



- **WSZYSCY W SZOKU**
Brytyjczycy za Brexit
- **NEXIT**
Reakcja rynków na zapędy opuszczenia UE przez kolejnych członków
- **UJEMNE STOPY PROCENTOWE**
Czas przywyknąć?
- **VALUE VS. GROWTH**
Inwestowanie w wartość
- **KRAJOBRAZ POREFERENDALNY**
Okiem Piotra Kuczyńskiego

Inwestycje na najwyższym poziomie

ZADBAJ O SWOJE FINANSE Z DI XELION

**KORZYSTAJ Z ATRAKCYJNYCH
ROZWIĄZAŃ INWESTYCYJNYCH**

www.xelion.pl • 801 370 370

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (02-595) przy ul. Puławskiej 107, wpisany do Rejestru Przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy KRS, pod nr 000061809 („Spółka”). Spółka podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie promocyjny i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce, świadczonych usługach oraz ryzyku związanym z inwestowaniem udostępniane są na stronie www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usługi. Informacje nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.

- 4 | Wielka Brytania głosuje za opuszczeniem UE
- 5 | Reakcje na exit-owe doniesienia
- 6 | Ujemne stopy procentowe
– czy powinniśmy do nich przywyknąć?
- 8 | Inwestowanie w „Wartość”: czas na powrót!
- 11 | Okiem Piotra Kuczyńskiego:
Krajobraz poreferendalny

„Biuletyn Inwestycyjny Xelion”

Projekt i skład:

Właściciel:

Design & DTP Studio MORENDO

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

tel. 507 237 561

ul. Puławska 107, 02-595 Warszawa

e-mail: morendo@morendo.com.plwww.xelion.plwww.morendo.com.pl

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Niniejsze opracowanie nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2014 roku poz. 94 t.j. z późn. zm., dalej jako „Ustawa”), ani nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, ani nie stanowi analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych w rozumieniu art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy.

Wskazane w treści opracowania części zostały przygotowane przez osoby nie będące pracownikami Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o. (dalej jako „Spółka”), za które Spółka nie ponosi odpowiedzialności. Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie w zakresie przygotowanym przez Spółkę zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani Spółka nie gwarantują jednak ich poprawności, kompletności i dokładności. Opracowanie ma charakter ogólny i nie może stanowić wyłącznej podstawy do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej przez jego odbiorcę. Autor ani Spółka nie ponoszą odpowiedzialności za następstwa decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce oraz świadczonych usługach, w tym informacja o instrumentach finansowych oraz o ryzykach związanych z inwestowaniem w te instrumenty finansowe, udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usług przez Spółkę. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania lub jego części jest zabronione.

Od Redakcji

Szanowni Czytelnicy

Wakacje wakacjami, ale inwestorzy czasu na błogie lenistwo nie mają. Po pierwsze, nie cichną echa po wynikach referendum w Wielkiej Brytanii. Bo choć pierwsze reakcje rynków finansowych mamy już za sobą, to rodzą się pytania o kolejne ewentualne zapędy exitowe innych członków Wspólnoty Europejskiej i ich potencjalny wpływ na szeroko rozumianą gospodarkę. Po drugie, rozpoczął się okres publikacji kwartalnych raportów amerykańskich spółek, które traktowane są poniekąd jako odbicie sytuacji rynkowej w jednej z najmocniejszych gospodarek świata oraz niezmiennie przekładają się na nastroje inwestorów. Do tego wszystkiego dochodzą relacje kursów walut, cena złota czy kondycja rynku ropy naftowej.

I właśnie mając na względzie te i wiele innych czynników swoją ocenę teraźniejszości na rynkach finansowych przedstawiają współpracujący przy tworzeniu bieżącego wydania Biuletynu Inwestycyjnego Xelion autorzy. A na koniec tę niełatwą rzeczywistość analizuje Piotr Kuczyński.

Życzymy satysfakcjonującej lektury!

Zespół Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o.



Wielka Brytania głosuje za opuszczeniem UE

David Zahn, CFA, FRM (28 czerwca 2016 r.)

Szef zespołu ds. europejskich instrumentów o stałym dochodzie, Starszy wiceprezes, zarządzający portfelami inwestycyjnymi, Franklin Templeton Fixed Income Group



23 czerwca Wielka Brytania zagłosowała za wyjściem z Unii Europejskiej większością 51,9% głosów przeciwko 48,1% głosów za pozostaniem we wspólnocie. Ta nieoczekiwana decyzja będzie miała długotrwałe konsekwencje ekonomiczne i geopolityczne. Bezpośrednią reakcją była skrajna zmienność rynkowa; kurs funta brytyjskiego nagle spadł do poziomów, jakich nie notowano od lat 80. ubiegłego wieku, euro się osłabiło, a waluty postrzegane jako „bezpieczne przystanie”, na czele z japońskim, zanotowały znaczące odbicie. Na światowych rynkach akcji rozpoczęła się duża wyprzedaż.

Rynki nie lubią niewiadomych, a referendum w sprawie Brexitu przyniosło ich całe mnóstwo; nie tylko nie wiemy, jak sytuacja będzie się dalej rozwijać, ale nie wiemy nawet, kto będzie musiał sobie z nią poradzić.

Choć nie jest łatwo w czasach tak silnej zmienności na rynkach, uważamy, że należy zachować długą perspektywę inwestycyjną. Będziemy uważnie obserwować działania polityków, ponieważ to od nich rynki będą najprawdopodobniej czerpać ewentualne wskazówki.

Inwestorzy mogą spróbować wykorzystać tę sytuację jako okazję do skorygowania swoich portfeli pod kątem długiego horyzontu inwestycyjnego. Sądzimy, że w nadchodzących tygodniach i miesiącach po tym wstrząsie mogą pojawić się pewne możliwości, ponieważ niektóre obiektywnie atrakcyjne aktywa mogą zostać niesprawiedliwie potraktowane przez rynki w warunkach powszechnej paniki.

Jakie będą implikacje tej sytuacji dla rynków międzynarodowych?

Ogólnie rzecz biorąc, uważam, że wynik referendum wpłynie niekorzystnie na apetyty na ryzyko. Oznacza to, że aktywa postrzegane przez inwestorów jako obciążone większym ryzykiem, np. akcje czy obligacje korporacyjne, będą, według mnie, osiągały słabsze wyniki, a kapitał będzie płynął w kierunku aktywów charakteryzujących się wyższą jakością i postrzeganych jako bezpieczniejsze, na czele z brytyjskimi i niemieckimi obligacjami skarbowymi.

