



# BIX

Biuletyn Inwestycyjny Xelion

# 04

Nr 4/2018 (72)

lipiec 2018 r.

Photo by Philip Veater on Unsplash

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 | R Y N K I F I N A N S O W E

**CZY INWESTYCJE  
W OBLIGACJE RYNKÓW  
WSCHODZĄCYCH  
WCIAŻ MAJĄ SENS?**

4

**CZY AMERYKAŃSKIE  
AKCJE SĄ FAKTYCZNIE  
DROGIE?**

7

**NOWE PÓŁROCZE  
I NOWE ZNAKI  
ZAPYTANIA**

10



świat inwestycji  
nie ma przed nami tajemnic  
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](http://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](http://www.xelion.pl)



dołącz do nas!

[www.facebook.com/dixelion](https://www.facebook.com/dixelion)



**Xelion**  
Dom Inwestycyjny

- 4 | Czy inwestycje w obligacje rynków wschodzących wciąż mają sens?
- 7 | Czy amerykańskie akcje są faktycznie drogie?
- 10 | Nowe półrocze i nowe znaki zapytania
- 12 | Okiem Piotra Kuczyńskiego: Wojny handlowe mogą doprowadzić do (chwilowej) recesji

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](http://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

Obecnie znajdujemy się w dość trudnym położeniu, w którym to słowa zamieniają się w czyn. Mamy tutaj na myśli fakt, że dotychczasowe pogrożki słowne, które określane były mianem „wojny handlowej” materializują się w postaci rzeczywistych taryf nakładanych na produkty importowane przez USA. Problem ten nie dotyczy już tylko relacji USA-Chiny, ponieważ konflikt handlowy od lutego znacząco ewoluował i może dotknąć resztę świata. Podczas gdy światowe rynki wschodzące są na najlepszej drodze do testowania tegorocznych dołków, NASDAQ znajduje się w pobliżu historycznych szczytów. Zważywszy, że amerykański rząd nie ma w tej wojnie nawet jednego sojusznika, zachowanie amerykańskiej giełdy wydaje się nieco irracjonalne i tworzy dalsze ryzyko na przyszłość, bo jej ewentualny ruch w dół może sprowadzić resztę świata na nowe minima. Zatem czy możemy już mówić, że znajdujemy się w przededniu recesji? Odpowiedź na to pytanie znajdziemy w Biuletynie Inwestycyjnym Xelion. Postaramy się również odpowiedzieć na pytania „Czy inwestycje w obligacje rynków wschodzących wciąż mają sens?”, „Czy amerykańskie akcje są faktycznie drogie?”, a także wiele innych.

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

Biuletyn Inwestycyjny Xelion Nr 04/2018 (72)



### „Biuletyn Inwestycyjny Xelion”

#### Właściciel:

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.  
ul. Puławska 107, 02-595 Warszawa  
[www.xelion.pl](http://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](mailto:morendo@morendo.com.pl)  
[www.morendo.com.pl](http://www.morendo.com.pl)

#### Kontakt:

email: [kontakt@xelion.pl](mailto:kontakt@xelion.pl), infolinia: 22 565 49 49  
[www.facebook.com/dixelion/](http://www.facebook.com/dixelion/)

# Czy inwestycje w obligacje rynków wschodzących wciąż mają sens?



## Łukasz Stelmasiak

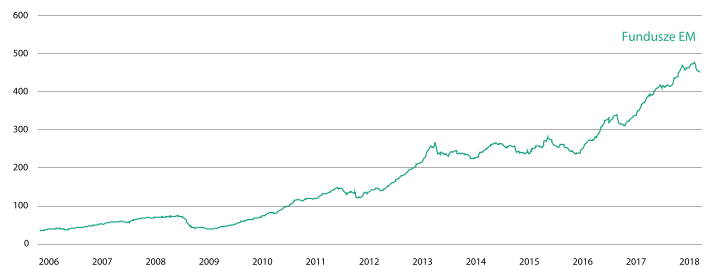
Head of FICC, Współzarządzający Funduszami Rockbridge FIZ Absolute Return Fixed Income oraz Rockbridge FIZ Global Macro Rockbridge TFI SA

W dobrze zdywersyfikowanym portfelu z długoterminowym horyzontem inwestycyjnym, udział obligacji emitowanych przez kraje emerging markets wydaje się być nie tyle pożądany, co wręcz niezbędny. Sekularny wzrost znaczenia rynków wschodzących poprzez kontrybucję poszczególnych gospodarek do światowego PKB (ponad 50%) oraz ciągły przyrost udziału aktywów z tego segmentu, jako części globalnego rynku kapitałowego, wyraźnie wzmacniają tę tezę. Szacuje się, że do 2030 roku udział EM wzrośnie z 17% (rok 2014) do 36%. Otwartym pytaniem pozostaje jednak kwestia wielkości i formy tej ekspozycji w zależności od panujących trendów oraz oczekiwań w kontekście ich ewolucji w krótszych horyzontach czasu.

Od kryzysu finansowego z 2008 roku popularność inwestycji na rynkach długu emerging markets wzrastała każdego roku, poza krótkim, choć drastycznym w skutkach epizodem sprzed pięciu lat, czyli tzw.

„tapper tantrum”, kiedy silnej przecenie uległy niemal wszystkie klasy aktywów w tych regionach świata. Szczególnie znaczący napływ kapitału na rynki wchodzące miał miejsce w ostatnich latach tj. 2015–2017 (Wykres 1). Wspierany był on przez czynniki wewnętrzne, takie jak poprawa sytuacji na rachunkach fiskalnych i w handlu międzynarodowym (choć nierówno rozłożona pomiędzy poszczególnymi krajami), przyrost rezerw walutowych czy unormowanie się sytuacji politycznej. Jednak kluczowe znaczenie dla tego procesu miały czynniki o charakterze globalnym. W ich gronie wymienić należy przede wszystkim: politykę banków centralnych, a konkretnie luzowanie ilościowe, utrzymywanie stóp procentowych w głównych gospodarkach rozwiniętych na bardzo niskim poziomie oraz „forward guidance” kompresujący zmienność aktywów. Niemniejsze znaczenie miały: chroniczny brak inflacji bazowej, wzrost cen surowców (zwłaszcza w okresie ostatnich dwóch lat) oraz środowisko „zsynchronizowanego wzrostu” na świecie.

Wykres nr 1: Fundusze dłużne – aktywa w zarządzaniu w mld USD.



Źródło: Bloomberg, HSBC.

