

Biuletyn Inwestycyjny Xelion

NR 11(45) 7 listopada 2014 r.

E K S P E R C I

T R E N D Y

A K T U A L N O Ś C I

I N W E S T Y C J E

E M E R Y T U R A





Szanowni Czytelnicy,

Lektura najnowszego numeru Biuletynu Inwestycyjnego Xelion pozwala Czytelnikom spojrzeć globalnie na rynek obligacji - nie tylko tych rządowych, które utarły się w świadomości uczestników rynku jako bezpieczna przystań inwestycyjna, ale również - przeżywających w ostatnim czasie „boom” - obligacji korporacyjnych. Ponadto, poszukamy odpowiedzi na pytanie, czy sytuacja na rynku ropy może być dla inwestorów dobrym pomysłem na lokowanie środków.

A na koniec, tradycyjnie już, Piotr Kuczyński dokona oceny październikowych wydarzeń na rynkach finansowych i przedstawi swoje prognozy na najbliższy czas.

Zachęcamy do lektury!

W numerze:

-  perspektywy dla obligacji korporacyjnych przedstawi Grzegorz Zatyrb ze Skarbiec TFI S.A.,
-  okazji inwestycyjnych na rynku surowców poszuka Grzegorz Prażmo z TFI Allianz Polska S.A.,
-  rentowność europejskich obligacji rządowych ocenią K. Augustyński i P. Kowalski z TFI PZU S.A.,
-  z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Październik dobrym miesiącem dla (amerykańskich) byków.

**Przełom w opłatach
na FW20**

Stała opłata miesięczna

Sprawdź na www.xelion.pl

Po wybojach, ale do przodu!

Obligacje korporacyjne w Polsce zyskują coraz większe znaczenie jako źródło finansowania, ale także jako klasa aktywów, którą biorą pod uwagę inwestorzy. Problemy niektórych emitentów z branży budowlanej z 2012 i 2013 roku oraz - będące ich następstwem - kłopoty kilku funduszy inwestycyjnych skierowały uwagę inwestorów na zagraniczne rynki długu przedsiębiorstw. Zasadniczą przewagę daje mu płynność, praktycznie nieobecna w przypadku polskich papierów dłużnych. Drugą przewagę dają mu rozwiązania prawne, dzięki którym, w przypadku upadłości emitentów, obligatariusze są w stanie odzyskać znaczącą część zaangażowanych środków. Tzw. „recovery ratio” na rozwiniętych rynkach sięga 60% dla obligacji zabezpieczonych i 40% dla niezabezpieczonych. Do tego dochodzi objęcie ratingami wiarygodności kredytowej większości emisji. **Z uwagi na oczekiwania co do stóp zwrotu większym zainteresowaniem cieszą się obligacje zaliczane do grupy „high yield”, czyli nie posiadające ratingu kredytowego na poziomie inwestycyjnym.** „High yield” używane jest bardzo często, jako że alternatywne określenia, jak choćby „obligacje śmieciowe”, tworzą nienajlepszą atmosferę wokół tej klasy aktywów, nie do końca zgodną z prawdziwą naturą tych instrumentów. Na przykład „default rate”, czyli relacja niewypłacalnych emitentów do ogółu (liczona wg wartości emisji) wynosi obecnie 1,8% dla rynku europejskiego i 1,9% dla Stanów Zjednoczonych. Mowa tu oczywiście właśnie o obligacjach z ratingiem spekulacyjnym. Wartości te zbliżone są do historycznych minimów.

Popularność w Polsce globalne obligacje korporacyjne zawdzięczały bardzo interesującym stopom zwrotu. Od jesieni 2011 roku systematycznie zmniejszał się spread kredytowy, co związane było z poprawą sytuacji gospodarczej po kryzysie. W efekcie inwestycje w dług korporacyjny - oprócz wysokiej rentow-

