



# BIX

BIULETYN INWESTYCYJNY XELION

09

Nr 09/2016 (66)

EKSPERCI >> TRENDY >> AKTUALNOŚCI >> INWESTYCJE >> EMERYTURA

wrzesień 2016 r.



- TURCJA  
I co dalej?
- CHINY  
Czy będzie twarde lądowanie?
- DELEWAROWANIE  
Zmniejszanie zadłużenia
- POWAKACYJNE REFLEKSJE  
Okiem Piotra Kuczyńskiego

Poszukujesz konkretnej odpowiedzi na pytanie:  
**w co inwestować?**



Z DI Xelion jej znalezienie jest proste jak nigdy dotąd!

## Doradztwo Inwestycyjne Xelion

Profesjonalne wsparcie dla Twoich inwestycji



Dowiedz się więcej:

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

801 370 370 (lub +48 42 68 38 370)

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 KRS: 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 przepisów Kodeksu Cywilnego. Spółka świadczy usługę doradztwa inwestycyjnego na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Nadzoru Finansowego. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem, a z każdą inwestycją wiąże się ryzyko poniesienia straty. Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce oraz świadczonych usługach, w tym o ryzyku związanym z instrumentami finansowymi znajdującymi się w ofercie Spółki oraz politykach mających na celu ochronę interesów Klientów, udostępniane są na stronie internetowej [www.xelion.pl](http://www.xelion.pl) lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usługi. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą stanowić podstawy do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.



Dołącz do nas!

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



- 4 | Turcja po zamachu  
– co dalej?
- 5 | Chiny  
– i co z tym twardym lądowaniem?
- 6 | Co z tym delewarowaniem
- 8 | Okiem Piotra Kuczyńskiego:  
Powakacyjne refleksje

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](http://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

*Clinton i Trump to nazwiska, które w środkach masowego przekazu pojawiają się w ostatnim czasie coraz częściej. I nic w tym dziwnego, bo – jak wszyscy doskonale wiemy – wynik wyborów w jednym z największych mocarstw gospodarczych świata będzie miał przełożenie nie tylko na jego sytuację wewnętrzną, ale znajdzie swoje odbicie też między innymi w nastrojach inwestorów na światowych rynkach. Póki co ci ze Stanów Zjednoczonych reagują, można by rzec, nerwowo na wyniki kolejnych sondaży wyborczych, według których i tak niewielka już przewaga Clinton nieustannie maleje. A jakie przełożenie będą miały na sytuację zbliżające się debaty prezydenckie? Dowiemy się już niebawem. W międzyczasie zaś, bo już w przyszłym tygodniu, będziemy mogli wsluchać się w najnowszy komunikat Rezerwy Federalnej i Banku Japonii, którychj posiedzenia planowane są na 21 września. Są one wyczekiwane tym bardziej, że przewidywania co do decyzji dotyczących poziomu stóp procentowych w najbliższych miesiącach są różne. W ostatnich tygodniach nudzić nam się nie pozwalały również informacje napływające z rodzimego podwórka. Letnia hossa na GPW zdaje się odchodzić wraz ze zbliżającą się jesienią, gdyż od kilku dni możemy obserwować systematyczną korektę. Ponadto, inwestorzy nieco odetchnęli z ulgą po decyzji agencji Moody's, która pozostawiła rating Polski na niezmiennym poziomie.*

*W bieżącym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion eksperci poruszają też tematy sytuacji w Turcji czy Chinach, które w ostatnich czasach budzą sporo emocji.*

*Życzymy satysfakcjonującej lektury!*

*Zespół Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o.*



# Turcja po zamachu – co dalej?

**Marek Buczak**

Zarządzający Quercus Turcja, Quercus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