Wielu inwestorów, motywowanych wymienionymi wyżej czynnikami, zaczęło poszukiwać dodatkowych stóp zwrotu w obligacjach i walutach o większym potencjale zysku, czyli w nienaturalnym dla siebie środowisku rynkowym, stając się „inwestycyjnymi turystami”. Obecnie wszystkie te trendy zaczynają powoli słabnąć lub zmieniać kierunek, a część „turystycznego” kapitału powraca z rozpoczętej w 2015 roku podróży, co rodzi pytanie nie tylko o skalę, ale przede wszystkim o sposób zaangażowania portfela inwestycyjnego w ten segment rynku.

Odkładając chwilowo na bok aspekt rynkowy, skupmy się przez moment na możliwościach jakie stoją przed polskim inwestorem (z bilansem w walucie PLN) chcącym zbudować ekspozycję w obszarze obligacji rynków wschodzących. Już samo pojęcie „obligacje rynków wschodzących” jest dość szerokie i wymaga bardziej precyzyjnego

określenia. Pomijając bardzo duże różnice pomiędzy poszczególnymi krajami, możemy wyróżnić dwie główne podkategorie w tym kompleksie aktywów: obligacje denominowane w „twardych” walutach – głównie USD i EUR (eurobonds / external debt) oraz obligacje denominowane w walutach lokalnych (local currency debt). Inwestor indywidualny może uzyskać dostęp do tych rynków poprzez fundusze o różnej strategii, fundusze ETF oraz poprzez bezpośrednie inwestycje w konkretne obligacje, jeżeli ma możliwość i dostęp do lokalnego rynku. Tabela 1. zawiera stopy zwrotu z dwóch bardzo popularnych funduszy ETF denominowanych w USD i opartych o szeroko stosowane na świecie indeksy JPMorgan dla obu podkategorii: GBI-EM (ETF: IEML) – indeks obligacji denominowanych w walutach lokalnych oraz EMBI (ETF: IEMB) – indeks obligacji denominowanych w USD. Inwestując w obligacje rynków wschodzących denominowane w „twardych” walutach, docelową ekspozycją jaką chce się uzyskać jest ryzyko rządowego spreadu kredytowego (sovereign spread) czyli różnicę pomiędzy rentownością obligacji a krzywą dochodowości waluty bazowej, natomiast inwestując w dług lokalny uzyskuje się ekspozycję w lokalnych stopach procentowych danego kraju. Wchodząc na większy poziom szczegółowości, w przypadku inwestycji w obligacje / indeksy eurobonds polski inwestor otwiera pozycję na trzy rodzaje ryzyka: ryzyko walutowe; w tym przypadku USD/PLN (dość łatwe do zabezpieczenia), ryzyko krzywej dochodowości waluty bazowej np. USD – inaczej rentowność obligacji amerykańskich oraz docelowe ryzyko kraju EM, czyli ryzyko spreadu. Świadomość wszystkich rodzajów ryzyka, jak i chęć oraz możliwość ich zabezpieczenia może mieć bardzo istotny wpływ na wynik inwestycji. Popatrzmy na stopy zwrotu za lata 2016 i 2017, notabene bardzo dobre dla external emerging markets debt. Wiemy, że fundusze ETF odzwierciedlają indeksy, więc nie zabezpieczały się przed wzrostem stóp procentowych krzywych bazowych, natomiast z perspektywy polskiego inwestora decyzja o zabezpieczeniu ryzyka walutowego miała istotny wpływ na wynik końcowy. W 2016 roku, kiedy PLN stracił do USD niezabezpieczony ETF zarobił o 6,57 p.p. więcej (przy założeniu reinwestycji odsetek), natomiast w 2017 roku niezabezpieczenie waluty mimo bardzo dobrego roku dla aktywa bazowego kosztowałoby prawie dwukrotnie więcej niż zysk z inwestycji. W przypadku zakupu indeksu lub obligacji w walutach lokalnych sprawa komplikuje się jeszcze bardziej. Z jednej strony nie mamy potrzeby zabezpieczania się przed ryzykiem lokalnych stóp procentowych, bo jest to ekspozycja, którą chcemy uzyskać (sic), natomiast zabezpieczenie się przed ryzykiem walutowym staje się bardzo trudne lub wręcz niemożliwe. W naszym przykładzie mamy dwie płaszczyzny ryzyka walutowego: USD/PLN, ponieważ instrument denominowany jest w dolarze amerykańskim oraz USD/waluty EM, w których denominowane są obligacje wchodzące w skład indeksu. Możemy w dość łatwy sposób zabezpieczyć się przed zmianami kursu USD/PLN, należy jednak pamiętać, że otrzymujemy wtedy ekspozycję na serię par walutowych PLN vs inne waluty wschodzące. Podobnie jak w poprzednim przykładzie, Tabela 1. pokazuje poziomy stóp zwrotu przy i bez zabezpieczenia kursu USD/PLN. Inwestując w lokalny dług poszczególnych krajów inwestor profesjonalny ma możliwość

decyzji czy zabezpiecza się przed deprecjacją lokalnej waluty, natomiast na poziomie inwestycji indeksowych i funduszowych (kwestia konstrukcji indeksów) inwestor indywidualny podejmuje ryzyko zmian lokalnej krzywej dochodowości oraz aprecjacji / deprecjacji waluty. Dekompozycja wyniku za ostatnie 15 lat dla indeksu GBI-EM pokazuje, że dywergencja pomiędzy komponentem obligacyjnym i walutowym wynosi średnio aż 9% rocznie.

**Tabela nr 1: Inwestycje w PLN z zabezpieczeniem ryzyka walutowego a także bez zabezpieczenia ryzyka walutowego – do 15 czerwca 2018 r.**

IEML	Inwestycja w PLN (do 15/6/2018) z zabezpieczeniem ryzyka walutowego - USDPLN					Inwestycja w PLN (do 15/6/2018) bez zabezpieczenia ryzyka walutowego				
	od 13/04/2018	YTD	2016	2017	5Y	od 13/04/2018	YTD	2016	2017	5Y
zmiana w ujęciu nominalnym	-10,37%	-9,27%	3,35%	8,05%	-31,70%	-1,91%	-3,46%	9,51%	-10,38%	-23,90%
total return (reinvestycja kuponów z obligacji)	-10,37%	-7,05%	9,19%	13,86%	-11,57%	-1,91%	-1,10%	15,72%	-5,54%	-0,51%