ności, które sięgała wówczas nawet 10% p.a. -dawały także możliwość zarobienia na wzroście ich ceny wynikającym właśnie ze spadku rentowności. Do połowy bieżącego roku spready kredytowe (patrzac na indesky szerokiego rynku „high yield”) spadły do poniżej 300 punktów w Europie i 350 w USA. Sytuacja uległa zmianie w czerwcu 2014 roku, kiedy to pojawiły się obawy o trwałość wzrostu gospodarczego oraz skutki zakończenia QE w Stanach Zjednoczonych. Negatywny wpływ w Europie wywarło także zagrożenie dodatkową podażą obligacji ze strony banków, które zmuszone będą do pozyskania bardziej stabilnego finansowania i podniesienia funduszy własnych. Od połowy lata spready kredytowe dla obligacji „high yield” wzrosły o około 100 punktów bazowych, przy czym warto zauważyć, iż wzrost ten wziął się przede wszystkim z wyższych spreadów dla emisji o ratingach na poziomie B i niższych. Wzrost spreadów kredytowych wraz ze zmianami na rynkach obligacji rządowych przełożył się na wzrost rentowności obligacji „high yield” w Europie do niespełna 4% i ponad 6% w USA. Przejściowo rentowności były nawet o 40-50 punktów bazowych wyższe.

Przyszłość rynku obligacji korporacyjnych będzie więc powiązana z kondycją gospodarek. W przypadku Stanów Zjednoczonych ze strony danych makro rynkowi obligacji firm raczej w najbliższym czasie nic nie grozi. Co prawda, zapewne wcześniej niż w Europie zobaczymy tam wzrost stóp procentowych, nie nastąpi to jednak wcześniej niż w III kwartale 2015 roku. Większe wątpliwości może budzić kondycja europejskich przedsiębiorstw. Tu jednak należy wziąć pod uwagę program skupu zabezpieczonych papierów uruchomiony przez EBC.

Reasumując, „złote lata” długu korporacyjnego zapewne już się skończyły, nie oznacza to jednak, że ta klasa aktywów winna odejść w zapomnienie. Przede



wszystkim należy pogodzić się z nieco wyższą zmiennością, niż ta z 2012 czy 2013 roku. Musimy przy tym pamiętać, że co by się nie działo po drodze, emitenci wykupują obligacje po nominale, a to zdecydowanie odróżnia je od akcji. Tak więc, choć silne turbulencje na rynkach długu korporacyjnego zdarzają się w tych samych okresach co na rynkach akcji, to na tym podobieństwo się kończy. Obligacje w dniu wykupu będą bowiem warte 100% swojego nominalu (minus ew. bankructwa, obecnie na poziomie poniżej 2%, plus „recovery rate”). Dlatego też zmienność funduszy zagranicznych obligacji korporacyjnych to trochę inna zmienność niż funduszy akcji. **Trudno też znaleźć obecnie alternatywę dla stóp zwrotu oferowanych przez obligacje „high yield”.** Ich rentowność, średnio dla głównych rynków, można szacować na około 5%. Na zyski kapitałowe nie można raczej liczyć ale taka stopa zwrotu wydaje się wciąż bardzo atrakcyjna. **Dopóki globalnej gospodarcze nie zajrzy w oczy przegrzanie koniunktury, rynek długu korporacyjnego pozostanie rozsądną alternatywą dla bardzo drogiej obligacji i sensownym uzupełnieniem dla bardzo zmiennych akcji.**

Grzegorz Zatrzyb
Główny Strateg

Skarbiec Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Spadająca cena ropy okazją inwestycyjną?

Cena ropy odnotowała istotny spadek w ostatnich kilku miesiącach. Dla konsumenta niższe ceny ropy naftowej obecnie przekładają się na niższe ceny paliwa. Jak cena ropy będzie kształtować się w najbliższym czasie i jaki wpływ może to mieć na branże związane z łąpkami?

Pomimo zawirowań geopolitycznych na Ukrainie i Bliskim Wschodzie, cena ropy West Texas Intermediate spadła do poziomu około \$80/baryłkę. Za spadkiem cen przemawiał wzrost podaży ropy,

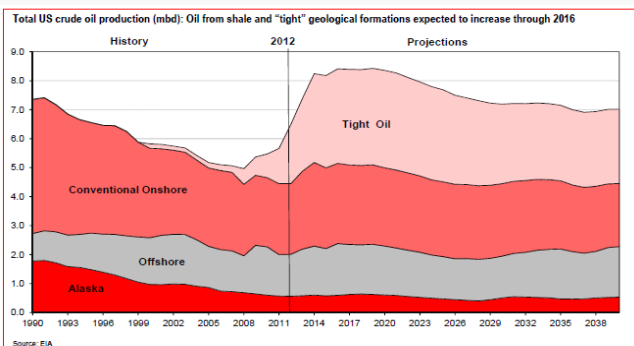
projektów, ograniczając przez to podaż surowca i dając szansę na stabilizację cen. **Prawdopodobny wzrost popytu na ropę w czwartym kwartale może wpłynąć korzystnie na ceny ropy.**

