

Weryfikacja i aktualizacja celów inwestycyjnych na rok 2020

USA: „Biorąc pod uwagę stopy zwrotu z różnych klas aktywów, rok 2019 okazał się przeciwieństwem poprzedniego. W minionych dwunastu miesiącach (podobnie, jak w 2017 r.) inwestorzy mogli zarobić niemal „wszędzie i na wszystkim” – od miedzi, ropy i złota, przez obligacje korporacyjne i skarbowe, po akcje przedsiębiorstw na rynkach wschodzących, w Europie i oczywiście w USA. W 2018 r. wszystkie te klasy aktywów przyniosły straty. Rok 2020 powinien przynieść zmianę tendencji do popadania ze skrajności w skrajność (jak zarabiamy, to na wszystkim, jak tracimy, to wszędzie). Dokonania poszczególnych instrumentów finansowych powinny być zdecydowanie bardziej zróżnicowane. Amerykańska (i światowa) gospodarka, po długiej fazie przemysłowo-handlowego spowolnienia, może wejść w okres ożywienia. Będzie ono wsparte luźniejszą polityką monetarną Fed, kolejną odstoną „druku pieniądza”, słabnącym dolarem oraz deeskalacją konfliktu handlowego między USA, a Chinami.”

Sytczeń 2020 r.

Aktualizacja

- Pierwsza połowa 2020 roku przyniosła więcej zadziwiających wydarzeń, zaskakujących zwrotów akcji i nieoczekiwanych decyzji rządów oraz banków centralnych, niż ostatnie kilkanaście lat. Mieliśmy do czynienia z rynkowym i gospodarczym krachem, przez wielu nazywanymi odpowiednio bessą oraz recesją. Mieliśmy też niecodzienny powód rozpoczęcia tego całego kryzysu, czyli zamrożenie życia społecznego spowodowane walką z pandemią. Na Wall Street biliśmy zarówno rekordy szybkości spadków, jak i gwałtowności odreagowania, w wyniku którego wiele indeksów zdołało odrobić większość strat, a niektóre ustanowiły nowe historyczne maksima. Na całym świecie w ciągu zaledwie kilku tygodni rządy i banki centralne wdrożyły mechanizmy i uruchomiły środki, jakich nie widzieliśmy nawet podczas Wielkiej Recesji lat 2008-2009. Bezrobocie w USA w zaledwie dwa miesiące skoczyło do najwyższego poziomu od Wielkiej Depresji lat 30-tych XX wieku. W ciągu kolejnych ośmiu tygodni znaczna część zwolnionych wcześniej osób powróciła do pracy, czego nie doświadczano nigdy w trakcie klasycznej recesji.
- Tematem przewodnim 2019 roku był pojedynek między akcjami i obligacjami skarbowymi. Hossie na Wall Street towarzyszyła spadająca rentowność długu skarbowego, co jest stosunkowo rzadkim zjawiskiem. Taka sprzeczna ocena perspektyw gospodarki przez dwie ważne klasy aktywów wynikała z jednej strony z trwającego już od 2018 roku globalnego spowolnienia przemysłowo-handlowego oraz sygnałów mogących świadczyć o nadciągającej recesji (inwersja krzywej rentowności), a z drugiej – z coraz większych nadziei na rozpoczęcie kolejnej fali ożywienia w trzecim już w ciągu dekady mini cyklu gospodarczym o globalnym zasięgu.
- W pierwszych dwóch miesiącach 2020 roku perspektywa poprawy sytuacji ekonomicznej w USA i Europie zaczęła być coraz bardziej widoczna. Stąd nowe rekordy indeksów akcji ustanowione w drugiej połowie lutego zarówno w Nowym Jorku, jak i we Frankfurcie. Gdy już wydawało się, że akcje wyjdą zwycięsko z trwającego ponad roku pojedynku z obligacjami, nastąpił krach na giełdach i zamknięcie gospodarek, co spowodowało, że globalna recesja stała się nieunikniona. Można nawet powiedzieć, że została zadekretowana, co nigdy wcześniej się nie wydarzyło na taką skalę. Akcje musiały uznać wygraną obligacji, których rentowności spadły do historycznie najniższego poziomu.
- Tak jak nietypowy był powód rozpoczęcia tej najdziwniejszej w dziejach recesji, tak niecodzienne okazało się zachowanie praktycznie wszystkich klas aktywów poza obligacjami skarbowymi. Po trwającej około 4 tygodni panicznej wyprzedaży, w kolejnych miesiącach mieliśmy do czynienia z zadziwiająco silnym i bardzo dynamicznym odreagowaniem cen akcji, obligacji korporacyjnych, a w ostatniej fazie nawet surowców. Symbolicznym przypieczętowaniem cudownego ozdrowienia tych klas aktywów było ustanowienie 8 czerwca 2020 roku rekordu przez indeks Nasdaq. W tym samym dniu ogłoszono, że od marca Stany Zjednoczone oficjalnie znajdują się w recesji.
- Recesja i jednocześnie nowe rekordy na Wall Street to połączenie, które teoretycznie nie miało prawa się wydarzyć. Chyba, że to, co zostało określone mianem recesji prawdziwą recesją nie jest i nie będzie. Tym samym w połowie 2020 roku znaleźliśmy się w analogicznej sytuacji, jak w ubiegłym roku. Rynki akcji (i obligacji korporacyjnych) idą swoją ścieżką, wyceniając nadzieje na rychłe odrodzenie po gospodarczej zapaści, a obligacje skarbowe, utrzymując historycznie niskie rentowności, wciąż nie wierzą w powrót do normalności.
- Rozpoczęte w połowie marca gospodarcze załamanie w USA (podobnie jak w Europie, a w Chinach kilka tygodni wcześniej) nie miało precedensu jeśli chodzi o zakres, szybkość oraz strukturę ekonomicznej zapaści. Wymuszone przez rządy zatrzymanie działalności społeczno-gospodarczej najbardziej dotknęło sektor usług i konsumpcję, czyli obszary, które były motorem i filarem gospodarczej ekspansji od 2009 roku. Rynek pracownika, z rosnącymi na całym świecie pensjami i niedoborem rąk do pracy, z dnia na dzień przestał istnieć. Zamknięcie hoteli, restauracji i barów wywołało falę zwolnień, w tych firmach, które odnotowywały największy przyrost miejsc pracy w mijającej dekadzie.
- Pomimo zatrważającej skali gospodarczego upadku, naszym zdaniem trudno jest traktować obecny kryzys jak klasyczną recesję. W trakcie tradycyjnej, spadkowej fazy cyklu koniunkturalnego, przedsiębiorstwa zaczynają falę zwolnień i ograniczeń inwestycyjnych w reakcji na sygnały świadczące o następującym spowolnieniu w popycie na ich produkty lub usługi. Zmniejszenie kosztów w jednych firmach skłania inne do podobnych kroków i tak upadające stopniowo koszty

