



BIX

Biuletyn Inwestycyjny Xelion

05

Nr 5/2018 (73)

wrzesień 2018 r.

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

**CZY NALEŻY PORZUCIĆ
NADZIEJĘ NA SILNE
ODBICIE WALUT
I DŁUGU GOSPODAREK
WSCHODZĄCYCH?**

4

**FUNDUSZ FUNDUSZY –
SZEROKIE MOŻLIWOŚCI
INWESTYCYJNE**

7

**JAKI POZIOM
RENTOWNOŚCI
MOŻE BYĆ PUNKTEM
ZWROTNYM
DLA AMERYKAŃSKICH
10-LATEK?**

11



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 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** | Czy należy porzucić nadzieję na silne odbicie walut i długu gospodarek wschodzących?
- 7** | Fundusz funduszy – szerokie możliwości inwestycyjne
- 11** | Jaki poziom rentowności może być punktem zwrotnym dla amerykańskich 10-latek?
- 14** | Nie fundamenty lecz słabość otoczenia
- 16** | Okiem Piotra Kuczyńskiego: Byki przed szansą na kontynuację hossy

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

Lato na rynkach finansowych nie było w tym roku okresem spokojnym. Było okresem gorącym i to nie tylko, jeśli chodzi o temperaturę powietrza. Wydawało się, że większość czynników nie sprzyjała bykom, a jednak w ostatniej dekadzie sierpnia na Wall Street padły nowe rekordy, a hossa na amerykańskim rynku oficjalnie stała się najdłuższą w historii. Emocji nie brakowało również na polskim parkiecie – w lipcu oraz sierpniu polskie blue chipy wywoływały zdumienie nie tylko wśród inwestorów lecz także analityków. Podczas gdy zdecydowana większość z nas nastawiała się na trudy okres wakacyjny, w którym przyjdzie nam obserwować negatywne efekty przeniesienia Polski przez FTSE Russel do indeksu rynku rozwiniętego, ostatecznie przyszło nam obserwować zgoła odmienny scenariusz. Czy możemy zatem spodziewać się tego, że swego rodzaju „Eldorado” na amerykańskim parkiecie pocieszy jeszcze przez jakiś czas nasze oko? Czy Polska w dobie problemów Turcji, Rosji oraz innych państw należących do koszyka emerging markets pozostanie bezpieczną alternatywą dla inwestorów zagranicznych? Na te pytania, i nie tylko znajdziecie odpowiedź w najnowszym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion.

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

Biuletyn Inwestycyjny Xelion Nr 05/2018 (73)



„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/

Czy należy porzucić nadzieję na silne odbicie walut i długu gospodarek wschodzących?



Jan Morbiato

Menadżer Komunikacji Inwestycyjnej, NN Investment Partners TFI

Dziennikarska prawda mówi, że jeżeli w tytule jest pytanie, to w tekście nie pada odpowiedź lub jest ona przecząca. Dlatego – przewrotnie – postanowiliśmy zacząć od pytania. Nie dość, że odpowiemy, to na dodatek będzie to „tak”.

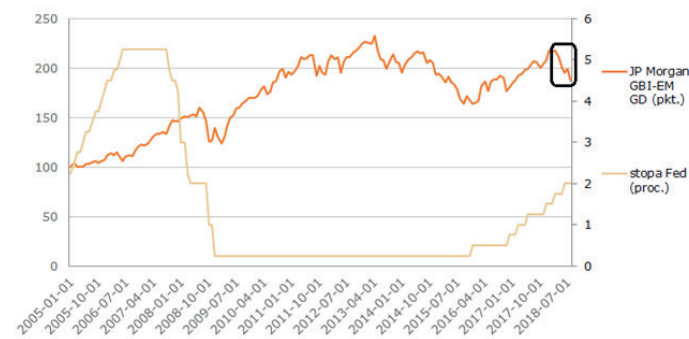
Ale po kolei. Ostatnie miesiące przyniosły głęboką przecenę walut rynków wschodzących. W przypadku tureckiej liry i argen-

tyńskiego peso – strata 40 proc. do dolara od początku roku – możemy mówić o kryzysie walutowym. Podczas gdy Argentyna wydaje się zdeterminowana, żeby go zażegnać, Turcja nie sprawia takiego wrażenia. Brazylijski real – w dół o 10 proc. w ostatnim miesiącu – jest najtańszy w historii. O takich walutach, jak boliwar z Wenezueli, gdzie inflacja sięga 90 tys. proc. (to nie błąd) można już mówić w kategoriach gospodarczych osobliwości (prezydent Nicolas Maduro zapowiedział, że od września Wenezuela będzie sprzedawać swoim obywatelom certyfikaty oszczędnościowe zabezpieczone złotem, żeby ich uchronić przed galopującą hiperinflacją).

W rezultacie od końca marca do 30 sierpnia MSCI Emerging Markets Currency Index, wskaźnik grupujący waluty krajów rozwijających się, stracił już 8 proc.

Deprecjacja walut do dolara oznacza odpływ kapitału z emerging markets. A skoro tak, to spadają ceny ich obligacji – wskaźnik JP Morgan GBI-EM Global Diversified zanurkował ostatnio o 14 proc.:

Rys. 1. Stopa funduszy federalnych (skala prawa) i notowania indeksu obligacji rynków wschodzących (skala lewa)



Źródło: Bloomberg

Amerykańska waluta jest tu kluczowa, bo emerging markets są silnie zadłużone właśnie w dolarze. W czasach, gdy – tak jak

teraz – rosną stopy procentowe w USA, to „zielony” wraca do ojczyzny, a aktywa z rynków wschodzących tanieją.

Rosnące stopy procentowe w USA nie przeszkadzają. Do czasu

Tyle teoria. Praktyka pokazuje, że zdarzają się okresy rosnących stóp procentowych w USA i jednocześnie wzrostu notowań walut i obligacji emerging markets. Tak było w latach 2016-2017 czy podczas hossy 2004-2007, co widać na pierwszym wykresie.

Dzieje się tak dlatego, że stopy procentowe w USA zaczynają rosnąć w okresach dużego apetytu na ryzykowne aktywa, a takimi są waluty i obligacje emerging markets. Jednak apetyt ten zwiększa się do pewnego momentu. Są powody, żeby sądzić, że powoli zaczyna się nasycać.

We wspomnianych okresach hossy różnica (spread) między oprocentowaniem obligacji emerging markets a rentownością obligacji amerykańskich była duża. Miała sporo przestrzeni do spadku i rzeczywiście spadała, co oznacza, że instrumenty dłużne rynków wschodzących drożały.

Dziś, ze względu na rosnącą rentowność obligacji z USA, tej przestrzeni jest coraz mniej, co pokazujemy na przykładzie rentowności pięcioletnich obligacji amerykańskich, polskich i indyjskich:

Rys. 2. Pięcioletnie obligacje skarbowe – rentowność (proc.)



