcy dla gospodarki strefy euro i krajów silnie z nią związanych, takich jak Polska.

Stopy procentowe najniższe w historii, europejskie QE

Kolejnym argumentem wspierającym akcje europejskie są ekstremalnie niskie stopy procentowe. Niski poziom oprocentowania kredytów przekłada się wprost na lepszą kondycję konsumenta i firm (niższe raty kredytów). Zwłaszcza, że dodatkowo obserwujemy spadek cen (deflacja) i wzrost dochodów. Europa szczególnie korzysta na niskich cenach surowców, których jest importem netto.

Dywidendy wyższe niż przychody z obligacji

Średni poziom dywidend oferowany przez spółki o ugruntowanej pozycji i stale dzielących się z akcjonariuszami swoimi zyskami, sięga w spółkach europejskich 4,5-5% rocznie. Strumień dochodów z dywidend przy zestawieniu z ujemnymi lub niezwykle niskimi rentownościami obligacji staje się niezwykle atrakcyjny.

Wykres nr 3 przedstawia porównanie rentowności 10-letnich polskich obligacji ze stopą dywidend spółek z WIG20. Giełdom w Europie sprzyja również niezwykle gołębia polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego, który - chcąc pobudzić gospodarkę - rozpoczął program skupu aktywów w strefie euro (tzw. europejskie QE).

Szansa na napływ kapitału na rynki akcji

Po okresie kryzysu finansowego i niepewności co do trwałości wzrostu gospodarczego i kryzysu w strefie euro, klienci skupili się na inwestycjach w tzw. bezpieczne klasy aktywów takie jak lokaty bankowe, obligacje i fundusze dłużne. Taka tendencja obserwowana była na całym świecie, co przełożyło się na bezprecedensową hossę na rynku obligacji. Oprocentowanie ok. 60% niemieckich, 45% francuskich, 80% (!) szwajcarskich i 30% japońskich obligacji skarbowych jest obecnie ujemne. Rentowność 5-letniej obligacji emitowanej przez Niemcy znalazła się na poziomie minus 0,18%. To gwarantowana strata 0,9% w okresie 5 lat! **Inwestorzy szukający dodatniej stopy zwrotu (zachowanie jak najbardziej racjonalne) zaczynają inwestować na rynku akcji.**

Perspektywa podwyżki stóp w USA to jeszcze nie koniec świata

Tomasz Hońdo,

Starszy Analityk, Quercus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

W odpowiedzi na kryzys finansowy na jesieni 2008 roku amerykański bank centralny wytoczył ciężkie działa: obniżki stóp procentowych do poziomów bliskich zeru oraz powtarzany trzykrotnie program skupu aktywów (QE). Ta era powoli zdaje się jednak odchodzić w przeszłość. Od kilkunastu miesięcy Fed wyraźnie – krok po kroku, tak by nie zaszokować rynków finansowych – zmierza w kierunku tzw. normalizacji polityki pieniężnej. Pierwszy etap poszedł w miarę gładko – bankierzy stopniowo zakończyli program QE i obyło się bez trwalszych wstrząsów na rynkach (nie licząc mocnej korekty na jesieni ubiegłego roku).

Teraz czas na kolejny etap „normalizacji”. Od kilku miesięcy Fed ostrożnie przygotowuje rynki na pierwszą od dziewięciu lat podwyżkę stóp procentowych. Po marcowym posiedzeniu szefowa banku, Janet Yellen, nie wykluczyła, że do zaostrzenia polityki monetarnej mogłoby dojść w czerwcu, przy czym część ekonomistów obstawia raczej termin wrześniowy. Ostatecznie wszystko zależało będzie od napływających danych ekonomicznych (przede wszystkim z rynku pracy).

Pojawia się pytanie: co podwyżka stóp może oznaczać dla inwestorów? Pierwszy efekt jest widoczny, zanim w ogóle do podwyżki doszło – znaczne umocnienie dolara względem innych walut, np. euro. Drugi efekt to wyższe w porównaniu z innymi krajami rozwiniętymi rentowności obligacji skarbowych.

Mniej jednoznaczny jest natomiast wpływ potencjalnej podwyżki na rynki akcji. Jeśli chodzi o amerykańskie akcje, to w ostatnich miesiącach dostały zadyszki – co wiązać można właśnie m.in. z mocnym dolarem, uderzającym w przychody eksporterów (wiele korporacji w USA ma

charakter globalny). Z drugiej strony akcje, np. w strefie euro, odzyskały wigor, mimo perspektywy zaostrzenia polityki Fed.