ekonomicznego domina doprowadzają do długotrwałej zapaści, którą nazywamy recesją. Tym razem jednak konsumenci zostali odgórnie pozbawieni możliwości kupowania dóbr i usług, które chętnie by nabyli. Dlatego, jeśli w ramach procesu odmrażania gospodarek taką możliwość ponownie otrzymają, powrót do przedkryzysowej normalności jest możliwy (przynajmniej teoretycznie). Póki co definiowalibyśmy więc dzisiejszy gospodarczy kryzys jako krach, a nie recesję. Po krótkotrwałym krachu, w czasie którego następuje gwałtowny wzrost bezrobocia, firmy, które dodatkowo otrzymują pomoc państwa, szybko decydują się na ponowne przyjęcie najczęściej tych samych pracowników. Takie zjawisko nie jest możliwe w typowej recesji, podczas której decyzja o ograniczeniu zatrudnienia jest praktycznie niewzruszalna.

- Powyższy scenariusz zdają się wspierać coraz lepsze dane ekonomiczne napływające na rynki od połowy maja. Dlatego naszym zdaniem kryzys ekonomiczny 2020 roku wciąż można potraktować jako korektę w niedokończonych jeszcze wzrostowej fazie cyklu koniunkturalnego. Podobnie traktowaliśmy spowolnienia przemysłowe w latach 2011-12, 2015-16 i 2018-19. Tym razem jednak główną ofiarą nie jest przemysł i handel, ale konsumpcja i usługi. Takie podejście, które objaśniałoby siłę jaką pokazują ostatnio rynki akcji i obligacji korporacyjnych, oznacza, że na prawdziwą długotrwałą recesję (a tym samym bessę na rynku akcji) musimy jeszcze poczekać. Pandemiczny kryzys mógł albo przyspieszyć nadejście zwykłej recesji w ramach tradycyjnego cyklu koniunkturalnego, albo je opóźnić o 12-18 miesięcy dzięki olbrzymiej skali stymulacji monetarnej i fiskalnej zaprzęgniętej do złagodzenia kryzysu, który tak jak np. w 1998 roku, może się okazać krótkotrwały.
- Zachowanie indeksów akcji w drugiej połowie roku na Wall Street (i nie tylko) będzie w dużej mierze zależało od tego, czy trwające od połowy maja stopniowe odmrażanie gospodarki nie zostanie przerwane w wyniku kolejnej fali pandemii. Obserwowany od połowy czerwca przyrost nowych zakażeń (czy to w USA, czy w Indiach lub Ameryce Łacińskiej) naszym zdaniem nie jest jeszcze świadectwem takiego właśnie zjawiska. W Stanach Zjednoczonych wzrost liczby nowych przypadków COVID-19 ma miejsce przede wszystkim w stanach, które w marcu i kwietniu były relatywnie mniej dotknięte epidemią. Tam krzywa epidemiczna nie przestała rosnąć, a dziś po prostu wchodzi w fazę przyspieszenia. Tak jest na Florydzie, w Teksasie czy w Arizonie. Ale już w stanach Nowy Jork i New Jersey, które mocno doświadczyły wiosennego wybuchu pandemii, liczba nowych zakażeń koronawirusem jest niska.
- Dopiero wczesną jesienią, gdy rozpocznie się tradycyjny coroczny cykl zachorowań na gripę, rynki zaczną mierzyć się z potencjalną groźbą prawdziwej drugiej fali COVID-19. Potencjalne kolejne zamrożenie gospodarek na świecie pod koniec tego roku byłoby końcem snu o giełdowej hossie i szybkim wyjściu z gospodarczej zapaści, które dziś stało się już niemal bazowym scenariuszem dla większości inwestorów. Gospodarczy krach, którego doświadczyliśmy od marca do maja, stałby się jedynie pierwszym etapem w długiej recesji, jaka przetoczyłaby się po świecie w 2021 roku. W takim scenariuszu w ostatnim kwartale tego roku lub w pierwszych miesiącach nowego roku indeks S&P500 musiałby się zmierzyć z marcowymi dołkami. Rynki obligacji ponownie wyszłyby zwycięsko z pojedynku z rynkami akcji.