Źródło: Bloomberg

Widać na nim, że oprocentowanie papierów amerykańskich jest wręcz wyższe niż polskich. Nawiasem mówiąc, po ostatnim razie kiedy rentowność jednych i drugich się zrównała, nastąpił okres wzrostu oprocentowania (spadku cen) polskich papierów i spadku oprocentowania (wzrostu cen) – amerykańskich. Co oczywiście nie znaczy, że tak musi być tym razem. Polska jest już jedną nogą w elitarnym klubie rynków rozwiniętych, nie do końca reprezentuje emerging markets. W tym gronie łatwo znaleźć państwa, np. Indie, których obligacje są znacznie wyżej

oprocentowane niż amerykańskie. Spread mógłby się zawęzić, a ceny rosnąć.

Rynki wschodzące pozostają pod presją

Na razie jednak wzrostowi oprocentowania obligacji amerykańskich towarzyszy wzrost rentowności bardziej ryzykownych papierów, co widać na przykładzie Indii. Tymczasem trudno się spodziewać spadku rentowności papierów dłużnych z USA, dopóki Fed będzie podnosił stopy procentowe.

Zresztą nie tylko Rezerwa Federalna zacieśnia politykę pieniężną – robią to również banki centralne krajów rozwijających się – Turcji, Argentyny, Indonezji. Nie jest to dobry moment na inwestycję w ich obligacje – wzrost rentowności oznacza spadek cen.

Inne, większe i ważniejsze kraje rozwijające się, jak Brazylia, wprawdzie nie podnoszą stóp procentowych, ale zmagają się z deprecjacją waluty i niepewnością polityczną – w październiku w największym kraju Ameryki Południowej odbędą się wybory powszechne.

Zdecydowanie wyższy niż obligacje potencjał do odbicia mają waluty emerging markets. Jeżeli nastawienie do rynków wschodzących poprawiłoby się, ich waluty jako pierwsze zaczęłyby drożeć. Jest więc miejsce do dynamicznego odreagowania, problem w tym, że nie widać bodźca, który miałby je wywołać. Mogłoby się nim okazać złagodzenie retoryki „wojny handlowej” między USA a Chinami, na które jednak – przynajmniej na razie – się nie zanosi.

Od połowy sierpnia dolar przestał się umacniać do głównych światowych walut – franka szwajcarskiego, jena, euro i funta. Pozostaje jednak silny względem walut emerging markets. Widać, że na rynki wschodzące nie popłynął kapitał mimo, że perspektywy gospodarcze wielu z nich pozostają solidne:

Rys. 3. Index dolara i index walut rynków wschodzących – notowania (pkt.)



Źródło: Bloomberg

Na razie nastawienie do krajów rozwijających się pozostaje więc w trybie „risk – off”. Tym bardziej, że bardziej zaawansowane gospodarczo regiony, np. strefa euro mają swoje problemy. Nowemu rządowi Włoch, których zadłużenie przekracza 130 proc. PKB, idea cięcia wydatków budżetowych jest raczej odległa. Bliskie są za to hasła występowania z eurolandu.

Podsumowując: nie spodziewam się, żeby aktywa wspomniane w tytule w ciągu miesiąca-trzech miały stanowić dobrą okazję inwestycyjną.

Nota prawna:

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 przekonaniami. 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 opartej na informacjach z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia. 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.



Fundusz funduszy – szerokie możliwości inwestycyjne



Janusz Ryfka

Dyrektor Departamentu Strategii i Rozwoju, Pekao TFI S.A.

Fundusz funduszy (*fund of funds*, w skrócie: FoF) jest funduszem inwestycyjnym, który inwestuje w inne fundusze. Jest to tzw. inwestowanie pośrednie, w przeciwieństwie do inwestycji dokonywanych bezpośrednio np. w akcje, obligacje. Często tego typu fundusz nazywany jest „docelowym”, a fundusze wchodzące w skład jego portfela „bazowymi”.

Najważniejsze powody, dla których tworzone są fundusze funduszy są dwa.

Dywersyfikacja

Pierwszy z nich to dywersyfikacja portfela, a tym samym ograniczenie ryzyka inwestycyjnego. Może mieć ona różny charakter. Najbardziej oczywistym jest zróżnicowanie portfela poprzez

zwiększenie liczby instrumentów finansowych (np. akcji). Wynika to z tego, że ekspozycja w funduszu docelowym to rezultat kilku zróżnicowanych portfeli poszczególnych funduszy bazowych. W takim przypadku zarządzający portfelem funduszu docelowego nie musi analizować ogromnej liczby instrumentów finansowych w portfelach funduszy bazowych, co z reguły wiązałoby się z koniecznością poniesienia znacznych kosztów oraz poświęcenia dużej ilości czasu. Może natomiast skupić się na analizie i doborze odpowiednich funduszy bazowych (może ich być w funduszu docelowym od kilku do kilkunastu, w zależności od strategii).

Kolejnym przejawem dywersyfikacji może być uzyskanie ekspozycji na wielu rynkach jednocześnie i zdywersyfikowanie portfela funduszu docelowego pod względem geograficznym (zarówno z punktu widzenia całych regionów, jak i z punktu widzenia poszczególnych krajów).

W przypadku funduszu funduszy bardzo ważnym, jeśli nie najważniejszym, rodzajem dywersyfikacji jest zróżnicowanie portfela ze względu na jakość i rodzaj strategii inwestycyjnych realizowanych przez poszczególne fundusze bazowe. Dzięki temu cały portfel jest zdywersyfikowany ze względu na firmę zarządzającą aktywami. W przypadku, gdy fundusze bazowe są zarządzane przez różnych zarządzających (asset managerów), mamy do czynienia z dywersyfikacją ze względu na zarządzającego. Z tego też względu FoFy często nazywane są *multi-asset managers funds*.

Dostęp do inwestycji niedostępnych dla klienta detalicznego

Po drugie dzięki funduszom funduszy klienci mogą również pośrednio inwestować w dane klasy aktywów (np. surowce, nieruchomości) lub w określony typ funduszy inwestycyjnych (np. fundusze hedgingowe, private equity etc.), do których dostęp dla klienta detalicznego jest bardzo ograniczony lub wręcz niemożliwy. To ograniczenie może wynikać np. z faktu, że minimalna wartość inwestycji w instrument finansowy może być stosunkowo wysoka. Przykładowo niektóre fundusze realizujące szczególne strategie inwestycyjne dostępne są od kwot rzędu kilku lub kilkunastu milionów dolarów lub też dany fundusz może być niedostępny w kraju inwestora. Fundusz funduszy, jako profesjonalny inwestor dysponujący na ogół dużo większymi aktywami, ma ułatwione dojście do tego typu rozwiązań inwestycyjnych.