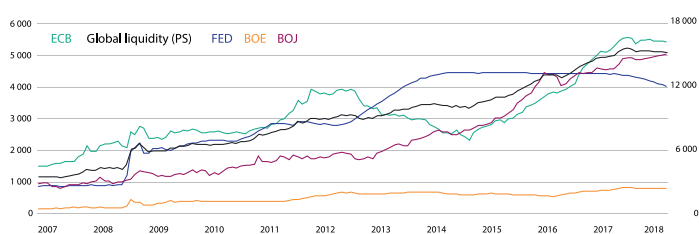
  

IEMB	Inwestycja w PLN (do 15/6/2018) z zabezpieczeniem ryzyka walutowego - USDPLN					Inwestycja w PLN (do 15/6/2018) bez zabezpieczenia ryzyka walutowego				
	od 13/04/2018	YTD	2016	2017	5Y	od 13/04/2018	YTD	2016	2017	5Y
zmiana w ujęciu nominalnym	-4,97%	-8,20%	4,05%	4,80%	-4,13%	3,98%	-2,32%	10,25%	-13,08%	8,12%
total return (reinvestycja kuponów z obligacji)	-4,18%	-6,23%	9,94%	9,99%	21,50%	4,85%	-0,24%	16,51%	-8,76%	37,92%

Źródło: Opracowanie własne.

Przywołując ponownie kontekst rynkowy należy zauważyć, że w 2018 roku przysłowiowy „wiatr w plecy”, który pomagał inwestorom osiągnąć atrakcyjne stopy zwrotu w ostatnich latach w segmencie obligacji rynków wschodzących, staje się „wiatrem bocznym”, a w niektórych przypadkach wręcz wiatrem wiejącym w twarz. Ta zmiana kierunku determinowana jest przede wszystkim przez zwrot w polityce pieniężnej głównych banków centralnych, bowiem 2018 rok będzie pierwszym od wielu lat, kiedy skumulowana wielkość bilansów FED, ECB, BOE i BOJ przestanie się zwiększać, a w kolejnych kwartałach zacznie się wręcz kurczyć (Wykres 2.). Wartość ta oraz dynamika jej zmiany może być traktowana jako przybliżona miara globalnej płynności, która pierwszy raz od 10 lat zacznie się znacząco zmniejszać. Prym wiedzie tutaj amerykańska rezerwa federalna, która poza polityką redukcji bilansu jest w cyklu stopniowych podwyżek stóp procentowych. Europejski Bank Centralny na ostatnim posiedzeniu również ogłosił końcową datę programu QE, a najbardziej gołębi z „wielkiej czwórki” banków centralnych BOJ prognozują, że w następnym roku dołączy do tego grona.

**Wykres nr 2: Aktywa w bankach centralnych w mld USD.**



Źródło: EPFR Global, HSBC.

Drugim na liście jest trwający cykl podwyżek stóp procentowych w największej gospodarce świata. Istotnym elementem, na który należy zwrócić uwagę jest fakt, iż nawet przy obecnym poziomie stóp (konsensus FED z tzw. „dot plot” zakłada jeszcze pięć podwyżek do końca 2019 roku) amerykańskie 2-letnie obligacje dają rentowność 2,55%. Dla wielu inwestorów, a zwłaszcza dla rzeszy opisywanych wcześniej „turystów”, staje się to bardzo atrakcyjną alternatywą, zwłaszcza w okresach większej zmienności i ryzyka na rynkach wschodzących. Erę „represji finansowej” w USA, wynikającą z ultra niskich stóp procentowych, możemy niniejszym uznać za zakończoną.

Rynki wschodzące pozostają również pod ogromnym wpływem polityki prowadzonej przez obecną administrację prezydenta Donalda Trump’a. Chodzi głównie o reformę podatków i działania w obszarze handlu zagranicznego.

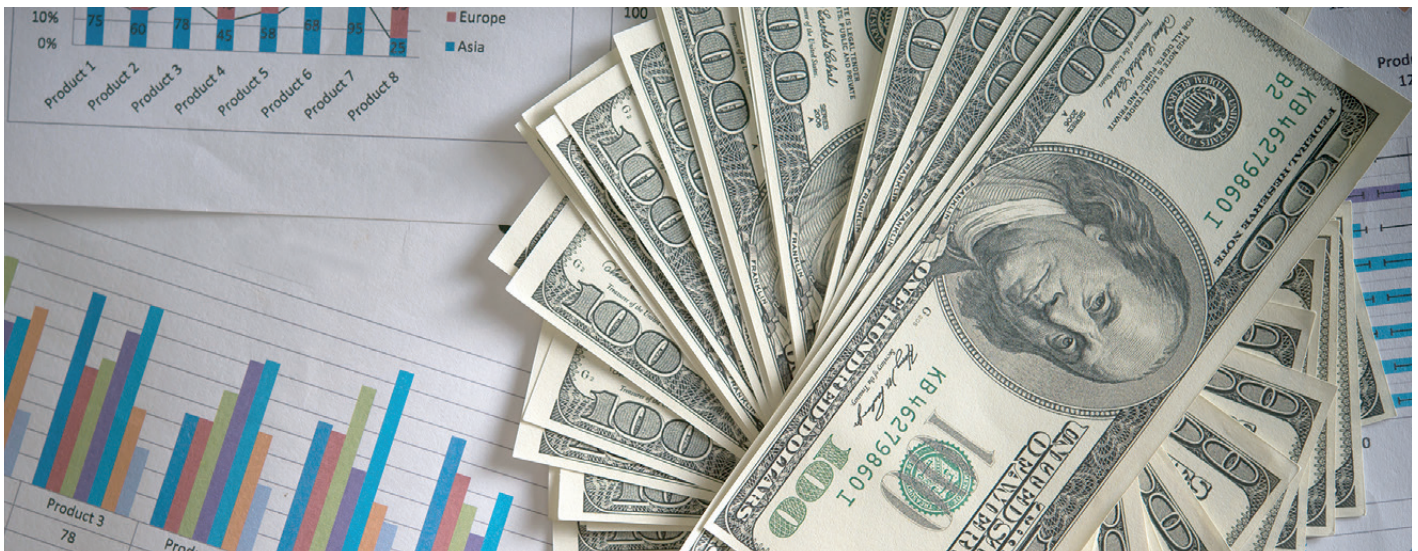
Reforma podatków, sama w sobie niewątpliwie dobra dla amerykańskich spółek, powoduje presję na repatriację dolara zmniejszając jego ilość na eurorynku (ryнку dolara poza Ameryką) i wraz z rosnącymi stopami procentowymi może zwiększać cykliczną presję na aprecjacje amerykańskiej waluty. W kwietniu i w maju br. mieliśmy do czynienia z klasycznymi schematami zachowań na rynkach wschodzących, w których główną rolę odegrał umacniający się gwałtownie dolar. Ciąg zdarzeń rozpoczął się silną deprecjacją waluty lokalnej oraz próbą jej spowolnienia przy użyciu rezerw walutowych, a finalnie zmuszeniem banków centralnych do bardzo dużych i szybkich podwyżek stóp procentowych. Towarzystwo temu silne spadki na rynkach akcji, raptowny wzrost lokalnych krzywych dochodowości oraz rozszerzanie się sovereign spread. Najjaskrawszym tego przykładem jest Argentyna i Turcja, choć z realizacją podobnego scenariusza mieliśmy do czynienia również w Brazylii, Republice Południowej Afryki oraz Indonezji. Znamiennym jest fakt, że były to kraje najbardziej preferowane w ostatnich latach przez inwestorów zagranicznych. Obecnie sytuacja