- Zakładając jednak, że powtórki z marca tego roku nie będzie, a odmrażanie działalności będzie kontynuowane, wiosenna zapaść w gospodarce zostanie ostatecznie zdefiniowana jako krótkoterminowy krach, a formalna recesja w USA skończy się zaledwie kilka miesięcy po rozpoczęciu. W tym scenariuszu Wall Street w tym roku może liczyć na kontynuację trendu wzrostowego. Wzorem indeksu Nasdaq, reprezentujący szeroki rynek akcji w USA indeks S&P500 również powinien pobić lutowy rekord, kończąc rok 2020 na wyraźnym plusie (od 5 do 8%). Coraz więcej spółek powinno uczestniczyć we wzrostach, a pozostałe sektory powinny zacząć gonić niedoścignioną w tym roku branżę technologiczną.
- W rezultacie, rok 2020 może zakończyć się tak, jak ubiegły, w którym można było zarobić praktycznie na wszystkim – od obligacji, przez akcje, po złoto. Pojedynek między klasą aktywów udziałowych a dłużnych pozostanie w takim wypadku bez rozstrzygnięcia. Taki właśnie scenariusz wydaje się bardziej prawdopodobny niż wersja, w której krótkoterminowa zapaść gospodarcza zmienia się w długotrwałą recesję, a trwający od końca marca wzrost indeksów akcji na Wall Street okazuje się iluzją.
- Ostatnie miesiące to też bezprecedensowe reakcje władz fiskalnych i monetarnych na pandemiczny kryzys – od obniżenia przez Fed do zera stóp procentowych, przez rozpoczęcie nieograniczonego skupu obligacji skarbowych i dodanie do listy zakupów także obligacji korporacyjnych, po kilka innych programów mających ułatwić dostarczenie płynności także małym i średnim przedsiębiorstwom. Reakcja władz fiskalnych była zaskakująco szybka i szczodra praktycznie na całym świecie. W USA już od połowy kwietnia firmy i osoby fizyczne zaczęły otrzymywać przelewy, przewidziane w programie stymulacyjnym o łącznej wartości ponad 2 bln dolarów.
- Finansowanie tych wydatków pochodzi wprost z pras drukarskich Fed i to jest główna różnica pomiędzy poprzednimi odstępami programów luzowania ilościowego, a obecnym QE nr 4. W poprzednich 10 latach obligacje rządowe na rachunkach banków były zamieniane na rezerwy w bilansie banku centralnego. Biliony dolarów praktycznie nie opuściły systemu bankowego. Dziś jest inaczej. Środki za skupowane przez Fed obligacje skarbowe są transferowane przez budżet bezpośrednio na rachunki depozytowe firm i osób fizycznych. W wyniku tego procesu w ostatnich dwóch miesiącach nastąpił niespotykany przyrost podaży pieniądza w USA. Napotyka ona na wciąż ograniczoną podaż dóbr i usług, jaką może wygenerować nie do końca otwarta amerykańska gospodarka.
- Zakładając, że odmrażanie gospodarki nie zostanie powstrzymane i prawdziwa recesja póki co amerykańskiej gospodarce nie grozi, tak znaczący wzrost podaży pieniądza może w przyszłym roku zacząć przekładać się na wyższą od oczekiwanej dziś inflację. Towarzyszyć temu procesowi i wspierać go może zarówno dalsze osłabianie dolara, jak i widoczna od kilku

tygodni tendencja do wzrostu cen surowców. To wszystko może świadczyć raczej o groźbie osiągnięcia na niektórych aktywach finansowych stanu spekulacyjnej euforii niż o nieuchronnym i rychłym dyskontowaniu gospodarczego załamania.