Spodziewam się pewnych konsekwencji dla słabszych gospodarek ze strefy euro czy też z szerszej UE, a spready obligacji z peryferyjnych krajów europejskich prawdopodobnie się rozszerzą. Przewiduję także spadek kursu euro (choć nie tak silny jak deprecjacja funta), gdy przyszłość projektu, jakim jest UE, zacznie być kwestionowana.

Pozycjonowanie

Uważnie obserwujemy rozwój wydarzeń na brytyjskiej scenie

politycznej. Spodziewamy się znaczących zmian w tym obszarze, ponieważ rządząca Partia Konserwatywna, której parlamentarzyści są podzieleni w sprawie członkostwa w UE, będzie starała się odbudować spójność. Innym źródłem poważnych obaw w Wielkiej Brytanii będzie reakcja szkockiego rządu.

Oprócz bardzo napiętej sytuacji politycznej, analizujemy także wpływ niepewności wywołanej przez wynik referendum na brytyjski wzrost gospodarczy oraz na Europę. Przede wszystkim będziemy obserwować nastroje konsumentów i przedsiębiorców towarzyszące reakcji rynków finansowych. Zamierzamy także uważnie monitorować komentarze i działania banków centralnych, na czele z EBC i Bank of England. Przesunięcia rynkowe spowodowane przez wzrost awersji do ryzyka są źródłem możliwości inwestycyjnych; jesteśmy gotowi, by uruchomić nasz kapitał i przygotować portfel na atrakcyjne długoterminowe zwroty w przyszłości.

Niniejszy artykuł został sporządzony wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi porady prawnej ani podatkowej ani oferty sprzedaży ani zachęty do kupna tytułów uczestnictwa funduszu zarejestrowanej w Luksemburgu spółki SICAV Funds. Żadnych informacji zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako porady inwestycyjnej. Z uwagi na błyskawicznie zmieniające się warunki rynkowe, Franklin Templeton Investments nie zobowiązuje się do uaktualniania niniejszego materiału. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą ulegać zmianom bez odrębnego powiadomienia. Decyzje o zapisach na tytuły uczestnictwa Funduszu należy podejmować wyłącznie w oparciu o informacje zawarte w aktualnym prospekcie Funduszu oraz w „Kluczowych informacjach dla inwestorów” (o ile taki dokument jest dostępny), a także w ostatnim sprawozdaniu rocznym lub półrocznym (o ile było opublikowane później). Wartość tytułów uczestnictwa Funduszu oraz generowane przez nie zyski mogą nie tylko rosnąć, ale także spadać, a inwestorzy nie mają gwarancji odzyskania pełnej zainwestowanej kwoty. Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych. Na inwestycje zagraniczne wpływ mogą mieć wahania kursów walut. Inwestując w Fundusz, którego tytuły uczestnictwa denominowane są w obcej walucie, należy pamiętać, że wahania kursów walut będą mieć wpływ na zwrot z takiej inwestycji. Inwestowanie w tytuły uczestnictwa Funduszu wiąże się z ryzykiem opisanym w prospekcie informacyjnym oraz w „Kluczowych informacjach dla inwestorów” (o ile taki dokument jest dostępny). Inwestowanie na rynkach wschodzących może wiązać z większym ryzykiem w porównaniu z inwestowaniem na rynkach rozwiniętych. Inwestowanie w instrumenty pochodne wiąże się z typowym dla nich ryzykiem, które może zwiększać ogólne ryzyko dla całego portfela Funduszu; szczegółowe informacje w tym zakresie można znaleźć w prospekcie Funduszu oraz w „Kluczowych informacjach dla inwestorów” (o ile taki dokument jest dostępny). Tytuły uczestnictwa Funduszu nie mogą być bezpośrednio ani pośrednio oferowane ani sprzedawane obywatelom lub rezydentom Stanów Zjednoczonych Ameryki. Tytuły uczestnictwa Funduszu mogą nie być dopuszczone do obrotu pod niektórymi jurysdykcjami, a inwestor zainteresowany tym Funduszem powinien sprawdzić ich dostępność u lokalnego przedstawiciela Franklin Templeton Investments przed podjęciem decyzji inwestycyjnej.

Wszelkie badania i analizy uwzględnione w niniejszym artykule zostały opracowane na potrzeby i do wyłącznych celów Franklin Templeton Investments i mają charakter informacji pobocznych. Odniesienia do określonych branż, sektorów czy spółek mają charakter wyłącznie informacyjny i nie muszą odzwierciedlać aktualnej struktury portfela funduszu w momencie publikacji.

Przed podjęciem jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych, należy skonsultować się z doradcą finansowym.

© 2016. Franklin Templeton Investments. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Reakcje na exit-owe doniesienia

Kamil Cisowski

Menedżer ds. Komunikacji Inwestycyjnej i Produktów, MetLife Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



Wynik brytyjskiego referendum jest największym szokiem politycznym w Europie w ciągu ostatnich lat. Wprawdzie proces narastania antyunijnych i antymigranckich nastrojów nie rozpoczął się wczoraj, ale do tej pory wydawało się, że wzrost poparcia partii populistycznych nie powinien w najbliższych latach przełożyć się na trwałe, rzeczywiste zmiany w europejskiej polityce, szczególnie z uwagi na dość gorzkie doświadczenie, którym dla Greków są rządy Syriza. Poprzez organizację referendum i następujące po tej decyzji wydarzenia, czyli rozłam w ramach Partii Konserwatywnej co do jej stanowiska w sprawie Brexitu i nieoczekiwaną klęskę, brytyjski premier, David Cameron, mógł otworzyć drzwi do kolejnych tego typu plebiscytów, a w konsekwencji rozpadu Unii w następnej dekadzie.

Wydarzenia w Wielkiej Brytanii staną się prawdopodobnie paliwem dla eurosceptyków w wielu europejskich krajach, co widać było po ich reakcjach bezpośrednio po ogłoszeniu wyników. Wprawdzie komentatorów najbardziej zelektryzowały nawoływania

do referendum we Francji, ale integralność Unii najbardziej zagrożona jest przez niewielkie, bardzo zamożne kraje, które zmagają się z silnym napływem imigrantów, jednocześnie nie mając poczucia, że ich głos w UE jest słyszalny – należą do nich przede wszystkim Holandia, Dania i Austria. Ostateczne skutki tego, co wydarzyło się w czerwcu, będą zależały, od tego czy unijni biurokraci i liderzy najważniejszych państw (A.Merkel, F.Hollande) zrozumieją, że polityka tworzenia „superpaństwa” będzie budziła coraz większy opór i rezygnację kolejnych państw z członkostwa. Jeżeli tak, może się okazać, że cała Europa będzie się jeszcze cieszyć z wyników referendum.