Polityka inwestycyjna funduszu funduszy może być realizowana poprzez inwestowanie w inne fundusze bazowe mające taką samą lub zbliżoną politykę inwestycyjną, co fundusz docelowy lub w fundusze posiadające odmienną politykę niż fundusz docelowy. Często zdarza się, że polityka inwestycyjna w funduszu docelowym realizowana jest poprzez inwestowanie w fundusze bazowe posiadające zupełnie inną politykę inwestycyjną, dające ekspozycję na odmienne klasy aktywów. Najprostszym przykładem takiego funduszu może być fundusz o profilu zrównoważonym, który inwestuje w fundusze bazowe zarówno akcyjne, jak i obligacyjne. Ich udział w portfelu funduszu docelowego daje określoną ekspozycję na te dwie klasy aktywów i decyduje o jego profilu inwestycyjnym. Przykładem może być subfundusz Pekao Strategii Globalnej, który inwestuje około połowę swoich aktywów w zagraniczne fundusze akcyjne, natomiast pozostałą część – w zagraniczne fundusze obligacyjne.

W przypadku, gdy polityka inwestycyjna w funduszu docelowym realizowana jest poprzez fundusze bazowe o podobnej polityce, największą rolę odgrywa dywersyfikacja ze względu na zarządzających. Nawet w takim przypadku poszczególne fundusze bazowe mogą realizować podobne cele inwestycyjne, ale stosować zróżnicowane strategie do osiągnięcia zdefiniowanego celu. Przykładem takiego funduszu może być Pekao Global Multi-Asset Target Income FIZ, który inwestuje w zagraniczne fundusze oferujące ekspozycję na wiele klas aktywów i regularnie wypłacające dochody uczestnikom funduszu.

Innym przykładem funduszu funduszy inwestującego w fundusze bazowe o zbliżonej polityce inwestycyjnej może być subfundusz Pekao Alternatywny Dynamiczny Absolutnej Stopy Zwrotu. W tym subfunduszu dodatkowo funkcjonuje mechanizm zabezpieczający, ograniczający potencjalne spadki w okresach słabszej koniunktury i pozwalający na dynamiczną zmianę udziału funduszy zagranicznych typu *absolute return* w stosunku do instrumentów rynku pieniężnego w portfelu subfunduszu.

Szczególnym przypadkiem funduszu funduszy, który realizuje politykę inwestycyjną poprzez inwestowanie w fundusze o takiej samej polityce inwestycyjnej, jest tzw. struktura typu *master-feeder*. Polega ona na tym, że fundusz docelowy (*master*) inwestuje tylko w jeden fundusz bazowy (*feeder*). Z punktu widzenia klienta inwestycja jest realizowana de facto w fundusz bazowy. Taka konstrukcja jest wykorzystywana, gdy bezpośrednia inwestycja w fundusz bazowy jest niedostępna dla klienta np. z powodu dużej kwoty minimalnej.

Doświadczenie firm zarządzających aktywami

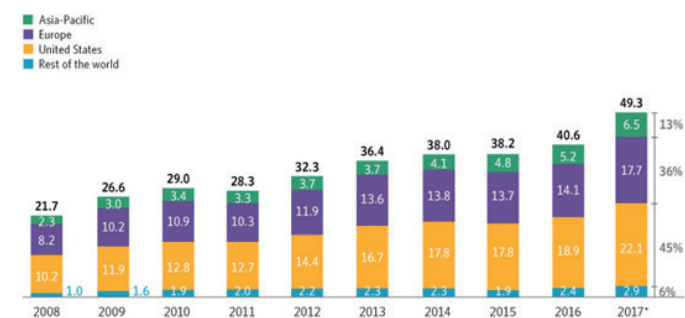
Fundusze funduszy można podzielić na tzw. *fettered* i *unfettered*. W przypadku funduszy typu *fettered* wszystkie fundu-

sze bazowe zarządzane są przez tę samą firmę – zwykle jest to firma należąca do tej samej grupy kapitałowej, co fundusz docelowy. Mamy wówczas do czynienia z dywersyfikacją pod względem strategii inwestycyjnych i osób zarządzających, ale już nie występuje dywersyfikacja pod względem firm zarządzających aktywami. Natomiast w funduszach typu *unfettered* fundusze bazowe są zarządzane przez różne firmy zarządzające aktywami.

Fundusze funduszy oferują więc wiele różnych możliwości i są powszechnie wykorzystywanym wehikułem inwestycyjnym. Należy również wspomnieć, że bardzo często fundusze funduszy utożsamiane są z jedną grupą funduszy – tzw. *funds of hedge funds* (*FohF*). Są to fundusze funduszy realizujące politykę typu *hedge*, przy czym w tym przypadku pojęcie *hedge* jest nieco mylące i nie należy go rozumieć jako strategii zabezpieczająca, a raczej jako strategii zbliżona swoim charakterem do strategii typu *absolute return*. Dzieje się tak, gdyż tego typu fundusze inwestują w fundusze bazowe realizujące różne skomplikowane i zaawansowane strategie inwestycyjne, mające na celu osiąganie dodatnich stóp zwrotu niezależnie od cyklu koniunkturalnego. Nie wyklucza to skonstruowania funduszu typu *hedge funds* w oparciu tylko o jedną klasę aktywów z wykorzystaniem mechanizmu krótkiej sprzedaży.

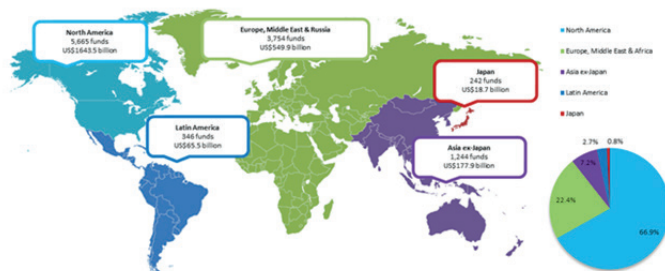
Powszechne utożsamianie funduszu funduszy właśnie z funduszami typu *hedge funds* sprawia, że wiele opracowań odnosi się właśnie do tego typu funduszy. Jeżeli weźmiemy pod uwagę, że globalny rynek tzw. regulowanych funduszy inwestycyjnych typu otwartego (w tym również ETF'ów) wynosi ok. 49,3 biliona USD (Rys.1), natomiast globalna wartość funduszy funduszy typu *hedge* wynosi ok. 2,4 biliona USD (Rys.2), zauważymy, że stanowią one znaczący udział w porównaniu do rynku regulowanych funduszy inwestycyjnych typu otwartego.

Rys.1. Wartość globalnego rynku funduszy inwestycyjnych typu otwartego w latach 2008–2017, w tym również funduszy typu Exchanged Traded Funds



Źródło: International Investment Funds Association

Rys.2. Wartość globalnego rynku funduszy typu fund of hedge funds na koniec 2017 roku



Źródło: Eurekahedge

Dodatkowo, jeżeli weźmiemy pod uwagę, że fundusze funduszy typu hedge nie są jedynym rodzajem FoF i że globalną wartość wszystkich typów FoF, możemy oszacować na ok. 5 bilionów USD, udział ten jest jeszcze większy i jest porównywalny z globalną wartością ETF'ów wynoszącą ok. 4,7 biliona USD (Rys.3).