- Zakres działań i szybkość reakcji władz monetarnych oraz fiskalnych w USA oddziałują także na zmniejszanie skali upadłości przedsiębiorstw, najgroźniejszego (obok wzrostu bezrobocia) zjawiska towarzyszącego każdej recesji. Póki co, pomimo gigantycznej i niespotykanej skali gospodarczego załamania, ani w Europie, ani na rynkach wschodzących, ani w USA nie widać równie wyraźnego trendu wzrostu liczby bankrutujących firm. Na razie inwestorzy na rynku obligacji korporacyjnych, podążając śladami Wall Street oraz wierząc w zapewnienia Fed odnośnie zapewnienia płynności firmom, doprowadzili do odrobienia całych strat w segmencie obligacji o ratingu inwestycyjnym i większości spadków w przypadku obligacji o bardziej spekulacyjnym charakterze. Jeżeli mielibyśmy mieć do czynienia z prawdziwą długotrwałą recesją w USA, takie odreagowanie na rynku obligacji korporacyjnych byłoby nie do pomyślenia. Co więcej, w ostatnich miesiącach oferty obligacji zarówno bardziej, jak i mniej wiarygodnych emitentów plasowane są bez większych problemów, w niemal rekordowej skali. Wspiera to pogląd, że rynek w kolejnych kilku kwartałach może być zdecydowanie bliżej do wywołania spekulacyjnej bańki, niż przejścia przez recesyjny czyściec.
- Wyniki wyborów prezydenckich w USA mogą mieć pewne przełożenie na zachowanie się indeksów akcji w ostatnim kwartale tego roku, ale to nie one wpłyną na rozstrzygnięcie pojedynku między akcjami, a obligacjami. Rezultat wyborów może natomiast wpłynąć na postrzeganie niektórych branż przez inwestorów oraz na potencjalne zaostrzenie lub niwelowanie napięć handlowych pomiędzy USA, a Europą i Chinami.
- Podsumowując, bezprecedensowemu załamaniu gospodarczemu w USA towarzyszy zadziwiająca siła indeksów akcji na Wall Street, która poddaje w wątpliwość klasyczną definicję obecnego kryzysu, jako gospodarczej recesji z rynkową bessą. Traktując serio sygnał, jaki daje inwestorom rynek akcji w USA, należy raczej uznać, że mamy do czynienia z gospodarczym krachem, czyli głębokim, ale krótkotrwałym załamaniem, a nie początkiem długoterminowej recesji. Tego, pozytywnego scenariusza nie powinny zmienić wyniki wyborów prezydenckich w USA, ale może na niego wpłynąć potencjalna jesienna druga fala pandemii koronawirusa. Zakładając jednak, że ponownego zamrożenia gospodarki w USA nie będzie, a większość zwolnionych wiosną pracowników powróci do pracy, ubocznym i zupełnie nieoczekiwanym efektem pandemicznego kryzysu może stać się narastanie spekulacyjnej euforii na Wall Street, wzorem bańki dotcomów, po kryzysie rosyjskim, w 1998 roku.

Europa: „Biorąc pod uwagę skalę przemysłowego spowolnienia, jakie nieprzerwanie od dwóch lat trwa na Starym Kontynencie, ubiegły rok okazał się zadziwiająco dobry dla wielu europejskich parkietów, czego dowodem jest fakt, że indeks paryskiej giełdy zdołał zbliżyć się do szczytu z 2007 roku, a niemiecki DAX flirtuje właśnie z rekordem ze stycznia 2018 roku. Zadziwiająca siła indeksów akcji jest kredytem zaciągniętym przez inwestorów na europejskich giełdach pod zastaw oczekiwanego powszechnie gospodarczego ożywienia. Jeśli to zabezpieczenie (ożywienie) okaże się marnej jakości, to inwestorzy nie będą mogli długo cieszyć się nowymi rekordami. Jednak póki co nic nie wskazuje, że to właśnie w 2020 roku zakończy się długoletnia hossa w Europie.”

Styczeń 2020 r.

Aktualizacja

- Europejskie giełdy mocno ucierpiały w czasie lutowo-marcowego krachu. Wiązało się to zarówno ze skalą epidemicznego kryzysu jaki rozlał się od Włoch po Anglię, jak i ze strukturą branżową spółek notowanych na parkietach Starego Kontynentu. Uzależnione od eksportu firmy przemysłowe, spółki finansowe, a nawet uważany do tej pory za bezpieczny sektor dóbr luksusowych, zostały głęboko dotknięte skutkami zamrożenia gospodarek (szczególnie chińskiej). Natomiast niedobór na europejskich giełdach globalnych liderów (w stylu Microsoftu lub Amazona), czy dostawców technologicznych rozwiązań na czas pandemii (Zoom, Netflix) nie pozwalały giełdom w Europie na konkurowanie z Wall Street. Dopiero pod koniec maja i w czerwcu parkiety Starego Kontynentu zaczęły nadrabiać straty. Po miesiącach zmniejszania zaangażowania w europejskich spółkach, inwestorzy przystąpili do zakupów i zmniejszyli niedoważenie.
- Zakładając scenariusz gospodarczego krachu (a nie długotrwałej recesji) ta tendencja może być kontynuowana. Spółki przemysłowe i eksportowe powinny zacząć odżywać wraz z odmrażaniem gospodarek i międzynarodowego handlu, szczególnie z krajami azjatyckimi. Natomiast wyraźne już wygaszenie pandemii wirusa od Włoch po Niemcy powinno pozwolić też na szybszy niż w USA powrót do normalności w sektorze konsumpcji i usług. To, że w Europie nie doszło to gwałtownej fali zwolnień, z jaką muszą borykać się Amerykanie, również sprzyja szybszemu dochodzeniu do siebie po kryzysowej traumie. Prym w tym dziele wiodą Niemcy, gdzie sytuacja normalizuje się najszybciej. W tym też można upatrywać relatywnej siły parkietu we Frankfurcie w relacji do innych giełd Europy.
- Zakładając kontynuację procesu odmrażania gospodarek, przy równie silnym jak w USA wsparciu odbudowy ze strony EBC oraz budżetów poszczególnych państw, europejskie indeksy nie powinny już pozostawać w tyle za Wall Street.