Podpowiedzi warto poszukać w historii. Sprawdziliśmy, co działo się na giełdach w trakcie poprzednich podwyżek kosztów pieniądza. Na przestrzeni ostatnich dwudziestu lat mieliśmy do czynienia z dwoma cyklami zaostrzenia polityki – najpierw w okresie od czerwca 1999 r. do czerwca 2000 r., a potem od lipca 2004 r. do sierpnia 2006 r.

Wniosek jest taki, że początek cyklu podwyżek stóp nie kończył hossy na Wall Street. Owszem, po drodze nie brakowało korekt i zmienności, ale ostatecznie indeks S&P 500 uparcie wspinał się na coraz wyższe poziomy. Paradoksalnie trendy wzrostowe kończyły się nie w trakcie podwyżek stóp, lecz dopiero pewien czas po ich zakończeniu (sierpień 2000 r. i październik 2007 r.).

Dlaczego? Można tu zaobserwować pewien ogólny schemat. Fed rozpoczął podwyżki w odpowiedzi na

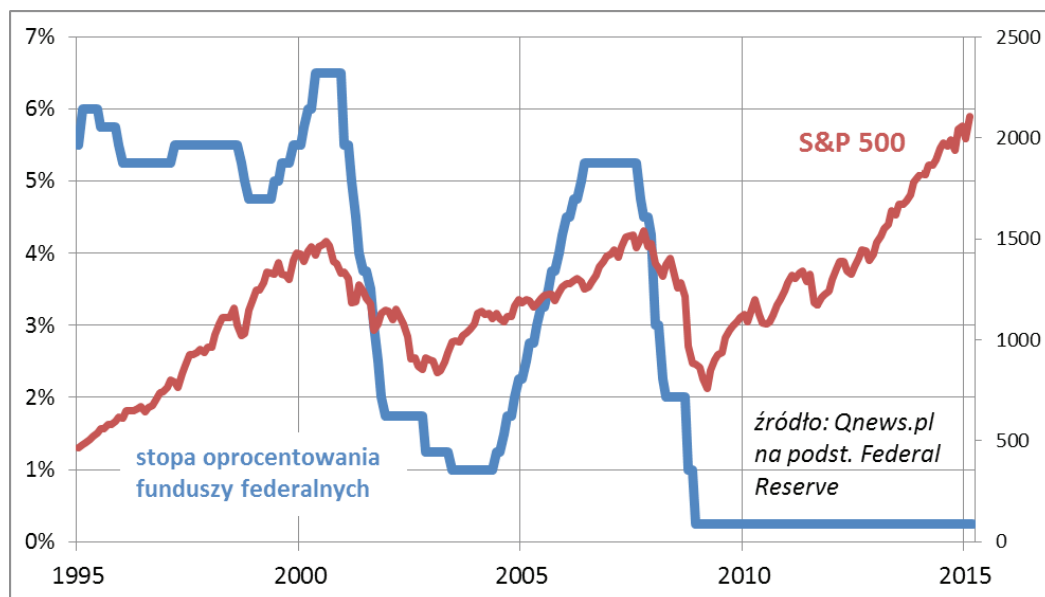
szybką poprawę kondycji gospodarki i rosnącą presję inflacyjną. Zaostrzenie polityki pieniężnej nie przerwało tych procesów w gospodarce z dnia na dzień – mocne (a nawet zbyt mocne) schłodzenie koniunktury następowało dopiero po całej serii podwyżek (odpowiednio 5 i 10). Dopiero wtedy kursy akcji przestawały rosnąć, a potem zaczynały opadać, wyprzedzająco względem późniejszego pogorszenia danych makro. Szczególnie w latach 2007-2008 okazało się, że zaostrzenie polityki pieniężnej doprowadziło przy okazji do nieprzewidywalnych zjawisk: wyższe stopy przyczyniły się do spadku wyśrubowanych cen nieruchomości, a stąd już niedaleko było do kryzysu na rynku pożyczek hipotecznych („subprime”), który pogрузzył niejedną instytucję finansową w USA.