Rys.3. Wartość globalnego rynku funduszy typu ETF na koniec 2017 roku

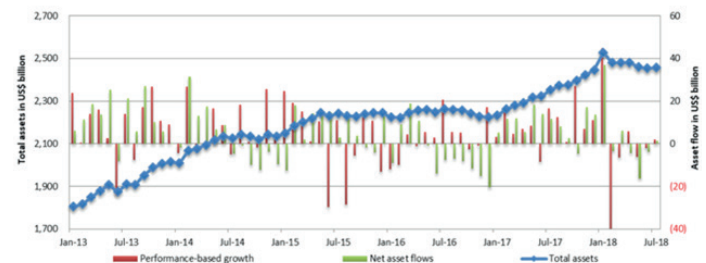


Źródło: Investment Company Institute

Warto wspomnieć, że tzw. ETF'y (exchanged trade funds), czyli fundusze inwestycyjne, których tytuły uczestnictwa są notowane na giełdach, powszechnie wykorzystuje się jako składniki (building blocks) różnego typu funduszy funduszy. Dzieje się tak, gdyż ETFy zwykle oferują ekspozycję na określoną klasę aktywów, rynek lub konkretny indeks, a także charakteryzują się wysoką płynnością i niskimi kosztami transakcyjnymi (wynikającymi z tego, że są to instrumenty notowane na rynkach giełdowych). Są to czynniki decydujące o tym, że wiele tego typu funduszy oferuje strategie realizowane właśnie w oparciu o ETF'y.

W latach 2013–2018 globalna wartość FoF'ów (typu *hedge*) wzrosła z poziomu ok. 1,8 biliona USD do ok. 2,4 biliona USD (Rys.4), czyli o ok. 30%.

Rys.4. Zmiana wartości globalnego rynku funduszy typu fund of hedge funds w latach 2013–2018

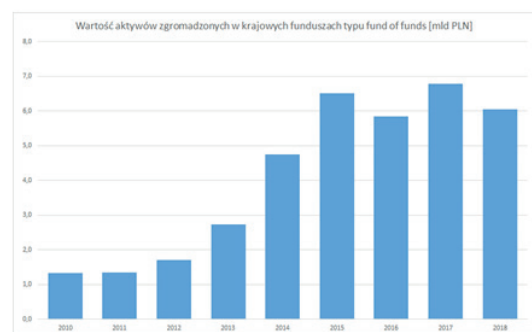


Źródło: Eurekahedge

Z punktu widzenia wartości oraz liczby działających FoF'ów (typu *hedge*) w poszczególnych regionach, największym rynkiem są Stany Zjednoczone z aktywami na poziomie ok. 1,6 biliona USD oraz 5665 działającymi funduszami (Rys.2).

W przypadku krajowych funduszy funduszy dostępne dane wskazują, że również w Polsce ten segment się rozwija. Wartość aktywów zgromadzonych w krajowych funduszach funduszy wzrosła z poziomu ok. 1,3 mld PLN w 2010 roku do ok. 6,0 mld PLN w 2018 roku (Rys.5). Dane te nie dają jednak pełnego obrazu, gdyż zgodnie z klasyfikacją Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFIA) dany fundusz jest klasyfikowany jako fundusz funduszy tylko w przypadku, gdy funduszami bazowymi są fundusze zarządzane przez podmioty nienależące do grupy kapitałowej funduszu docelowego, czyli brane są pod uwagę tylko fundusze typu *unfettered*, o których była mowa wcześniej. W związku z powyższym, jeżeli uwzględnimy, że w Polsce funkcjonują również fundusze funduszy inwestujące w fundusze bazowe zarządzane przez podmioty z grupy kapitałowej, w której znajduje się fundusz docelowy, rzeczywista wartość aktywów ulokowanych w krajowych rozwiązaniach jest znacznie wyższa i wynosi ponad 12 mld PLN.

Rys.5. Wartość aktywów zgromadzonych w krajowych funduszach funduszy w latach 2010–2018



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych publikowanych przez Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami

O powszechności wykorzystywania rozwiązań inwestycyjnych w oparciu o FoF'y świadczy również fakt, że powstały indeksy obrazujące zachowanie się rynku funduszy funduszy, a w szczególności FoF'ów typu *hedge* (Rys.6).

Rys.6. Indeks funduszy typu fund of hedge funds - The Eurekahedge Fund of Funds Index (Bloomberg Ticker - EHF194)



Źródło: Eurekahedge

Jednym z elementów przedstawianych jako negatywna cecha funduszy funduszy jest to, że klient ponosi podwójną opłatę za zarządzanie, tzn. zarówno na poziomie funduszu docelowego, jak też na poziomie funduszy bazowych. To prawda, jednak należy wziąć pod uwagę, że fundusz funduszy traktowany jest jako inwestor instytucjonalny dysponujący dużymi aktywami. Z tego powodu FoF'y inwestują zwykle w tytuły uczestnictwa przeznaczone dla klientów instytucjonalnych, dostępne od kwoty rzędu kilku lub kilkunastu milionów dolarów, w przypadku których opłata za zarządzanie jest znacząco niższa (nawet o 50%) w porównaniu do tytułów uczestnictwa dostępnych dla klientów detalicznych. Co więcej, niektóre fundusze oferują tytuły uczestnictwa, dla których nie występuje opłata za zarządzanie zdefiniowana jako określony procent od zainwestowanych środków, tylko jako stała kwota płacona niezależnie od wartości zainwestowanych środków, oczywiście po przekroczeniu określonej i znacznej wartości inwestycji.

Dodatkowo, stałe opłaty za zarządzanie w funduszach funduszy, w latach 2005–2017 uległy zmniejszeniu z 1,3% do 0,81% w skali roku (Rys.7)

Rys.7. Zmiana wartości stawek opłat za zarządzanie funduszami typu fund of hedge funds w latach 2005–2017

Year	Average Management Fees (%)	Average Performance Fees (%)
2005	1.30	10.6
2006	1.26	10.7
2007	1.33	9.6
2008	1.29	9.6
2009	1.33	9.3
2010	1.23	10.3
2011	1.23	9.0
2012	1.24	7.3
2013	1.19	7.2
2014	1.31	7.8
2015	1.13	7.6
2016	1.06	6.9
2017	0.81	10.0

Źródło: Eurekahedge

Biorąc powyższe pod uwagę, wydaje się, że aktualny poziom kosztów w tego typu funduszach jest racjonalny i uzasadniony koniecznością realizowania przez nie określonych polityk inwestycyjnych oraz ich funkcjonowania i znacząco nie zmniejsza atrakcyjności oraz efektywności tego rodzaju inwestowania.

Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynku, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp. Uczestnik funduszu inwestycyjnego powinien mieć świadomość możliwości osiągnięcia zysku, ale również poniesienia straty. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej zalecane jest zapoznanie się z prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu, kluczowymi informacjami dla inwestorów oraz informacjami dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego.



Jaki poziom rentowności może być punktem zwrotnym dla amerykańskich 10-latek?

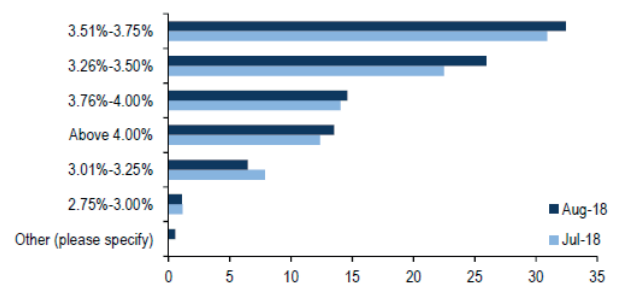


Kamil Artyszuk

Analitik Zarządzający Funduszem, TFI Allianz Polska S.A.

Od prawie dwóch lat jesteśmy świadkami wzrostu rentowności amerykańskich obligacji skarbowych. Gdzie może być punkt zwrotny? Jedną z możliwych odpowiedzi można znaleźć w niedawno przeprowadzonej ankiecie wśród zarządzających funduszami z której wynika, że średnioważony poziom rentowności przy którym zdecydowaliby się wyjść z akcji na rzecz 10-letnich papierów amerykańskich wynosi 3,60%.

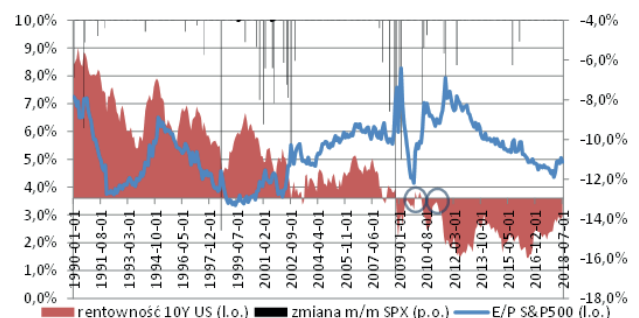
Rys. 1. Jaki poziom rentowności amerykańskich 10-letnich obligacji spowodowałby powrót kapitału na rynek obligacji z rynku akcji?



Źródło: Global Fund Manager Survey August – Bank of America Merrill Lynch

Patrząc na historyczne zależności między rentownością 10-letniego Treasuries'a i relacją zysk/cena dla S&P 500 (odwrócone P/E) można dostrzec, że rzeczywiście przy wzroście rentowności obligacji w ten rejon następował wzrost wskaźnika E/P. Oczywiście relacja E/P może wynikać zarówno ze zmiany zysków firm, jak i zmiany wyceny rynkowej spółek. Jednak zestawiając to z zachowaniem indeksu S&P 500 widać, że pod koniec dwóch zaznaczonych okresów następowała głębsza korekta na S&P 500. Myślę, że nie ma co rozważać co było wcześniej kura czy jajko, a jedynie przyjąć, że rzeczywiście przy takim poziomie rentowności duży inwestorzy mogą chcieć przeskoczyć z jednej klasy aktywów na drugą.

Rys. 2. Rentowność 10-letnich obligacji amerykańskich a relacja zysk/cena na S&P 500



Źródło: Opracowanie własne TFI Allianz na podstawie danych z serwisu Bloomberg.

Z perspektywy analizy technicznej pewnie należałoby wskazać rejon 3,00–3,10% jako pierwszy silny opór, który historycznie stanowił istotną barierę dla dalszych wzrostów rentowności.

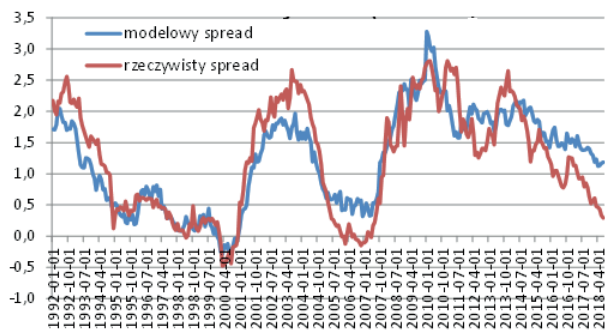
Rys. 3. Rentowność 10-letnich obligacji USA



Źródło: Bloomberg

Takie podejście jest dość zbieżne z prognozami rynkowymi zakładającymi wzrost rentowności papierów 10-letnich do 3,05% w 2019 r. i przejściowe dalsze zawężenie się spreadu w rejon 15 pb. Rynek, a wcześniej także i Fed, obawia się że odwrócenie się krzywej dochodowości na negatywną, będzie złowieszczym sygnałem o rychłym nadejściu recesji. Ostatnia seria danych makroekonomicznych z USA stwarza jednak pozytywny obraz tamtejszej gospodarki, oczywiście pojawiają się pewne rysy, ale nie do tego stopnia aby mówić o recesji. Zresztą jeśli spojrzeć na rynkowe prognozy dotyczące tempa wzrostu PKB to zarysowuje się obraz lekkiego spowolnienia w horyzoncie 2 lat. Nie ma żadnych kasandrycznych prognoz. Skąd zatem wypłaszanie amerykańskiej krzywej? Spójrzmy na temat przez pryzmat modelu opartego na danych makroekonomicznych (tempo wzrostu PKB, wykorzystanie mocy produkcyjnych, indeks NAHB, indeks Michigan, Chicago Fed NAI i stopa funduszy federalnych).

Rys. 4. Spread rentowności 2- i 10-letnich obligacji USA – model a rzeczywistość (dane w %)