Rynki wschodzące: „W 2020 emerging markets z powodzeniem mogą powalczyć o palmę pierwszeństwa wśród najlepszych rynków akcji na świecie, ale to czy otrzymają szansę na wykazanie się zależy od skali nadciągającego, ale póki co dość mglistego ożywienia. Problem w tym, że hossa na rynkach wschodzących jest traktowana dziś niemal jak pewnik, a w wielu krajach (np. Indiach) stan gospodarki usprawiedliwiłaby dziś raczej regularną bessę. Dlatego, żeby sprostać rozbudzonym oczekiwaniom rynkowym globalna gospodarka musi dopiero pokazać co to znaczy ożywienie.”

Styczeń 2020 r.

Aktualizacja

- Pod koniec maja indeks rynków wschodzących w relacji do rynków rozwiniętych spadł do najniższego poziomu od lat. Od tego momentu kontynuuje odbicie, które może się okazać pierwszym sygnałem zakończenia 10-letniego okresu słabości rynków rozwijających się, szczególnie względem Wall Street. Zbiegło się to z początkiem tendencji osłabienia amerykańskiej waluty i jednocześnie z okresem odzyskania sił przez tak cykliczne surowce, jak miedź i ropa. W rezultacie indeks emerging markets zdołał prawie w całości odrobić straty liczone od lokalnego szczytu z połowy stycznia, czyli od momentu wprowadzenia lockdownu w chińskim Wuhan.
- Za ostatnim pokazem siły rynków wschodzących stoją w dużej mierze spółki technologiczne, takie jak Alibaba, Tencent, NetEase czy TSMC. Wszystkie one pobiły już swoje dotychczasowe rekordy, co jedynie wzmacnia moje przekonanie, że z żadną bessą na rynkach, ani prawdziwą recesją w gospodarce nie mieliśmy w tym roku do czynienia.
- Największy na świecie producent półprzewodników i procesorów (TSMC) był spółką, która już pod koniec września ubiegłego roku, osiągając rekord kursu akcji, „zachęciła” zarówno indeks rynków wschodzących, jak i amerykański S&P500 do dokonania podobnego wyczynu kilka tygodni później. Akcje tej samej firmy właśnie pobiły swój styczniowy rekord, co ponownie można potraktować jako zapowiedź rychłego szturmującego szerokiego indeksu emerging markets na styczniowe maksimum.
- Podobnie, jak w przypadku Europy, mocno dotknięta epidemią koronawirusa Azja (szczególnie Chiny i Korea) zdołała wygasić ogniska choroby na tyle, że odmrażanie gospodarki i powrót do normalności trwa tam bez większych przeszkód. Dlatego, zakładając brak jesiennej fali epidemii i związanych z tym kolejnych ograniczeń, można uznać ostatni pokaz siły rynków wschodzących za dobrą monetę i oczekiwać, że w kolejnych tygodniach i miesiącach będą one kontynuować odrobienie strat względem rynków rozwiniętych.
- Co prawda nieco niepokojący jest trwający od kilku tygodni szybki wzrost zakażeń w Indiach i Brazylii, jednak nie spowodował on do tej pory większych perturbacji na tamtejszych rynkach akcji, ani na rynkach walutowych. Obserwując natomiast zaskakujący wzrost indeksu giełdy w Szanghaju na początku lipca (o 15%), można dojść do wniosku, że po globalnych rynkach rozprzestrzenia się swobodnie zupełnie nowe zagrożenie dla zdrowia długoterminowego trendu giełdowego, czyli dostrzegalnym w pewnym stopniu i w Warszawie i w Nowym Jorku wirus rynkowej spekulacji.

Polska: „Słabsze tempo wzrostu polskiej gospodarki w 2020 roku nie powinno przeszkodzić krajowemu parkietowi w podążaniu za giełdami rynków wschodzących, których wzrosty mają odzwierciedlać ożywienie w globalnej gospodarce. Pierwszy od lat dodatni bilans napływu środków na GPW może pobudzić do życia zapomniany już niemal segment mniejszych i średnich spółek. Zakładamy, że w 2020 roku największymi zyskami będą mogli pochwalić się akcjonariusze średnich spółek, choć kursy małych firm będą się starały dotrzymać im kroku. W przypadku WIG20 trudno liczyć na powtórkę z 2017 roku (+26% i miejsce lidera wśród indeksów na GPW), ale duże spółki nie powinny zbyt mocno odstawać od segmentu małych i średnich firm.”

Styczeń 2020 r.

Aktualizacja

- Patrząc na tegoroczne zachowanie polskiego rynku akcji przez pryzmat indeksu WIG20 lub oczami inwestorów zagranicznych trudno zrozumieć zainteresowanie, jakie po raz pierwszy od lat wzbudziły polskie akcje wśród krajowych inwestorów indywidualnych. Już podczas marcowych spadków liczba otwieranych rachunków maklerskich zaczęła wyraźnie rosnąć, podobnie jak obroty na spółkach należących do indeksu sWIG80 oraz notowanych na rynku NewConnect. Szacuje się, że od lutego do końca pierwszego półrocza około 50 tys. nowych giełdowych graczy zdecydowało się zainwestować na GPW (przy około 150 tys. aktywnych rachunków maklerskich działających w ostatnich latach na GPW). W rezultacie indeks reprezentujący małe spółki na głównym parkiecie wzrósł w tym roku już o 17% (indeks NewConnect nawet o ponad 130% przy obrotach 10-krotnie większych niż rok temu), podczas gdy indeks dużych spółek WIG20 pozostaje wciąż prawie 17% pod kreską.
- Trudno się dziwić, że wskaźnik sentymentu wśród indywidualnych inwestorów w Polsce (dane SII) podniósł się do poziomu najwyższego od stycznia bieżącego roku, kiedy jeszcze nikt nie myślał o pandemii. W drugim kwartale odnotowano nawet napływ pieniędzy do mieszanych oraz akcyjnych funduszy inwestycyjnych, w tym w segmencie małych i średnich spółek.

