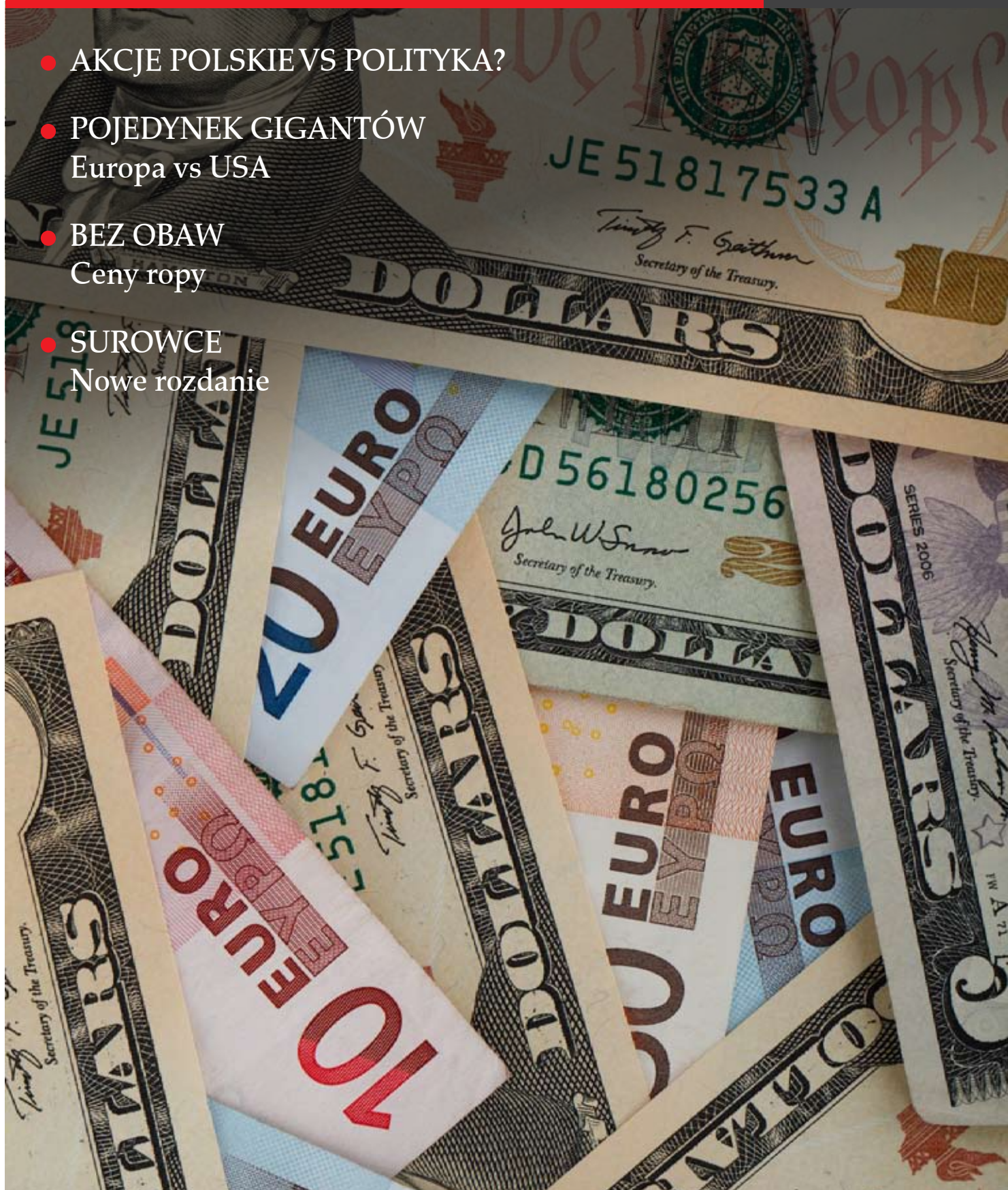


- AKCJE POLSKIE VS POLITYKA?

- POJEDYNEK GIGANTÓW
Europa vs USA

- BEZ OBAW
Ceny ropy

- SUROWCE
Nowe rozdanie



Inwestycje na najwyższym poziomie

ZADBAJ O SWOJE FINANSE Z DI XELION

**KORZYSTAJ Z ATRAKCYJNYCH
ROZWIĄZAŃ INWESTYCYJNYCH**

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, XII 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. 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 usług. Informacje nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.

- 4 | Polityka a polski rynek akcji
- 5-7 | USA czy Europa. Pojedynek gigantów
- 8 | Nie bójmy się niskich cen ropy
- 9-11 | Surowce i nowe rozdanie na Bliskim Wschodzie
- 12 | Okiem Piotra Kuczyńskiego:
Marzec miesiącem banków centralnych



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

Jak w dalszej części najnowszego Biuletynu Inwestycyjnego Xelion wskazuje Piotr Kuczyński, kończący się już za kilka dni marzec upłynął pod znakiem rozstrzygnięć ogłaszanych przez banki centralne. I Europejski Bank Centralny, i Bank Japonii, i Rezerwa Federalna ogłosiły światu swoje – jakby nie patrzeć – różne decyzje, niekiedy zaskakując i wywołując mieszane reakcje rynkowych graczy, o czym szerzej w dalszej części publikacji.

Na ustach obserwatorów rynkowych niezmiennie od kilkunastu tygodni królują surowce – ładne zachowanie złota oraz jego „czarna odmiana”, która bije kolejne rekordy ostatnich zwyżek cen. Co prawda, jeszcze niemal miesiąc musimy czekać na kolejne decyzje naftowych potęg: Zjednoczonych Emiratów Arabskich, Kataru, Wenezueli i Rosji, w zakresie wydobycia ropy, niemniej już dziś eksperci starają się przewidzieć możliwe scenariusze i ich wpływ na sytuację gospodarczą świata.

Życzymy satysfakcjonującej lektury!

Zespół Domu Inwestycyjnego
Xelion sp. z o.o.



Biuletyn Inwestycyjny Xelion

Nr 03/2016 (60)

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

Polityka a polski rynek akcji

Tomasz Hońdo, CFA

Starszy Analityk, Quercus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



W 2015 roku polski rynek akcji był pod presją dwóch rodzajów czynników: (a) pogorszenia sytuacji na giełdach światowych wynikającego ze wzrostu obaw co do koniunktury gospodarczej (szczególnie w Chinach), (b) negatywnych zaskoczeń związanych z zapowiedziami i działaniami rodzimych polityków. Zastanówmy się, co z pomysłów i zapowiedzi polityków zostało już uwzględnione w cenach akcji, a co stanowi ciągle niewiadomą i czynnik ryzyka.