Konsensus prognoz banków inwestycyjnych sugerował przed

głosowaniem, że wygrana zwolenników Brexitu obniży wzrost brytyjskiego PKB o 1,2pp, unijnego o – 0,5pp, a światowego – o 0,2pp w ciągu pierwszych czterech kwartałów. Wprawdzie 24 czerwca widzieliśmy na giełdach poważne spadki, ale już tydzień później zostały one niemal wyrównane, a wiele rynków wschodzących zakończyły czerwiec na plusach, co sugeruje, że problem został uznany za lokalny. **W takim otoczeniu może się okazać, że globalny wzrost awersji do ryzyka oraz jego konsekwencje będą znacznie mniejsze niż oczekiwano.**

Sytuacja na światowych giełdach w końcu czerwca wydaje się jednak „zbyt dobra, by być prawdziwa”, co potwierdzają także pierwsze lipcowe sesje. Nie na-

leży wykluczać, że po chwilowym rozprężeniu zobaczymy dalsze spadki i nowe tegoroczne dno na europejskich giełdach. **Pomimo niskich wycen akcji w naszej części świata rozsądne wydaje się założenie, że stało się coś, co będzie dalej ciążyło unijnym parkietom przez dłuższy czas.** Zanim ten efekt nie wygasnie, rozsądne wydaje się inwestowanie w regionach, których więzi ze Starym Kontynentem są ograniczone. Tylko 1,5% zysków spółek z indeksu MSCI Asia ex. Japan zależy od Wielkiej Brytanii, a 6,1% od całej Europy. Brytyjskie referendum będzie miało wpływ na światowy wzrost w tym i przyszłym roku, ale nie taki, jak coraz bardziej widoczne odbicie w gospodarkach rozwijających się.



Ujemne stopy procentowe – czy powinniśmy do nich przywyknąć?

Marek Kuczalski

Dyrektor Departamentu Zarządzania Portfelami Dłużnymi, Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.



Wynik referendum, w którym Brytyjczycy zdecydowali o wyjściu z Unii Europejskiej, miał największy wpływ na zachowanie rynku stopy procentowej w ostatnim tygodniu czerwca. Wzrost niepewności i postępująca awersja do ryzyka przełożyły się na wzmożony popyt na obligacje skarbowe. W początkowej

fazie zyskiwały tylko papiery dłużne największych i najsilniejszych gospodarek (rynków bazowych), jednakże bardzo szybko dołączyły do nich pozostałe obligacje. Wzrost cen, skutkujący spadkiem rentowności spowodował, iż stopy procentowe wielu krajów osiągnęły swoje historyczne minima. Za najbardziej spektakularny należy uznać spadek rentowności 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych poniżej zera (Wykres nr 1), choć to Szwajcaria stała się prawdziwym bohaterem, kiedy to cała krzywa rentowności znalazła się na negatywnym terytorium (Tabela 1).

Odwrót od ryzykownych aktywów w kierunku obligacji, spowodowany jest w głównej mie-

rze obawami o spadek tempa wzrostu gospodarczego na świecie. **Zgodnie z analizami OECD, do 2020 roku dynamika wzrostu globalnego PKB obniży się o 3%, a do 2030 roku aż o 5%, przy czym pierwsze skutki odczujemy już w tym roku.** Brexit odsunął w czasie oczekiwania inwestorów na drugą podwyżkę stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i aktualnie rok 2017 wydaje się najbliższym możliwym terminem. Obecnie bardziej prawdopodobne wydają się dodatkowe działania banków centralnych, łagodzące skutki zamieszania na rynkach i wspierające wzrost. Prezes Banku Anglii, Mark Carney, zapowiedział zdecydowane wsparcie brytyjskiej gospodarki, co zostało odebrane jako dodatkowe luzowanie

monetarne i przełożyło się na spadek brytyjskich rentowności krótkoterminowych poniżej zera. W podobnym tonie wypowiedzieli się przedstawiciele Europejskiego Banku Centralnego. **Dotychczasowa formuła skupu obligacji w oparciu o udziały poszczególnych państw w kapitale ECB ma być zastąpiona formułą opartą o wartość wyemitowanych obligacji, co zdecydowanie faworyzuje kraje peryferyjne Strefy Euro.**

Wzrost zainteresowania instrumentami dłużnymi znacząco poprawił sytuację na rynku polskich obligacji skarbowych. Inwestorzy zapomnieli, przynajmniej na razie, o obniżeniu ratingu Polski przez agencję Moody's oraz ryzykach zary-

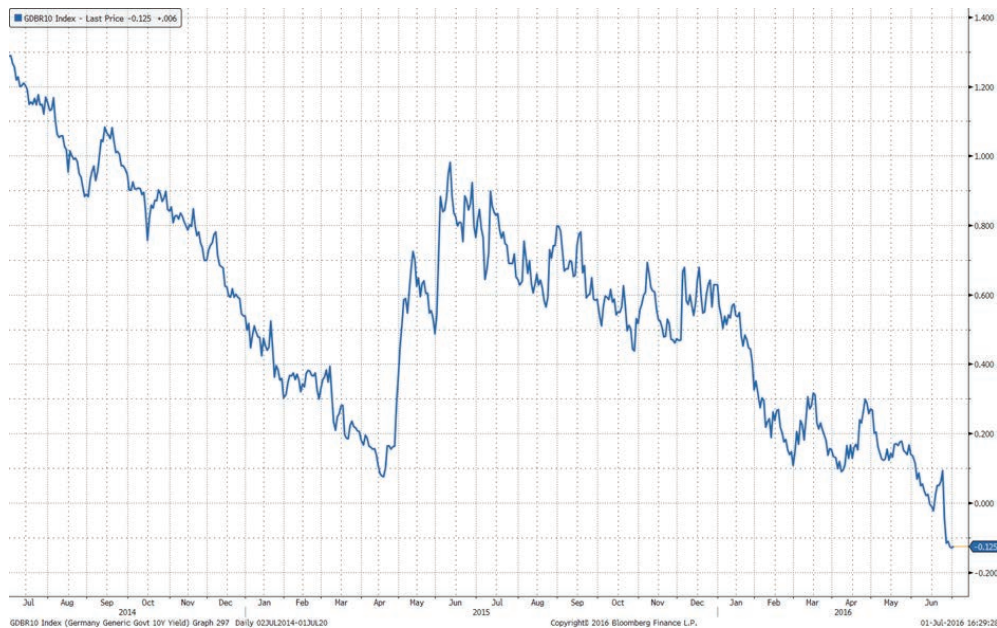
Tabela 1: Rentowności na świecie.

