



BIX

Biuletyn Inwestycyjny Xelion

03

Nr 3/2018 (71)

maj 2018 r.

Photo by Philip Veater on Unsplash

E K S P E R C I | T R E N D Y I | A K T U A L N O Ś C I I | I N W E S T Y C J E I | R Y N K I F I N A N S O W E

**WZROST NAPIĘĆ
MIĘDZY CHINAMI
I USA A PERSPEKTYWY
DLA AZJATYCKICH RYN-
KÓW AKCJI**

4

**CZY OBLIGACJE RYNKÓW
WSCHODZĄCYCH
POZOSTAJĄ DOBRĄ
INWESTYcją POMIMO
RYZYKA WZROSTÓW
STÓP PROCENTOWYCH
NA ŚWIECIE?**

6

**JAPONIA –
CZY STRACONA
DEKADA ODEJDZIE
W ZAPOMNIENIE?**

8



twój komfort inwestycyjny
jest dla nas bezcenny

abyś mógł podejmować dobre decyzje inwestycyjne...

Publikacja handlowa. Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o., ul. Puławska 107, 02-595 Warszawa, KRS 0000061809, Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XIII Wydział Gospodarczy KRS, kapitał zakładowy: 60 050 000 zł, NIP 725-14-09-492.
Materiał ma na celu reklamę/promocję usług świadczonych przez DI Xelion sp. z o.o. i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Informacje o DI Xelion sp. z o.o., świadczonych usługach oraz ryzyku związanym z inwestowaniem udostępniane są na stronie www.xelion.pl lub na trwałym nośniku przed rozpoczęciem świadczenia usługi. Inwestowanie wiąże się z ryzykiem.

+48 22 565 49 49

(opłata według cennika operatora)

www.xelion.pl



dołącz do nas!

www.facebook.com/dixelion



Xelion
Dom Inwestycyjny

- 4 | Wzrost napięć między Chinami i USA a perspektywy dla azjatyckich rynków akcji
- 6 | Czy obligacje rynków wschodzących pozostają dobrą inwestycją pomimo ryzyka wzrostów stóp procentowych na świecie?
- 8 | Japonia – czy stracona dekada odejdzie w zapomnienie?
- 11 | Spółki technologiczne (pozytywnie) zaskakują
- 11 | Strategia stopniowej redukcji ekspozycji na ryzyko
- 13 | Okiem Piotra Kuczyńskiego: Rośnie ryzyko inwestycyjne

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 ani nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku.

Poszczególne części Biuletynu Inwestycyjnego Xelion („Biuletyn”) zostały zredagowane przez Partnerów Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o. („Spółka”) oraz przez pracowników Spółki. Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Artykuły pracowników Spółki zostały sporządzone rzetelnie i z należytą starannością, 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 Biuletynie. Odpowiedzialność za wszelkie decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie materiałów 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 instrumenty finansowe oferowane przez Spółkę, udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl, a także w formie papierowej przed zawarciem umowy świadczenia usług maklerskich oraz w Punktach Obsługi Klienta Spółki. Informacje zawarte w Biuletynie nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie informacji zawartych w Biuletynie lub ich części jest zabronione.

Szanowni Czytelnicy

Osiągnięcie przez amerykańskie 10-latk rentowności na poziomie 3% w kwietniu stało się faktem. Wydarzenie to stało się bodźcem do średnioterminowego odwrócenia trendu kursu eurodolara. Środowisko mocnego dolara jest niewątpliwie trudnym testem dla rynków wschodzących, które mimo sprzyjającego im cyklu koniunkturalnego zła-pały zadyszkę. O ile mocny dolar jest utrapieniem dla rynków wschodzących, o tyle europejscy eksporterzy mogą w przypadku utrzymania się takiej tendencji odetchnąć z ulgą. Czy taka sytuacja jest w stanie zahamować spowalniające tempo wzrostu, które jest odnotowywane w gospodarkach Eurolandu od początku roku? Odpowiedzi na to pytanie znajdziemy w Biuletynie Inwestycyjnym Xelion. Postaramy się również odpowiedzieć na pytania „Czy obligacje rynków wschodzących pozostają dobrą inwestycją pomimo ryzyka wzrostów stóp procentowych na świecie?”, „Japonia – czy stracona dekada odejdzie w zapomnienie?” i wiele innych.

Życzymy satysfakcjonującej lektury!
Zespół Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o.

Biuletyn Inwestycyjny Xelion Nr 03/2018 (71)



„Biuletyn Inwestycyjny Xelion”

Właściciel:

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.
ul. Puławska 107, 02-595 Warszawa
www.xelion.pl
Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy
w Warszawie, XIII Wydział
Gospodarczy KRS, KRS 0000061809
NIP 725-14-09-492

kapitał zakładowy: 60 050 000,00 zł.

Projekt i skład:

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

Kontakt:

email: kontakt@xelion.pl, infolinia: 22 565 49 49
www.facebook.com/dixelion/

Wzrost napięć między Chinami i USA a perspektywy dla azjatyckich rynków akcji



Krzysztof Socha, CFA

Investment Director
ESALIENS TFI SA

Kwestię relacji między USA i Chinami możemy rozpatrywać w kilku aspektach.

Pierwszy to **wzajemne stosunki handlowe**.

USA próbują za wszelką cenę obniżyć swój deficyt handlowy z resztą świata. Wprowadzają cła i ograniczenia handlowe, które mają za zadanie zmniejszyć poziom importu do Stanów

Zjednoczonych. Oczywiście partnerzy handlowi USA odpowiadają podobnymi krokami, tylko nacelowanymi w firmy eksportujące towary i usługi z USA. W efekcie powinna się obniżyć wymiana handlowa między poszczególnymi krajami i spaść sprzedaż oraz zyski przedsiębiorstw objętych ograniczeniami. Ponadto obniżyć się powinien też poziom wzrostu gospodarczego w krajach dotkniętych restrykcjami.

Dalsze możliwe następstwa to **wzrost bezrobocia i spadek konsumpcji**.

Należy pamiętać, że zarówno amerykańskie, jak i chińskie przedsiębiorstwa działają często w rozbudowanych sieciach poddostawców i kooperantów, mających siedziby w innych krajach, np. chińskie firmy najczęściej są powiązane z innymi spółkami z krajów całej południowej Azji. Oznacza to, że ograniczenia handlowe na linii USA – Chiny mogą uderzyć pośrednio w wiele przedsiębiorstw z innych krajów regionu.

Dodatkowo prawdopodobne jest, że wojna handlowa na pełną skalę doprowadzi do **załamania się obecnych unormowań dotyczących wymiany międzynarodowej** i upadku systemu WTO (Światowej Organizacji Handlu). Przy realizacji takiego scenariusza możemy znaleźć się w systemie wzajemnych restrykcji handlowych wprowadzanych bilateralnie pomiędzy poszczególnymi krajami.