- Z perspektywy inwestorów zagranicznych polskie akcje pozostają jednym z najłagodniejszych ogniw w łańcuchu giełd rynków wschodzących. Ani CD Projekt, który w czasie pandemii stał się największą spółką notowaną na GPW, ani rosnące wciąż Dino nie są w stanie zmienić słabego postrzegania całego polskiego parkietu, do czego przyczyniło się praktyczne przepołowienie kapitalizacji sektora finansowego (banki i PZU) oraz obu rafinerii, jakie nastąpiło w ciągu minionego roku.
- Ostatnia, nieoczekiwana obniżka przez RPP do zera stóp procentowych była ostatecznym ciosem wymierzonym w rentowność sektora bankowego, która i tak w dobie obecnego kryzysu została mocno nadwątlona. W rezultacie wyceny polskich banków zeszły już do poziomów, z jakimi od kilku już lat zmagają się inwestorzy w instytucjach finansowych w strefie euro. Tak, jak w Europie Zachodniej, tak i w Polsce banki (oraz PZU) pozostają w tym roku najłagodniejszym sektorem, nie uczestnicząc praktycznie w trwającym od marca giełdowym odreagowaniu. Ostatnie tygodnie przynoszą jednak odrobinę nadziei nawet dla takich maruderów. Przykład gwałtownego odreagowania kursów akcji spółek energetycznych (PGE, Tauron) pokazuje, jak czasami niewiele trzeba, żeby po latach słabości firmy lub całej branży odzyskały nieco wigoru i wartości.
- Ostatecznie, wzorem Wall Street, a także innych rynków wschodzących, szeroko pojęty polski rynek akcji nie zachowuje się tak, jakbyśmy tego oczekiwali w czasie prawdziwej gospodarczej recesji. Nie wycenia czarnego scenariusza i nie jest to jedynie zasługa najmodniejszego w ostatnich miesiącach w naszym kraju sektora gier (indeks WIG GRY wzrósł w tym roku o 74%), czy też spółek z szeroko pojętej branży ochrony zdrowia (produkujących m.in. tak „innovacyjne” wyroby, jak maseczki i rękawiczki). W ślad za zadziwiającą (jak na skalę gospodarczej depresji) siłą cen miedzi, równie nieoczekiwanym liderem dużych spółek stał się w ostatnich miesiącach KGHM, który znalazł się w niewielkim gronie 5 firm z indeksu WIG20 mogących pochwalić się solidnym plusem w tegorocznym zestawieniu stóp zwrotu. Gdyby nie trwająca wciąż zapaść notowań krajowego sektora finansowego, polski parkiet w oczach zagranicznych inwestorów nie odstawałby od innych rynków wschodzących. W perspektywie kolejnych miesięcy trudno jest liczyć na jakąś zmianę w ocenie krajowego rynku akcji przez zachodnich graczy, jednak przynajmniej nie powinniśmy kontynuować pokazu słabości z pierwszego półrocza.

Obligacje: „Krajowy rynek obligacji skarbowych będzie wspierany przez niskie tegoroczne potrzeby pożyczkowe wynikające z zasilenia budżetu jednorazowymi wpłatami przede wszystkim z transferu środków z OFE. W rezultacie w 2020 r. będziemy mieli niewielki deficyt budżetowy, a potrzeby pożyczkowe netto rządu 15-20 mld zł, w świetle rosnącego popytu na obligacje detaliczne, będą mogły być sfinansowane niemal wyłącznie przez inwestorów indywidualnych. W sytuacji utrzymującego się wysokiego popytu na obligacje ze strony banków, kwestia podażowa pozostanie wobec tego czynnikiem sprzyjającym zawężaniu różnicy rentowności obligacji do poziomu stawek IRS. To z kolei korzystnie wpłynie na zachowanie obligacji o zmiennym kuponie.”

Styczeń 2020 r.