The Matrix: Race to Negative Bond Yields													
Country	1-Year	2-Year	3-Year	4-Year	5-Year	6-Year	7-Year	8-Year	9-Year	10-Year	15-Year	20-Year	30-Year
Switzerland	-1.04	-1.00	-1.00	-1.00	-0.96	-0.88	-0.82	-0.68	-0.58	-0.53	-0.28	-0.15	-0.03
Japan	-0.30	-0.28	-0.26	-0.28	-0.28	-0.29	-0.29	-0.26	-0.24	-0.19	-0.08	0.08	0.10
Germany	-0.60	-0.66	-0.66	-0.63	-0.56	-0.52	-0.44	-0.36	-0.24	-0.11	-0.06	0.14	0.39
Austria	-0.54	-0.55	-0.48	-0.43	-0.32	-0.28	-0.24	-0.17	0.12	0.29	0.23	0.67	0.90
Netherlands		-0.59	-0.55	-0.52	-0.35	-0.33	-0.21	-0.11	0.04	0.16			0.54
Finland	-0.60	-0.56	-0.54	-0.43	-0.38	-0.25	-0.18	-0.05	0.05	0.23	0.44		0.57
Belgium	-0.56	-0.53	-0.47	-0.43	-0.32	-0.23	-0.13	0.04	0.20	0.34	0.62	0.70	1.12
France	-0.54	-0.51	-0.45	-0.38	-0.28	-0.22	-0.11	0.01	0.17	0.31	0.57	0.82	1.00
Sweden	-0.50	-0.65		-0.44	-0.20		-0.02			0.37		1.25	
Denmark		-0.57			-0.33	0.31				0.10			0.48
Ireland	-0.32		-0.08	-0.01	0.00	0.16	0.35	0.54	0.70	0.75	1.07		1.48
Spain	-0.12	-0.02	0.08	0.22	0.42	0.49	0.74	1.11	1.27	1.44	1.75		2.47
Italy	-0.05	0.02	0.12	0.24	0.46	0.66	0.86	1.13	1.33	1.52	1.77	2.10	2.47
United States	0.44	0.59	0.69		1.00		1.27			1.47			2.30

Pension Partners
THE AT&T ROTATOR MANAGER

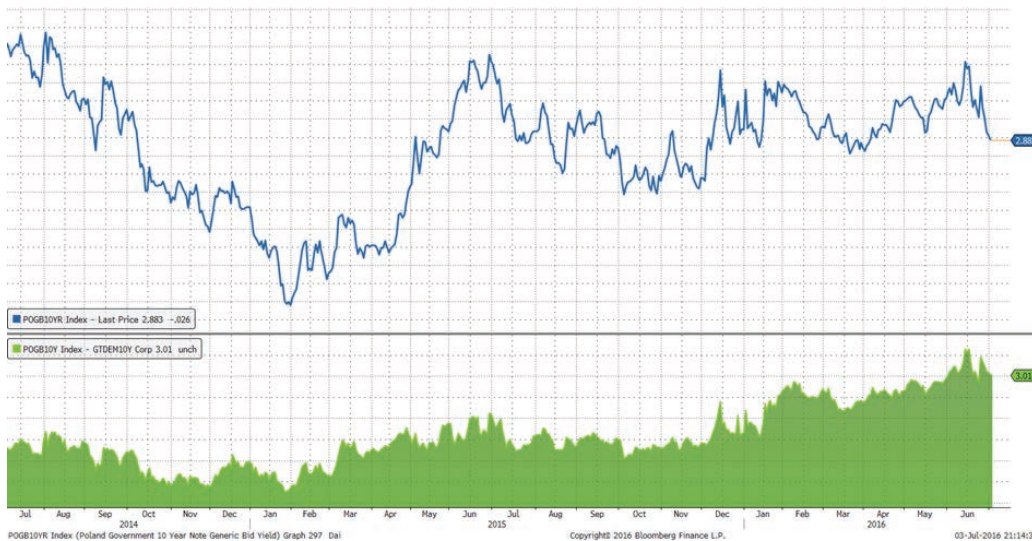
Źródło: Twitter, Pension Partners.

Wykres 1: Rentowność 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych.



Źródło: Bloomberg.

Wykres 2: Rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych oraz spread do 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych.



Źródło: Bloomberg.

Niniejszy dokument ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi wystarczającej podstawy do podjęcia jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej. Opracowanie niniejsze nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Wszystkie prezentowane opinie są opiniami własnymi TFI Allianz. Pomimo dołożenia należytej staranności przy sporządzaniu niniejszego dokumentu TFI Allianz nie może zapewnić, że prezentowane opinie okażą się trafne, a sytuacja na rynku nie ulegnie zmianie, w szczególności w stosunku do określonych instrumentów finansowych. Opinie TFI Allianz mogą się zmieniać bez obowiązku każdorazowego informowania o tym fakcie. TFI Allianz, jego pracownicy, członkowie władz ani podmioty dominujące i stowarzyszone z TFI Allianz nie ponoszą jakiejkolwiek odpowiedzialności za działania lub zaniechania podjęte na podstawie niniejszego dokumentu, w szczególności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego komentarza ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego subfunduszy ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Wartość aktywów netto portfeli inwestycyjnych subfunduszy może charakteryzować się dużą zmiennością wynikającą ze składu tych portfeli lub z przyjętej techniki zarządzania portfelami, w sytuacji dużej zmienności cena rynku akcji. Uczestnik musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Indywidualna stopa zwrotu zależy od dnia zbycia i dnia odkupienia jednostek uczestnictwa oraz od pobranych opłat za nabycie. Prospekty informacyjne funduszy zawierające wymagane prawem informacje, w tym o ryzyku inwestycyjnym, opłatach, kosztach i podatkach oraz kluczowe informacje dla inwestorów dostępne są na stronie internetowej www.allianz.pl/tfi, w Towarzystwie oraz u dystrybutorów.

sowanych w ich raporcie. Bezpośrednio po referendum rentowność polskich skarbówek 10-letnich przekroczyła poziom 3,3%. Choć podobne wartości mogliśmy już obserwować w połowie i pod koniec 2015 roku, to spread do 10-letniego bunda był najwyższy od 4 lat. Fakt ten nie umknął uwadze analityków, a duże banki zagraniczne zaczęły rekomendować zakup naszych papierów. W niespełna dwa tygodnie rentowność 10-latków spadła o ponad 40 p.b. do 2,88%, a spread zawężił się do poziomu 300 p.b. (Wykres 2).