Pomysły, które są zdyskontowane w całości lub w dużym stopniu i przez to nie powinny już mieć negatywnego wpływu na rynek akcji:

- **podatek bankowy** – to chyba najważniejszy czynnik, który pogryzał kursy banków przez większość ubiegłego roku; niemal do ostatniej chwili nie były znane jego szczegóły, a przez długi czas od polityków napływały sprzeczne sygnały. Teraz już obowiązuje, więc czas domysłów na szczęście za nami;
- **podatek od handlu detalicznego** – co prawda jego ostateczny kształt nie jest jeszcze znany, ale mniej

więcej wiadomo, w jakim kierunku idzie ten pomysł;

- **ratowanie nierentownego górnictwa** kosztem notowanych na GPW spółek z udziałem Skarbu Państwa (energetycznych, paliwowych, finansowych) – inwestorzy są świadomi tych planów, nawet jeśli jest jeszcze pewna przestrzeń do negatywnych zaskoczeń, jeśli chodzi o szczegóły;

- **kształt budżetu państwa na 2016 rok** – rząd deklaruje utrzymanie deficytu poniżej 3% PKB, co oznacza oddalenie groźby destabilizacji finansowej.

Niestety nie wszystkie potencjalne zagrożenia zostały w pełni zdyskontowane, a to dlatego, że większość z nich albo jest mało klarowna, albo jest kwestią nieco dalszej przyszłości. Oto kilka z nich:

- **przewalutowanie kredytów frankowych** kosztem głównie banków – na razie ten pomysł z czasu kampanii wyborczej jest odsuwany na dalszy plan ze względu na groźbę destabilizacji systemu bankowego, ale nie wiadomo, czy w którymś momencie nie powróci;

- **kształt budżetu państwa na rok 2017** – możliwe jeszcze większe wydatki (np. w wyniku obowiązywania programu „500+” już przez cały przyszły rok, a nie tylko przez 3 kwartały, jak w tym roku; obietnica obniżenia wieku emerytalnego, itp.) będą wywoływać spekulacje na temat wielkości deficytu. Może pojawić się ryzyko wprowadzenia kolejnych obciążeń fiskalnych;

- odrzucona przez rząd dotychczasowa **polityka ograniczania deficytu** w relacji do PKB może oznaczać szybszy wzrost zadłużenia (zwłaszcza, gdyby osłabił wzrost PKB). A to z kolei może wywołać apetyt polityków na aktywa zgromadzone w Otwartych Funduszach Emerytalnych (OFE), na które obecnie składają się przede wszystkim akcje polskich spółek (o wartości prawie 100 mld zł na koniec stycznia);

- **przedłużający się konflikt konstytucyjny** może negatywnie odbić się na postrzeganiu Polski wśród inwestorów zagranicznych.

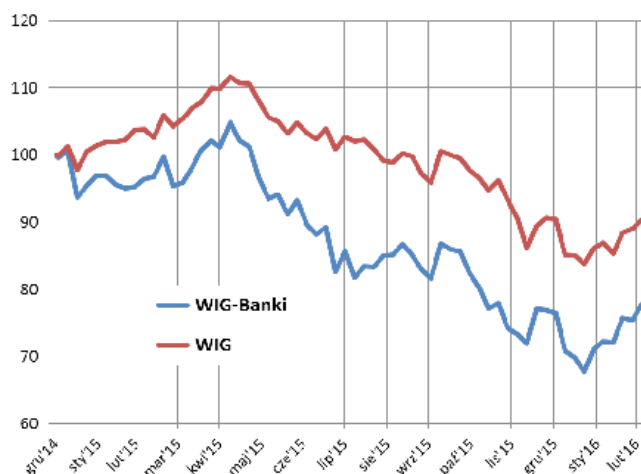
Najpoważniejszym czynnikiem ryzyka dla GPW wydaje się właśnie groźba nacjonalizacji OFE. Warto jednak zwrócić uwagę na trzy kwestie. Po pierwsze, nic nie jest jeszcze przesądzone na ten temat. Po drugie, inwestorzy zaczęli się już oswajać z taką groźbą. Po trzecie wreszcie, naszym zdaniem mało prawdopodobny jest scenariusz, w którym po ewentual-

nej nacjonalizacji OFE nagle pojawia się ogromna podaż akcji – bardziej realistyczny wydaje się wariant, w którym ze znacjonalizowanych walorów pobierane będą (maksymalnie?) dywidendy.

Na koniec warto też zwrócić uwagę, że choć nasz artykuł poświęcony jest politycznej niepewności, to są też jednak i pozytywne czynniki. Program „500+” prawdopodobnie wywoła wzrost popytu konsumpcyjnego, na czym skorzystać może część spółek giełdowych.

Reasumując, rok 2015 stał pod znakiem ogromnej niepewności politycznej. Część z tych czynników ryzyka dla inwestorów na GPW zdążyła się już jednak wyklarować. Pamiętajmy też, że na szczęście polityka to nie wszystko – liczą się też trendy na światowych rynkach akcji, a tam ostatnio nastroje zaczęły się ocieplać.

Zmiany indeksów (koniec 2014 r. = 100)



Źródło: Obliczenia własne na podst. GPW

USA czy Europa. Pojedynek gigantów

Michał Cichosz i Tomasz Piotrowski

Zarządzający Trigon Globalni Liderzy Wzrostu FIZ, Trigon Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

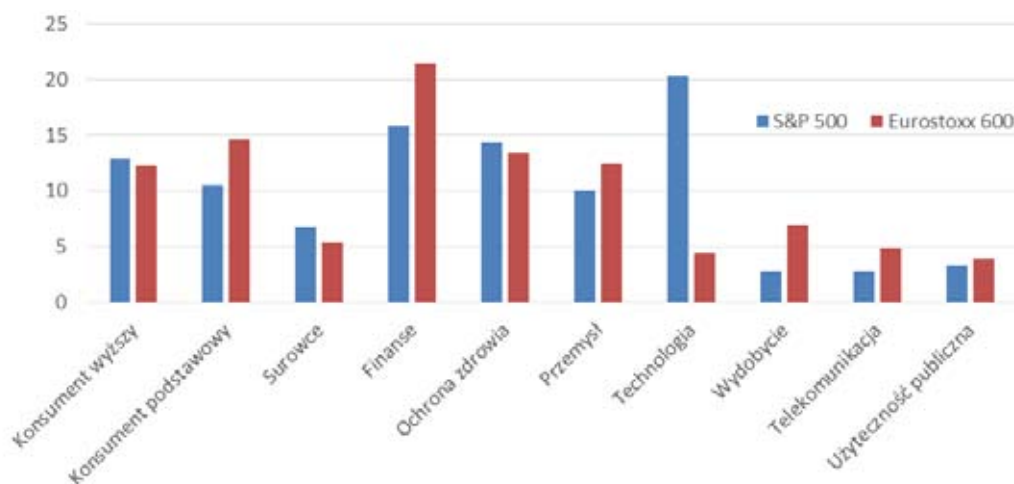
Stary Kontynent czy Ameryka – ten inwestycyjny dylemat jest już od dłuższego czasu na ustach inwestorów na świecie oraz dzieli wielu ekspertów. Z jednej strony „tańsze” niejednorodne akcje europejskie przy całym zgłębku makroekonomiczno-politycznym kuszą poszukiwaczy okazji wierzących w odwrócenie przez ostatnie lata renesansu zysków. Z drugiej strony amerykańska machina gospodarcza pomnażająca zyski w ostatnich latach zdecydowanie szybciej, ale za relatywnie wyższą cenę. Postaramy się wskazać poniżej, na czym polega ta debata, skąd wynikają rozbieżne argumenty obu stron i jaki kierunek geograficzny jest właściwy w zależności od tego, jakiemu stylowi hołduje dany inwestor.