15 lipca mocno zapisał się w pamięci inwestorów. Po nieudanym zamachu stanu mieliśmy do czynienia z okresem dużej niepewności, co negatywnie przekładało się na zmienność na stambulskiej giełdzie. Co prawda sytuacja w kraju zaczęła się relatywnie szybko stabilizować i giełda odrobiła dużą część spadków, jednak wydarzenia odcisnęły piętno na zaufaniu inwestorów. Politycy tureccy od tragicznych wydarzeń zachowywali się pragmatycznie, a opozycja solidarnie z rządem AKP podejmowała działania w celu uspokojenia nastrojów. Najważniejsze partie polityczne wsparły walkę ze stojącą za zamachem organizacją FETO oraz zaakceptowały program oczyszczenia administracji publicznej i spółek państwowych z jej członków. Tragiczne wydarzenia z pewnością odcisną piętno na Turcji w dłuższym terminie. Wielką zagadką pozostają dalekosiężne plany mającego autokratyczne zapędy prezydenta Erdogana, którego siła po niedoszłym puczu wojskowym wyraźnie wzrosła. Już wcześniej, że względu na zamachy terrorystyczne Państwa Islamskiego oraz kurdyjskiej organizacji PKK, poczucie bezpieczeństwa było monco nadwyrę-

żone. Obecnie w celu ułatwienia „porządków” w państwie obowiązuje stan wyjątkowy. Nie wpływa on istotnie na życie codzienne, poza faktem, że na ulicach można zaobserwować dużo więcej niż zwykle policji i wojska, kontrolujących przemieszczających się obywateli.

W ostatnim czasie również wiele się działo w regionie, szczególnie w Syrii, gdzie sytuacja pozostaje bardzo napięta. Geopolityka może w dalszym ciągu może stwarzać problemy, tym bardziej że walka o wpływy na Bliskim Wschodzie między mocarstwami takimi jak Stany Zjednoczone, Rosja, czy Iran się nasila. Turcja nie ma zamiaru oddać swojej silnej pozycji w regionie. Aktywne wsparcie przez tureckie wojsko działań koalicji przeciwko Państwu Islamskiemu można odbierać pozytywnie. Wcześniejsze działania Ankary były niewystarczające. Poprawa relacji z USA może mieć pozytywne przełożenie na postrzeganie Turcji przez agencje ratingowe.

Gospodarka wykazuje się odpornością na wydarzenia minionego lata. Głównymi sektorami, które ucierpiały po zamachu były turystyka oraz transport lotniczy. Rząd podejmuje działania w celu wparcia tych sektorów jak i stymulacji całej gospodarki. Można oczekiwać programów pobudzających konsumpcję. Po zamachu ekonomiści obniżyli prognozy wzrostu gospodarczego o 0,5 pp. Gospodarka powinna więc wzrosnąć w 2016 roku o 3-3,5%. Eksperci prognozują podobną dynamikę wzrostu PKB w roku kolejnym, w czym mają pomóc programy rządowe. Niskie ceny surowców ener-

getycznych w dalszym ciągu pozytywnie wpływają na gospodarkę.

Sytuacja budżetowa jest dobra, choć zwiększone wydatki publiczne przyczynią się do wzrostu deficytu budżetowego do 2% PKB. Jednak dług publiczny utrzymuje się na niewysokim jak na realia europejskie poziomie 33% PKB. Deficyt w rachunku obrotów bieżących dzięki niskim cenom surowców energetycznych, podobnie jak w 2015 roku, osiągnie 4,5% PKB. W przeszłości był bołączką ekonomistów. Głównym problemem jest wyższa od oczekiwań inflacja, aczkolwiek ostatnie odczyty wskazują na jej spadek do 8%.