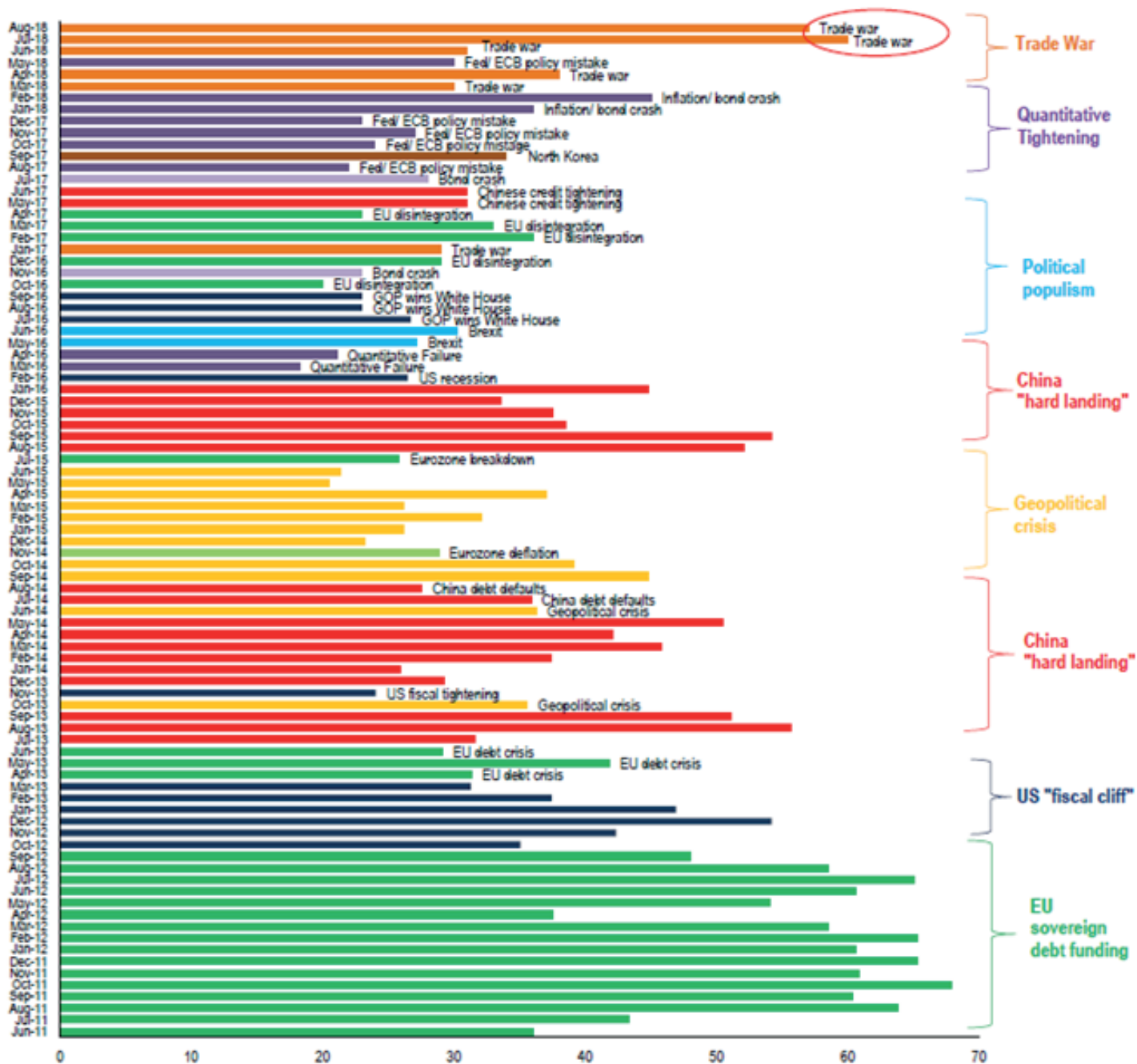
Źródło: Opracowanie własne TFI Allianz na podstawie danych z serwisu Bloomberg.

Jak widać na zamieszczonym wykresie model całkiem dobrze odzwierciedlał rzeczywistość, ale w ostatnich miesiącach widoczny jest wyraźny rozjazd. Z modelu wychodzi bowiem, że przy obecnym obrazie fundamentalnym, w tym oczekiwaniach na przyszłość różnica między rentownością papierów dziesięcio- i dwu- letnich powinna wynosić blisko 110 pb., podczas gdy w rzeczywistości wynosi zaledwie 20 pb. Fundamentalnie rentowności papierów 10-letnich powinny być na wyższym poziomie, ale obecnie rynkiem rządzi strach.

Podsumowując, podejście fundamentalne oraz podejście dużych inwestorów wskazywałoby na poziom rentowności 3,6–3,8%. Z kolei podejście techniczne oraz podejście ekonomistów wskazuje na poziom rentowności 3,0–3,1%. Osobiście bliższe jest mi te drugie, ponieważ dostrzegam ryzyka dla wzrostu PKB w przyszłości, choć bieżące dane makroekonomiczne nie dają zbyt wielu powodów do niepokoju. Przy czym o ile ten poziom oceniam za istotny (potencjalnie zwrotny), o tyle wcale nie jestem przekonany co do momentu zwrotnego. Mianowicie rynkowe prognozy zakładają jeszcze wzrost rentowności, a ja nie mam przekonania że takowy ruch jeszcze nastąpi (szczyt rentowności mógł być w maju br.) szczególnie gdy istnieje duży niepokój co do niektórych rynków Emerging Markets. Kontynuacja słabego sentymentu może wspierać popyt na amerykańskiego Treasuries'a przy utrzymującej się awersji do ryzyka. Poziom 3,0% traktowałbym w kategoriach rynkowej okazji, która może ale nie musi wystąpić. Ewentualna kolejna podwyżka stóp procentowych we wrześniu i grudniu prawdopodobnie wypchnęłaby rentowność 2-letnich papierów do 3% odwracając kształt krzywej. W moim przekonaniu realizacja takiego scenariusza zmieniłaby prowadzoną przez FOMC politykę pieniężną, która wycofałaby się z dalszego podwyższania stóp procentowych w obliczu dużej niepewności rynku i obaw o recesję.



Rys. 5. Ewolucja największych ryzyk wg. globalnych zarządzających funduszami



Źródło: Global Fund Manager Survey August - Bank of America Merrill Lynch

Nie fundamenty lecz słabość otoczenia



Patryk Pyka

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

W sierpniu hossa na amerykańskim rynku oficjalnie stała się najdłuższą w historii, a indeksy S&P500 i Nasdaq osiągnęły nowe re-

kordy. Choć w stopniu zagregowanym sezonowy wynikowy za drugi kwartał był świetny i nie odbiegał znacząco od poprzedniego, to jednak byliśmy świadkami kilku spektakularnych potknięć wśród gigantów technologicznych (Facebook, Netflix). To, co wydaje się być kluczowe, to słabsze prognozy (zaledwie 25% opublikowanych prognoz można uznać za pozytywne). **Wiele wskazuje na to, że przed nami jeszcze dwa udane kwartały, które na poziomie przeciętnym zostaną domknięte z dwucyfrową dynamiką wzrostu zysku spółek. To swoiste „Eldorado” nie zostanie jednak utrzymane w kolejnym roku,** co oczywiście można wiązać ze słabnącym efektem stymulusu podatkowego, który sprezentował Amerykanom pod koniec 2017 r. Donald Trump.