CO KUPUJEMY INWESTUJĄC W USA, A CO W EUROPIE – CZYLI: CO DOSTAJEMY I W KTÓRYM WORKU?

Często słyszymy, szczególnie inwestując na rynkach wschodzących, że jeden rynek jest uzależniony od surowców, np. Rosja, Brazylia, a inny np. od sektora bankowego jak Polska czy Turcja, i ich zachowanie w tym samym czasie jest nierzadko przez to diametralnie różne. Wydawałoby się, że na największych rynkach na świecie, jak USA czy Europa, powinniśmy mieć raczej zrównoważoną ekspozycję branżową, jednak i tu istnieją spore rozbieżności co do sektorów, jakie mogą decydować o sukcesie/porazce naszej inwestycji.

Największa różnica pomiędzy S&P500 a indeksem Eurostoxx 600 dotyczy udziału spółek z sektora technologii -

Procentowy udział branżowy USA vs. Europa



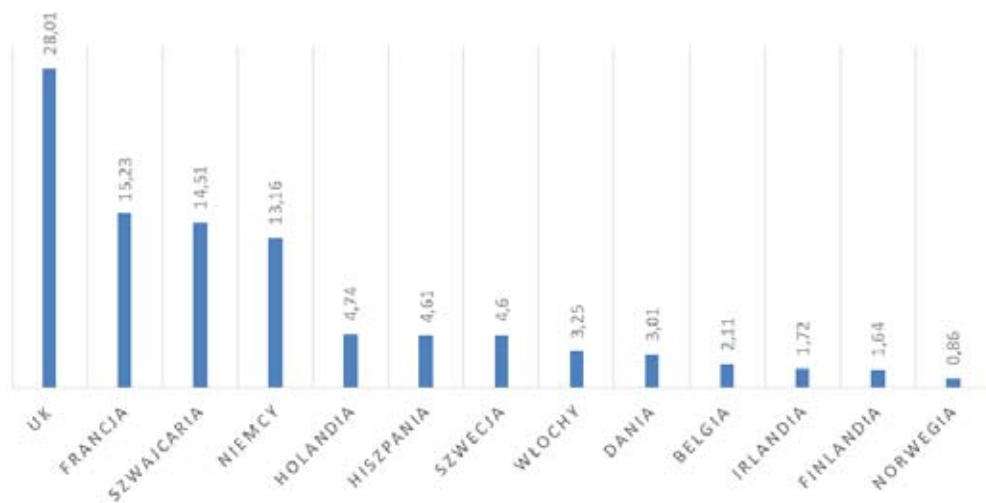
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

ponad 20% indeksu w USA przy zaledwie 4% w indeksie europejskim. Europa z kolei wyróżnia się zdecydowanie wyższym udziałem sektora finansowego (21% vs 15%), podstawowych dóbr konsumpcyjnych (14% vs 10%) oraz wydobywczego (7% vs 2,7%).

GIEŁDOWA EUROPA – ZŁOŻONA STRUKTURA O RÓŻNYCH EKSPOZYCJACH I IMPLIKACJACH INWESTYCYJNYCH

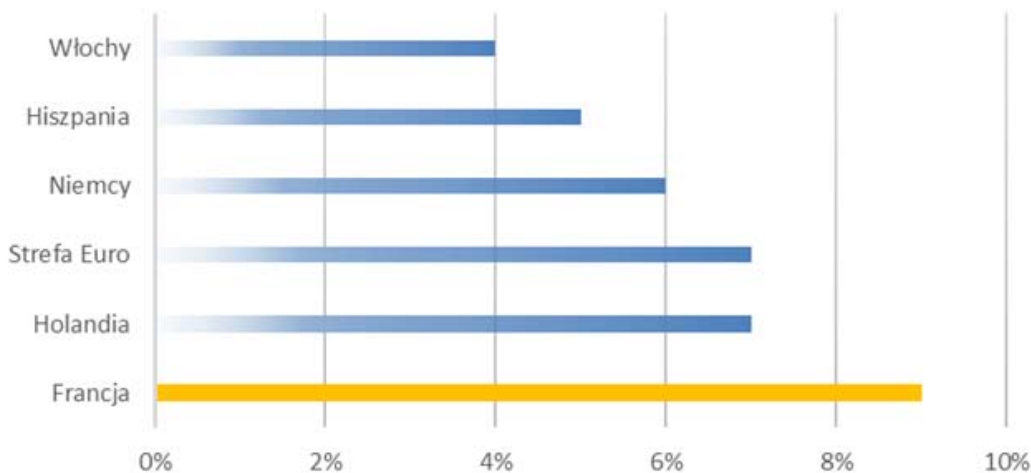
Sam rynek Europejski mierzony indeksem Eurostoxx 600 można porównać do hydry składającej się z wielu głów. Nie wszyscy od razu zgadną, że zdecydowanie największy wpływ ma rynek brytyjski - jego udział jest blisko 2 razy większy niż następny kraj na liście,

Udział % krajów w indeksie Eurostoxx 600



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Wpływ 10% deprecjacji EUR na poziom zysków indeksu



Źródło: Bloomberg, Societe Generale.

czyli Francja. Aż 70% indeksu stanowią 4 największe rynki, ale nie wolno zapominać o mniejszych rynkach, które również przy większej zmienności mogą sporo ważyć w całości. O tym, jak bardzo niejednorodnym tworem jest inwestycyjnie Stary Kontynent, niech świadczy fakt odmienności w zachowaniu się poszczególnych giełd na przestrzeni ostatnich 5 lat. Piąta pod względem udziału giełda holenderska wzrosła w tym czasie 40%, podczas gdy rynek włoski spadł o ponad 20%. Sam indeks zbiorczy Eurostoxx 600 zyskał wtedy o 20%. Diametralnie różne są również wrażliwości poszczególnych rynków europejskich na różne czynniki zewnętrzne, chociażby zeszło-