W tym kontekście ciężko byłoby zatem przejść obojętnie obok perspektywy pierwszej od lat podwyżki stóp za oceanem. Dobra wiadomość jest jednak taka, że od czasu rozpoczęcia cyklu zaostrzenia polityki do momentu zakończenia hossy na giełdach

mijało wiele miesięcy. Ponadto, póki co, jest mało prawdopodobne, by w ślad za pierwszą podwyżką kosztów pieniądza (której termin i tak jeszcze jest nieznany) poszła od razu cała seria kolejnych. Dlaczego? Bo po przeciwnej stronie oceanu Europejski Bank Centralny nie tylko nie przymerza się do podobnych kroków, ale wręcz przeciwnie – ledwie rozpoczęła szeroko zakrojony skup obligacji w ramach QE. Wydaje się, że w takich warunkach Fed będzie postępował równie ostrożnie jak do tej pory, bez zbędnego pośpiechu, który mógłby np. gwałtownie umocnić dolara.

Jak zaznaczyła Janet Yellen po marcowym posiedzeniu, to, że z oficjalnego komunikatu Fed zniknęło zapewnienie, że bank będzie „cierpliwy” jeśli chodzi o termin podwyżki stóp, nie oznacza automatycznie, że teraz władze monetarne staną się „niecierpliwe”.

Podwyżki stóp procentowych a zmiany cen akcji w USA.



Źródło: Qnews.pl na podst. Federal Reserve.

Co silny dolar oznacza dla globalnych rynków kapitałowych?

Grzegorz Zatoryb,

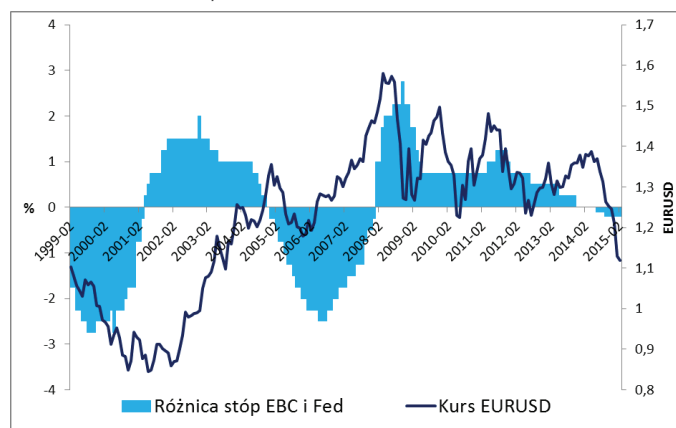
Główny Strateg, Skarbiec Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Był taki czas, gdy bardzo poważnie zastanawiano się, jaka waluta zastąpi dolara na piedestale globalnej waluty rezerwowej. Pierwotnym impulsem do tej dyskusji były narodziny wspólnej europejskiej waluty. Od 2000 roku euro umacniało się w stosunku do dolara, ten zaś słabł nie tylko w stosunku do europejskiego pieniądza, ale także w relacji do większości wymienialnych walut. Od początku obecnego stulecia indeks DXY, obrazujący siłę dolara do koszyka walut, spadł z poziomu 120 do 80 pod koniec ubiegłego roku. Szczyt swojej potęgi amerykańska waluta miała w połowie lat 80-tych, podczas przesilenia Zimnej Wojny – DXY przekroczył wartość 150. W zeszłym roku okazało się jednak, że pogłoski o rychłym końcu hegemonii USD były przedwczesne. Po zamieszczeniu w trakcie największego nasilenia kryzysu 2008-2009 na rynkach finansowych, dolar wszedł w trend umacniania się. Początkowo było to trudne do zaobserwowania, ale kolejne szczyty siły euro wypadają coraz niżej. Ostatni z nich, w kwietniu ubiegłego roku wypadł w okolicach 1,4 i od tego czasu obserwujemy już dynamiczne umacnianie się USD. Ten ostatni ruch to efekt dywergencji polityki pieniężnej po dwóch stronach Oceanu Atlantyckiego. Odchodzeniu od niekonwencjonalnych metod w Stanach Zjednoczonych towarzyszy rosnąca determinacja EBC, aby środkami monetarnymi pobudzić wzrost gospodarczy. Decydujące znaczenie różnicy w stopach procentowych w dwóch krajach dla wzajemnej relacji ich walut jest trudne do zanegowania. Dobrze widać to na

przykładzie kursu EURUSD przedstawionym na wykresie.