A jak prezentuje się przy tym gospodarka USA w skali makro? W drugim kwartale zannualizowany wzrost PKB wyniósł aż 4,2% k/k. Tymczasem bieżące prognozy popularnego modelu z Atlanty wskazują na dynamikę w okolicach 4,6% k/k (w ujęciu zannualizowanym) w trzecim kwartale. Wielkości te robią wrażenie, niemniej jednak w ostatnich tygodniach dało się zauważyć niepokojącą tendencję na poziomie poszczególnych danych ze sfery realnej – podczas gdy w Europie indeks niespodzianek zdecydowanie odbił od dołków, w USA mieliśmy do czynienia ze spowolnieniem, a większość publikacji była wyraźnie niższa od konsensusów. Dodatkowo od pewnego czasu można zauważyć pogorszenie danych z amerykańskiego rynku nieruchomości. Mogłoby się здаwać, że wysokie ceny oraz rosnące stopy procentowe w USA powoli dają się we znaki. **Niepokojący w tej sytuacji wydaje się być fakt, że sygnały płynące z rynku nieruchomości z reguły wyprzedzają tendencje, które obserwujemy w perspektywie kilku miesięcy w innych branżach.** Korekta amerykańskiej waluty, która została zapoczątkowana w połowie sierpnia była naszym zdaniem efektem tychże negatywnych niespodzianek.

Okazuje się, że od momentu rozpoczęcia cyklu podwyżek za oceanem realna stopa procentowa nie zmieniła się istotnie, co oznacza, że wraz ze wzrostem stóp procentowych podążały oczekiwania inflacyjne. Wprawdzie na czerwcowym posiedzeniu Fed-u zrewidowano ścieżkę podwyżek stóp w górę, niemniej jednak pole manewru dla jastrzębich posunięć w 2019 r. wydaje się być już ograniczone. W sposób wymowny pokazuje to zachowanie długiego końca amerykańskiej krzywej dochodowości

– 10-latki po osiągnięciu rentowności 3% na przełomie lipca i sierpnia szybko zaliczyły korektę wzrostową, co w przypadku realizacji zapowiadanej na wrzesień podwyżki może doprowadzić do inwersji krzywej już pod koniec bieżącego kwartału. Biorąc powyższe pod uwagę, w warunkach pogarszających się amerykańskich danych ze sfery realnej, szybsze zakończenie cyklu podwyżek staje się coraz to bardziej prawdopodobne. **Trzeba zatem przyznać, że trwająca od kwietnia aprecjacja dolara bardziej wynikała ze słabości otoczenia niż umacnianych się fundamentów gospodarki USA.** Tłumaczyć raczej tego nie trzeba, wystarczy „krótka wylizanka”: spowolnienie tempa wzrostu w Eurolandzie, zamieszanie polityczne we Włoszech oraz w Niemczech, nierozwiązana kwestia Brexitu, sankcje nakładane na Rosję, dewaluacja juana, kryzys w Argentynie oraz w Turcji.

Niewątpliwie część z wymienionych problemów nie została jeszcze rozwiązana. Mało tego, w przypadku chociażby Włoch uważamy, że skala ryzyka jest aktualnie lekceważona i niedoceniana przez rynek. **Dlatego też powrót kursu EURUSD poniżej poziomu 1,15 jest nadal realnym scenariuszem, co oczywiście martwi w kontekście rynków rozwijających się, na których nieustannie wybuchają kolejne „pożary”.** W tym przypadku szczególnie niepokojący wydaje się być kryzys w Turcji – bardzo wysokie zadłużenie sektora prywatnego w walutach obcych (60% w USD oraz 35% w EUR) dotyczy w połowie sektora bankowego. Tymczasem turecka lira rywalizuje z argentyńskim peso o miano najsłabszej waluty na świecie. O ile władze Argentyny podejmują dość bolesne, aczkolwiek nieuniknione ruchy w kierunku opanowania ogromnej inflacji (pod koniec sierpnia stopy procentowe zostały podwyższone do rekordowego poziomu 60%), o tyle w przypadku Turcji obserwujemy zatrważającą bierność. Nie od dziś są znane „egzotyczne” poglądy prezydenta Erdogana – autorytarny prezydent wykazuje się kompletną indolencją w kwestiach ekonomicznych, co więcej, popisuje się nią w niemal każdym wywiadzie, którego udziela. Zamiast wyciszać emocje zajął też bardzo ostre stanowisko w konflikcie z USA.

A jak wiadomo, z USA lepiej nie zadzierać... Lipcowe wstępne porozumienie Trump-Junker przyniosło wielką ulgę inwestorom na Starym Kontynencie. Strona europejska najpewniej poczyni pewne ustępstwa w polityce handlowej prowadzonej ze Stanami Zjednoczonymi, tym samym amerykański prezydent dopnie swego. Do nagłego ocieplenia relacji doszło również w ostatnim czasie pomiędzy USA a Kanadą i Meksykiem. Paradoksalnie jednak uważamy, że złagodzenie sporu handlowego z tymi krajami nie oznacza zmiany retoryki wobec Państwa Środka. Wręcz przeciwnie, sukces odniesiony na tych frontach może dodatkowo zwiększać pewność siebie D. Trumpa, który nadal pozostanie nieustępliwy w negocjacjach z Chinami. **Trzeba pamiętać, że z początkiem września kończą się konsultacje społeczne związane z gigantycznym pakietem taryf celnych na produkty**

chińskie o wartości 200 mld USD. Dlatego też scenariusz braku postępu w negocjacjach handlowych na linii USA-Chiny nadal pozostaje ogromnym obciążeniem dla azjatyckiej części emerging markets a także surowców przemysłowych.

A jak w trudnym otoczeniu rynków rozwijających się radzi sobie polski parkiet? W lipcu jak i w sierpniu, polskie blue chipy wywoływały zdumienie nie tylko wśród inwestorów, lecz także analityków. Podczas gdy zdecydowana większość z nas nastawiała się na trudny okres wakacyjny, w którym przyjdzie nam obserwować negatywne efekty przeniesienia Polski przez FTSE Russell do indeksu rynku rozwiniętego, ostatecznie przyszło nam obserwować zgoła odmienny scenariusz. Wprawdzie nie jesteśmy w stanie oszacować czy lub w jakim stopniu zagraniczne fundusze dokonały już przetasowań w ramach tej zmiany, niemniej jednak jeden aspekt wydaje się być pewny – **w dobie problemów Turcji, kolejnych sankcji nakładanych na Rosję oraz pozostałych problemów rynków rozwijających się, GPW z punktu widzenia inwestorów zagranicznych pozostaje relatywnie atrakcyjnym i stabilnym rynkiem w koszyku EM.** Nie zmienia to jednak wciąż słabej sytuacji małych i średnich spółek, które wakacyjnej szarży blue chipów przyglądały się jedynie z boku.

Taka sytuacja nie będzie utrzymywała się w nieskończoność – widzimy szanse na mocne odbicie polskich MiSiołów w ostatnim kwartale tego roku. Niewątpliwie wyceny większości z nich znajdują się już od dłuższego czasu na niskich poziomach, niejednokrotnie odpowiadających ich wartości księgowej. **Czynnikiem, który może przełamać klątwę polskich małych i średnich spółek jest przede wszystkim zatrzymanie odpływów ze strony funduszy ASZ, co jest według nas możliwe właśnie w końcówce roku.** Dobrą wiadomością w dłuższej perspektywie jest ponadto przyjęcie ustawy o PPK. Żeby jednak nie było za wesoło, należy przypomnieć, że wciąż nie znamy dalszych losów OFE, które mają w swoich portfelach ok. 130 mld zł polskich akcji...