Brexit należy uznać za krótkoterminowy „game changer” na rynku obligacji. Inwestorzy oczekują dalszych zawirowań i nowych dołków rentowności. Na razie wizja jakiegokolwiek zacieśnienia polityki monetarnej odsunęła się w czasie, a rynki spodziewają się raczej dodatkowych bodźców ze strony banków centralnych. Pomimo to, należy pamiętać, że o trwającym odbiciu na rynku surowców, zwłaszcza o rosnących cenach ropy naftowej. **Presja inflacyjna powoli narasta, a jej odbicie z dotychczasowej niskiej bazy może być sporym zaskoczeniem dla części inwestorów. Choć obecny sentyment niewątpliwie sprzyja papierom dłużnym, należy już teraz przygotowywać portfele na powrót trendów inflacyjnych.**

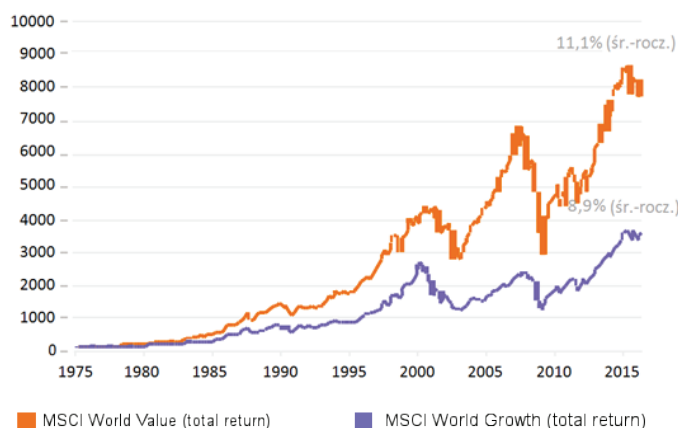
Inwestowanie w „Wartość”: czas na powrót!

Zespół Equity Value NN Investment Partners

- Spółki „wartościowe” (Value) są tanie w stosunku do spółek „wzrostowych” (Growth), co wynika z mniejszego zainteresowania inwestorów tymi pierwszymi w ostatnich latach. Różnica w wycenach jest największa od 2000 roku.
- Sygnały odbicia na surowcach i normalizacja polityki monetarnej FED będą wspierały spółki „Value”.
- Wyceny w Europie pozostają poniżej długoterminowej średniej. Szczególnie spółki z sektora bankowego oferują atrakcyjne wyceny, rosnące stopy dywidendy oraz korzystają z odradzającego się popytu konsumpcyjnego.
- Oznaki ożywienia są coraz wyraźniej widoczne na rynkach wschodzących, których wyceny są obecnie na wyjątkowo niskich poziomach. Stawiamy na Chiny.

Inwestowanie w wartość (Value investment) polega na wyszukiwaniu spółek, które są wyceniane poniżej potencjału biorąc pod uwagę ich przychody, poziom dywidendy czy wskaźnik C/WK. Przez długi czas strategie wartościowe (Value) generowały lepsze stopy zwrotu od strategii wzrostowych (Growth), które z kolei skupiają się na spółkach, gdzie przychody powinny rosnąć szybciej od średniej rynkowej (Wykres 1).

Wykres 1: Przewaga Value nad Growth na przestrzeni lat.



Źródło: Thomson Reuters Datastream, NN IP (czerwiec 2016).

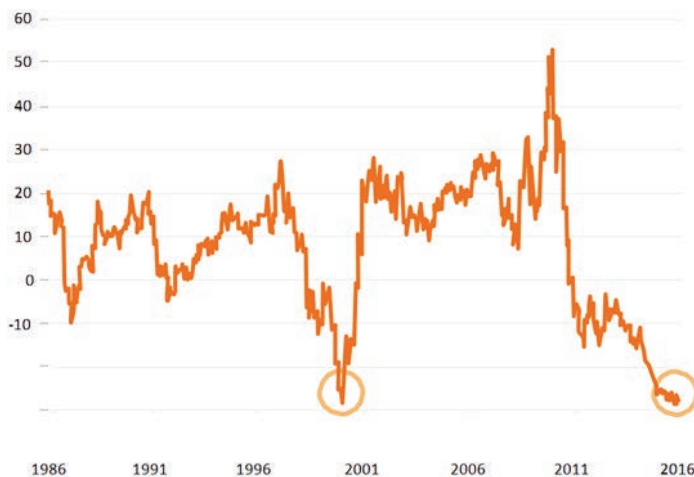
Natura spółek typu Value stawia je pod pewnymi względami powyżej spółek Growth. Wyceniane są one zwykle poniżej swojej faktycznej wartości, oferując margines bezpieczeństwa. W stosunku do spółek typu Growth oczekiwania są zdecydowanie większe, a pole do ewentualnych rozczarowań mniejsze.

Od kryzysu 2008 r. (włączając rok 2015) styl Value przeszedł najdłuższy i najgłębszy spadek w relacji do Growth w historii. Inwestorzy preferowali spółki posiadające mocne perspektywy wzrostu. Dla przykładu, w USA spółki „FANG” (Facebook, Amazon, Netflix i Google) wzrosły do historycznie wysokich poziomów, podczas gdy w spółkach typu Value z sektora energetycznego, finansowego i materiałowego widoczna była słabość powstała na bazie obaw co do przyszłych wyników. Różnica w rynkowym zachowaniu doprowadziła do dy-

wergencji niewidzianej od czasu bańki technologicznej w USA (Wykres 2).

Spółki wzrostowe stały się dość drogie, podczas gdy wiele dobrych jakościowo spółek Value, płacących regularnie dywidendy, jest zwyczajnie tanich. Obserwujemy tutaj oznaki odwrócenia trendu. W pierwszych miesiącach 2016 roku spółki Value zanoto-

Wykres 2: Różnica w zachowaniu spółek Value vs Growth



Źródło: UBS Quant and European Equity Strategy (kwiecień 2016).

wały najlepszy relatywny wynik w stosunku do spółek wzrostowych od dwóch lat.