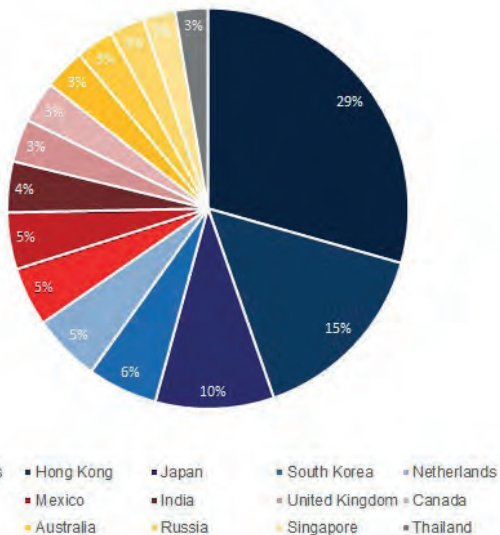
Ponadto relacje między USA i Chinami mogą mieć **duży wpływ na spółki amerykańskie** sprzedające swoje produkty lub usługi w Chinach – np. Apple, który sprzedaje ilościowo więcej iPhone'ów na rynku chińskim niż w USA.

Ograniczenia handlowe mogą doprowadzić do **wzrostu napięć geopolitycznych i militarnych**. W rejonie południowej Azji istnieje kilka potencjalnych punktów zapalnych – Korea Północna, Tajwan, region morza Południowochińskiego.

Eskalacja wojen handlowych może też mieć istotny wpływ na **wzrost zmienności kursów walut** państw dotkniętych restrykcjami handlowymi. Tym samym może wzrosnąć ryzyko walutowe, zarówno dla inwestycji, jak i przy wymianie handlowej.

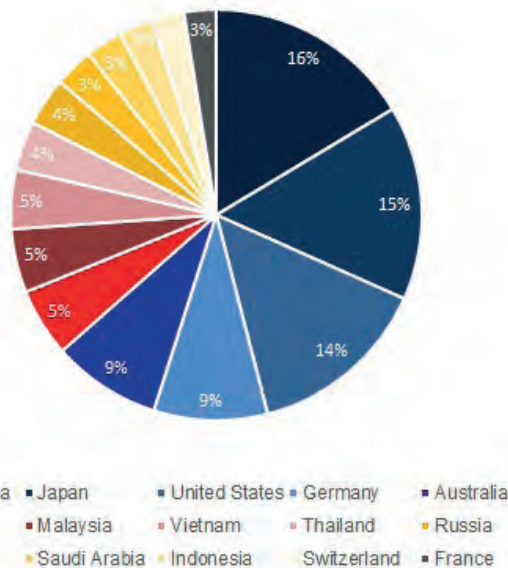
Sądzymy, że reakcja rynków akcji na taką eskalację wydarzeń może być bardzo gwałtowna. Firmy chińskie i południowoazjatyckie stanowią istotną część wszystkich globalnych indeksów rynków emerging markets. Dodatkowo rynek jest przyzwyczajony do wysokiej dynamiki wzrostu gospodarczego, wzrostu przychodów i zysków firm z tego regionu. Spodziewamy się, że jeśli tego zabraknie, to będziemy mieli istotną przecenę azjatyckich rynków akcji, rynków akcji emerging markets, a także rynków akcji w krajach rozwiniętych.

Eksport z Chin w podziale na poszczególne kraje – 2017 r.



Źródło: Bloomberg

Import do Chin w podziale na poszczególne kraje – 2017 r.



Źródło: Bloomberg

Ewentualna eskalacja wojen handlowych może mieć także pozytywny wpływ na niektóre segmenty rynku akcji. Jednym z nich są małe, działające lokalnie spółki w krajach rozwiniętych (którym ubędzie konkurencji) oraz sektory związane z przemysłem obronnym (poprzez wzrost inwestycji zbrojeniowych).

OPRACOWANIE O CHARAKTERZE BIZNESOWYM DLA PROFESJONALNYCH DORADCÓW DYSTRYBUTORA FUNDUSZY. MATERIAŁ NIE JEST PRZEZNACZONY DLA KLIENTÓW I NIE STANOWI INFORMACJI KIEROWANYCH DO NICH. ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA ZGODNE Z PRAWEM I REKOMENDACJAMI NADZORCZYMI WYKORZYSTYWANIE NINIEJSZEGO MATERIAŁU SPOCZYWA NA DYSTRYBUTORZE.

Przedstawiony materiał ma charakter wyłącznie promocyjny, a zestawienia w nim zawarte należy traktować jako ilustrację, nie prognozę. Materiał ten nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego ani oferty publicznej w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, doradztwa inwestycyjnego, innego rodzaju doradztwa, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego, jak również innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną. Wskazanie czynników wpływających na rynki inwestycyjne stanowi wynik przemyśleń własnych autorów i mimo dołożenia przez nich należytej staranności, autorzy ci oraz Esaliens TFI SA nie mogą zagwarantować ich kompletności i prawdziwości w każdych okolicznościach i tym samym nie ponoszą odpowiedzialności za jakiegokolwiek działania podjęte w wyniku ich wykorzystania w szczególności za poniesione szkody. Esaliens TFI SA działa na podstawie decyzji z dn. 18.06.1998 r., wydanej przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd.



Czy obligacje rynków wschodzących pozostają dobrą inwestycją pomimo ryzyka wzrostów stóp procentowych na świecie?



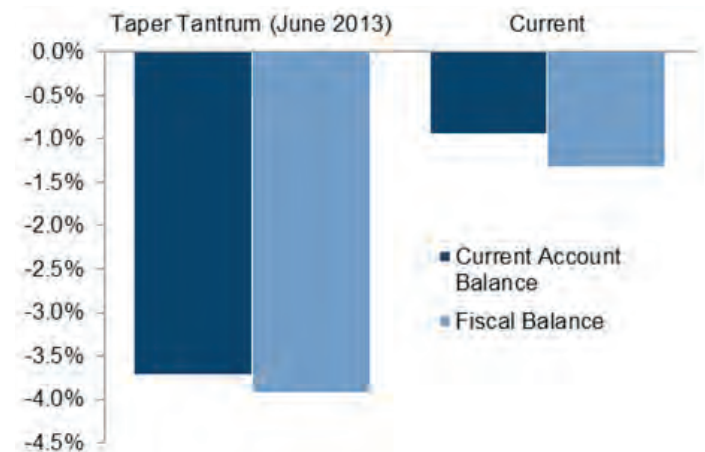
Davide Andalaro, CFA
International Market Strategist, Executive Director

W ciągu ostatnich dziesięcioleci w krajobrazie rynków wschodzących zaszły znaczne zmiany. Wielu inwestorów nie w pełni zdaje sobie sprawę z tego, że obecnie rynki wschodzące mają ponad połowę udziałów w światowej gospodarce (59% licząc według parytetu siły nabywczej – wzrost o 36% od początku lat osiemdziesiątych ubiegłego wieku). Aktywa rynków wschodzących stanowią ważną część dobrze zdywersyfikowanych portfeli inwestycyjnych, ale inwestorzy indywidualni nadal niechętnie lokują w nich środki. Naszym zdaniem przeznaczanie niewspółmiernie małych środków na inwestycje w aktywa rynków wschodzących może okazać się błędem, zważywszy że ryzykiem związanym z rosnącymi stopami procentowymi można odpowiednio zarządzać.