wyduje się być opanowana, przynajmniej czasowo. Bez odpowiedzi pozostaje jednak niezwykle istotne pytanie; czy był to jednorazowy epizod czy mamy do czynienia z początkiem długoterminowego trendu obejmującego cały segment rynków wschodzących.

Obok polityki fiskalnej wymieniliśmy politykę handlową USA. Zgodnie z diagnozą większości ekonomistów oraz instytucji takich jak MFW czy Bank Światowy niesie ona za sobą niebezpieczeństwo otwartej wojny handlowej, której skutki będzie odczuwać cała światowa gospodarka. Na zakończenie należy wspomnieć o cyklu politycznym, który ma miejsce w 2018 roku. Brazylia, Turcja, Meksyk, a także kilka mniejszych krajów z obszaru emerging markets wybierało lub będzie wybierać w tym roku swoich przedstawicieli, co przy obecnym globalnym trendzie w zakresie preferencji wyborczych będzie działało jako dodatkowy czynnik zwiększający zmienność cen aktywów.

Obraz wyłaniający się z powyższej analizy pokazuje, że w najbliższej przyszłości zestaw czynników mogących istotnie wpływać na zwrot z inwestycji w aktywa emerging markets będzie niezwykle szeroki i pomimo, że wiele z nich traktowanych jest w kategorii zagrożeń, to w naszej opinii inwestycje w obligacje rynków wschodzących wciąż mają sens, a czas podwyższonej zmienności oraz przecen aktywów stwarza wiele możliwości inwestycyjnych.

Uważamy jednak, że w obecnym czasie ekspozycję w tym segmencie należy uzyskiwać nie przez procykliczne rozwiązania typu „long only”, ale przez fundusze z elastyczną polityką inwestycyjną (np. strategia global macro czy fixed income arbitrage), które aktywnie zarządzają ekspozycją na wybranych rynkach i w których zasięgu są pozycje zarabiające zarówno na wzroście cen (long), spadku cen (short), jak również te wykorzystujące relatywne zmiany cen. Do realizacji takich strategii nie wystarczy posiadanie dostępu do stosownego instrumentarium finansowego, ale konieczne jest przede wszystkim doświadczenie zarówno w samym zarządzaniu, jak i kontroli ryzyka.



# Czy amerykańskie akcje są faktycznie drogie?



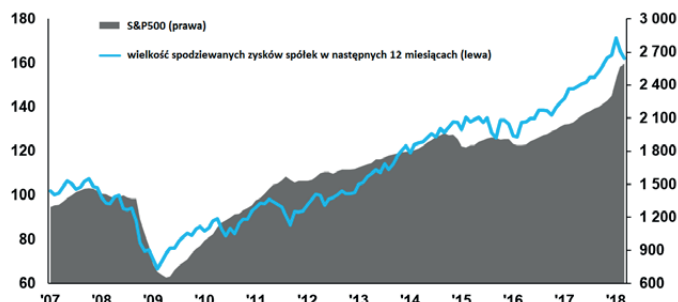
## Jacek Janiuk

Członek Zarządu Skarbiec TFI SA

Od wielu lat słycać sprzeczne głosy odnośnie atrakcyjności amerykańskich spółek. Zwolennicy inwestycji na giełdzie w Nowym Jorku podkreślają silne fundamenty amerykańskiej gospodarki, jej konkurencyjność oraz wyższe dynamiki zysków spółek względem ich konkurentów z innych regionów świata. Z kolei inwestorzy nastawieni niedźwiedzio do amerykańskiego rynku od lat podnoszą argument, że spółki zza oceanu są bardzo drogie. Jak dotąd patrząc na zachowanie amerykańskiej giełdy na tle innych rynków wydaje się, że raczej mają Ci pierwsi.

Jak obiektywnie podejść do analizy wycen amerykańskich spółek? Czy może faktycznie jest tak, że akcje są drogie, a wzrosty kursów powodowane są luźną polityką monetarną oraz prowadzonymi programami skupu obligacji (QE)? Zaczniemy najpierw od zysków spółek. Od dawna wiadomo, że cena spółek jest silnie skorelowana z wypracowanymi przez nie zyskami.

Wykres nr 1: S&P500 wartość indeksu oraz wielkość spodziewanych zysków spółek w następnych 12 miesiącach.



Źródło: IBES, Standard & Poor's, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Przewidywane na następne 12 miesięcy zyski kalkulowane są na podstawie konsensusu IBES. Dane na koniec 1 kwartału 2018.

Biorąc pod uwagę korelację pomiędzy notowaniami indeksu S&P a wzrostem zysków spółek nasuwa się następujące pytanie: czy wzrost indeksu był szybszy, czy wolniejszy niż wzrost zysków spółek? Szybszy wzrost indeksu niż zysków prowadzi do wzrostu wycen, czyli reatingu.

Tabela nr 1: Wartości wskaźników cena do zysków dla wybranych rynków.

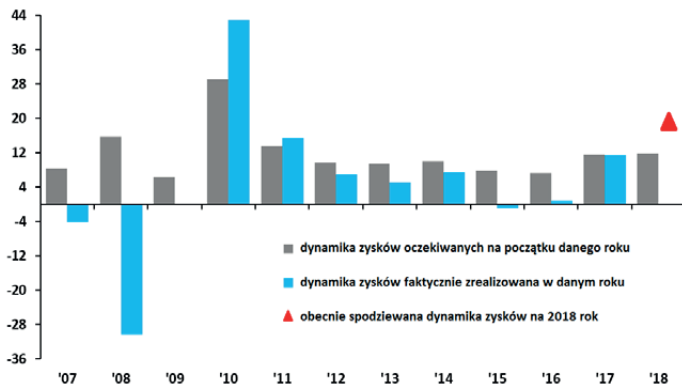
Indeks	P/E (x)		
	2017	2018E	2019E
<b>NASDAQ</b>	<b>24,3x</b>	<b>20,2x</b>	<b>17,4x</b>
<b>S&amp;P500</b>	<b>20,0x</b>	<b>15,7x</b>	<b>14,2x</b>
<b>Euro Stoxx 600</b>	<b>16,3x</b>	<b>13,5x</b>	<b>12,5x</b>
<b>Japonia</b>	<b>19,1x</b>	<b>14,3x</b>	<b>13,7x</b>
<b>EM</b>	<b>14,1x</b>	<b>10,8x</b>	<b>9,4x</b>
<b>WIG</b>	<b>12,4x</b>	<b>10,1x</b>	<b>9,4x</b>

Źródło: Bloomberg, dane na 25.06.2018.