Ostatni spadek ceny ropy miał istotne przełożenie na wyceny spółek z sektora wydobywania ropy i gazu, powodując głęboką korektę w tym sektorze. Według analityków z banku Credit Suisse (raport z 15 października), wyceny spółek w tym sektorze dyskutowały (odzwierciedlały) ceny ropy nawet około \$70/baryłkę –

ży również podkreślić, że niższa cena ropy może także wpłynąć pozytywnie na wyniki finansowe spółek z sektora przetwarzania ropy.

Istotny wpływ na branże związane z łąpkami mogą mieć wydarzenia geopolityczne, dalszy rozwój cen surowców oraz dane makroekonomiczne w USA. Nie można też pominąć faktu, że polityka monetarna będzie miała wpływ na amerykańskiego dolara, a przez to na ceny surowców. Pierwsze podwyżki stóp procentowych będą zależęły od danych ma-

Wykres nr 1. Produkcja ropy naftowej w USA.



Źródło: HSBC, EIA.

Wykres nr 2. Produkcja ropy w krajach OPEC [tys. baryłek dziennie] vs. cena ropy (WTI) [USD za baryłkę].



Źródło: Bloomberg.

m.in. wysoka produkcja ropy z łąpków w USA (Wykres nr 1) oraz umocnienie amerykańskiego dolara względem innych walut. Obniżenie prognozy wzrostu PKB przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy również wpłynęło na notowanie tego surowca. **Pomimo istotnego spadku ceny ropy w ostatnich 3 miesiącach, jest potencjał na stabilizację tej ceny w dłuższym okresie czasowym.** Spadek cen ropy do poziomów około \$80/baryłkę oznacza, że obecnie cena ropy jest powyżej poziomów technicznego wsparcia z października 2011 r. i czerwca 2012 r. W poprzednich latach Organizacja Krajów Eksportujących Ropę Naftową (OPEC) również często zmniejszała produkcję tego surowca po spadkach cen, powodując stabilizację cen w dłuższym horyzoncie czasowym (Wykres nr 2). Ewentualny spadek poniżej tych poziomów również oznaczałby spadek opłacalności poszczególnych

wskazując, że po ostatnich spadkach poszczególne spółki zajmujące się wydobywaniem gazu i ropy z łąpków mogą być dobrą okazją inwestycyjną.

Należy wspomnieć, że są też inne spółki przemysłowe związane z łąpkami, o ograniczonej relacji z ceną ropy, które stanowią istotną dywersyfikację od ceny ropy. Obecne ceny gazu w USA są nadal znacznie niższe od cen gazu w Europie i Azji, stanowiąc znaczącą przewagę konkurencyjną dla amerykańskich spółek przemysłowych, gdzie koszty energii mają zasadnicze znaczenie w całkowitych kosztach produkcji. Ta przewaga konkurencyjna wpłynie pozytywnie na dynamikę wyników amerykańskich spółek w branżach takich jak przemysł chemiczny lub stalowy. Niskie ceny gazu są również korzystne dla spółek z sektora utilities (energetyka), które generują stabilne przepływy pieniężne. Nale-

żone ekonomicznych w USA i mogą nastąpić wcześniej lub później niż wynika to z prognoz docelowych stóp procentowych. Wyniki spółek amerykańskich za III kwartał do końca października były powyżej oczekiwań – do tej pory ponad 70 proc. spółek z indeksu S&P 500 ogłosiło już swoje wyniki (ponad 75 proc. z nich wykazało wyniki wyższe od oczekiwań analityków, ze średnim wzrostem zysku na akcję ponad 9% r/r). Utrzymanie podobnego tempa wzrostu w kolejnych kwartałach byłoby korzystne dla amerykańskiego rynku akcji i branż związanych z łąpkami w dalszej perspektywie.

Grzegorz Prażmo

Zarządzający Funduszami Allianz Energetyczny i Allianz Nowa Energia FIZ

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

Rentowności europejskich obligacji. Dlaczego są tak niskie i jak długo to potrwa?

Rok 2014 inwestorzy rozpoczęli z oczekiwaniami pozytywnego rozwoju sytuacji na światowych rynkach finansowych – czyli przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego oraz rosnącej w ślad za tym inflacji.