Od pewnego czasu już nie tylko stopy procentowe określają długoterminowy kierunek zmian kursu. Rynki finansowe bacznie

Kurs EURUSD a różnica stóp EBC i FED.



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

przyglądają się wielkości bilansów banków centralnych. Także i ten czynnik będzie działał na korzyść dolara amerykańskiego.

Fed zakończył bowiem luzowanie ilościowe, zaś bank centralny strefy euro najwyraźniej dopiero się rozkręca. Przyjdzie nam więc obserwować spadek kursu EURUSD jeszcze przez dłuższy czas. Prognozy w tym zakresie stają się coraz bardziej radykalne. Jeszcze całkiem niedawno przewidywano, że kurs ten dojdzie do parytetu do końca roku. Obecnie coraz częściej termin ten przesuwany jest na III kwartał, zaś docelowo mówi się o kursie 0,85, czyli historycznym minimum z 2001 roku.

Tak silne umocnienie się USD ma i będzie miało doniosłe konse-

kwencje dla gospodarek i rynków finansowych. W pierwszym rzędzie trzeba wskazać na konsekwencje dla konkurencyjności handlu zagranicznego. Już teraz widać zaniepokojenie o wyniki amerykańskich spółek, w których przychodach

kurs waluty krajowej jest związany z dolarem amerykańskim. Z kolei firmy z rynków wschodzących mogą stać się bardziej konkurencyjne w USA.

Tak więc od pewnego czasu obserwujemy wzrost siły relatywnej europejskich indeksów giełdowych do ich amerykańskich odpowiedników. W części jest to skutek zmian kursu walutowego. Jak szacuje jeden z banków inwestycyjnych, deprecjacja euro o 10% przekłada się na 7% wzrostu zysku spółek w strefie euro. W przypadku surowców, które kwotowane są w USD, mamy w zasadzie automat. Silny dolar to tanie surowce, w szczególności dotyczy to złota. Dalszy spadek kursu EURUSD będzie oznaczał kontynuację powyższych procesów. Biorąc pod uwagę zamiary Fed i EBC, otoczenie nadal będzie sprzyjać spółkom europejskim. Z uwagi na ich relatywnie wysokie wyceny, wzrosty mogą nie być takie spektakularne jak ostatnio, fundamenty jednak będą sprzyjać raczej Europie. **Nie można w tym miejscu nie wspomnieć o Japonii, która już od dłuższego czasu korzysta na słabym jenie. Jednak w odróżnieniu od Europy, dysponującej nadwyżką handlową, Japonia będzie przede wszystkim importowała inflację, co jest zresztą bardzo po myśli jej władzom.** Gorzej, że przełoży się to także na wzrost kosztów produkcji. W tym kontekście jako głównego beneficjenta silnego dolara nadal wskazywałbym Europę Zachodnią.

ważną część stanowi sprzedaż eksportowa. W przypadku spółki Apple, która za IV kwartał 2014 zaraportowała najwyższy wynik uzyskany przez jakąkolwiek amerykańską firmę w historii, osiągnięcie to zostało niemal przyćmione przez pytania o wpływ umocnienia dolara na wartość sprzedaży. I choć amerykańskie firmy są bardzo efektywnymi organizmami gospodarczymi, to mocniejszy dolar na pewno im nie pomoże. Może natomiast pomóc spółkom europejskim. Dokładniej, chodzi o wpływ słabszego euro. Nie chodzi tylko o eksport do USA, ale także na rynki wschodzące, gdzie firmy z Europy nieraz konkurują z amerykańskimi (i japońskimi wspieranymi tanim jenem). Zdarza się także, tak jak w przypadku Chin, że

Japonia – powrót dawnego tygrysa

Adam Łaganowski, CFA, ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

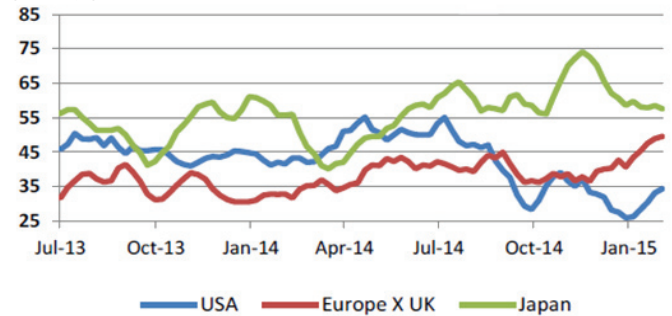
Akcje japońskich spółek podrożały do najwyższych poziomów od 15 lat. Na rekordowych poziomach są zyski spółek, a firmy po latach stagnacji znowu myślą o zwiększaniu efektywności, innowacyjności i inwestycjach. Mamy też największe od lat podwyżki pensji, co dodatkowo powinno pobudzić gospodarkę i sektory inne niż te związane z eksportem.