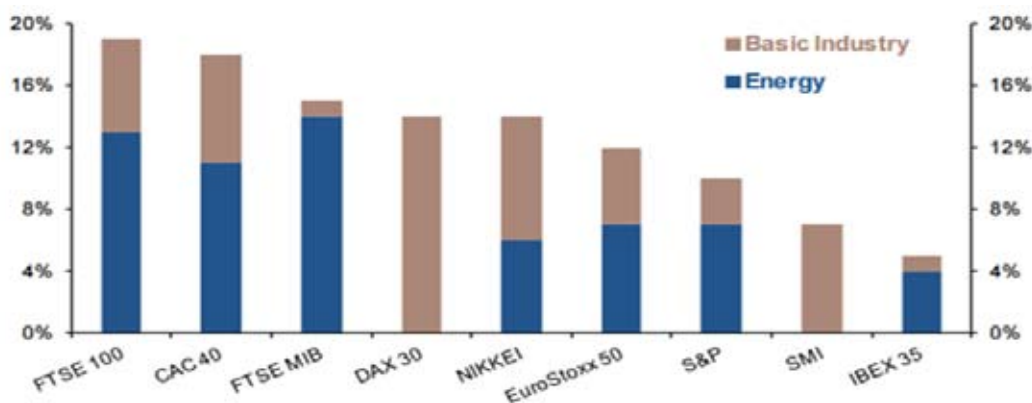
roczny wpływ silnego dolara, gdzie przez ekspozycję spółek najmocniej widoczny on jest w rynku francuskim oraz holenderskim, a najslabiej np. w Hiszpanii. I właśnie to znalazło swoje odzwierciedlenie w kilkunastoprocentowej różnicy w/w rynków w stopie zwrotu za rok 2015.

Ciekawa jest też z kolei znacząco różna wrażliwość poszczególnych europejskich rynków np. na wydarzenia w segmencie surowcowo-energetycznym. Po bardzo dużych spadkach cen surowców w ostatnim roku i panującej wysokiej zmienności na akcjach spółek z tego sektora widać, że jeśli ktoś chciałby zbudować ekspozycję na

ten sektor w Europie powinien przede wszystkim przyrzeć się rynkowi brytyjskiemu, który w blisko 20% składa się z przedstawicieli tych branż.

Mając powyższe na uwadze można stwierdzić, że giełdowa Europa ma bardzo różne oblicza inwestycyjne, a o średniej indeksu decydują często różne czynniki, takie jak sama waga poszczególnych rynków, a także ich różna wrażliwość na jedną zmienną. Grając na jakikolwiek scenariusz makroekonomiczny/branżowy, warto mieć z tyłu głowy informacje, jak i na której giełdzie działają różne koła zamachowe i gdzie geograficznie mamy największy lewar na dany czynnik.

Indeks brytyjski najbardziej eksponowany na potencjalne odbicie branży surowcowej oraz wydobywczej



Źródło: Bloomberg, Societe Generale.

JAK TE RÓŻNICE MAJĄ SIĘ DO GENEROWANIA ZYSKÓW I WARTOŚCI DLA INWESTORÓW?

Różnice pomiędzy USA i Europą, o których pisaliśmy do tej pory, mają zadziwiająco spore implikacje dotyczące zysków spółek w indeksach, a później zachowania całych rynków w ostatnich latach. Wynikają one nie tylko ze znacząco innej ekspozycji, ale też w samej skuteczności prowadzenia biznesu po obu stronach oceanu.

Różnica w trajektorii generowanych zysków jest obecnie na poziomach najwyższych w historii. Giełda mówi nam to, co „podskórnie” czuliśmy od dłuższego czasu. Przedsiębiorstwa w USA od czasu kryzysu w 2008 roku rozwijają się w szybszym tempie, z mniejszą wrażliwością na otoczenie zewnętrzne i większą wydajnością. Firmy amerykańskie wyciągnęły z kryzysu skuteczniejszą lekcję i dość szybko oraz elastycznie dostosowały się do nowych warunków. W Europie nękaną swoimi problemami idzie to znacznie gorzej. Zyski w USA wzrosły 34% w ciągu ostatnich 5 lat i są 10% wyższe od szczytu poprzedniej hossy (w 2007 r.). Natomiast w Europie w dalszym ciągu boksujemy się niewiele poniżej poziomów z 2011 r.! Znalazło to swoje racjonalne odzwierciedlenie w zmianie poziomów indeksu (+53% za 5 lat dla indeksu S&P 500 vs +21% dla Eurostoxx 600).

Co robią od jakiegoś czasu w większości inwestorzy? Grają na to, że te wielkie nożyce zysków i zachowania relatywnego rynków złączą się domykać. 2015 rok częściowo przyniósł oczekiwany rezultat, kiedy to spółki amerykańskie właściwie nie rozwinęły się, a ich europejscy konkurenci polepszyli wyniki finansowe o kilka procent. Pamiętać należy jednak, że zadziało się to po części przez zmianę kursu EUR/USD. Obecnie tańsza Europa jest handlowana na 14,5x P/E, a droższa Ameryka na 16,5x.

Miejmy z tyłu głowy jednak fakt, że spółki amerykańskie konsekwentnie

Zyski spółek (EPS) po ostatnim kryzysie rosły zdecydowanie mocniej w USA niż w Europie



Źródło: IBES, DataStream, SG Research.

od lat są o wiele bardziej efektywne od europejskich. Różnica w stopie zwrotu z kapitału własnego uległa ostatnimi czasy nawet dalszemu powiększeniu – obecnie prognozuje się że w 2016 roku firmy w USA uzyskają 15% z każdego zainwestowanego dolara, a europejskie jedynie 8% z każdego Euro.

I nie tylko przez inny układ branżowy, ale także przez większą efektywność, wyższy mnożnik zysków ma tutaj swoje bardzo mocne uzasadnienie. Dlatego też, nie należy wysnuwać zbyt pochopnych wniosków odnośnie tego zjawiska domknięcia owej luki w przyszłości. Gra na zamknięcie tej dywergencji trwa od kilku lat i do tej pory nie okazała się właściwą strategią inwestycyjną. Czy owe domknięcie luki nastąpi wkrótce? Jeśli tak, to bardzo powoli i tylko częściowo.

OBECNE ZMARTWIENIA/ PYTANIA INWESTORÓW DOTYCZĄCE USA I EUROPY

Kluczowy dla zachowania się poszczególnych giełd będzie bilans pozytywnych i negatywnych czynników dla każdego z rynków.

W USA dominuje przeświadczenie, że trudno przeskakiwać kolejny rok

przez zawieszoną wysoko poprzeczkę, a silny dolar, wyższe koszty pieniądza i presja na marże (m.in. przez wyższe płace) będą silniejsze niż dobra sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw z „nowej ekonomii” oraz coraz wyższa siła nabywczą społeczeństwa. No i wielka niewiadoma z wyborami prezydenckimi: czy czarny koń w postaci Donalda Trumpa może nieoczekiwanie przebojem zostać 45. prezydentem USA?