Rentowność 10-letnich obligacji w USA wynosiła wtedy powyżej 3% i oczekiwano jej wzrostu do poziomów 3,5%. Na wzrost rentowności (czyli spadku ceny) z poziomu 1,93% liczono również w przypadku niemieckiej 10-latki, po tym jak wygasły obawy o rozpad strefy Euro, a prognozy mówiły o coraz lepszych perspektywach globalnej gospodarki.

Niestety, jak się później okazało, pozytywne założenia znacząco odbiegały od rzeczywistości. Długa i mroźna zima w USA przełożyła się na ujemny odczyt tamtejszego PKB za I kwartał. Nie lepiej przedstawiała się sytuacja w Europie, gdzie dodatkowo na wroście gospodarczym zaczął ciążyć konflikt na Ukrainie i nałożone w jego następstwie obustronne sankcje pomiędzy Rosją i Unią Europejską. Nowym problemem Europy stał się także słabnący wzrost i spadająca inflacja. Przy celu inflacyjnym Europejskiego Banku Centralnego (ECB) blisko 2%, odczyt za wrzesień wyniósł 0,3% r/r – realnym stało się więc widmo deflacji.

W obawie przed realizacją scenariusza japońskiego, czyli groźbą długotrwałej deflacji, ECB zaczął obniżać stopy procentowe w czerwcu i sprowadził stopę depozytową do ujemnego poziomu. Zapowiedział także niestandardowe działania w postaci programów tLTRO oraz skupu covered bonds i ABS celem zwiększenia płynności w sektorze bankowym i udrożnienia kanału kredytowego.

Obecnie, niemieckie obligacje z terminem wykupu do 3 lat dają negatywną stopę zwrotu, a rentowność 10-latki znaj-

duje się na poziomie 0,90%. Te historycznie niskie poziomy są m.in. wynikiem oczekiwań rynkowych na kolejne niestandardowe działania ECB – jak np. Quantitative Easing (kupno sovereign bonds).

Na wspomnianych oczekiwań skorzystały też obligacje innych krajów, w tym: Włoch, Hiszpanii i Portugalii. Ich rentowności mocno spadły, a odległości (czyli spread-y) do uznawanych za punkt odniesienia obligacji niemieckich mocno się zawężyły. Również na polskim rynku obligacji mieliśmy do czynienia ze spadkami rentowności, napędzanymi dodatkowo przez oczekiwania na obniżki stóp procentowych przez RPP.

Jak długo może potrwać taki stan? – to pytanie za przysłowiowy „milion dolarów”.

Biorąc pod uwagę mało optymistyczny scenariusz deflacyjny znany z Japonii, to może on potrwać nawet 20-30 lat. Tamtejsza gospodarka, pomimo zerowych stóp procentowych, nie może się podnieść od 1990 roku, a rentowności japońskich 10-letnich obligacji wynoszą 0,46%. Pod tym kątem obligacje krajów europejskich mają wciąż potencjał do spadku rentowności.

Jeśli przyjmujemy bardziej optymistyczny scenariusz, czyli: zgodę na niestandardowe działania ECB na dużą skalę (czemu przeciwne są Niemcy), wygaśnięcie konfliktu na Ukrainie, „stymulus” fiskalny w Europie, większy wzrost gospodarczy w USA i innych rejonach świata – to może okazać się, że pesymizm rynków finansowych był mocno przesadzony.

Biorąc pod uwagę proces decyzyjny w Unii Europejskiej, jak również brak



przekonania Niemiec do wprowadzania niestandardowych programów, na chwilę obecną skłaniamy się bardziej do pesymistycznego scenariusza rozwoju sytuacji.

Konrad Augustyński
Zarządzający Funduszami

Paweł Kowalski
Zarządzający Funduszami

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych
PZU S.A.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Październik dobrym miesiącem dla (amerykańskich) byków



Na przełomie września i października sytuacja na giełdach wyglądała na bardzo niekorzystną dla posiadaczy akcji. Indeksy spadały jak liście z drzew i pojawiło się nawet pytanie, czy październik, miesiąc krachów, nie zakończy się ostrą przeceną. Tak się nie stało. Indeksy w Europie i w USA wzrosły. Warszawa znowu zachowała niezależność. **We wrześniu, który Wall Street kończyła spodkami indeksów, WIG20 zyskał, ale w październiku, którego druga połowa była doskonała dla byków na rynkach akcji, GPW była słaba.**