Od połowy lipca mamy do czynienia z odbiciem na BIST. Jednak tureckie spółki w dalszym ciągu wyceniane są z wysokim dyskontem wobec rynków wschodzących (C/Z16=9,2, tj. 32% dyskonta wobec emerging markets). Mając na uwadze niski poziom wycen, potencjał wzrostowy dla akcji tureckich się jeszcze nie wyczerpał. Dodatkowo utrzymuje się korzystna koniunktura na rynkach wschodzących. Jeśli nie dojdzie do żadnych nieprzewidzianych wydarzeń, w tym obniżenia ratingu przez którąś z agencji, oczekuję kontynuacji wzrostów na BIST w kolejnych tygodniach. Najciekawszym sektorem w takim scenariuszu wydają się banki, które na tle spółek przemysłowych prezentują się bardzo atrakcyjnie, zarówno pod kątem wycen (C/WK 0,7x), jak i wyników – dynamika wzrostu zysków sektora bankowego w 2016 roku powinna przekroczyć 30%.

Po mocnym 2014 r., w 2015 r. ze względu na problemy polityczne,

indeks BIST100 spadł o 16,3%. BIST jest rynkiem cyklicznym, dla którego słabe lata przeplatają się z dobrymi. Od początku 2016 r., mimo lipcowych spadków, BIST100 jest na wyraźnym plusie i ma szansę na wzrost w kolejnych miesiącach.

Największym ryzykiem, jakie obecnie widzę, jest ewentualne działanie agencji ratingowych Moody's bądź Fitch, które mogą obniżyć rating poniżej poziomu inwestycyjnego. Miałoby to niekorzystny wpływ na akcje (choć raczej krótkoterminowo; BIST100 mógłby ponownie testować poziom 70.000 punktów, po czym oczekiwałbym odbicia), obligacje (wzrost yieldów głównie na długim końcu krzywej), jak i walutę. Pozytywne dla obligacji jest to, że zarówno kondycja budżetu państwa jak i emitentów prywatnych jest dobra. Dotyczy to szczególnie banków, dla których 2016 rok będzie wynikiowo rekordowy. W związku z czym krótkie papiery dłużne powinny zachowywać się stabilnie, niezależnie od scenariusza.

Reasumując, mimo tragicznego przebiegu bieżącego roku i ryzyk związanych z polityką i ratingami, wobec korzystnej sytuacji na emerging markets, Turcja w dalszym ciągu pozostaje atrakcyjnym rynkiem do inwestowania. Po zamachu, z każdym tygodniem powrotu do normalności, rozwiewa się część wątpliwości inwestorów, co pozytywnie przekłada się na wycenę tureckich aktywów. Głównym zagrożeniem dla zachowania się notowań akcji i obligacji w krótkim terminie mogą być działania agencji ratingowych, co częściowo zostało już uwzględnione w cenach.



# Chiny

## – i co z tym twardym lądowaniem?

**Kamil Cisowski**

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



Sierpień 2015 r. oraz styczeń 2016 r. były miesiącami, które pokazały, jakie mogą być skutki gwałtownego wzrostu obaw o sytuację w Chinach dla światowych rynków akcji. W pierwszym przypadku głównym powodem był bardzo silny spadek chińskiego importu, który wywołał m.in. mocne przeceny na rynku surowców przemysłowych, w drugim korektę - wywołała niestabilność juana, spadające rezerwy walutowe i wprowadzenie na giełdę w Szanghaju mechanizmu eskalującego spadki (zamiast je stabilizować). Wszystko to w dodatku nałożyło się na problemy europejskich banków oraz pierwszą podwyżkę stóp w USA od lat, wywołując tzw. perfect storm. W obu przypadkach dużo się mówiło o twardym lądowaniu, które miało oznaczać szybki spadek chińskiego wzrostu do 2-3% rocznie.

Dwóm epizodom paniki sprzyjał tok myślenia wielu dziennikarzy, a nawet analityków, którzy zwiastowali zagładę zastanawiając się, jaki będzie efekt tego lądowania skoro nawet spadek chińskiego wzrostu jeden punkt procentowy

(wg oficjalnych danych) sprawia, że giełdy się chwieją w posadach. Wprawdzie mimochodem wspomniano, że dane zaczęły być fałszowane, ale nie wyciągano z tego poważnych refleksji, mimo że niezależne ośrodki badawcze, a także banki inwestycyjne sugerowały prawdopodobieństwo obniżenia rzeczywistego tempa wzrostu nawet do 4,5-5,0%.