Przyglądając się tego typu inwestycjom z perspektywy makroekonomicznej, zauważamy, że rynki wschodzące znajdują się obecnie w bardzo wczesnej fazie cyklu gospodarczego, szczególnie w porównaniu do rynków rozwiniętych, a zwłaszcza gospodarki amerykańskiej, która zdradza oznaki wejścia w schyłkową fazę cyklu koniunkturalnego. „Fundamenty” gospodarki bardzo poprawiły się od czasów słynnego „taper tantrum” w 2013 r. Saldo w rachunku bieżącym i pozycja fiskalna wskazują istotną poprawę (rys. 1), inflacja jest pod kontrolą, a popyt kreowany przez inwestorów zagranicznych napędza pogłębioną integrację z globalnymi rynkami kapitałowymi. Jednocześnie

wzrost PKB przyspieszył. Naszym zdaniem powyższe trendy nakreślają odpowiedni kontekst do dyskusji na temat wzrostów stóp procentowych, których nie można przecież traktować łącznie, nie zauważając narastającej synchronizacji globalnego wzrostu gospodarczego i coraz lepszej dynamiki obligacji rynków wschodzących. Wyższe stopy procentowe same w sobie nie wystarczą do podważenia naszego pozytywnego, w krótkim terminie, poglądu na temat atrakcyjności inwestycyjnej instrumentów dłużnych rynków wschodzących, a z pewnością nie zagrażą wyrażanemu przez nas przekonaniu, że jest to klasa aktywów, która zdecydowanie powinna się znaleźć w długoterminowym programie alokacji środków inwestycyjnych.

Rynki wschodzące – znaczne postępy w zmniejszaniu deficytu fiskalnego i w rachunku bieżącym.



Źródło: Macrobond, GSAM. Dane o rachunku bieżącym z września 2017, dane o saldzie fiskalnym z listopada 2017.

Cofnijmy się ponownie o krok, aby przyjrzeć się ogólnej sytuacji na rynkach wschodzących. W ciągu ostatnich dwudziestu lat tamtejsze rynki finansowe przeżyły imponującą ekspansję. Nastąpił dynamiczny rozwój rynku giełdowego od zaledwie ponad tysiąca notowanych publicznie podmiotów w 1998 r. do ponad ośmiu tysięcy spółek, których akcjami obecnie obraca się na parkiecie. Z kolei rynek obligacji rynków wschodzących (EM), startując z poziomu poniżej 500 mld USD doszedł do wartości ponad 4 trylionów USD.

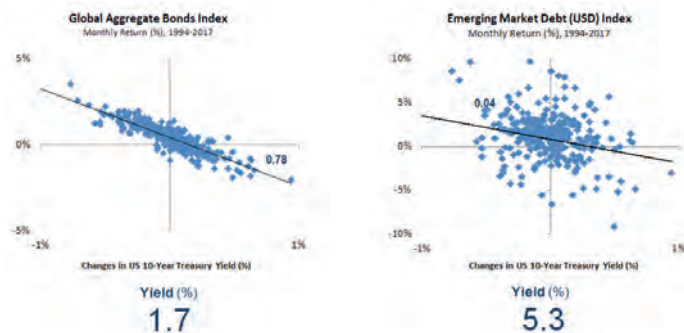
Niemniej ciągle pojawia się pytanie, czy przypadkiem atrakcyjność inwestycyjna obligacji EM nie ucierpi w obliczu wyraźnych wzrostów stóp procentowych? Naszym zdaniem obecne obawy inwestorów co do niekorzystnego oddziaływania wzrostu



amerykańskich stóp procentowych są zdecydowanie przesadzone. Na rys. 2 widać wyraźnie, że historycznie wysokość stóp procentowych w USA wywierała niewielki wpływ na wielkość zwrotów osiąganych z inwestycji w obligacje EM, wskazując słabą korelację liniową na bardzo długiej osi czasu.

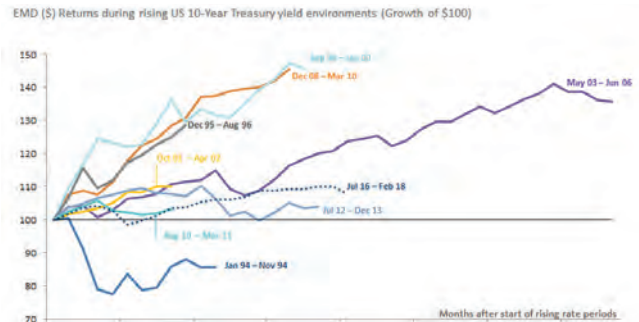
Ponadto analizując dane historyczne, widzimy, że wyniki osiągnięte na obligacjach EM i stopy procentowe często rosły w parze ze wzrostem gospodarczym. Od połowy lat dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia, obligacje rynków wschodzących przyniosły dodatni zwrot w przypadku 7 z 8 okresów podwyżek stóp procentowych w USA (rys. 3). Uważamy, że wzrost gospodarczy stanowi siłę napędową zarówno dla stóp procentowych, jak i wyników osiąganych na obligacjach EM, a korzystne środowisko inwestycyjne prawdopodobnie będzie wspierać potencjalnie wyższe zwroty w przypadku tych instrumentów.

Obligacje EM a stopy procentowe w USA.



Źródło: Bloomberg, JP Morgan i GSAM. Analiza za okres styczeń 1994 – grudzień 2017. Analiza wskazuje porównanie najlepiej dopasowanej linii indeksu Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index z rentownością 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych oraz porównanie indeksu J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index z rentownością 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych. Siłę tych relacji reprezentuje wartość R-kwadrat, która stanowi statystyczną miarę wskazującą w jakim stopniu zestaw danych odpowiada modelowi regresji. Wartości rentowności dotyczą najniższej uzyskanej rentowności dla indeksu Barclays Global Aggregate Index oraz rentowności do wykupu dla indeksu J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index na grudzień 2017. **Wyniki historyczne nie gwarantują wyników przyszłych, które mogą być inne.**

Obligacje EM a rosnące stopy procentowe w USA.



Źródło: Bloomberg, JP Morgan i GSAM. Analiza za okres 31 stycznia 1994 – 28 lutego 2018. Na wykresie przedstawiono zwroty osiągnięte na obligacjach EM w okresach wzrostu stóp procentowych o więcej niż 75 punktów bazowych dla rentowności amerykańskich obligacji skarbowych. WZROST dla 100\$ – graficzna miara zwrotu brutto z portfela, symulująca wyniki osiągnięte we wskazanym okresie przy początkowej inwestycji 100\$. W podanym przykładzie nie odjęto opłat z tytułu doradztwa inwestycyjnego oraz kosztów, które zmniejszają wynik inwestora. Należy pamiętać, że w przykładzie przedstawiono wyliczenia brutto, które nie uwzględniają opłat i kosztów i w związku z tym nie uwzględniają również efektu składanego opłat za zarządzanie, a odjęcie tych opłat miało by istotny wpływ na wielkość osiąganych zwrotów w dłuższym okresie i wartość 100\$ w ujęciu netto byłaby znacznie niższa niż pokazana w tym przykładzie. **Wyniki historyczne nie gwarantują wyników przyszłych, które mogą być inne.**