Z kolei skostniała Europa zmagana się z tymi samymi obawami co zawsze, tzn. (1) geopolityką (tylko tym razem „Brexit”, a nie „Grexit”, swoją drogą dużo poważniejszy w potencjalnych skutkach), (2) kondycją sektora bankowego (vide Deutsche Bank), czy też (3) wpływem strukturalnej zmiany czynników wzrostu w gospodarce chińskiej.

WNIOSKI – DLA KAŻDEGO COŚ DOBREGO?

Jak widać, zestawienie rynku amerykańskiego do zagregowanej Europie nie jest łatwe i nie ma mowy tutaj o porównaniu „jabłko do jabłka”. To, o czym trzeba pamiętać, to znacząco różna espozycja nie tylko branżowa pomiędzy USA i Europą, ale też pomiędzy poszczególnymi rynkami na Starym Kontynencie. Daje to zupełnie inne odpowiedzi

inwestycyjne w zależności od tego, czy wierzymy np. w silnego dolara czy odbicie na surowcach. Jeśli wierzymy w nowe technologie, powinniśmy sporą część portfela ulokować w USA, gdzie za ponad 20% indeksu odpowiada ta branża. Jeżeli jednak obstawiamy renesans branży finansowej czy wydobywczej, to zdecydowanie powinniśmy obstawić może nawet nie całą Europę, ale np. rynek brytyjski.

Podjęcie decyzji na temat wyboru kierunku geograficznego pomiędzy USA i Europą sprowadza się tak naprawdę do psychologii inwestycyjnej, jakim typem inwestora jesteśmy. Ci hołdujący i czujący się lepiej z zasadą „trend is my friend”, inwestujący zgodnie z tzw. momentum i długoterminowymi trendami, zdecydowanie powinni obstawić rynek amerykański. Natomiast pasjonaci strategii cykli, szukający odwijania odchyleń z powrotem do średnich poziomów, powinni przyjrzeć się głębiej rynkom europejskim.

Dla każdego coś dobrego. Oby w zgodzie z własnym stylem i sumieniem...



Nie bójmy się niskich cen ropy

Grzegorz Zatryb

Zarządzający Funduszami, Skarbiec Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych



Tania ropa naftowa stała się głównym problemem dla rynków akcji. Zdziało się to dość niepostrzeżenie i nie do końca wiadomo kiedy. Teraz jednak inwestorzy bardzo mocno biorą sobie do serca kwotowania „czarnego złota”. Choć coraz powszechniej mówi się, że jest to jednak tombak. I może właśnie to przewartościowanie leży u podstaw wrażliwości rynków na zmiany cen tego surowca. Rzecz jasna, perspektywa kwartału czy roku decyduje o decyzjach inwestorów, muszą oni jednak brać pod uwagę także dłuższy horyzont czasowy. Tu zaś sytuacja ropy nie wygląda dobrze.

Dawno, dawno temu jednym z większych straszaków było wyczerpanie się zasobów paliw kopalnych (vide choćby katastroficzne raporty Klubu Rzymskiego z lat 70-tych). To jednak było przed erą wiatraków i paneli słonecznych dostępnych powszechnie. Co więcej, postęp technologiczny już nie raz potrafił spłatać figla i raczej pewne jest, że energia jądrowa wróci do gry. To wszystko powoduje, że ceny ropy naftowej nie będą już raczej trzycyfrowe. Obecny poziom cen tego węglowodoru oscyluje z grubszą wokół granicy opłacalności produkcji. Wiadomo, że granica ta jest bardzo różna dla różnych producentów, jednak poniżej 60USD za baryłkę ropy Brent zaczynają się kłopoty, a poniżej 40USD są to kło-

poty poważne. W takiej sytuacji nawet niewielkie zmiany ceny mają poważne konsekwencje nie tylko dla producentów, ale dla całych krajów, które opierają gospodarkę na wydobyciu surowców.

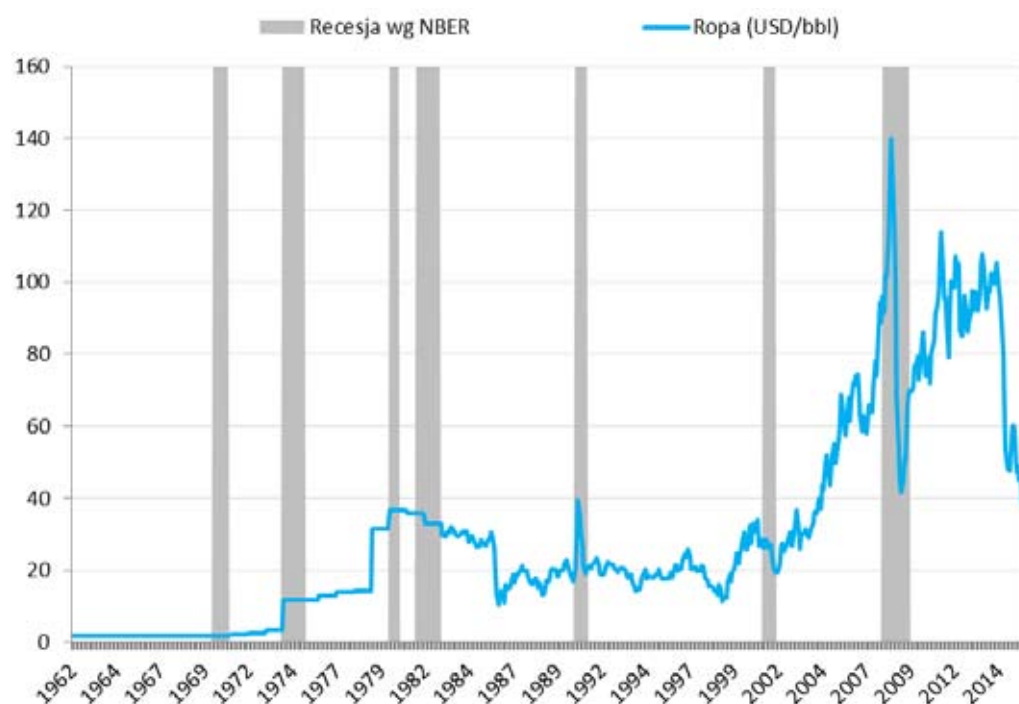
Rzecz jasna, większość przedsiębiorstw na świecie i większość gospodarek jest beneficjentami niskiej ceny ropy. Mało tego - jest faktem, że wzrost cen ropy to pewna recepta na zdławienie aktywności gospodarczej. Dowodem niech będzie wykres, na którym na szereg czasowy cen ropy naniesione zostały recesje w gospodarce Stanów Zjednoczonych. Każda recesja była poprzedzona skokiem cen ropy naftowej. Wyjątek to okres 2002-2009, kiedy to mechanizmy zostały zaburzone polityką taniego pieniądza w USA. Skutek był taki, że następna recesja była po prostu silniejsza. Dlaczego jednak, skoro tania ropa jest

dobra, rynki akcji tak mocno reagują od pewnego czasu na ruchy jej ceny? Sęk w tym, że pozytywny wpływ jest trudno mierzalny i rozlewa się na wiele podmiotów, ciężko go więc wychwycić w skali firmy, zaś ewentualne bankructwa spółek i państw to spektakularne wydarzenia, które mocno przemawiają do wyobraźni inwestorów i budzą strach.