Obecna sytuacja potwierdza te szacunki – przy dalszym spadku oficjalnej dynamiki PKB (do 6,7% r/r w 2Q2016) widać zdecydowanie pozytywną kontrybucję Chin do wzrostu innych gospodarek regionu oraz wyraźnie silny popyt na surowce. Fiskalny stymulus jest dużym sukcesem. Średnio- i długoterminowe obawy o sytuację w Państwie Środka zostały uspokojone, co potwierdzają rekor-

dowe napływy kapitału na rynki wschodzące (zarówno dłużne, jak i akcyjne) w ciągu ostatnich dwóch miesięcy. Nie jest to zaskakujące, bo zamiast choćby miękkiego lądowania obserwujemy chwilowo kurs wznoszący samolotu, który w ubiegłym roku wydawał się ostro zmierzać ku ziemi.

Nikt nie wie, ile w rzeczywistości jest w Chinach niespłacanych kredytów, jaka jest rzeczywista kondycja sektora SOE (spółek państwowych), czy skala problemów finansowych samorządów. W pierwszej połowie roku rząd przypomniał jednak jasno, że tak długo, jak będzie taka możliwość, będzie korzystał z każdego narzędzia w swoim arsenale, by łagodzić spadek dynamiki PKB. Warto o tym pamiętać, bo tych narzędzi ma bez porównania więcej niż

władze jakichkolwiek państw demokratycznych, a pomimo wzrastającego lewarowania chińskiej gospodarki, obecne poziomy długu wciąż są daleko od krytycznych – wystarczy je porównać z amerykańskimi, a następnie wziąć pod uwagę różnice w tempie wzrostu gospodarczego i inflacji. Po 2009 r. popularne stało się twierdzenie, że następny globalny kryzys zostanie wywołany przez Chiny. Wiadomo, że taki moment nastąpi prędzej czy później, ale gdy spojrzemy się, jak rozwija się USA przy niemal zerowych stopach procentowych (zannualizowany 1% w ciągu ostatnich trzech kwartałów) albo jak narastają ryzyka polityczne w Europie, można pozwolić ryzykować stwierdzenie, że następny kryzys przyjdzie stąd skąd zwykle, a z Chin dopiero kolejny.



# Co z tym delewarowaniem?

**Matthias Hoppe, CFA, FRM**

Starszy wiceprezes, zarządzający portfelami inwestycyjnymi, Franklin Templeton Solutions • 2 sierpnia 2016 r.



Ciągle słyszymy, że kraje koncentrują się na zmniejszaniu zadłużenia. Gdzie są jednak realne efekty tego delewarowania? Można powiedzieć, że Irlandia przeprowadziła delewarowanie, podobnie jak Grecja, ale wygląda na to, że większość krajów w ogóle nie zmniejszyła swego zadłużenia od czasu globalnego kryzysu finansowego z lat 2008–2009, a wiele z nich wręcz powiększyło ten balast. Wspominałem o tym kilka miesięcy temu nawiązując do obciążenia zadłużeniem USA, ale sądzę, że warto przyjrzeć się sytuacji w tym obszarze także w ujęciu globalnym.

Wskaźnik globalnego zadłużenia poza sektorem finansowym do produktu krajowego brutto (PKB) na początku 2008 r. wynosił niewiele ponad 200%, a dziś sięga ok. 230%. Z globalnego punktu widzenia delewarowanie zatem w ogóle nie miało miejsca, a wręcz przeciwnie – większość krajów powiększyła swoje zadłużenie.