Dla nas, w ING TFI, Japonia jest preferowanym rynkiem od 2013 roku. Wierzmy, że

go nazwiska powstał termin „Abenomika”. W dużym skrócie polega ona na bezprecensowym programie dodruku pieniądza i zwiększeniu wydatków rządowych przy jednoczesnych reformach gospodarki.

Celem Abenomiki jest przede wszystkim wybitcie kraju z wieloletniej recesji, zapłaci demograficznej i deflacji oraz zmianę postrzegania Japonii na kraj, w którym zakotwiczył się wzrost gospodarczy. Pierwszym, najbardziej

Wykres nr 3: Dynamika zysków (4-tygodniowa średnia) w USA, Europie (bez Wielkiej Brytanii) i Japonii.



Źródło: ING IM International.

Wykres nr 1: Indeks NIKKEI w ostatnich 45 latach.



Źródło: Bloomberg.

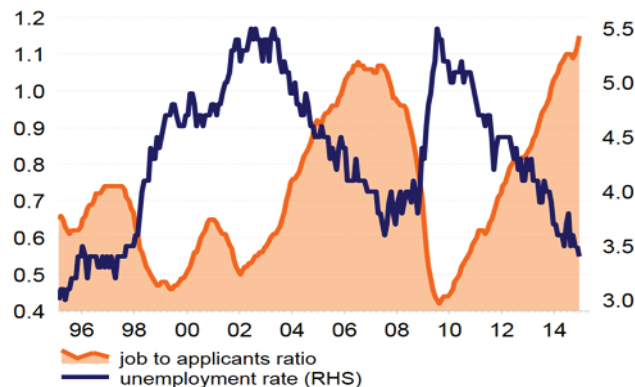
rynek ten ma przed sobą spory potencjał wzrostowy. Obecnie zmienia się postrzeganie Japonii przez inwestorów, wzrost zysków spółek w tym roku powinien być ponownie najwyższy z wszystkich krajów G7 i osiągnąć w 2015 roku 12%.

Skąd się wzięła spektakularna hossa na zapomnianym rynku?

Japonia, drugi co do wielkości rynek akcji i obligacji na świecie, od 1989 roku nie cieszyła się zainteresowaniem inwestorów, omijana była dość szerokim łukiem podczas hossy 2003-2007, a spadek po upadku banku Lehman Brothers zniósł wszystkie wzrosty średniej NIKKEI 225 osiągnięte od 2003 roku. Potem, mimo globalnego odbicia i później silnej hossy, do 2013 roku Japonia była zapomnianym rynkiem, który wszedł w trend boczny połączony ze szkodzącym gospodarce silnym JPY. Przełom nastąpił po wygranych przez partię LDP wyborach pod koniec 2012 roku. Do władzy doszła partia Shinzo Abe, który został premierem i do które-

widocznym efektem było wyraźne zakończenie ery silnego jena – ten z poziomu ponad 300 JPY/USD w latach 70-tych umocnił się do historycznego minimum 75,5 JPY/USD. Od tego czasu mamy kontrolowaną przez bank centralny Japonii dewaluację JPY, która od czasu wyborów osłabiła japońską walutę w relacji do USD o około 55% do obecnych 120 JPY/USD.

Wykres nr 2: Silny rynek pracy – bezrobocie i liczba aplikantów.



Źródło: Thomson Reuters Data Stream, ING IM.

Podejście „zrobimy wszystko, co trzeba”

Shinzo Abe niejednokrotnie pokazał już rynkom, że japoński model stymulacji gospodarki będzie rewolucyjny i wiele rozwiązań zobaczymy po raz pierwszy. Po 2 latach funkcjonowania tego eksperymentu możemy dokonać pierwszych podsumowań.