Jak więc racjonalnie podejść do tematu ceny ropy naftowej? Po pierwsze, wypada chyba pogodzić się z obecnym poziomem cen. Wiele czynników sprawia, że wzrostu raczej nie będzie. EBC przewiduje, że Brent pozostanie w tym roku średnio poniżej 35 USD za baryłkę. Ostatnio spore nadzieje wzbudziła propozycja zamrożenia wydobycia na poziomie ze stycznia tego roku. Najbardziej z tego skorzystałaby Rosja. Kraje arabskie wydobywają ropy taniej - w zamrożeniu

żadnego interesu nie ma zwłaszcza Iran. Dlatego temat zapewne wkrótce upadnie. Trudno sobie wyobrazić scenariusz, w którym Arabia Saudyjska dopuści do sytuacji, kiedy do gry wrócą wszystkie złoża łupkowe. Saudowie będą starali się sprzedać ropy, póki jest ona jeszcze cokolwiek warta. Nadchodząca rewolucja energetyczna przybliży ten moment. Następna sprawa, to przyjęcie do wiadomości podwyższonej zmienności akcji związanej ze zmiennością cen ropy. Zmienność nie oznacza jednak strat. Należy jak mantrę powtarzać „tania ropa dobra, tania ropa dobra”. W horyzoncie kilku kwartałów korzyści przeważą. Na taki luksus nie mogą sobie pozwolić spekulanci, jednak osoby inwestujące w dłuższym horyzoncie czasowym skorzystają z tanich surowców. Oczywiście, o ile będą unikały nadmiernego zaangażowania w wiadome sektory lub dług i waluty krajów surowcowych.

Cen ropy vs recesje w gospodarce Stanów Zjednoczonych



Źródło: IEA, EIA, NBER, Bloomberg, Skarbiec TFI

Surowce i nowe rozdanie na Bliskim Wschodzie

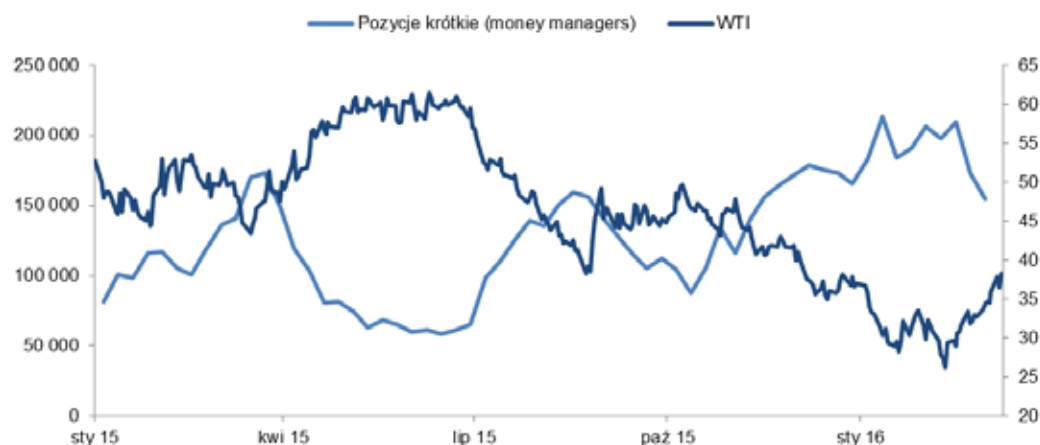
Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

Początek roku przyniósł niezwykle ożywienie na rynkach surowcowych. Po bardzo słabym roku 2015, który dla surowców przebiegał w nastroju strachu i negatywnego sentymentu spowodowanego niepokojem o światową koniunkturę, twarde lądowanie w Chinach i presję deflacyjną wyrażoną w ponad osiemdziesięciu cięciach stóp procentowych przez banki centralne, rynki były bardzo pesymistycznie nastawione do surowców jako klasy aktywów, a do surowców przemysłowych w szczególności. Rynek wydawał się już pogodzony z „nową normalnością”, w myśl której surowce przemysłowe i energetyczne znalazły nowe poziomy równowagi i jedyną metodą na zarobienie na tej klasie aktywów miała być „krótka sprzedaż”. Jak zwykle, gdy większość uczestników rynkowych jest w jakiejś kwestii jednomyślna, rzeczywistość zaskakuje ich in minus. I tak się stało również tym razem. Ilość otwartych krótkich pozycji na kontrakty terminowe na ropę znalazła się na rekordowo wysokim poziomie właśnie w styczniu i lutym 2016 roku i wtedy właśnie byliśmy świadkami rekordowo niskiej ceny ropy naftowej.

Wraz z rozpoczęciem procesu „wykołejania krótkich pozycji” czyli „short squeeze”, ropa naftowa gwałtownie odbiła kreśląc bardzo wyraźną literę „V”. Z podobną sytuacją mieliśmy do czynienia również na innych surowcach, gdzie najbardziej jaskrawym przykładem były ceny rudy żelaza, które tylko jednego dnia potrafiły wzrosnąć o rekordowe 19%.

Mimo że jakość tego wzrostu może budzić racjonalne wątpliwości jako jedynie spekulacyjne odreagowa-

Ilość otwartych krótkich pozycji na kontrakty terminowe na ropę vs. cena ropy WTI



Źródło: TFI Allianz Polska S.A.

nie, które może za chwilę zmienić kierunek (i najprawdopodobniej to zrobi jeszcze kilkakrotnie), sprawia, że dalsze spadki na rynku surowców nie są przesądzone. Mało tego, pojawiają się opinie, że w przypadku kontynuacji trendu, potwierdzonej

relatywnie dobrymi danymi makro, jest możliwość średnioterminowego odwrócenia kierunku zmian cen. Pomyślne dane makro gdzieś już się pojawiają, ale najbardziej napawające optymizmem jest wyjście amerykańskiej gospodarki z pułapki