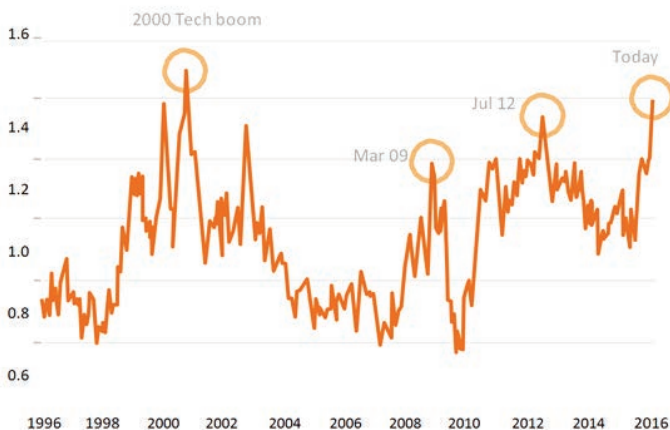
Wycena wzrosła do poziomów z czasu bańki internetowej

Jak już wspomnieliśmy wcześniej, spółki Value stały się rekordowo tanie w odniesieniu do spółek wzrostowych. Dobrą ilustracją jest Wykres nr 3 ukazujący te dysproporcje między tanimi i drogimi akcjami w każdym sektorze. W przeszłości inwestowanie w miejscach oznaczonych czerwonymi kółkami okazywało się bardzo opłacalne.

Jaśniejsze perspektywy dla spółek Value

Pewną szansą dla lepszego zachowania się spółek typu Value jest zmiana polityki monetarnej amerykańskiego FED-u w stronę stopniowych podwyżek stop procentowych. W miarę realizacji tej

Wykres 3: Różnica w wycenach najwyższa od 2000 roku



UBS Quant and European Equity Strategy (kwiecień 2016).

polityki relatywnie drogie spółki wzrostowe mogą zacząć tracić swoją moc. Historycznie rzecz ujmując spółki Value korzystały na rosnącej i wypłaszczającej się krzywej rentowności obligacji. Wykres 4 pokazuje relatywne zachowanie spółek Growth vs Value na tle 10-letnich obligacji USA. Widać tu wyraźną zależność.

Innym wspierającym czynnikiem jest ostatnio obserwowane odbicie na cenach ropy i innych surowców. Jakkolwiek odbicie to będzie podlegać wahaniom, to poprawie ulega sentyment wokół ryzykownych aktywów, znośząc pewne napięcie z niektórych segmentów rynku. Dalsza stabilizacja powinna wspierać ten rodzaj spółek.

Wzrost cen surowców jest jednym z sygnałów świadczących o tym, że perspektywy makroekonomiczne ulegają poprawie. Warunki finansowania ulegają poprawie, podobnie jak, wolumen pożyczek udzielanych przez banki. Obawy o wzrost w Chinach są znacznie mniejsze niż jeszcze kilka miesięcy temu. Poprawia się sytuacja na rynku mieszkaniowym, a wskaźniki wyprzedzające (PMI) sugerują silniejszy wzrost. Najważniej-

szym argumentem są jednak wyceny i niski poziom oczekiwań co do spółek Value. Mając to na uwadze zwiększyliśmy nasze zaangażowanie w spółkach bardziej wrażliwych na poprawę warunków ekonomicznych. W dalszym ciągu niedowierzamy

“drogie-defensywne”, których wyceny naszym zdaniem nie współgrają z fundamentami.

Kolejne fałszywe ożywienie?

Faktem jest, że w ostatnich dwóch latach obserwowaliśmy “fałszywe” oznaki ożywienia, kiedy to rosnący optymizm zostawał przyćmiony przez gorsze, rozczarowujące dane makroekonomiczne. Dlaczego teraz będzie inaczej? Przekonuje nas sytuacja w USA, gdzie inflacja bazowa stopniowo rośnie. Jeżeli tym razem ma być inaczej, wyceny spółek powinny odgrywać większą rolę. Biorąc pod uwagę wskaźniki: Cena/Wartość Księgowa (price-to-book) oraz Cena/Zysk (price/earnings), spółki cykliczne wyceniane są ze sporym dyskontem. To dyskonto sprawia, że spółki typu Value, głównie

z sektorów cyklicznych i sektora finansowego zaczęły zachowywać się lepiej niż spółki wzrostowe, szczególnie w USA. Innym elementem jest poprawiające się momentum przychodów, we wszystkich sektorach poza sektorem energetycznym.

Normalizacja polityki monetarnej w USA

W USA inwestorzy stanęli przed perspektywą umiarkowanego, ale wciąż niepewnego wzrostu oraz zapowiedzianej długotrwałej normalizacji polityki monetarnej. PKB będzie słabł, ale pozostanie dodatni, rynki akcyjne będą starały się pięć wyżej w sytuacji, w której wyceny nie są już tak silnym wsparciem. To dlatego tak ważne jest koncentrowanie się na spółkach płacących regularnie dywidendy.

Inwestowanie w dywidendy – inwestowanie w wartość

Butik Equity Value NN Investment Partners to siedmiu zarządzających, ze średnim doświadczeniem ponad 20 lat. Zarządzają oni aktywami o wartości ok. 8 mld EURO. Zespół wierzy, że inwestowanie w dywidendy jest preferowaną przez inwestorów inwestycją w spółki typu Value. Ich filozofia opiera się na świadomości znaczenia dywidend w finalnych stopach zwrotu.

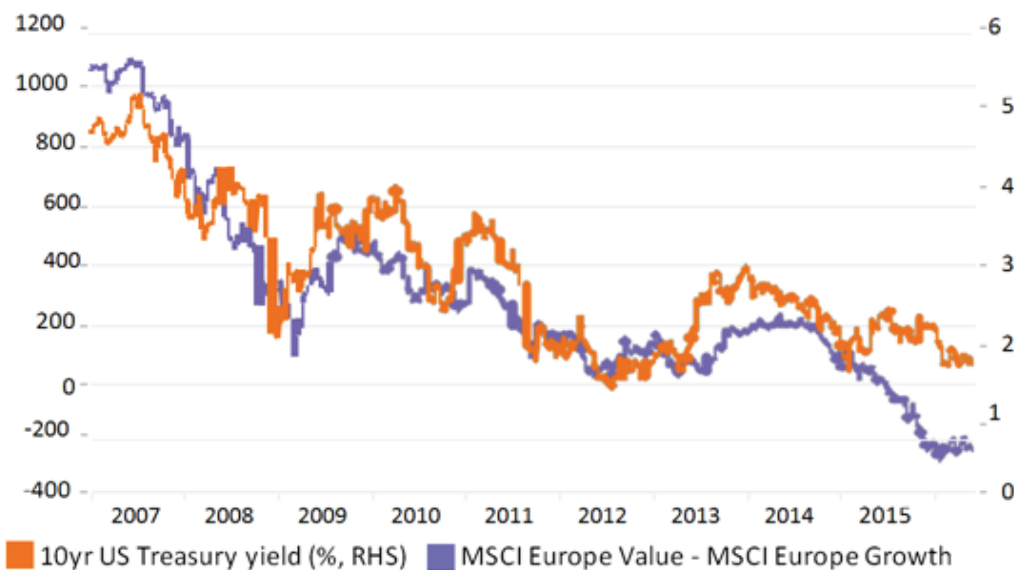
Strategie dywidendowe NN IP są aktywnie zarządzane i dążą do osiągnięcia lepszych wyników niż średnia rynkowa w całym cyklu gospodarczym. Skupiamy się na inwestycjach w niedowartościowane spółki płacące regularnie dywidendy. Nasze strategie opierają się na wewnętrznej analizie cech spółek, ignorowanych przez rynek. Stosujemy usystematyzowany proces inwestycyjny i podejście kontrariańskie. To tutaj szukamy wartości.