Dokładna analiza istniejących obecnie możliwości inwestowania w aktywa rynków wschodzących – zwłaszcza w obliczu rosnących stóp procentowych w USA – powinna naszym zdaniem uwzględniać przyczyny serii podwyżek amerykańskich stóp procentowych, a nie ograniczać się wyłącznie do anonsowanych w nagłówkach prasowych danych o ich wysokości i rentowności amerykańskich papierów skarbowych. Uważamy, że podstawowa przesłanka wzrostu stóp procentowych ma jednoznacznie pozytywny wydźwięk – solidny wzrost gospodarczy w USA jest siłą napędową prężnego wzrostu gospodarki światowej i bez wątplenia stanowi potężny „wiatr w plecy” dla gospodarek rynków wschodzących. Tendencja ta będzie się utrzymywać, nawet jeżeli tempo podwyżek stóp może wywołać chwilowe zawirowania rynkowe, zwłaszcza że na wzajemne relacje między wysokością stóp procentowych w USA a sytuacją aktywów rynków wschodzących, w krótkiej i średnioterminowej perspektywie, ma wpływ wiele czynników, m.in. tempo i wielkość podwyżek oraz ich oddziaływanie na gospodarkę. Biorąc to pod uwagę, uważamy, że aktywne i dynamiczne zarządzanie portfelami inwestycyjnymi ma kluczowe znaczenie dla uzyskania właściwej ochrony przed potencjalnymi krótkoterminowymi zawirowaniami na rynkach i wywołaną przez nie gwałtowną zmiennością. Stoimy na stanowisku, że obecnie obserwowana zsynchronizowana ekspansja w gospodarce światowej powinna być kontynuowana przy wyższym wzroście gospodarczym, który w coraz większym stopniu napędzany jest przez gospodarkę rynków wschodzących. Przyjmując zarysowany scenariusz bazowy, uważamy, że obligacje rynków wschodzących pozostają atrakcyjną inwestycją w 2018 r. i w dłuższej perspektywie.

Ogólne zastrzeżenia

Przedstawione prognozy ekonomiczne i rynkowe odzwierciedlają nasze opinie na dzień niniejszej prezentacji i mogą zmieniać się bez powiadomienia. Niniejsze prognozy nie uwzględniają konkretnych celów inwestycyjnych, ograniczeń, sytuacji podatkowej i finansowej lub innych potrzeb konkretnych klientów. Rzeczywiste dane mogą się różnić i nie muszą być ujęte w niniejszym materiale. Niniejsze prognozy wiążą się z dużym poziomem niepewności, który może mieć wpływ na osiągnięte wyniki. Dlatego też powinny być traktowane jedynie jako prezentacja szerokiego zakresu możliwych do uzyskania wyników. Niniejsze prognozy wskazują wartości szacunkowe, opracowane na podstawie przyjętych założeń i mogą podlegać znacznym zmianom. Mogą również istotnie się zmienić wraz ze zmianą warunków gospodarczych i rynkowych. Goldman Sachs nie ma obowiązku aktualizacji lub zmian sporządzonych prognoz. Zamieszczone studia przypadków i przykłady mają charakter wyłącznie poglądowy.

Pomimo że pewne informacje uzyskano ze źródeł uchodzących za wiarygodne, nie gwarantujemy ich prawidłowości, kompletności i rzetelności. Przyjęliśmy i założyliśmy prawidłowość i kompletność wszystkich informacji dostępnych ze źródeł publicznych bez przeprowadzania niezależnej weryfikacji.

Odniesienia do wskaźników, indeksów, benchmarków oraz innych mierników względnych wyników rynkowych osiągniętych w konkretnym okresie zamieszczono wyłącznie dla celów informacyjnych i nie wskazują one, że portfel inwestycyjny osiągnie podobne wyniki. Skład indeksu nie musi odzwierciedlać sposobu konstruowania portfela. Doradca inwestycyjny dąży do zaprojektowania portfela odzwierciedlającego w odpowiedni sposób parametry ryzyka i zwrotu z inwestycji, niemniej charakterystyka portfela może odbiegać od benchmarku.

Niniejszy materiał służy wyłącznie dla celów informacyjnych i nie należy go interpretować jako porady inwestycyjnej, oferty lub zachęty do nabywania lub sprzedaży papierów wartościowych.

Indeksy wykorzystane jako benchmarki

Indeksy nie są zarządzane. Wartości indeksów uwzględniają reinwestowanie wszystkich dochodów i dywidend - w przypadkach, gdy są one wypłacane - ale nie uwzględniają odejmowanych opłat lub kosztów, które obniżyłyby wielkość osiągniętych zwrotów z inwestycji. Inwestorzy nie mogą inwestować bezpośrednio w indeksy.

Przywołane w niniejszym materiale indeksy wybrano, ponieważ są powszechnie znane, łatwo rozpoznawalne przez inwestorów i reprezentują indeksy, które zdaniem Zarządzającego - opierającym się częściowo na praktyce branży - zapewniają odpowiedni punkt odniesienia (benchmark) dla oceny przedstawionych inwestycji lub szerszej sytuacji rynkowej. Wyłączenie „upadłych” lub zamkniętych funduszy hedgingowych może oznaczać, że indeksy generalnie zawiązują wyniki funduszy hedgingowych.

Wyniki historyczne nie gwarantują wyników przyszłych, które mogą być inne. Wartość inwestycji i dochód osiągnięty z inwestycji zmieniają się w czasie i mogą zarówno rosnąć, jak i maleć. Może nastąpić utrata kapitału.

Wielka Brytania i Europejski Obszar Gospodarczy (EOG): W Wielkiej Brytanii niniejsza informacja stanowi materiał promocyjny o treści finansowej, który został zatwierdzony przez Goldman Sachs Asset Management International, spółkę działającą zgodnie z i podlegającą regulacjom brytyjskiego organu nadzoru finansowego - Financial Conduct Authority.

W przedstawionej informacji przedstawiono ogólne zjawiska rynkowe, trendy branżowe i sektorowe oraz inne szerzej zakrojone uwarunkowania ekonomiczne, rynkowe lub polityczne. Informacji tej nie należy traktować jako pracy badawczej lub porady inwestycyjnej. Niniejszy materiał został przygotowany przez GSAM i nie stanowi pracy badawczej w dziedzinie finansów ani produktu Goldman Sachs Global Investment Research (GIR). Nie został opracowany zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa mającymi na celu promocję niezależności analiz finansowych i nie podlega zakazowi prowadzenia obrotu w związku z rozpowszechnianiem wyników badań finansowych. Wyrażone w nim poglądy i opinie mogą różnić się od poglądów Goldman Sachs Global Investment Research lub innych departamentów lub działów Goldman Sachs i podmiotów z nim powiązanych. Przed nabyciem lub sprzedażą papierów wartościowych inwestorom zaleca się konsultację z doradcami finansowymi. Niniejsza informacja może być nieaktualna i GSAM nie ma obowiązku jej aktualizacji lub zmiany.

Wyrażone w niniejszym materiale poglądy i opinie przedstawiono wyłącznie dla celów informacyjnych i nie stanowią rekomendacji GSAM dotyczącej nabycia, sprzedaży lub trzymania papierów wartościowych. Przedstawione poglądy i opinie są aktualne na dzień niniejszej prezentacji i mogą podlegać zmianom. Nie należy ich interpretować jako porady inwestycyjnej.

© 2018 Goldman Sachs. Wszystkie prawa zastrzeżone.
 Data pierwszego wykorzystania: 30 kwietnia 2018 CODE: 129863-OTU-748546



Japonia – czy stracona dekada odejdzie w zapomnienie?



Piotr Krawczyński

Menedżer ds. Wsparcia Sprzedaży, NN Investment Partners TFI S.A.