W latach 2011-2012r. z powodu panującego w Europie kryzysu zadłużenia zyski spółek rosły szybciej niż indeksy doprowadzając do tzw. deratingu. Z kolei przełom roku 2016 i 2017 przyniósł szybszy wzrost kursów za sprawą planów nowego prezydenta Donalda Trumpa w zakresie obniżenia podatków. Patrząc na ostatnie dziesięć lat (wykres nr 1) widać, że wraz ze wzrostem indeksu S&P500 rosły zyski spółek amerykańskich. Trudno więc zgodzić się ze stwierdzeniem,

że wzrost kursów amerykańskich spółek nie miał oparcia w fundamentach. Skoro tak było, to przejdźmy do wycen. Jaką obecnie cenę inwestorzy są skłonni płacić za zyski spółek? Inaczej mówiąc jaka jest wycena spółek kwantyfikowana wskaźnikiem cena do zysku? (Tabela nr 1) Biorąc pod uwagę zaraportowane za 2017 rok zyski jego wartość wynosi 20. Na tej podstawie można postawić tezę, że akcje z indeksu S&P 500 są drogie.

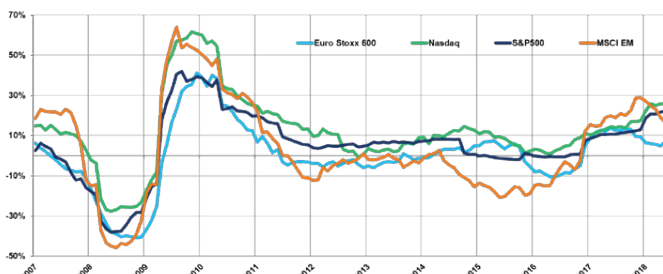
Wykres nr 2: Dynamika zysków spółek z indeksu S&P 500.



Źródło: IBES, Standard & Poor's, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Przewidywane na następne 12 miesięcy zyski kalkulowane są na podstawie konsensusu IBES. Dane na koniec 1 kwartału 2018.

Jednak giełda nie kieruje się historią, a właśnie taki charakter mają powyższe wyliczenia. Nie od dziś wiadomo, że giełdy dyskontują przeszłość, dla większości inwestorów dużo bardziej istotne są zyski w następnych okresach. Obecnie wskaźnik cena/zysk na prognozowanych na 2018 rok wynikach wynosi 15,6. Natomiast jego historyczna średnia liczona od 1990 roku to 15,8. Jeśli więc spółki amerykańskie zaraportują w 2018 roku zyski na oczekiwanym przez analityków poziomie, to akcje amerykańskie w ujęciu historycznym wyceniane będą fair, tj. na poziomie długoterminowej średniej. (Wykres nr 2) Jeśli jednak spółki rozminą się in minus ze zbyt optymistycznymi oczekiwaniami rynku, jak to miało miejsce w latach 2012-2016, wówczas wyceny wydają się przesadzone.

Wykres nr 3: Roczna dynamika prognozowanych zysków na akcje na wybranych rynkach .

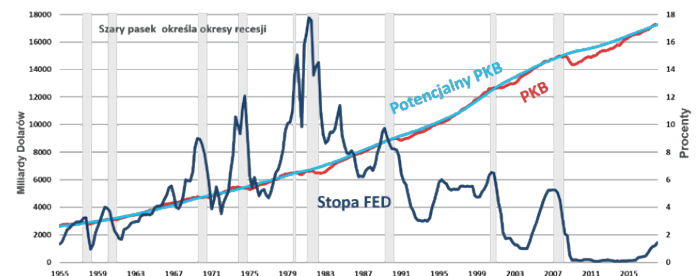


Źródło: Bloomberg, dane na 25.06.2018.

To na co należy zwrócić uwagę w kontekście prognoz analityków to fakt, że ubiegły rok przyniósł odwrócenie negatywnej tendencji kiedy to wypracowane przez spółki zyski były poniżej oczekiwań. Rok 2017 okazał się rokiem, w którym po raz pierwszy od 2012 roku wyniki sprostały oczekiwaniom analityków. (Wykres nr 3)

Rok 2018 w kontekście prognozowanych zysków spółek, ma szansę zakończyć się jeszcze lepiej niż poprzedni. Sprzyja temu reforma podatkowa Trumpa, propozycje wspierania inwestycji infrastrukturalnych oraz dobra sytuacja w globalnej gospodarce. Dodatkowo zyski spółek rosną nie tylko w USA, ale również na rynkach wschodzących czy w Europie. Prognozy pokazują, że pierwszy raz od 2010 roku zyski spółek mają szansę wzrosnąć ponad 20%. Wydaje się więc, że dobra sytuacja gospodarcza powinna w dalszym ciągu wspierać zachowanie giełd, przynajmniej w perspektywie kilku miesięcy. W dłuższej perspektywie dla trwałości wzrostu kursów istotne są oczekiwania co do zysków w latach 2019 i 2020. Abstrahując od czynników ryzyka jak wojna handlowa między Chinami a USA czy problemami Włoch, które istotnie mogą wpłynąć na giełdy, zastanówmy się w jakim momencie cyklu gospodarczego znajduje się amerykańska gospodarka. Patrząc na historię można stwierdzić, że mamy do czynienia z jednym z najdłuższych bo trwającym już 9 lat okresem ożywienia. Wyjście z ostatniego kryzysu, (spowodowanego bańką na rynku nieruchomości finansowanych różnej maści instrumentami jak np. MBS) było bardzo powolne.

Wykres nr 4: Realny oraz potencjalny PKB w USA w latach 1955-2018.