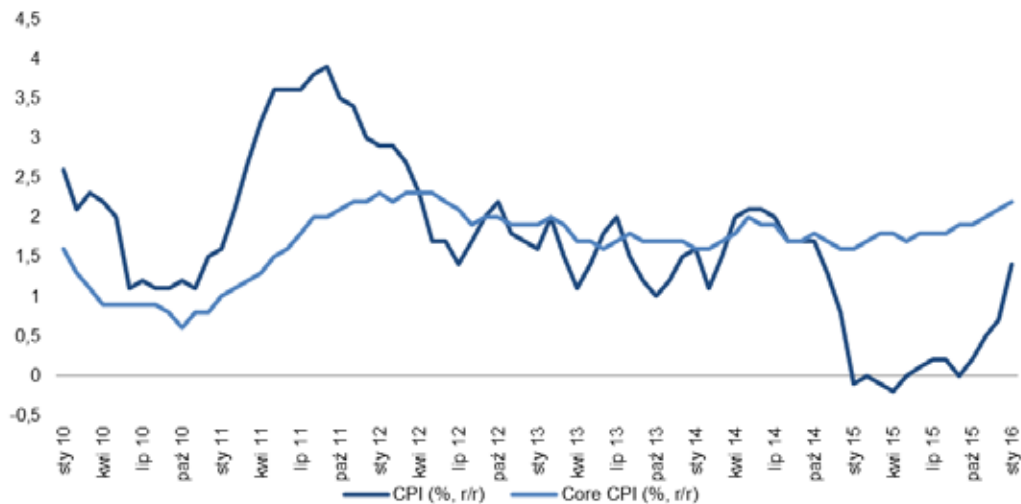
deflacyjnej. Wskaźnik inflacji konsumenckiej wydołał się w końcu z poziomu zerowego, gdzie znajdował się jeszcze w październiku zeszłego roku i obecnie wzrósł do zdrowego poziomu 1,5% rok do roku.

Cena rudy żelaza



Źródło: TFI Allianz Polska S.A.

Inflacja konsumencka vs. bazowa inflacja konsumencka



Źródło: TFI Allianz Polska S.A.

Liczba wykorzystanych platform wiertniczych do wydobycia ropy



Źródło: TFI Allianz Polska S.A.

Dalsze uspokajanie się pesymistycznych nastrojów dotyczących kondycji konsumentów w USA jest w stanie wpłynąć pozytywnie również na sentyment inwestorów na rynkach surowcowych i sprawić, że ceny surowców mogą zostać wskaźnikiem wyprzedzającym poprawiającej się koniunktury.

Należy też podkreślić stopniową poprawę na rynku ropy w USA. Jak wynika z opublikowanych danych firmy Baker Hughes, liczba wykorzystanych platform wiertniczych w USA spadła o około 75% w ciągu ostatnich 17 miesięcy - jest to najniższy poziom od 2009 roku. Produkcja ropy w USA spadła od szczytowej produkcji w czerwcu do obecnego poziomu 9,1 mln baryłek dziennie. Istotny spadek wykorzystanych platform wiertniczych zaczyna przekładać się na ograniczoną podaż ropy w USA. Przy okazji dyskusji na temat surowców, nie sposób jest pominąć geopolityki, która często sprawuje rolę równie ważną (lub ważniejszą) niż uwarunkowania czysto rynkowe. OPEC – organizacja zrzeszająca znaczących producentów ropy naftowej, przy okazji zeszłorocznych spadków, często była obwoływana organizacją, która straciła na znaczeniu i mocy sprawczej kierowania cenami „czarnego złota”.

Rynek przyzwyczajony do wszechwładzy OPEC, a zwłaszcza Arabii Saudyjskiej, przypatrywał się ze

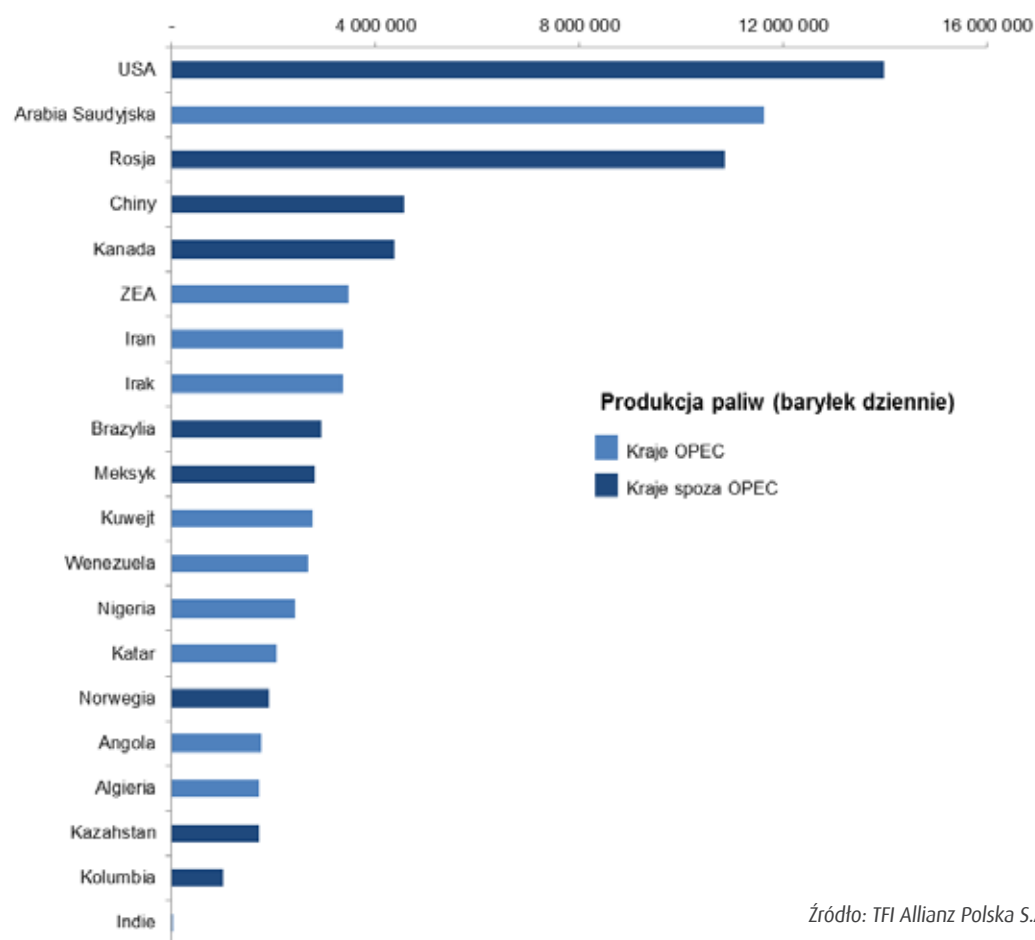


zdumieniem, zamierzonej lub nie, beczynności kartelu w świetle spadających cen ropy naftowej. Każde ze spotkań OPEC, poczynając od roku 2014 do dzisiaj, nie przyniosło oczekiwanej przez rynek i część jej członków redukcji wydobycia. W latach 80., kiedy w sytuacji szoku podaźowego Arabia Saudyjska zredukowała wydobycie, odbiło się to negatywnie na jej udziale rynkowym (została zastąpiona, głównie na rynkach azjatyckich, przez Rosję). Słabością OPEC okazał się brak włączenia w umowę kartelową zyskujących na znaczeniu producentów ropy naftowej.