Dywidendy są głównym źródłem stop zwrotu z akcji, wzrost dywidend podlega mniejszym wahaniom niż wzrost przychodów. Dodatkowo, dywidendy stabilizują wyniki i dają wiarygodny sygnał, co do przyszłości spółki.

Akcje płacące dywidendy są atrakcyjną formą inwestycji, które historycznie osiągały lepsze stopy zwrotu przy niższych wahaniami. Dodatkowo, wysokość płaconej dywidendy i jej wzrost odpowiadają za większość finalnej stopy zwrotu. Rozbicie stóp zwrotu z ostatnich 45 lat wskazują, że ponad 2/3 zysku pochodzi z zainwestowanych ponownie dywidend.

Wzrost ceny akcji odpowiada za 1/3 końcowej stopy zwrotu. Inwestorzy powinni wiedzieć dlaczego spółka ma wysoki współczynnik wypłaty dywidendy. Może się tak dzieć z powodu generowania przez nią dużej ilości gotówki, która w dużej części trafia do akcjonariuszy. Z drugiej strony poziom dywidendy może być wysoki, ponieważ kurs akcji jest bardzo nisko.

Wykres 4: Value vs Growth i rentowności obligacji USA.



Thomson Reuters Datastream, NN IP (czerwiec 2016).

W związku z tym, że nie widzimy oznak zbliżającej się gospodarczej recesji, w obliczu odbicia na surowcach, zacieśniania polityki przez FED, nie spodziewamy się bessy na rynku. Jediną obawę wzbudza u nas poziom zapasów, który jednak będzie zapewne ograniczał wzrost jedynie przez kilka miesięcy.

Dodatkowo, należy sobie zdać sprawę, że spółki Value nie zachowywały się szczególnie dobrze na tle rynku w tym roku. Były lepsze od spółek wzrostowych, które naszym zdaniem nie są tanie. Matematyka jest dość prosta: jeśli zapłacisz za inwestycję zbyt dużo dzisiaj, stopy zwrotu w przyszłości będą ograniczone. Inwestorzy wciąż powinni uświadamiać sobie, że historyczne wyniki nie są gwarancją na przyszłość, szczegól-

nie, kiedy dane aktywo staje się drogim.

Europejskie spółki wzrostowe narażone na spowolnienie

W Europie poziom wycen i marże w spółkach wciąż są wspierające i wciąż pozostają poniżej długoterminowych średnich. Spółki finansowe, szczególnie banki europejskie, mają ciekawe wyceny, wysoki i wciąż rosnący poziom wypłacanych dywidend. Korzystają dodatkowo z odradzającej się konsumpcji indywidualnej w Europie. Zdajemy sobie sprawę, że przed sektorem stoją wyzwania. Sądzymy jednak, że są już ujęte w aktualnych wycenach. Relatywne wyceny sektora są obecnie poniżej poziomów z 2000 i 2008 roku, choć sytuacja sektora wydaje się znacznie lepsza niż wówczas.

Ożywienie widoczne na Rynkach Wschodzących

Pięć lat słabych wyników rynków wschodzących na tle rynków rozwiniętych, spowodowały, że ich wyceny spadły do poziomów niewidzianych od kryzysu rosyjskiego i kryzysu azjatyckiego końca lat 90-tych i z pewnością niższych niż w latach 2008-2009. Na tym tle zaczęliśmy dostrzegać pewne szanse:

- dolar amerykański, po osiągnięciu szczytów w na początku roku, stracił na wartości. FED sprostał oczekiwaniom rynku zapewniając o stopniowym zacieśnianiu polityki monetarnej,
- dane z Chin wskazują na lekką poprawę, rząd jest przygotowany na stymulowanie wzrostu gospodarczego. Sama gospodarka podąża w stronę usług i konsumpcji wewnętrznej,

- niespokojna do niedawna sytuacja polityczna w Brazylii i RPA uległa poprawie, dając nadzieję, że działania w większym stopniu zorientowane na reformy.

W dalszym ciągu preferujemy Chiny, które naszym zdaniem są tanie, reformują się i kontynuują wzrost. Naszym zdaniem politycy chcą w dalszym ciągu zapobiec kryzysowi, który jest ujęty w wycenach. Jednocześnie, podchodzimy znacznie ostrożniej do rynków Azji Południowej, których akcje są znacznie wyżej wyceniane, a oczekiwania co do wzrostu ambitne, co może skutkować rozczarowaniem.

Konkluzja

Na przestrzeni lat strategię oparte na inwestowaniu w spółki typu Value, przewyższyły pod względem stóp zwrotu strategię Growth. W ostatnim czasie jednak zachowywały się znacznie gorzej, co skutkuje lepszymi wycenami spółek Value. Jako że wchodzimy w okres normalizacji stóp procentowych w USA, dla spółek typu Value nadszedł czas odbicia.

Butik Equity Value NN IP specjalizuje się już od lat w skutecznym wynajdywaniu perspektywicznych, niedowartościowanych spółek typu Value, płacących atrakcyjne dywidendy. Biorąc pod uwagę długotrwały underperformance, poziom wycen i otoczenie makroekonomiczne, naszym zdaniem nadszedł czas na spółki Value.

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

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.

Wszelkie prognozy wyników nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia i są wyłącznie przewidywaniami opartymi na ziszczeniu się zakładanych scenariuszy zdarzeń ekonomicznych.