Wprowadzono oczywiście pewne korekty, a tempo bez-

względnego wzrostu długu spadło. Należy jednak pamiętać, że mówimy o stosunku zadłużenia do dochodu, zatem omawiane wskaźniki zależą nie tylko od pozostającego do spłaty długu, ale również od globalnego dochodu, co ma duże znaczenie. Przy znaczącym spadku tempa globalnego wzrostu (PKB), zadłużenie do PKB nadal rośnie. Należy wyjaśnić, że ten wzrost jest rezultatem działań rządów i rozluźniania polityki pieniężnej po globalnym kryzysie finansowym z lat 2008–2009, natomiast wskaźniki zadłużenia

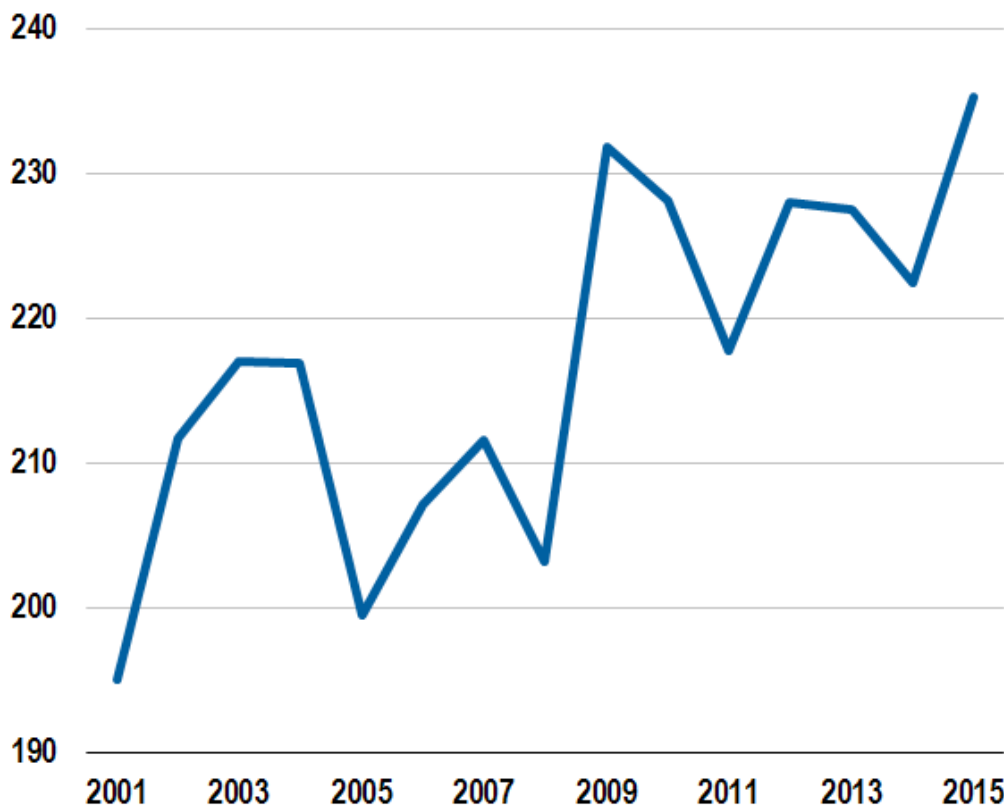
sektora prywatnego do PKB są generalnie statyczne.

Choć gospodarstwa domowe generalnie zdołały przeprowadzić delewarowanie, ogólne poziomy zadłużenia wciąż są wysokie i stanowią balast ograniczający dynamikę gospodarczą. Na szczęście koszty obsługi zadłużenia nadal są rekordowo niskie z historycznego punktu widzenia (dzięki bankom centralnym na całym świecie). Czy jednak taka sytuacja może utrzymać się w nieskończoność?

Kolejnym ważnym wątkiem w dyskusji o zadłużeniu są oczywiście Chiny. Potężna stymulacja kredytowa w Chinach może być zaliczana do czynników, które pomogły światu przebrnąć przez wielką recesję po 2008 r., podobnie jak program TARP czy luzowanie ilościowe<sup>1</sup>. W okresie od 2008 r. do 2014 r. wskaźnik zadłużenia do PKB Chin wzrósł o prawie 90%.