W ubiegłych tygodniach uwaga inwestorów skupiała się na szeroko pojętej kwestii ryzyka – jednak w ostatnim czasie, zagrożenia związane głównie z sytuacją geopolityczną, wyraźnie zmalowały.

Kto by się bowiem spodziewał, że ostra retoryka Stanów Zjednoczonych wobec Korei Płn. pozostanie w pamięci uczestników rynku głównie jako kilka wpisów amerykańskiego prezydenta na Twitterze, olimpiada w Pyeong Chang będzie doskonałą okazją do czasowego odprężenia na półwyspie koreańskim a Kim Jong-un będzie prowadził negocjacje dyplomatyczne z kluczowymi graczami.

Kolejnym czynnikiem ryzyka, który wywoływał „wzrost ciśnienia” u inwestorów, była możliwa wojna między Arabią Saudyjską a Iranem i jej katastrofalne dla rynku, z punktu widzenia spodziewanego szoku naftowego, skutki. I choć oba kraje wciąż walczą o wpływy na Bliskim Wschodzie, to ryzyko bezpośredniej konfrontacji między nimi zauważalnie spadło.

Czy wreszcie protekcyjność zapowiedzi prezydenta Trumpa – kierowane głównie wobec Chin – i widmo wojny handlowej między dwoma największymi gospodarkami na świecie przekształciło się w „urealnienie” taryf celnych i wizyty przedstawicieli amerykańskiej administracji w Pekinie w celu stworzenia ram, w jakich mogą współpracować wszyscy partnerzy.

W każdym razie, obecna sytuacja geopolityczna sugeruje, że oczekiwane zmiany w polityce pieniężnej będą względnie powolne i zrównoważone a banki centralne będą nadal skłonne do komunikowania swoich krótkoterminowych intencji, by uniknąć w ten sposób niepokojów na rynku.

Niezależnie jednak od tego, co postanowią zrobić Amerykańska Rezerwa Federalna i Europejski Bank Centralny w kwestii polityki pieniężnej – odczyty inflacji są tam wciąż poniżej celu – wydaje się, że Bank Japonii nie ma powodu, by zmienić swoje akomodacyjne podejście w najbliższej przyszłości. W związku z tym, polityka monetarna w „kraju kwitnącej wiśni” powinno nadal wspierać rynek akcji. Przy różnicy w stopach procentowych pomiędzy Japonią a głównymi rynkami rozwiniętymi, obecna siła Jena (wynikająca również z postrzegania go jako tzw. bezpiecznej przystani), może ulec wyraźnemu osłabieniu – i to raczej wcześniej niż później. To z kolei byłoby kolejnym impulsem do kupowania japońskich akcji.

Nawet przy obecnym kursie Jena, prognozy zysków spółek na nadchodzące okresy sprawozdawcze, pozostają pozytywne a japońscy eksporterzy, w ostatnich latach, skutecznie zmniejszyli podatność osiągniętych przychodów na negatywne ruchy walutowe. Paradoksalnie, japońskie firmy powinny także skorzystać na wprowadzonej przez D. Trumpa reformie podatkowej w USA – aby skorzystać z jej zapisów, amerykańskie firmy zapewne dość szybko zwiększą nakłady inwestycyjne (reforma pozwala na natychmiastowe księgowanie takich inwestycji) co z kolei napędzi popyt na produkty z „kraju wschodzącego słońca”.

Wydaje się, że obecna wycena japońskiego rynku akcji w sporej części dyskontuje już możliwe czynniki ryzyka a spodziewany wzrost zysków na poziomie 6,5% (średnio dla rynku) wygląda dobrze zarówno w kontekście historycznym jak i na tle innych rynków rozwiniętych. Rynek wygląda atrakcyjnie także pod względem wysokości wypłacanej dywidendy (spodziewana średnio na poziomie 2,0%), która znacznie przewyższa rentowności 10-letnich obligacji rządowych Japonii (poniżej 0,05%) a także wskaźnika ceny do wartości księgowej, który wy-



nosi ok. 1,35 raza (to mniej od innych głównych rynków rozwiniętych). Przy okazji warto zwrócić uwagę na ciekawą zależność, a mianowicie, występującą historycznie dodatnią korelację pomiędzy japońskim rynkiem akcji a 2-letnimi obligacjami rządu USA – tak więc wzrost stóp procentowych za oceanem nie musi być wcale negatywnym sygnałem Tokijskiej Giełdy Papierów Wartościowych.

W efekcie indeks Nikkei znajduje się na najwyższych od ponad 20 lat poziomach. W najbliższym czasie niewykluczona jest kolejna próba pokonania psychologicznego poziomu 24 000 punktów (pierwsza miała już miejsce na początku roku), co z kolei otworzyłoby drogę do bariery 30 000 punktów.

Niniejszy materiał został przygotowany przez NN Investment Partners Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. (dalej NN IP TFI) i jest upowszechniany w celu reklamy lub promocji świadczonych przez nie usług. NN IP TFI posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności.

Niniejszy materiał został przygotowany przez NN IP TFI przy dołożeniu należytej staranności i zgodnie z jego najlepszą wiedzą oraz przekonaniem. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych NN IP TFI lub źródeł zewnętrznych uznanych przez NN IP TFI za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. NN IP TFI nie może jednak zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jej przeznaczeniem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami NN IP TFI lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia.

Prognozowane stopy zwrotu są oparte na przedstawionych założeniach, które niekoniecznie muszą się spełnić. Zmiana sytuacji ekonomicznej lub warunków rynkowych mogą spowodować, że rzeczywiste stopy zwrotu będą niższe od prognozowanych. NN IP TFI S.A., Fundusz, NN Investment Partners International Holdings B.V. ani żaden inny podmiot nie udzielają żadnej gwarancji, że przedstawione prognozowane stopy zwrotu zostaną rzeczywiście osiągnięte.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i został sporządzony wyłącznie dla tego celu do wyłącznego użytku adresata. Nie stanowi on oferty, doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, nie zwalnia adresata z konieczności dokonania własnej oceny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Spółki technologiczne (pozytywnie) zaskakują



Łukasz Woś

Ekspert ds. Komunikacji Inwestycyjnej, TFI Allianz

Właśnie zakończył się sezon podawania wyników przez spółki technologiczne.

Facebook podał bardzo pozytywne wyniki. Przychody wzrosły o 49% rok do roku, a średnia miesięczna liczba użytkowników o 13%. W trakcie konferencji F8, w związku z ostatnimi wydaniami dookoła Cambridge Analytica, Facebook nie zaprezentował długo oczekiwanej alternatywy dla Amazon Alexa. W zamian za to zapowiedział wprowadzenie funkcjonalności randkowej, według zapewnień, różniącej się od Tindera tym, że będzie nakierowana na kreowanie bardziej długotrwałych

związków. W końcu zaprezentowano konsumencki headset wirtualnej rzeczywistości OCULUS GO. Będzie kosztował 199 USD i powinien być lepiej przyjęty niż jego mocniejszy ale ponad dwukrotnie droższy starszy brat Rift.

Xiaomi w końcu złożyło wniosek o IPO, które ma opiewać na 100 mld USD. Jest to o tyle ważne, że jest to jeden z chińskich potentatów technologicznych mających ambicje i szanse stać się globalnym graczem na miarę Samsunga. Jak dotąd nie udało się żednemu reprezentantowi sektora technologicznego z Chin (Huawei, OPPO...).