NN IP TFI i Fundusze Inwestycyjne zarządzane przez NN IP TFI nie gwarantują osiągnięcia celów inwestycyjnych funduszy i subfunduszy ani uzyskania określonych wyników inwestycyjnych. Inwestycje w Fundusze Inwestycyjne zarządzane przez NN IP TFI są obciążone ryzykiem inwestycyjnym, a Uczestnik musi liczyć się z istnieniem możliwości utraty części zainwestowanych środków.

Informacje o Funduszach Inwestycyjnych zarządzanych przez NN IP TFI oraz o ich ryzyku inwestycyjnym zawarte są w Prospektach Informacyjnych dostępnych w siedzibie NN IP TFI i na stronie www.nntfi.pl oraz w Kluczowych Informacjach dla Inwestorów dostępnych w siedzibie NN IP TFI, u Dystrybutorów i na stronie www.nntfi.pl.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Krajobraz poreferendalny

Pisałem ostatnio, że według mnie Wielka Brytania zostanie w UE, bo presja zewnętrzna jest tak potężna, że niezdecydowani w większości zagłosują w referendum 23 czerwca za pozostaniem w UE. Poza tym uważałem, że część odpowiadających w sondażach, iż chcą opuszczenia Unii, po prostu świadomie oszukuje, żeby dać sygnał niezadowolenia ze swojej sytuacji. Jak się okazało, pomyliłem się bardzo i to nie tylko ja, ale i olbrzymia większość sondażowni, komentatorów i mediów. Szok był potężny.

Oczywiście wszyscy straszą, że po podjęciu decyzji o opuszczeniu UE nic nie będzie tak jak dawniej, że UK mocno za to gospodarczo zapłaci. Ja twierdzę, że najpewniej tak się nie stanie. Nie widzę możliwości, żeby UE działała na zasadzie „na złość babci odmrozę sobie uszy”. **Tak, pewnie politycy będą chcieli ukarać Brytyjczyków choćby po to, żeby dać przykład reszcie Europy. Jednak biznes zrobi wszystko, co jest możliwe, żeby odbywał się business as usual. Kto wygra w dłuższym terminie? Według mnie biznes.**

Poza tym, wynik referendum nie jest wiążący. Ostateczną decyzję podejmie parlament brytyjski. Teoretycznie trudno oczekiwać, żeby parlament sprzeciwił się woli ludu, ale w UK obowiązuje jednomandatowa ordynacja wyborcza. Każdy polityk pojedzie do swojego okręgu i zorientuje się, czy naprawdę musi głosować za Brexitem. Według mnie nie ma stuprocentowej pewności, że parlament, w którym 70 procent posłów jest za UE, podejmie decyzję o opuszczeniu Unii. To bę-

dzie pierwszy płatek w tym biegu dla rynków finansowych.

Mówi się, że wyjście Wielkiej Brytanii z Unii otworzy drogę innym państwom od podobnego ruchu, ale dlaczego inne państwa nie miałyby pójść tą samą drogą (ogłosić referendum), jeśli UK zostałaby w UE? Teoria domina jest według mnie mało sensowna. Za to oczywiście jest, że Wielka Brytania pokazała drogę do osiągnięcia swoich celów w ramach Unii. Teraz wystarczy zaszantażować (tak jak UK), postraszyć referendum mającym na celu opuszczenie UE. **Premier Cameron i rząd brytyjski zasłużyli na miano rozbijaczy Unii.**

Bez Brytanii zarówno cała Unia jak i strefa euro może się umocnić. Politycy unijni mogą stworzyć twarde jądro UE, w której byłyby tylko państwa używające euro, i które to jądro integrowałoby się szybciej niż cała reszta. W tej reszcie byłaby oczywiście Polska, ale niekoniecznie na przykład Czechy, które podobno rozważają opuszczenie Grupy Wyszehradzkiej i mocniejsze związanie się z Niemcami. Nie ulega wątpliwości, że w przyszłości środki unijne byłyby mniejsze (wątpię, żeby UK przestała płacić w tej perspektywie budżetowej), bo mniejszy byłby budżet UE bez Wielkiej Brytanii, a to najbardziej zaszkodziłoby Polsce.

A co to wszystko spowodowało na rynkach finansowych? Oczywiście na rynkach dzień po referendum rozpoczął się od dramatu, bo zaskoczenie było potężne: indeksy zanurkowały, a przyciąganie bezpiecznych przystani doprowadziło do ucieczki kapi-

tałów do złota, franka (byłaby większa, gdyby nie interwencja SNB) i dolara.

To jednak tylko pierwsza reakcja. Rynki finansowe nie będą przecież przynajmniej przez dwa lata w szoku po tej decyzji. Już wtedy, tuż po referendum, pisałem w swoich komentarzach, że reakcja będzie maksimum 2-3 dniowa i ci, którzy nadal będą sprzedawali, za to zapłacą. Tak się też stało, co najbardziej widać było na Wall Street, gdzie w chwili pisania komentarza indeks S&P 500 testował poziom rekordu wszech czasów.

Teraz każda decyzja polityczna dotycząca ram współpracy Wielka Brytania – Unia Europejska będzie powodem do reakcji rynków, z czego powstać powinna spora zmienność, ale mniej więcej do października ten temat nie będzie rodził większego niepokoju. Dopiero w październiku właśnie nowy premier Wielkiej Brytanii powinien notyfikować Radę Europejską o zamiarze wyjścia Brytanii z Unii Europejskiej.

Teraz, latem, najważniejszy będzie kryzys bankowy we Włoszech (jak będzie naprawdę źle, to państwo znowu pomoże) i problemy funduszy nieruchomości w Wielkiej Brytanii (szok poreferendalny). **Jeśli te dwie sprawy nie wystraszą rynków, to sezon raportów kwartalnych amerykańskich spółek powinien pomóc bykom w kontynuowaniu czegoś na kształt letniej hossy.**



Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.



FW20M14

Zmieniamy rynek kontraktów na **WIG20**

Stała opłata miesięczna

Prosto • Przejrzyście • Inaczej

Sprawdź!

www.xelion.pl

801 370 370 (lub +48 42 683 83 70)



Xelion

Dom Inwestycyjny

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (02-595) przy ul. Puławskiej 107, wpisany do Rejestru Przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy KRS, pod nr 000061809 („Spółka”). Spółka podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie promocyjny i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Inwestycje w instrumenty pochodne dają możliwość realizacji ponadprzeciętnych stóp zwrotu, jednakże związane są z ryzykiem. Wielkość poniesionej straty może przekraczać wysokość wniesionego depozytu. Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce, świadczonych usługach oraz ryzyku związanym z inwestowaniem udostępniane są na stronie www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usługi. Informacje nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.