Sytuacja chyba dojrzała do tego, aby zawrzeć z Rosją swoistego rodzaju „układ o nieagresji” i nie tyle włączyć ją do OPEC, ale negocjować z nią limity i traktować ją z powagą należną trzeciemu producentowi surowca na świecie.

Bez większego echa przeszło spotkanie z 16 lutego 2016 roku, w którym wzięły m. in. Arabia Saudyjska, Katar, Wenezuela i właśnie Rosja. Kraje biorące udział w spotkaniu ustaliły zamrożenie wydobycia na poziomie ze stycznia i dalszą współpracę w tej materii, o ile uda się porozumieć z innymi członkami stowarzyszenia. Grupa ma zamiar spotkać się ponownie 17 kwietnia i można się spodziewać dalszych szczegółów dotyczących współpracy. Zaraz

Liczba wykorzystanych platform wiertniczych do wydobycia ropy



Źródło: TFI Allianz Polska S.A.

po spotkaniu, które odbyło się w Doha – stolicy Kataru, wenezuelski minister odpowiadający za narodowe wydobycie surowca polecił do kolejnego ważnego gracza na rynku ropy naftowej – Iranu. Iran głośno zapowiada, że nie ma zamiaru ograniczać wydobycia co mogłoby zaszkodzić odzyskiwaniu udziału w

rynku zniszczonemu przez właśnie zdjęte wieloletnie sankcje handlowe nałożone przez USA.

Wejście jednak do układu Rosji całkowicie zmieniłoby dynamikę tej rozgrywki – stosowanie się Rosji wraz z Arabią Saudyjską do ewentualnych limitów wydobycia

jest realną szansą na odzyskanie kontroli nad cenami ropy naftowej. Tego typu gracz może być w stanie nie tylko wynegocjować układ pomiędzy Arabią Saudyjską a Iranem, poróżnionymi obecnie kwestią Syrii, ale również być późniejszym gwarantem stabilności w regionie.



Okiem Piotra Kuczyńskiego: Marzec miesiącem banków centralnych

W ostatnim tekście sprzed miesiąca pisałem, że rozpoczyna się lepszy dla posiadaczy akcji okres. I tak rzeczywiście było. Czekanie na pomoc Banku Japonii (posiedzenie 14-15.03) i ECB (posiedzenie 10.03) oraz Fed (16.03) pomagało obozowi byków. Indeksy rosły jak na drogach. Rosły nawet w Polsce. Dzięki temu wzrostowi analiza techniczna indeksu S&P500 zapowiadała, w chwili pisania tekstu, kontynuację wzrostów. Na poziomie 1.950 pkt. był tam mocny opór. Został przełamany, więc na wykresie świeczkowym pojawiło się podwójne dno, która to formacja zapowiada dłuższą fazę wzrostów. Falę, która mogłaby doprowadzić indeks nawet w pobliże szczytów wszech czasów.

Był to też dobry okres dla rynku surowcowego. Drożało złoto, którego wykres nadal zachęca do kupna tego kruszcu. Od połowy lutego cena miedzi zyskała około dziesięć procent. Liderem wzrostów była cena ropy – od dołka w połowie lutego zyskała blisko pięćdziesiąt procent.

Wydawałoby się więc, że był to najlepszy dla byków okres i, że wszystko sprzyjało posiadaczom akcji. Nie do końca jednak tak było. Spójrzmy w pierw na decyzje poszczególnych banków centralnych.

ECB nieoczekiwanie obniżył stopę podstawową z 0,05% do 0% (ruch zdecydowanie symboliczny), a depozytową z minus 0,3% do minus 0,4%. Zwiększył też wolumen skupu aktywów z 60 do 80 mld euro miesięcznie oraz poszerzył asortyment, który będzie skupował. Zanonsował również kolejne cztery serie pożyczek dla banków (oprocentowanie

0,25%). Zrobił więc wszystko, co mógł w danym momencie zrobić.

Pozostawało zgadywać, jak długo utrzyma się euforia, która w Europie pojawiła się tuż po ogłoszeniu decyzji. Czy to będzie parę godzin, czy parę dni, a może kilka tygodni? Na więcej nie liczyłem. Okazało się, że było to kilkadziesiąt minut. Wystarczyło, że Mario Draghi, prezes ECB, powiedział, że nie należy oczekiwać kolejnych obniżek stóp, żeby indeksy zanurkowały i w Europie zakończyły dzień dużymi spadkami, a duże umocnienie dolara zamieniło się na potężne osłabienie euro. Zagmatwał sytuację następnego dnia, bo nastroje gwałtownie się zmieniły. Dwie sesje netto dały jedynie jednoprocenowy wzrost indeksów, z czego wniosek, że reakcja był bardzo niemrawa.

Pięć dni później o swoich decyzjach poinformował Bank Japonii (Boj). Okazało się, że nie tylko nie zmienił parametrów polityki monetarnej, ale usunął ze swojego komunikatu zdanie mówiące o tym, że może głębiej w negatywne terytorium przesunąć stopy depozytowe. Oceniał też, że sytuacja gospodarcza się pogorszyła. Dziwne to były decyzje (a raczej ich brak) i spotkały się z negatywnym przyjęciem. Bank Japonii obawia się zwiększenia druku i bardziej ujemnych stóp procentowych, które bardzo szkodzą sektorowi bankowemu.

Dzień później decyzję podejmował Komitet Otwartego Rynku w USA. Stopy procentowe się nie zmieniły i tego większość rynku oczekiwała. Zachowanie rynku zależało więc od

prognoz Fed, słownictwa komunikatu i od tego, co będzie mówiła Janet Yellen, szefowa Fed. Z prognoz członków FOMC wynikało, że w tym roku Fed podniesie stopy jeden lub dwa razy (w grudniu prognozowano cztery podwyżki). Stwierdzono też, że rozwój globalnej sytuacji stwarza ryzyko dla gospodarki USA. Jak widać, Fed brzmiał gołębio, ale nadal zapowiadał podwyżki stóp, czyli uważał, że gospodarka amerykańska jest silna. Było to więc najlepsze możliwe przesłanie, które Fed mógł dostarczyć rynkowi. **Reakcja rynków? Bardzo umiarkowana – półprocentowe wyżki, a już następnego dnia indeksy w Europie nurkowały, bo eksporterom szkodziło mocne euro umocnione decyzjami Fed (słaby dolar pomaga za to gospodarce USA).**

Jaki można z tego wszystkiego wyciągnąć wniosek? Taki, że inwestorzy obawiają się, że banki centralne nie mają już amunicji. Niedawno BIS, zwany bankiem banków centralnych, ostrzegł, że taki scenariusz jest bardzo prawdopodobny. Jeśli w nadchodzących dniach obóz byków nie weźmie się do pracy, to, zanim banki centralne nie podejmą kolejnych, nieortodoksyjnych decyzji, czekać może posiadaczy akcji trudny okres.



Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.



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.