Na przełomie miesiący zmienność była potężna, co owocowało dzikimi zmianami indeksów. Fatalnie zachowywały się szczególnie giełdy europejskie. Nic dziwnego – szkodziła im bardzo sytuacja panująca w Grecji. Poza tym szefowa MFU, Christine Lagarde, oświadczyła, że jeśli strefa euro nie zwiększy inwestycji, to grozi jej recesja. Do paniki w Niemczech i we Francji ewidentnie doprowadziły informacje o tym, że ECB złagodzi warunki dostępu do linii kredytowych dla greckich banków. Odczytuje się to jako zwiększenie prawdopodobieństwa konieczności udzielenia Grecji kolejnej pomocy.

Na Wall Street spadki były zdecydowanie mniejsze, ale i tak indeksy pokonały swoje średnie 50- i 200-sesyjne, a do

tego indeks S&P 500 wyrysował formację podwójnego szczytu, czyli wygenerował mocny sygnał sprzedaży. I wszystko byłoby na najlepszej drodze (dla obozu niedźwiedzi), gdyby nie to, że pojawiły się (bo pojawić się musiały) czynniki zmieniające sytuację.

Przede wszystkim chodzi o technikę. Wall Street święcie wierzy, że „normalna” korekta zabiera około dziesięć procent od szczytu. Te dziesięć procent to były dla indeksu S&P 500 okolice 1.800 pkt. Było więcej niż pewne, że przed osiągnięciem tego poziomu byki zaatakują. I tak się też stało. Październik indeksy kończyły nad średnimi 50- i 200-sesyjnymi i w niewielkiej odległości od rekordowych poziomów.

Drugim czynnikiem był sezon raportów kwartalnych spółek. Od wielu kwartałów ten okres jest bardzo dobry dla obozu byków. Tak było i tym razem. Większość spółek publikowała wyniki lepsze od doskonale pomyślanych prognoz, co rzecz jasna musiało bykom pomagać.

Trzecim czynnikiem był Fed i jego działania. Wydawało się pewne, że Rezerwa Federalna nie będzie spokojnie patrzyła na przecenę na rynku akcji, która może zwrócić zaszkodzić gospodarce. Stanley Fischer, wiceszef Fed, stwierdził, że jeśli wzrost gospodarczy poza USA jest słabszy niż tego oczekiwano, to konsekwencje dla gospodarki amerykańskiej mogą spowodować, że Fed będzie wolniej zaostrzał politykę monetarną”. Okazało się jednak, że Fed retoryki nie zmienił. Gdyby indeksy nadal spadały, to z całą pewnością nastąpiłaby zmiana stanowiska Rezerwy Federalnej. Jednak w sytuacji, gdy indeksy szybko wróciły w okolice rekordów już przed posiedze-

niem FOMC, po co to grono miałoby zmieniać swoje poglądy?

Jak zwykle pozostaje postawić pytanie: co dalej? **Uważam, że rynek amerykański w najgorszym razie wejdzie w trend boczny, bo przecież koniec roku jest bardzo często korzystny dla posiadaczy akcji.** To zaś nie będzie szkodziło bykom w Europie. **Nie znaczy to, że GPW i inne giełdy europejskie są bezpieczne.** Mnożą się tam zagrożenia (od problemu greckiego do coraz bardziej prawdopodobnego wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej). Na razie na zachowanie rynków to jednak nie wpłynie.

Trzeba przede wszystkim obserwować, co będzie się działo w geopolityce. Rosyjski Komiersant napisał 30 października, że UE zastosuje nowe sankcje, dlatego, że Rosja uzna wybory, które separatyści przeprowadzili 2 listopada. Gdyby nowe sankcje zostały nałożone, to tym razem Rosja nie ociągałaby się już z odpowiedzią i kontrsankcjami, nad którymi podobno rosyjski rząd już pracuje. Jeśli te kontrsankcje zabolą UE, indeksy będą spadały. I to nie tylko w Europie. Jeśli ten problem się nie pojawi, to być może zobaczymy po sezonie raportów kwartalnych małą korektę, ale koniec roku znowu powinien być dla posiadaczy akcji dobry.

Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

Informacje Prawne

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 (t.j.: Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 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.

Właściciel:

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o., ul. Puławska 107, 02-595 Warszawa, www.xelion.pl