Japoński PKB zdecydowanie odbił, ale jego obecna dynamika jest z pewnością poniżej oczekiwań. To rozbudza myśli o kolejnej fazie zwiększonego QE, bądź innych działaniach stymulacyjnych. Rząd Japonii odsunął o 18 miesięcy pomysł podniesienia podatku od sprzedaży. Jego pierwsza podwyżka w II kwartale 2014 r. doprowadziła do istotnego (-1,9%) spadku PKB.

Japońskie gospodarstwa domowe ratują teraz ceny surowców. Japonia to kraj, który nie eksploatuje obecnie istotnych ilości surowców naturalnych i korzysta z niskich cen surowców energetycznych, rolnych

i przemysłowych. W 2015 roku rosną pensje, a wyraźne efekty stymulacji widać po japońskim rynku pracy. W Japonii wskutek Abenomiki spadło zarówno bezrobocie, jak i dostępność kandydatów do pracy dla potencjalnych pracodawców. Wszystko to tworzy też presję na inny pożądaną w Japonii i w ogóle wśród gospodarek rozwiniętych czynnik – inflację.

Prawdziwy wpływ Abenomiki widać jednak w przychodach i wynikach spółek, zwłaszcza eksporterów. Firmy sektora przemysłowego to około 25% portfela funduszu ING (L) Japonia, więc zyski spółek takich jak Toyota, Mitsubishi, Hitachi czy Mazda mają spore znaczenie dla notowań całej japońskiej giełdy.

Miejscem, gdzie efekty dewaluacji JPY widać najwyraźniej, są oczywiście przychody i zyski eksporterów. Toyota Motors, największa japońska firma i jednocześnie eksporter, zwiększyła swoje przychody w porównaniu do czasów przed Abe o ponad 40%, a zyski zwiększyła o około 8 razy. Dla całego japońskiego rynku akcji wskaźniki są bardzo atrakcyjne, dywidendy dopiero zaczęły rosnąć, a już są 6 razy większe od rentowności 10-letnich obligacji. Mimo wzrostu kursów wyceny pozostają niskie na tle innych rynków światowych.

Zagraniczni inwestorzy mimo spektakularnej hossy w Japonii w ostatnich 2 latach nie skorzystali w pełni ze wzrostów kursów. Powodem jest znaczny spadek kursu jena. Dlatego ważne, aby obrona strategia inwestycyjna opierała się na zabezpieczeniu ryzyka kursowego.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Na GPW nadal akumulacja – wybicie w Budapeszcie

Marzec nie był dla Wall Street dobrym miesiącem dla byków. Dużo lepiej zachowywały się europejskie rynki akcji. Powód był bardzo oczywisty – sytuacja na rynku walutowym. Gwałtownie spadający kurs EUR/USD (umocnienie dolara) szkodził amerykańskim rynkom akcji i pomagał europejskim. Europejscy eksporterzy zyskiwali na konkurencyjności, a Amerykańscy tracili.

Spółki z indeksu S&P 500 40% swoich dochodów uzyskują poza granicami USA, więc silny dolar będzie uderzał w ich kwartalne wyniki. Dla całej gospodarki USA, gdzie eksport to około 10% całości aktywności gospodarczej, mocny dolar ma mniejsze znaczenie, ale też w niektóre sektory gospodarki uderza.

Poza tym, mocny dolar szkodzi surowcom (szczególnie cenom ropy i gazu), co też zmniejsza konkurencyjność amerykańskiej gospodarki korzystającej wcześniej z tanich źródeł wydobycia, czyli z ropy i gazu z łupków. Przy niskich cenach ropy wydobycie tych surowców z łupków staje się nieopłacalne.

Trzeba też pamiętać o tym, że mocny dolar – szkodzi cenom surowców – obniża dochody wielu krajów rozwijających się (na przykład Rosji czy Brazylii), a to szkodzi koniunkturze globalnej. Tej koniunkturze szkodzi też to, że zadłużone w dolarach kraje i firmy muszą (na skutek umocnienia dolara) coraz więcej dochodów w lokalnej walucie poświęcać na spłatę odsetek.