Aktualizacja

- Pierwsze półrocze na rynku obligacji dostarczyło wiele wyzwań i bezprecedensowej zmienności. Załamanie rynku zmiennokuponowych obligacji skarbowych i korporacyjnych obserwowane w marcu w kolejnych miesiącach przerodziło się w silne odreagowanie i powrót optymizmu niemal we wszystkich segmentach rynku. Proces cenotwórczy w sytuacjach kryzysowych jest bardzo nietypowy - na dalszy plan schodzą realne dane, a kluczowa staje się pomoc ze strony banków centralnych. Jeżeli ich przedstawiciele zapewniają, że nie będzie ograniczeń w działaniach na rzecz ratowania gospodarki i dostarczenia płynności, to trudno z tym polemizować i należy założyć, że cel ten zostanie osiągnięty.
- Globalna gospodarka przez kilka kolejnych lat będzie wychodzić z obecnego kryzysu spowodowanego pandemią. Jesteśmy dopiero na początku tej drogi i dlatego należy przyzwyczaić się, że niskie stopy procentowe pozostaną w Polsce na dłużej. Pod względem polityki gospodarczej, podobnie jak wszędzie na świecie, nie wrócimy do tego, co było przed bieżącym kryzysem. Tak właśnie stało się po kryzysie z lat 2008-2009, kiedy to polityki pieniężna nie powróciła do swojej konwencjonalnej formy, pomimo dobrej koniunktury gospodarczej.
- W reakcji na głębokie obniżki stóp procentowych i program skupu obligacji przez NBP, rentowność krajowych papierów skarbowych spadła do historycznych minimów, a ceny rządowych obligacji zmiennokuponowych w wielu segmentach krzywej znalazły się powyżej poziomu z końca lutego. Obligacje korporacyjne najbardziej wiarygodnych emitentów odrobiły dużą część strat wspierane uruchomionymi programami płynnościowymi w gospodarce, niskim oprocentowaniem depozytów oraz zatrzymaniem umorzeń jednostek funduszy.
- Bezprecedensowe działania NBP będą kontynuowane w kolejnych miesiącach oddziałując stabilizująco na sytuację na krajowym rynku długu. Program skupu aktywów będzie zdejmował dodatkową podaż z rynku, szczególnie tą płynącą z PFR i BGK. Oznacza to, że pomimo dramatycznego pogorszenia sytuacji finansów publicznych, podaż obligacji skarbowych na rynku pierwotnym będzie ograniczona i przy obecnych dużych zasobach gotówki na rachunkach MF będzie się koncentrować na aukcjach zamiany, w tym prefinansowaniu przyszłorocznego budżetu. W warunkach ogromnej krótkoterminowej nadpłynności sektora bankowego i taniego finansowania na rynku pieniężnym, wydaje się że otoczenie sprzyja wzrostowi cen obligacji skarbowych. Elementem ograniczającym politykę NBP byłoby silne osłabienie złotego. Trudno go jednak oczekiwać w sytuacji, gdy coraz więcej banków centralnych z państw rozwijających się finansuje bezpośrednio wydatki budżetowe, a polityka Fed czy EBC pozostaje bardzo ekspansywna.

- Stopniowa poprawa otoczenia gospodarczego będzie miała bardzo powolny wpływ na zmianę retoryki ze strony banków centralnych. Nie spodziewamy się podwyżek stóp procentowych NBP do końca 2021 r. Wychodzenie z pandemii i spadek awersji do ryzyka będzie sprzyjał dalszemu wzrostowi cen obligacji korporacyjnych oraz zmniejszeniu różnicy oprocentowania obligacji skarbowych państw wschodzących i rozwiniętych. W tych segmentach rynku należy w konsekwencji upatrywać największych szans na uzyskanie satysfakcjonujących stóp zwrotu.
- Największym zagrożeniem dla takiego pozytywnego scenariusza pozostaje druga fala pandemii. W sytuacji kiedy kryzys związany z rozprzestrzenianiem się koronawirusa został w pewnym stopniu zinstytucjonalizowany, skala pomocy jest niemal nieograniczona, a skłonność do ponownego zamknięcia gospodarki ograniczona, wydaje się, że skala ewentualnej korekty może być nieporównywalnie mniejsza niż ta, którą obserwowaliśmy wiosną. Pozwala to oczekiwać, że drugie półrocze 2020 r. prawdopodobnie będzie spokojniejsze, nadal jednak nie będzie brakować okazji rynkowych.

Złoto: „W minionym roku kurs złota przebił silny opór w okolicach 1350-1370 USD/oz (od którego wcześniej się już kilka razy odbijał), co zgodnie z naszymi oczekiwaniami przełożyło się na silny wzrost zainteresowania kruszcem ze strony inwestorów. Wynikająca z tego znacząca wyżka ceny złota zaowocowała tym, że znalazła się ona w szerokim obszarze oporu wyznaczonym przez podwójny szczyt z 2011-2012 r. W dłuższym terminie cena złota powinna zmierzać w kierunku oporu wyznaczonego przez podwójny szczyt z 2011-2012 r., w szerokim obszarze 1700-1900USD/oz.”

Styczeń 2020 r.