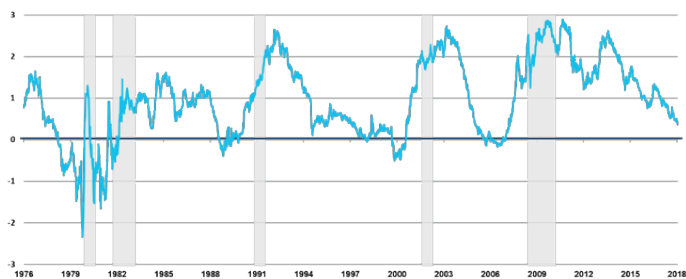


Źródło: BEA, Board of Governors, CBO.

Luka popytowa została zamknięta pod koniec 2017 roku, podczas gdy w czasie poprzednich cykli gospodarczych, od momentu zamknięcia luki do momentu przegrzania gospodarki i recesji, upływało średnio 2-4 lata. Podobnie było ze stopami procentowymi. Ostatnie podwyżki zwiastowały koniec ożywienia. Według prognoz FEDu powinniśmy zobaczyć jeszcze 3 podwyżki w przyszłym roku, które powinny zakończyć cykl podwyżek stóp. Można stwierdzić, że gospodarka amerykańska jest w późnej fazie cyklu gospodarczego jednak ten cykl się jeszcze nie zakończył. Jest dłuższy, a prawdopodobieństwo recesji, w tym i następnym roku jest bardzo małe. Jednym z narzędzi używanych do określenia prawdopodobieństwa recesji jest różnica w rentownościach dziesięcioletniej i dwuletniej obligacji.



Wykres nr 5: Różnica między 10 letnimi i 2 letnimi amerykańskimi obligacjami skarbowymi.

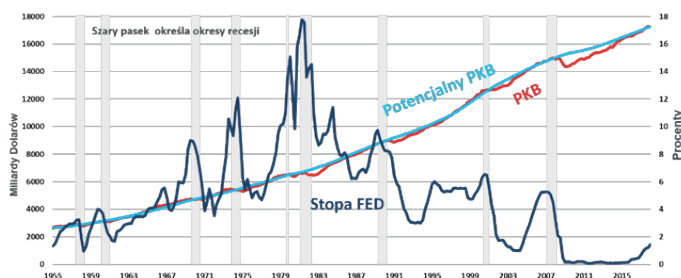


Źródło: BEA, Board of Governors, CBO.

Obecnie obserwujemy wypłaszczanie się krzywej dochodowości. Niemniej jednak całkowite zrównanie się rentowności ma krótkim i długim jej końcu może zająć od kilku do kilkunastu miesięcy, a dopiero po tym wzrośnie prawdopodobieństwo recesji.

Oprócz wycen czy dynamiki zysków spółek na ceny akcji mają również wpływ przepływy między różnymi klasami aktywów oraz ich wycena relatywna. Innymi słowy inwestorzy w zależności od sytuacji rynkowej transferują środki z rynku akcji na rynek obligacji i na odwrót. Jeśli popatrzymy na rentowność 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych i porównamy ją z zyskownością akcji spółek z indeksu S&P500<sup>1</sup> widać, że akcje wydają się być w dalszym ciągu atrakcyjniejszą inwestycją niż obligacje. Po ponad dwóch dekadach, w których rentowności obligacji przewyższały zyskowność spółek, sytuacja uległa odwróceniu.

Wykres nr 6: Porównanie atrakcyjności amerykańskiego rynku akcji i obligacji.



Źródło: Bloomberg, dane na 25.06.2018

Z kolei po ostatnim kryzysie, za sprawą skupu obligacji przez bank centralny oraz ryzyka deflacji, rentowności dziesięcioletnich papierów spadły poniżej 3% zwiększając tym samym atrakcyjność akcji względem długu. Trzeba jednak pamiętać, że tego typu analiza sprawdza się w dopiero w dłuższym terminie. W krótkim terminie na rynek akcji jak i obligacji i ich relatywne zachowanie może wpływać wiele czynników. Przykładowo kryzys zadłużenia w Europie spowodował, że kapitał wybierał amerykańskie obligacje traktując je jako

bezpieczna przystań. W tym roku z kolei wybory we Włoszech i dojście do władzy populistów spowodowały spadki cen akcji i wzrost cen nsajbezpieczniejszych obligacji. Nie zmienia to faktu, że w dłuższym terminie amerykańskie akcje na tle obligacji wyglądają wciąż atrakcyjniej.

Wydaje się, że akcje amerykańskie (dzięki wysokiej dynamice zysków, dobrym perspektywom gospodarczym na 2019 rok, umiarkowanym wycenom w ujęciu historycznym, atrakcyjności akcji względem obligacji) mają szansę na kontynuację wzrostów. Nie zapominając o tym, że jesteśmy w późnej fazie cyklu gospodarczego, trzeba zauważyć, że powinien on zakończyć się najwcześniej w 2020 roku. Wielką niewiadomą i największym czynnikiem ryzyka dla tego scenariusza pozostaje polityka uprawiana przez prezydenta Donalda Trumpa, który (realizując obietnice wyborcze i działając pod pretekstem bezpieczeństwa narodowego) rozpoczął tzw. wojny celne. Kluczowym pytaniem jest, na ile sposób prowadzenia komunikacji i zapowiedzi obejmowania wyższymi stawkami celnymi jest technika negocjacyjną, a na ile Biały Dom rzeczywiście planuje rozpuścić wojny celne. Bez wątpienia doprowadziły to do spadku dynamiki zarówno amerykańskiego jak i światowego PKB. Wydaje się, że na to pytanie znajdziemy odpowiedź już w ciągu najbliższych kilku tygodni bądź miesięcy.



# Nowe półrocze i nowe znaki zapytania



## Patryk Pyka

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

Wśród naszych komentarzy publikowanych w ostatnich miesiącach próżno poszukiwać takich, w których nie pojawiałyby się słowa: „wojna handlowa” czy „Donald Trump”. Trudno jednak

oczekiwać, by było inaczej, podczas gdy nastroje na rynkach pozostają właściwie w rękach jednej osoby, która swoimi decyzjami wyznacza kierunek notowań indeksów. O ile jesteśmy w stanie przewidzieć pewne zjawiska o podłożu fundamentalnym, o tyle polityka i geopolityka są z reguły poza naszym zasięgiem. **Obecnie znajdujemy się w dość niepokojącym miejscu, w którym to słowa zamieniają się w czyny.** Mamy tutaj na myśli fakt, że dotychczasowe pogroźki słowne, które określane były mianem „wojny handlowej” materializują się w postaci rzeczywistych tarif nakładanych na produkty importowane przez USA. Problem ten nie dotyczy już tylko relacji USA-Chiny, ponieważ konflikt handlowy od lutego znacząco ewoluował i śmiało można powiedzieć, że jest to spór pomiędzy USA a resztą świata. W poprzednim biuletynie sygnalizowaliśmy, że szansą azjatyckiej części emerging markets byłoby rozstrzygnięcie powstałego konfliktu w sposób ugodowy, gdzie Chiny obniżają cła na produkty amerykańskie, natomiast Stany Zjednoczone rezygnują z wprowadzenia zapowiadanych tarif. Na ten moment wiele jednak wskazuje na to, że sprawy zaszły już za daleko i scenariusz ten znacząco się oddalił.