Apple również podało kwartalne wyniki. Nudny stabilny wzrost we wszystkich kategoriach. Nie potwierdziły się pogłoski o słabej sprzedaży flagowego iPhone'a X. iPhone X jest najlepiej sprzedającym się obecnie smartfonem Apple, nawet pomimo zaporowej ceny 1000 USD za sztukę. Biorąc pod uwagę, że nowe kategorie produktowe nie pojawią się w najbliższych kwartałach, nie zanoszą się na zbyt wysoką dynamikę wzrostu kursu akcji spółki.

W przypadku Amazona, poza świetnymi wynikami (bijącymi oczekiwania prawie trzykrotnie), pojawiły się informacje, że Amazon próbował kupić Waitrose - brytyjskiego odpowiednika przejętego w zeszłym roku amerykańskiego WholeFoods. Póki co zaloty zostały odrzucone, ale potwierdza to informacje, że Amazon próbuje w Europie zbudować strukturę analogiczną do tej, którą stworzył w USA - duże centra spedycyjne nastawione na maksymalną efektywność logistyczną, uzupełnione pośrednimi punktami magazynowymi, które jednocześnie są detalicznymi sklepami z fizyczną ekspozycją na bogatszego klienta w centrach dużych miast. Wciąż nierozstrzygnięty jest konkurs na umiejscowienie drugiej głównej siedziby Amazona w USA. W wyścigu zostało już tylko kilka amerykańskich miast. Chicago w celu uatrakcyjnienia swojej oferty zaoferował tak daleko idące ulgi podatkowe, że w zasadzie ceduje prawo opodatkowania pracowników Amazona na samą spółkę. Liderem w wyścigu i tak jest oczywiście Waszyngton. Bliskość do polityków szczybla federalnego jest dla Amazona nie do przecenienia w obecnym klimacie biznesowym i regulacyjnym.

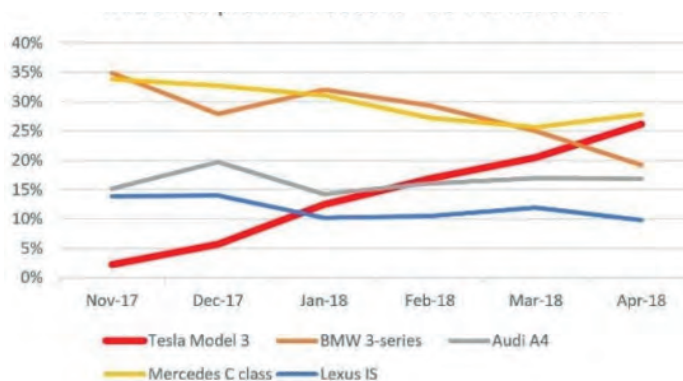
SNAP podał wynik gorsze od oczekiwań. Akcje spółki zniżkowały w efekcie o 20%. Nie pomogła niedawna rewolucja w interfejsie aplikacji, która spotkała się z gwałtownym sprzeciwem użytkowników, ale największym problemem SNAPa jest grupa Facebooka. SNAP przebojem wdarł się na piąte miejsce najczęściej pobieranych apek w AppStore, ale pierwsze cztery zajmowane



były przez apki grupy Zuckerberga: Facebook, Messenger, Instagram i Whatsapp. Dzięki klonowaniu funkcjonalności SNAPA, głównie przez Instagrama, unikatowa użyteczność tego pierwszego jest z każdym dniem coraz niższa. Jedyną nadzieją na pozytywny scenariusz dla SNAPA, to to, że jest najczęściej wymienianym obok Twittera kandydatem do przejęcia przez któregoś z gigantów technologicznych - przypuszczalnie Google.

Tesla podała wyniki powyżej oczekiwań analityków, ale nie to było najciekawsze w conference callu towarzyszącemu ich ogłoszeniu. Elon Musk w trakcie konferencji odmówił w pewnym momencie odpowiadania na pytania dotyczące tematów szczegółowo ujętych w liście do inwestorów. W pewnym momencie odciął analityków z Wall Street usilnie je powtarzających i określił je jako suche i nudne. A głos został przekazany youtuberowi, reprezentującemu drobnych akcjonariuszy spółki. Spotkało się to ze świętym oburzeniem poważnych analityków i reprezentantów poważnych mediów finansowych. Zaraz po konferencji akcje TESLI spadały 7%, ale spadek ten został szybko pokryty z nawiązką i po raz kolejny okazało się, że agresywne szortowanie spółki, której największym problemem jest nienadążanie za rosnącym popytem nie jest dobrą strategią inwestycyjną.

Sprzedaż aut segmentu premium (średni rozmiar).



Źródło: Tesla.

Tesla Model 3 jest obecnie najlepiej sprzedającym się samochodem elektrycznym w USA i w wolumenach sprzedaży konkuruje już ze spalinowymi odpowiednikami niemieckich producentów (BMW serii3, Mercedes C Klasa). Niedźwiedzio nastwieni inwestorzy powinni zacząć się zastanawiać co zrobią w momencie pokazania pozytywnego cash flowu przez Teslę, co może stać się już w trzecim lub czwartym kwartale 2018 roku.

Strategia stopniowej redukcji ekspozycji na ryzyko



Patryk Pyka

Analitik Zespołu Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego
 Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

Materiał opublikowany w poprzednim wydaniu biuletynu nosił tytuł: „W którym miejscu jesteśmy?”. Idąc za ciosem, poniższy tekst powinien zostać nazwany: „Jesteśmy w tym samym miejscu”.

Przez dwa miesiące, które upłynęły od publikacji poprzedniego artykułu wiele poruszonych w nim kwestii nie zostało rozstrzygniętych. Mało tego, doczekaliśmy się nowych czynników ryzyka, które sprzyjają huśtawce nastrojów utrzymującej się od początku korekty. Jednak czy korekta to właściwe słowo? W tym miejscu ponownie odwołajmy się do klasycznego sygnału zbliżającej się recesji, a mianowicie inwersji krzywej dochodowości. Osiągnięcie przez amerykańskie 10-latk rentowności na poziomie 3% stało się faktem. Dla części komentatorów rynkowych była to swego rodzaju „tragedia”, warto jednakże popatrzeć na to zjawisko nieco z innej perspektywy. Wzrost rentowności na długim końcu krzywej jest po części sygnałem malejącej awersji do ryzyka, co można uznać za sygnał poprawy oczekiwań. Oczywiście, lepiej dla rynku akcji byłoby, gdyby wzrost rentowności następował w bardziej umiarkowanym tempie, niemniej jednak fakt, że oddala się ryzyko wystąpienia wspomnianej inwersji krzywej, które mogłoby być sygnałem zbliżającego się zakończenia hossy jest dla nas ważniejszym aspektem. Tymczasem obecna sytuacja oddala nas od tego scenariusza poprzez utrzymanie bezpiecznej różnicy rentowności na poziomie 50 pb występującej między 2-latkami a 10-latkami. Przytaczana często w mediach „magia 3%” ma raczej wymiar psychologiczny niż fundamentalny. Po pierwsze, trzydziestoletnia hossa na rynku obligacji zwyczajnie musiała się skończyć, chyba, że zakładaliśmy w kolejnej dekadzie permanentny spadek rentowności poniżej zera. Po drugie, nikt nigdy w przeszłości nie badał tak niskiego proggu, jako poziomu, powyżej którego akcje miałyby się znajdować pod presją – różne opracowania na ten temat sugerowały poziomy z przedziału 4–6 proc.