Na koniec powróćmy jeszcze na chwilę do rynku amerykańskiego. Ponad pół roku czekaliśmy na osiągnięcie przez indeks S&P500 nowych rekordów. W historii, o ile miesięczne i 3-miesięczne stopy zwrotu wykazywały po takim wydarzeniu (osiągnięciu nowych rekordów po okresie półrocznym) sporą rozbieżność, to już roczna stopa zwrotu była w przeważającej mierze dodatnia. Oczywiście przytaczamy tę statystykę nie jako argument lecz ciekawostkę. **Dla tych jednak, którzy nie boją się ryzyka, mogą być zainteresowani produktami o wyższej dywersyfikacji, gdyż ze strony FAANG otrzymaliśmy wyraźny znak ostrzegawczy w postaci wspomnianych na początku artykułu wpadek.** Jednocześnie dla osób, które już wcześniej zdecydowały się podjąć ryzyko i zainwestować w tę klasę aktywów, może to nie być wystarczający powód do tego, by już teraz redukować pozycje – z pewnością dysponuje ona mocnym buforem bezpieczeństwa w postaci dwucyfrowej stopy zwrotu.

Okiem Piotra Kuczyńskiego:

Byki przed szansą na kontynuację hossy



Piotr Kuczyński

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

Lato na rynkach finansowych nie było w tym roku okresem spokojnym. Było okresem gorącym i to nie tylko, jeśli chodzi o temperaturę powietrza. Wydawało się, że większość czynników nie sprzyjała bykom, a jednak w ostatniej dekadzie sierpnia na Wall Street padły nowe rekordy, a WIG20 pokonał poziom 2.330 pkt, który bez powodzenia, czterokrotnie testowany był od kwietnia tego roku.

W Polsce zagrożeniem było to, że rok temu agencja FTSE Russell zapowiedziała przekwalifikowania we wrześniu 2018 (dokładnie 24.09) naszego rynku akcji z koszyka rynków rozwijających się do koszyka rozwiniętych. Z powodu wag Polski w tych koszykach, z naszego rynku powinno odpłynąć od 1 – 2 mld złotych. Jednak, jak poinformował „Parkiet”, kilka polskich spółek ma wejść do indeksu Euro Stoxx 600, co złagodziłoby wpływ tego pierwszego czynnika. W każdym razie szykujące się do zmian fundusze latem prowadziły do gwałtownych zmian kierunku indeksów.

Czynniki niesprzyjające bykom globalnie to przede wszystkim zawirowania w Turcji. Bank centralny niechętnie podnosił stopy, ale nie tylko to szkodziło tureckiej lirze. **Dolar zyskał względem liry od maja 2018 roku ok. 75%.** Drugim powodem było to, że prezydent USA groził Turcji sankcjami na import stali, co zostało zamienione w czyn, żądając wypuszczenia Andrew Brunsona, Amerykanina, pastora, który przebywa w areszcie domowym w Turcji. Ucieczka kapitału z Turcji szkodziła przez pewien czas rynkom rozwijającym się na zasadzie obawy o zarażenie ich negatywnym nastawieniem funduszy do rynku tureckiego.

W ostatniej dekadzie sierpnia dolar zaczął tracić, co bardzo pomagało giełdom rynków rozwijających się we wzrostowej korekcie. Szkodziły dolarowi wypowiedzi Jerome Powella, szefa Rezerwy Federalnej podczas sympozjum Fed w Jackson Hole, mimo tego, że dosłownie niczym nie zaskoczył, a jednak jego wystąpienie oceniono jako gołębie. Według mnie był to tylko pretekst dla obozu byków na rynku akcji i kursu EUR/USD.

Bykom w sierpniu pomagała informacja mówiąca o tym, że właśnie w tym miesiącu mają się rozpocząć rozmowy chińsko – amerykańskie (na niskim stopniu) w sprawie handlu między Chinami i USA. Co prawda dwudniowe rozmowy nie przyniosły żadnych rozwiązań, ale inwestorzy założyli (słusznie), że jest to tylko przygrywka do poważnych rozmów, które mają zakończyć się do listopada (przed wyborami do Kongresu?).

W USA ciągle pogarszała się polityczna sytuacja prezydenta Trumpa. Dlaczego rynki tego się nie obawiają? Mimo tego, że prezydent Trump twierdzi, iż jego impeachment byłby katastrofą dla Amerykanów i doprowadziłby do giełdowego krachu? Otóż dlatego, że do pozbawienia prezydenta stanowiska najpewniej nie dojdzie. Potrzeba do tego większości 2/3 głosów w Senacie USA, a listopadowe wybory takiej większości Demokratów nie mogą dać (wymienia się jedynie 1/3 senatorów).

Poza tym Demokraci chcą jedynie „gonić króliczka”, czyli systematycznie pozbawiać obecnego prezydenta szansy na reelekcję. A gdyby nawet Republikanie też mieli dosyć tego prezydenta i chcieliby go usunąć z funkcji, to władzę przejąłby wiceprezydent Mike Pence. Światopoglądowo ultrakonserwatysta, ale z pewnością niemający wad prezydenta Trumpa.

Czy z tego wynika, że koniec lata (wrzesień to kalendarzowo część lata) będzie dla giełd korzystny? Może tak być, o ile nie pojawią się czynniki, które szybko popsują nastroje. Zagrożeniem jest na przykład to, że rozmowy chińsko-amerykańskie zjedną na manowce, co wystraszy globalnie inwestorów, bo rozpęta się prawdziwa wojna handlowa.

Może się też znowu zacząć umacniać dolar. Kurs EUR/USD jest według mnie zbyt wysoki, bo rynek nie bierze pod uwagę włoskiego zagrożenia. Włosi dają sygnały, że mają zamiar nie przestrzegać reguł budżetowych Unii. Ich wicepremier i minister spraw wewnętrznych, a jednocześnie szef Ligi, ugrupowa-

nia tworzącego rząd z Ruchem Pięciu Gwiazd, Matteo Salvini powiedział niedawno: „Żądam rozważenia miliardów, które Włochy ślą do Brukseli. Czas już, żeby zaprzestać finansowania bezużytecznego tworu...”

Rynki lekceważą włoskie zagrożenie, a według mnie jest ono zdecydowanie większe niż tureckie, a może nawet większe niż zagrożenie wojną handlową USA z resztą świata (szczególnie z Chinami). Nie wiem tylko czy jest większe niż rosyjskie. Kolejne sankcje nakładane na Rosję przez USA stawiają ją w roli przysłowiowego „szczura zagonionego do kąta”. A taki szczur to bardzo groźne stworzenie...





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 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