Tak jak wspominaliśmy w poprzednim akapicie, temat wojny handlowej ewoluował i nie dotyczy jedynie Chin. Do tablicy coraz częściej przywoływana jest Europa – w minionym miesiącu kilkukrotnie słyszeliśmy o groźbach nałożenia ceł na samochody importowane z UE. Biorąc pod uwagę determinację amerykańskiego prezydenta we wszelkiego rodzaju negocjacjach, trzeba przyznać, że i ten ruch jest jak najbardziej możliwy. **Niewątpliwie, nie ma dobrego momentu na to, aby prowadzić wojnę na cła, ponieważ w wojnie tej z reguły nie ma wygranych.** Obecny moment jest jednak dla Europy wyjątkowo niekomfortowy – dopiero co opadł kurz po wielkim chaosie politycznym we Włoszech, a na horyzoncie pojawiają się kolejne problemy, tym razem w samym sercu Unii, którym są Niemcy. Dokładnie przez 161 dni szefowie partii CDU i CSU prowadzili trudne rozmowy w sprawie utworzenia koalicji i rządu większościowego. Ostatecznie nadszedł happy end i członkowie partii SPD w przeprowadzonym wewnątrzpartyjnym referendum udzielili Angeli Merkel kredytu zaufania, jednocześnie decydując się na powrót do wielkiej koalicji. W całej tej historii rzadko wówczas poruszano kwestię relacji oraz potencjalnego ryzyka pogorszenia stosunków CDU-CSU, traktując obie partie jako jeden, dobrze funkcjonujący organizm. W ostatnich tygodniach w niemieckiej polityce harmonia oraz słynny ordnung ponownie zostały zaburzone i to nie za sprawą sceptycznego podejścia

socjaldemokratów, lecz CSU, dla której polityka migracyjna w obecnej formie jest nie do zaakceptowania.

Porzućmy jednak na chwilę politykę i skupmy się na fundamentach. **Wielkim pytaniem przed czerwcowym posiedzeniem EBC było to, czy Rada ogłosi zakończenie QE w tym roku.** Dokładnie tak się stało, program będzie funkcjonował w obecnym kształcie do września, a następnie zostanie zmniejszony o połowę (skala skupu spadnie z 30 mld EUR miesięcznie do 15 mld EUR) i wygaśnie w grudniu. Nieco zaskakujące w tym kontekście jest niezwykle silne osłabienie euro po konferencji. Może mieć to związek z zapowiedzią Banku o pozostawieniu stóp na dotychczasowym poziomie aż do jesieni 2019 r. Część inwestorów spodziewała się działań w pierwszej połowie przyszłego roku. Nie bez znaczenia było też gołębnie nastawienie M. Draghi'ego, który przyznał, że osłabienie wzrostu w Eurolandzie trwa i może się wydłużyć oraz podkreślał, że luzowanie ilościowe jest narzędziem, które EBC będzie miał cały czas na podorędziu. Zatem gdy weźmiemy pod uwagę wydzźwięk czerwcowej konferencji EBC, ryzyka polityczne w Europie oraz fakt, że za oceanem stopy procentowe są sukcesywnie podnoszone, scenariusz powrotu pary EURUSD w okolice poziomów obserwowanych w pierwszym kwartale staje się coraz to mniej prawdopodobny.

Nie jest to oczywiście dobra informacja dla emerging markets. **Umocnienie dolara było swego rodzaju testem dla rynków rozwijających się**, o którym wspominaliśmy w poprzednim biuletynie, a który notabene nie został pozytywnie zaliczony. Faktem jest, że rosnące stopy procentowe w USA sprawiają, że obligacjom EM coraz trudniej konkurować z ich amerykańskimi odpowiednikami. Zniechęcający wydaje się być również fakt wysokiego zadłużenia dolarowego poszczególnych państw rozwijających się takich jak Argentyna czy Turcja, które dodatkowo walczą z potężną inflacją oraz utrzymaniem słabnącego kursu walutowego.

Pomimo tego, że niektóre agencje indeksowe uznają Polskę za rynek „rozwinęty”, co do tego, że Polska jeszcze przez wiele lat stawiana będzie w jednym szeregu z państwami rozwijającymi się nie ma żadnych wątpliwości. W obecnym układzie nie służy to oczywiście kondycji naszej giełdy, która i tak już od dłuższego czasu cierpi na permanentny brak popytu. Szczególnie widoczne jest to na indeksach reprezentujących małe i średnie spółki – w przypadku obu tych benchmarków nieprzerwanie jesteśmy świadkami poszukiwania dna, co w głównej mierze wywołują narastające odpływy z funduszy ASZ oraz MiŚiów.

Podczas gdy światowe rynki wschodzące są na najlepszej drodze do testowania tegorocznych dołków, NASDAQ znajduje się w pobliżu historycznych szczytów. Zważywszy, że amerykański rząd nie ma w tej wojnie nawet jednego sojusznika, zachowanie amerykańskiej giełdy wydaje się nieco irracjonalne i tworzy dalsze ryzy-



ko na przyszłość, bo jej ewentualny ruch w dół może sprowadzić resztę świata na nowe minima.

Trzeba przyznać, że wydzźwięk artykułu w poprzednim biuletynie nie był aż tak pesymistyczny. Pokładaliśmy wówczas nadzieje we wzroście cen amerykańskich spółek technologicznych oraz w surowcach. O ile nasz pierwszy typ sprawdził się doskonale, o tyle ten drugi nie do końca. Wprawdzie do połowy czerwca byliśmy świadkami hossy na rynku metali przemysłowych, jednakże wraz z nadejściem obaw o kondycję gospodarki chińskiej, która może zostać osłabiona na skutek wejścia w życie taryf celnych, optymizm w kontekście tej klasy aktywów gwałtownie zaniknął. Wszystko oczywiście sprowadza się do jednego, czyli powtarzanego wielokrotnie konfliktu handlowego. **Na ten moment widzimy mocne fundamenty przemawiające za utrzymaniem świetnych wyników przez spółki technologiczne** i być może zbliżający się sezon wynikowy ponownie udowodni, że w kategorii akcji to właśnie spółki z sektora IT nadal powinny wieść prym. Niemniej jednak ostrzegamy, że inwestorzy w pewnym momencie najprawdopodobniej przypomną sobie, że firmy te również prowadzą handel zagraniczny. Wprawdzie **pierwszą spółką, którą D. Trump chce wyłączyć z ceł, jest podobno Apple**, ale naiwnością jest sądzić, że giganci IT nie zostaną dotknięci dalszym zaognieniem konfliktu.