Powiązanie ekonomii z rynkami kapitałowymi to niezwykle skomplikowana sprawa. Nierzadko zmiana jednego czynnika wywołuje skrajnie różne reakcje na poszczególnych klasach aktywów i na różnych rynkach. Nie inaczej jest tym razem – wzrost rentowności amerykańskich obligacji oraz powrót zapomnianej w ostatnich miesiącach inflacji sprawił, że końcówka kwietnia przyniosła gwałtowne umocnienie dolara. Mocny dolar, rozdający w ostatnich dniach karty jest swego rodzaju testem dla emerging markets, które z jednej strony wydają się być atrakcyjną opcją na tle reszty świata, niemniej jednak utrata paliwa w postaci słabnącej amerykańskiej waluty może okazać się dla nich istotną barierą. Jednakże los emerging markets znajduje się nie tylko w rękach amerykańskiej waluty – pod uwagę należy wziąć między innymi perspektywę dla cen surowców. Ceny „czarnego złota” znalazły się na najwyższych poziomach od ponad 3 lat. Wprawdzie wystrzał cen ropy jest najbar-

dziej okazały i dostrzegany przez rynek, niemniej jednak nie można zapominać o innych surowcach takich jak miedź, aluminium czy nikiel, które również mają szansę na swoje „pięć minut”. Tendencja ta wpisuje się w ogólne ramy obecnej fazy cyklu koniunkturalnego, która sprzyja wzrostom cen surowców i tworzy potencjalne wsparcie dla szerokiej klasy aktywów geograficznie przyporządkowanych do rynków wschodzących.

W tym miejscu, nie odchodząc od rynków wschodzących, przejdźmy płynnie do tematu wciąż nierozstrzygniętej kwestii wojny handlowej. Póki co, ogromne sumy wartości importowanych towarów z Chin, które miałyby zostać obciążone taryfami celnymi pozostały jedynie na etapie słownych pogroźek (za wyjątkiem mało znaczących taryf na stal i aluminium). Biorąc powyższe pod uwagę, wciąż uważamy, że ewentualny pozytywny efekt rozmów w postaci ustępstw Chin w obszarze określonych taryf celnych nałożonych na produkty amerykańskie byłby najlepszym rozwiązaniem dla obu stron. Doskonale zdają sobie z tego sprawę zarówno władze Państwa Środka, jak i administracja USA. W tym momencie wyłania się kluczowa, aczkolwiek nieco spekulacyjna szansa dla przyszłości emerging markets – administracja D. Trumpa oraz Republikanie potrzebują niewątpliwie sukcesów, tym bardziej, że wybory parlamentarne zbliżają się wielkimi krokami. Można zatem domyślać się, że huczne obwieszczenie Amerykanom wynegocjowania z Chinami ustępstw celnych (nawet w mniejszej skali niż wcześniej zapowiedziano) mogłoby zostać odebrane właśnie za taki sukces. Najważniejsze jednak jest to, że „przy okazji” skorzystałyby na tym parkiety azjatyckie, które zostałyby uwolnione spod ogromnego ciężaru ryzyka związanego z konfliktem handlowym.

O ile umacniający się dolar jest utrapieniem dla rynków wschodzących, o tyle eksporterzy w Europie w przypadku utrzymania się takiej tendencji mogliby odetchnąć z ulgą. Nie jest już zapewne tajemnicą, że większość wskaźników obrazujących bieżący oraz przyszły stan gospodarki strefy euro ulega stopniowemu pogarszaniu. Według M. Draghiego1 słabsze dane w pierwszym kwartale niekoniecznie świadczą o trwałym spowolnieniu tempa wzrostu, lecz mogą mieć charakter przejściowy. Ogólny bilans szans i zagrożeń przemawia jednak za tym, że mamy do czynienia ze zjawiskiem trwałym. Świadczą o tym między innymi narastające odpływy kapitału z najważniejszych rynków akcyjnych w Europie a także wyniki spółek, które podobnie jak w poprzednim kwartale nie imponują tak jak ma to miejsce za oceanem. Oczywiście, wyceny wskaźnikowe w porównaniu z akcjami amerykańskimi przemawiają za Europą, warto jednak zastanowić się nad tym czy niska wycena wskaźnikowa jest wystarczającym argumentem przemawiającym za nabyciem akcji. Okazuje się, że niekoniecznie, a przykładu nie trzeba szukać daleko...

Mamy tutaj na myśli rynek polski, a w szczególności małe i średnie spółki. Ostatnie miesiące niestety boleśnie pokazują brak zainteresowania zagranicy (oraz inwestorów indywidualnych) polskimi small-capami, co sprawia, że nawet dobre na świecie sesje nie wiążą się ze wzrostem sWIG80. W obliczu agonii OFE jedynymi

potencjalnymi nabywcami są fundusze akcji MiŚ oraz ASZ i to właśnie te drugie w dużej mierze odpowiadały za hossę lat 2012-2016. Zatem w warunkach regularnych odpływów środków z tych kategorii funduszy odbicie drugiej i trzeciej linii spółek wciąż pozostaje trudnym zadaniem. Z jednej strony wyceny polskich MiŚów wydają się być coraz to bardziej atrakcyjne (niektóre z nich są wyceniane już po wartości księgowej lub są bliskie takiej wyceny), z drugiej jednak strony ogromną bolączką polskich spółek jest brak umiejętnego przełożenia świetnego wzrostu gospodarczego na wyniki. Z punktu widzenia inwestora zagranicznego sam fakt niskich wycen wskaźnikowych nie jest wystarczający, a perspektywa niskiej dynamiki wzrostu przyszłego zysku sprawia, że polski rynek akcyjny staje się przeciętnie atrakcyjny.

Natomiast od takiej sytuacji daleko są spółki amerykańskie, w tym w szczególności należące do sektora technologicznego. Bieżący sezon wynikowy pokazuje, że poprawa zysków i przychodów wciąż jest możliwa. Z drugiej jednak strony obecne wyceny stają się coraz to większym problemem nawet dla największych optymistów. W ostatnich tygodniach nierzadko mieliśmy okazję obserwować sytuacje, w których pomimo opublikowania wyników lepszych od konsensusów kurs akcji danej spółki tracił na wartości. Tak jak już wspomniano, dla inwestorów kluczową kwestią pozostaje nie tyle wynik historyczny, co perspektywa dalszego wzrostu. Wspomniana perspektywa wydaje się być w większości przypadków ograniczona, tym bardziej, że stymulus fiskalny, który notabene przedłużył ekspansywną fazę cyklu koniunkturalnego w USA, według niektórych wyliczeń może pozytywnie oddziaływać na amerykańskie spółki od 1-1,5 roku. Po tym okresie, bardzo wysoki efekt bazy niewątpliwie doprowadzi do sytuacji, w której polepszanie wyników stanie się arcytrudnym zadaniem.