Aktualizacja

- W pierwszym półroczu 2020 r. złoto wyceniane w dolarze zyskało 17,4% i umocniło widoczny od ponad roku trend wzrostowy. Co ważne, cena kruszcu osiągnęła już rekordowy poziom we wszystkich innych najważniejszych walutach - frankach szwajcarskich, euro, jenie, renminbi i funtach. Utrzymująca się siła dolara względem tych walut jest jedynym czynnikiem powstrzymującym złoto przed pokonaniem historycznego rekordu w dolarze amerykańskim.
- Obraz wynikający z analizy technicznej nie zapowiada zakończenia trendu wzrostowego. Po wybiciu górą z konsolidacji w obszarze 1685 – 1765 dolarów za uncję cena złota utrzymuje się powyżej poziomów wsparcia, co można zinterpretować jako zbieranie sił przed trwałym atakiem na naruszony już poziom 1800 dolarów za uncję. Pozytywną przesłanką jest fakt, że spokojny marsz ceny w górę odbywa się przy dość mocnym dolarze.
- Również argumenty fundamentalne wskazują na duże prawdopodobieństwo dalszego wzrostu wyceny kruszcu. Najważniejszym jest fakt, że realne oczekiwane stopy procentowe, determinujące koszt alternatywny trzymania złota, pozostają ujemne. Przy rentowności obligacji 10-letnich na poziomie 0,65% oczekiwana w tym okresie inflacja w USA wynosi 1,4%. Patrząc na historyczne zależności, to właśnie środowisko niskich realnych stóp procentowych najmocniej wspiera aprecjację złota.
- Od początku obecnego kryzysu wywołanego pandemią Fed prawie podwoił sumę bilansową, do poziomu 7 bilionów dolarów. Ostatni równie szybki wzrost wartości aktywów Fed, jaki miał miejsce pod koniec 2008 r., wywindował cenę złota z ok. 800 do ok. 1900 dolarów za uncję. Utrzymanie obecnie podobnej dynamiki aprecjacji złota oznaczałoby, że jego cena może osiągnąć poziom 4000 dolarów za uncję w 2022/2023 r. nawet bez dodatkowej inflacji pieniądza.
- Mimo systematycznego wzrostu ceny złota, wartość oficjalnych rezerw w USA podzielona przez podaż pieniądza M2 wynosi wciąż poniżej 2,5%. Wskaźnik ten spadł poniżej 2% tylko dwa razy - na początku lat 70-tych i późnych lat 90-tych. Oba te momenty były początkiem długich i zyskownych trendów wzrostowych na rynku złota.

Jarosław Niedzielewski

Dyrektor Departamentu Inwestycji Investors TFI

Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter promocyjny. Opracowany został przez Investors TFI S.A. w związku z zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi. Materiał oraz zawarte w nim prognozy stanowią wyłącznie wyraz poglądów jego autora i oparte zostały na stanie wiedzy aktualnym na dzień jego sporządzenia. Przy sporządzeniu materiału i zawartych w nim prognoz oparto się na informacjach pozyskanych z powszechnie dostępnych i uznanych za wiarygodne źródła, dokładając należytej staranności, aby informacje zamieszczone w niniejszym materiale były rzetelne, niemniej jednak nie można zagwarantować ich poprawności, kompletności i aktualności. Investors TFI S.A. zastrzega sobie możliwość zmiany przedstawionych opinii, w tym w przypadku zmiany sytuacji rynkowej, bez konieczności powiadamiania o niej adresatów niniejszego materiału. Investors TFI S.A. nie gwarantuje ziszczenia się scenariuszy lub prognoz zamieszczonych w niniejszym materiale, w szczególności przedstawione informacje (historyczne i prognozowane) nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Materiał niniejszy nie stanowi oferty publicznej ani publicznego oferowania w zakresie nabycia lub sprzedaży jakichkolwiek papierów wartościowych ani oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny. Nie stanowi również rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podane informacje nie mogą być traktowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego lub innego typu doradztwa, w tym świadczenia pomocy prawnej. Wnioski wyciągnięte na podstawie przedstawionych komentarzy i prognoz nie powinny stanowić samodzielnej podstawy jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Niniejszy materiał nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe. Decyzje inwestycyjne co do inwestowania w fundusz powinny być podejmowane w oparciu o informacje obejmujące w szczególności: opis czynników ryzyka, zasady sprzedaży jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych, tabelę opłat manipulacyjnych oraz szczegółowe informacje podatkowe zawarte w Prospekcie Informacyjnym/Prospekcie Emisyjnym/Warunkach Emisji funduszu oraz informacje zawarte w dokumencie Kluczowe informacje dla inwestorów. Prospekt Informacyjny/Prospekt Emisyjny/Warunki Emisji funduszu oraz Kluczowe informacje dla inwestorów, dostępne są w punktach dystrybucji funduszu, w siedzibie Investors TFI S.A. oraz na stronie internetowej www.investors.pl. Dotychczasowe wyniki funduszy inwestycyjnych nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Investors TFI S.A. ani zarządzane przez nie fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych funduszy. Wartość jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych może cechować się dużą zmiennością, w związku z czym uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty części wpłaconego kapitału. Prezentowane stopy zwrotu funduszu nie są tożsame ze stopą zwrotu z inwestycji osiągniętą przez uczestnika funduszu, gdyż nie uwzględniają opłat manipulacyjnych pobieranych przy nabyciu jednostek uczestnictwa i podatków. Przy nabyciu jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych funduszy pobierana jest opłata manipulacyjna na zasadach i w wysokości określonej w Prospekcie Informacyjnym/Prospekcie Emisyjnym/Warunkach Emisji funduszu. Zyski osiągnięte z inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszy obciążone są podatkiem od dochodów kapitałowych, na podstawie Ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (t.j.: Dz.U. z 2012361 z późn. zm.). Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. jest podmiotem prowadzącym działalność na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego udzielonego decyzją nr DFI/W/4034-30/1N-1-3432/05 z dnia 12 lipca 2005 r. w zakresie tworzenia funduszy inwestycyjnych i zarządzania nimi oraz zarządzaniu zbiorczym portfelem papierów wartościowych i podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.