Dość pesymistyczne podejście zaprezentowane w niniejszym tekście zdaje się również potwierdzać nasz zegar cyklu giełdowego wykorzystywany w usłudze doradztwa inwestycyjnego – żaden z analizowanych rynków nie znalazł się w fazie ekspansji. Rynki wschodzące oraz USA znajdują się w fazie spowolnienia, natomiast Europa oraz Polska poszły o krok dalej i wstąpiły w fazę recesji. Taki układ sił sprawia, że w dostarczanych przez nas rekomendacjach będziemy dążyć w dalszym ciągu do minimalizacji udziału komponentu wzrostowego.

# Okiem Piotra Kuczyńskiego:

## Wojny handlowe mogą doprowadzić do (chwilowej) recesji



### Piotr Kuczyński

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

Rozpoczęta przez prezydenta USA Donalda Trumpa ofensywa na froncie wymiany handlowej USA z resztą świata na razie rodzi niewielkie negatywne reakcje na rynkach rozwiniętych. Owszem, mocno spadały indeksy w Chinach, ale Wall Street, reagowała na początku dość spokojnie. Dopiero w poniedziałek 25.06 doszło do przeceny.

Gracze nie dowierzają w to, że rozpocznie się prawdziwa wojna handlowa. Traktują działania Donalda Trumpa i Chin jako pokerowe zagrywki, które mają zakończyć się porozumieniem. Tak na przykład twierdzi Lloyd Blankfein, szef Goldman Sachs, a opinie tej firmy ta mają olbrzymi wpływ na nastroje inwestorów. Gdyby inwestorzy wierzyli w prawdziwą wojnę handlową to indeksy na całym świecie straciłyby po dwadzieścia procent.

Problem w tym, że relatywnie spokojne zachowanie Wall Street ośmielają Donalda Trumpa do coraz bardziej groźnych działań, które w końcu mogą się zakończyć dla rynków i dla świata

ta bardzo źle. Niedawno zarówno Chiny jak i Unia Europejska ostrzegły, że wojny handlowe mogą doprowadzić do globalnej recesji.

W przypadku Chin walka rozpoczęła się od potyczki w styczniu tego roku. Wtedy to **Donald Trump podpisał zarządzenie nakładające nowe cła na importowane panele słoneczne i duże pralki, co uderzyło w Chiny i Koreę Płd.** To spotkało się z protestami, ale nie z kontruderzeniem. W czerwcu prezydent USA wycelował swoją antyimportową armatę dokładnie w Chiny nakładając cła na produkty o wartości 50 mld USD.

Chiny odpowiedziały swoimi cłami na produkty amerykańskie na co Trump zareagował każąc swoim służbom przygotowanie kolejnych towarów do obłożenia karnymi cłami o wartości 200 mld USD. To oczywiście musiało spotkać się z ostrą reakcją Chin zapowiadających retorsje. Trump jest pewny wygranej dlatego, że eksport z Chin do USA ma wartość nieco ponad 500 mld USD, a import Chin z USA to około 130 mld USD. Jak więc widać USA mają zdecydowanie większe pole rażenia. Tyle tylko, że jest to bardzo proste rozumowanie.

**Chiny mogą uderzyć w USA nie tylko przez nałożenie ceł.** Mogą zacząć wyprzedawać lub puszczać pogłoski, że będą wyprzedawali obligacje amerykańskie, co zwiększyłoby znacznie ich rentowność, czyli punkt odniesienia dla oprocentowania kredytów. To w sposób oczywisty uderzyłoby w gospodarkę amerykańską. Jest to jednak swoista broń atomowa, więc Chiny użyją jej tylko wtedy jak dojdą do wniosku, że nie będą miały innego wyjścia.

Z pewnością mogą uderzyć w firmy amerykańskie produkujące w Chinach swoje wyroby przez zmiany w regulacjach ich dotyczących. Mogą też szkodzić USA w geopolityce wspomagając przeciwników Stanów. Po spotkaniu z Donaldem Trumpem wódz Korei Północnej, Kim Dzong Un, odwiedził Pekin. Można sobie wyobrazić działania w Korei Północnej, które ośmieszyłyby Trumpa. Są też inne możliwości szkodenie Stanom.

Znowu teoretycznie Chinom to się opłacić nie może. Jednak jeśli zna się azjatyckie poczucie dumy i to, że ceni się tam przede wszystkim zachowanie twarzy, to dążenie prezydenta USA do złamania oporu Chin i ich upokorzenia może się zakończyć katastrofą. Chiny muszą wyjść z tego konfliktu z twarzą.

To wszystko są krótkoterminowe zagrożenia dla USA i świata. Jest też jedno długoterminowe. **Xi Jinping, przewodniczący Chińskiej Republiki Ludowej, postanowił w maju 2015 roku wdrożyć dziesięcioletnią strategię nazwaną „Made in China 2025”.** Wynikiem tej strategii ma być stanie się Chin liderem w wysokich technologiach. Działanie USA z całą pewnością zwiększy intensywność prac mających na celu osiągnięcie tego celu.

Czy to wszystko oznacza, że świat czeka recesja i złamanie gospodarcze? Zdecydowanie nie. Po prostu trzeba trzymać kciuki za amerykański biznes, który powinien wy tłumaczyć swojemu

prezydentowi, czym grozi jego obecna polityka. Należy wstępnie założyć, że wspomniany wyżej Lloyd Blankfein ma rację i wojna handlowa skończy się na retoryce i pogrózkach.

To nie znaczy jednak, że można nie obserwować rozwoju sytuacji. Prezydent Trump jest tak bardzo nieobliczalny, a jego ego tak bardzo wystające, że istnieje około dwudziestoprocentowe prawdopodobieństwo rozwoju sytuacji w niepożądanym kierunku. Zakładam jednak, że jeśli jego działania doprowadzą do przeceny na rynkach to będzie okazją do kupna akcji, bo po pewne jest, że USA będą się musiały wtedy cofnąć.





twoja satysfakcja  
jest miarą naszego sukcesu

**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](http://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](http://www.xelion.pl)



dołącz do nas!

[www.facebook.com/dixelion](https://www.facebook.com/dixelion)



**Xelion**  
Dom Inwestycyjny