Nie ma na świecie analityka, który byłby w stanie dokładnie przewidzieć moment, w którym definitywnie należałoby pożegnać się z akcjami. Natomiast można zawsze podejmować pewne kroki w celu przygotowania się na taką okoliczność. Naszym zdaniem, jesteśmy w miejscu, w którym odpowiednio zaplanowana ścieżka stopniowego wyjścia z ryzykownych aktywów i jej konsekwentna realizacja rozłożona w czasie, np. w przeciągu kolejnych 6-9 miesięcy jest najlepszym rozwiązaniem z punktu widzenia dostosowywania ryzyka portfela do obecnych realiów cyklu koniunkturalnego. Taką teorię zdaje się również potwierdzać nasz zegar cyklu giełdowego wykorzystywany w usłudze doradztwa inwestycyjnego – dla rynku amerykańskiego, europejskiego oraz polskiego kwietniowe odczyty zegarów wykazały fazę spowolnienia. Natomiast jedynym wyjątkiem pozostają rynki wschodzące, które znajdują się w późnej fazie ekspansji.

1) Źródło: Konferencja prasowa po posiedzeniu Europejskiego Banku Centralnego 26 kwietnia 2018 r.

Okiem Piotra Kuczyńskiego:

Rośnie ryzyko inwestycyjne



Piotr Kuczyński

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

Po szalonym styczniu, kiedy pisałem caveat emptor (niech kupujący się strzeże) i korekcyjnym początku lutego, marzec i kwiecień na rynkach finansowych wcale nie prezentował się doskonale. W marcu indeksy spadały szybciej niż w drugiej połowie lutego rosły.

Dopiero kwiecień, czyli rozpoczęcie sezonu raportów kwartalnych amerykańskich spółek zapowiadał się na lepszy dla obozu byków (komentarz pisany 19.04). Spodziewano się wzrostu zysku spółek z indeksu S&P 500 o 18,6%, więc nic dziwnego, że nastroje nieco się poprawiły.

Problemem jednak była i pozostanie sytuacja geopolityczna. Przede wszystkim prezydent Donald Trump wymienił trzech swoich współpracowników. Na stanowisko głównego doradcy ekonomicznego powołał Larry'ego Kudlowa, który jest zwolennikiem obłożenia cłami importu z Chin. Na stanowisko sekretarza stanu (odpowiednik ministra spraw zagranicz-

nych) powołał szefa CIA Mike'a Pompeo. Ten z kolei znany jest z potakiwania prezydentowi. Z pewnością nie będzie go hamował.

Jeszcze bardziej interesująco wygląda to, że na stanowisko doradcy ds. bezpieczeństwa narodowego, jako następcę mającego doskonałe opinie generała broni H.R. McMastera, prezydent powołał Johna Boltona. On znany jest z przekonania, że należy zbombardować Koreę Północną i że należy zerwać umowę z Iranem. Strach się bać.

Niestety, takie zmiany powodują, że ryzyko geopolityczne rośnie. Rośnie też to, co dzieje się na Bliskim Wschodzie i na linii frontu Rosja – reszta świata. Nawet jeśli wierzy się święcie w wersję głównego nurtu to i tak oczywiste jest, że na Bliskim Wschodzie trwa wojna, w której z jednej strony jest Arabia Saudyjska, USA i Izrael, a z drugiej Rosja, Iran i gdzieś pośrodku Turcja. Jemen i Syria to tylko pola walki tych dwóch stron. W dowolnej chwili może tam dojść do incydentu, który rozpęta potężny konflikt, między głównymi aktorami.

Taki konflikt znacznie by podniósł cenę ropy, a przecież po rynku krążą pogłoski mówiące o tym, że Arabia Saudyjska chce wywindować cenę baryłki (ropy WTI) do przedziału 80 – 100USD. To zaś zwiększyłoby inflację i zmusiłoby Fed do ostrzejszych decyzji.

Niepewność zwiększa również to, że Donald Trump jako narządzie negocjacyjne wykorzystuje zapowiedzi prowadzące do wojen handlowych. Przykładem jest to, że zapowiedział obłożenie wysokimi cłami chińskiego importu na kwotę 50 miliardów dolarów, na co Chiny opowiedziały podobnym ruchem (na tę samą kwotę) w stosunku do importu z USA. Co zrobił wtedy prezydent Trump? Zapowiedział cła na kolejne 100 miliardów dolarów.

Problem w tym, że Chiny importują z USA produkty i usługi na kwotę 130 miliardów dolarów, więc nie były już w stanie odplacić Stanom Zjednoczonym pięknym za nadobne. Na szczęście nie tylko nie posłużyły się bronią atomową, którą są obligacje amerykańskie, ale zapowiedziały, że nie będą

ich wyprzedawały. Problem w tym, że nie muszą wyprzedawać. Wystarczy, że zapowiedzą zaprzestanie kupowania, a bocznymi drogami zaczną puszczać przecieki, że mają zamiar sprzedawać, żeby rentowność amerykańskich obligacji błyskawicznie wzrosła.

Dlaczego to jest takie ważne? Już o tym w swoich tekstach pisałem, ale przypomnę, że górne ograniczenie ponad trzydziestoletniego kanału trendu spadkowego rentowności obligacji amerykańskich jest od początku roku testowane. Jeśli rentowność obligacji dziesięcioletnich je pokona, a najlepiej przełamie poziom 3 procent, to nie tylko dojdzie do wybicia z kanału trendu spadkowego. Powstałaby też wtedy siedmioletnia formacja podwójnego dna. Oba te czynniki byłyby mocnymi sygnałami sprzedaży obligacji (wzrostu ich rentowności), co mocno uderzyłoby w gospodarkę amerykańską i oczywiście w rynek akcji.

A co się dzieje na GPW? Obróty małe, nadal brak decyzji odnośnie losu OFE (i mogę się założyć, że do końca roku takiej decyzji nie będzie), zainteresowanie zagranicy znikome. Owszem, zagraniczni inwestorzy kupują nasze obligacje, dzięki czemu nurkują rentowności i umacnia się złoty, ale naszymi akcjami się nie interesują. I tak będzie nadal dopóki nie wyjaśni się los OFE. Indeksy mogą gwałtownie zmieniać kierunek, ale nadal pozostaniemy w ogniu rynków rozwijających się.

Jeśli zapomnimy o GPW i skupimy się na giełdach zagranicznych to można powiedzieć jedynie tyle, że po 9 latach hossy z powodu geopolitycznych zagrożeń wyraźnie rośnie ryzyko inwestycyjne. Niestety, nie da się przewidzieć, co zrobią Donald Trump, Xi Jinping i Władimir Putin (plus Iran, Izrael i Arabia Saudyjska). To już nawet nie jest chicken game – to całkiem nowa gra.





z nami możesz poczuć się
wirtuozem świata inwestycji
abyś mógł podejmować dobre decyzje inwestycyjne...

Publikacja handlowa. Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o., ul. Puławska 107, 02-595 Warszawa, KRS 0000061809, Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XIII Wydział Gospodarczy KRS, kapitał zakładowy: 60 050 000 zł, NIP 725-14-09-492.
Materiał ma na celu reklamę/promocję usług świadczonych przez DI Xelion sp. z o.o. i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu Kodeksu cywilnego.
Informacje o DI Xelion sp. z o.o., świadczonych usługach oraz ryzyku związanym z inwestowaniem udostępniane są na stronie www.xelion.pl lub na trwałym nośniku przed rozpoczęciem świadczenia usługi. Inwestowanie wiąże się z ryzykiem.

+48 22 565 49 49

(opłata według cennika operatora)

www.xelion.pl



dołącz do nas!

www.facebook.com/dixelion



Xelion
Dom Inwestycyjny