W tej sytuacji z dużym napięciem czekano na kwartalne posiedzenie FOMC. To było takie posiedzenie,

po którym Fed publikuje swoje prognozy makroekonomiczne dla USA oraz po którym odbywa się konferencja prasowa Janet Yellen, szefowej Fed. Jedno było pewne – stopy procentowe nie zmieniają się i rzeczywiście tak było. Dowiedzieliśmy się też, że najpewniej nie zmienią się również w kwietniu.

Większość analityków spodziewała się opuszczenia słowa „cierpliwość” w komunikacie (w kontekście podwyżki stóp). Gdyby w komunikacie zabrakło tego słowa, to ponoć znaczyliby, że Fed nie będzie już cierpliwie czekał z podwyżkami stóp i podniesie je w czerwcu. Rzeczywiście słowo to znikło, ale w prognozach Fed i wypowiedziach szefowej Rezerwy Federalnej znalazły się elementy, które znaczenie tej zmiany języka zredukowało prawie do zera.

Przed wszystkim prognozy wzrostu PKB na ten rok i następne lata zostały obniżone w porównaniu do prognoz z grudnia. Obniżona została też prognoza inflacji. **Media na oczekiwań w odniesieniu do prognozowanej ścieżki stóp procentowych została też obniżona. W grudniu oczekiwano, że stopy procentowe w końcu 2015 roku wzrosną do 1,125 proc. Teraz jest to tylko 0,625 proc.**

Na dodatek Janet Yellen powiedziała, że „tylko dlatego, że usunęliśmy słowo „cierpliwy” z komunikatu nie oznacza, że mamy zamiar być niecierpliwi” – w domyśle, że będziemy chcieli szybko stopy podnieść. Powiedziała też, że silny dolar szkodzi eksportowi i obniża inflację. W domyśle – silny dolar działa jak podwyżka stóp, z czego można wysnuć wniosek, że Fed

tym bardziej nie będzie się śpieszył z podwyżką,

Yellen znowu udał się majstersztyk – ostrzegła, że stopy wzrosną nie strasząc rynków. Dzięki temu skala marcowych spadków indeksów znacznie się zmniejszyła, a kurs EUR/USD wszedł w, zapewne chwilową, wzrostową korektę. To nie znaczy, że wzrosła relatywna siła Wall Street w stosunku do Eurolandu.

W Warszawie sytuacja na GPW zmieniała się w marcu bardzo dynamicznie owocując niewielkimi zmianami WIG20. Lepiej zachowywały się indeksy mniejszych spółek. Duże spółki ciągle czekają (już cztery lata) na atak popytu z zagranicy. Ciągle uważam, że niedługo powinniśmy takiego ataku oczekiwać. Kapitały przesuwane są z Wall Street na giełdy Eurolandu, ale rynek leżący odłogiem przez 4 lata powinien z odprysku tego kapitału zyskać.

Warto zwrócić uwagę na to, co dzieje się w Budapeszcie. Tam indeks BUX wybił się z podobnego do tego, w którym przebywa WIG20, czteroletniego kanału trendu bocznego generując mocny sygnał kupna. Skoro tam zawitał kapitał zagraniczny, to można oczekiwać, że pojawi się też i u nas. Wystarczyłoby, żeby banki zaangażowane we franki przewyciężyły swoją słabość. Niestety, na porozumienie na linii „banki-KNF” musimy jeszcze trochę poczekać.



Piotr Kuczyński,
Główny Analityk
Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.



Istniejemy po to, aby ludzie mogli we właściwym czasie podejmować dobre decyzje dotyczące ich pieniędzy.

Pracują z nami cenieni i uznani eksperci środowisk finansowych, którzy swoją bogatą, wszechstronną wiedzą i doświadczeniem dzielą się z inwestorami. Nasi Klienci mogą czuć się wyjątkowo, mając profesjonalne wsparcie w podejmowanych przez nich decyzjach inwestycyjnych. Zadowolenie Klientów jest dla nas priorytetem, dlatego pracujemy wyłącznie z najlepszymi.

www.xelion.pl

801 370 370

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 („Spółka”). Spółka podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie promocyjny i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce oraz świadczonych usługach, w tym o pełnej ofercie Spółki i wszystkich funduszach, ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi, udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usługi. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią wobec kogokolwiek zapewnień ani zobowiązań natury prawnej ze strony Spółki, nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej, gdyż nie stanowią usługi doradztwa inwestycyjnego, analizy ani rekomendacji w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi i przepisów wykonawczych.