Obecnie wskaźnik całkowitego zadłużenia do PKB w Chinach jest na poziomie, który notowała Grecja trzy lata temu.

Zadłużenie poza sektorem finansowym jako % globalnego produktu krajowego brutto



Źródło: Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS), Międzynarodowy Fundusz Walutowy

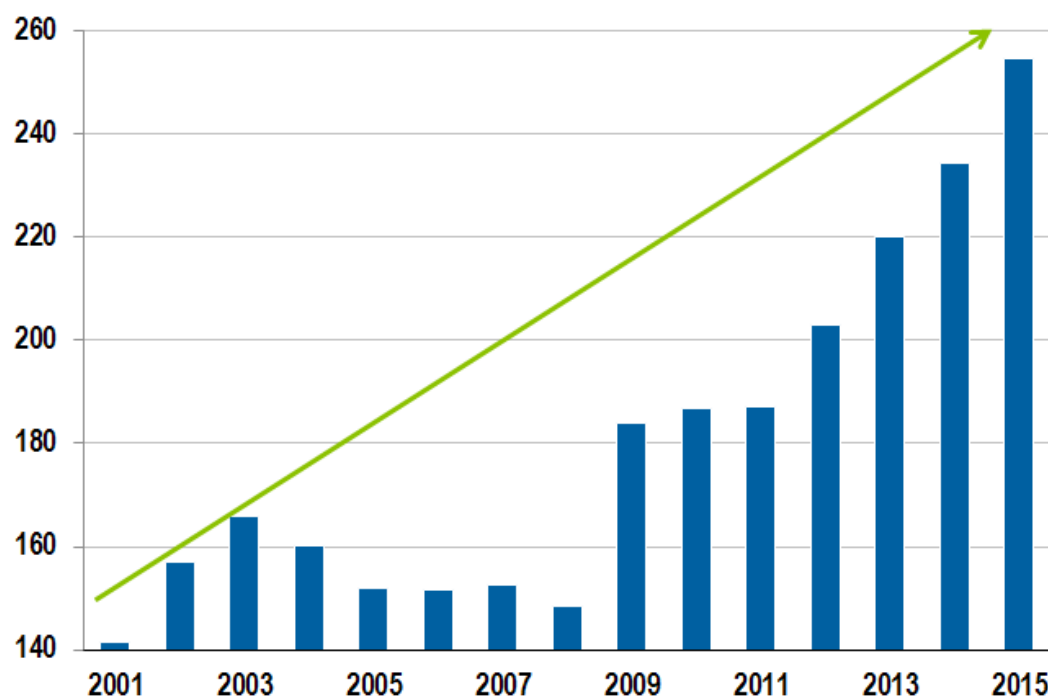
Ok. 80% udziału w tym zadłużeniu ma sektor prywatny, ale wiele przedsiębiorstw w Chinach jest powiązanych ze skarbem państwa, zatem można przyjąć, że spora część tego lewarowania stanowi jednocześnie zadłużenie rządowe.

Co to w rzeczywistości oznacza dla Chin? Wysoki wskaźnik zadłużenia jest, między innymi, konsekwencją wysokiego wskaźnika oszczędności połączonego z pośrednictwem finansowym chińskich banków. Chińskie gospodarstwa domowe generalnie gromadzą oszczędności, a zadłużenie gospodarstw domowych w Chinach jest niższe niż w większości krajów azjatyckich.

Przykładowo, Tajlandia ma wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych do PKB mniej więcej dwukrotnie wyższy niż Chiny [źródło: Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS), dostęp do danych za pośrednictwem Thomson Reuters Datastream. Dane do 31 grudnia 2015 r.].

Z kolei sektor chińskich przedsiębiorstw jest kredytobiorcą w ujęciu netto. Obserwujemy zatem transfer oszczędności gospodarstw domowych do bilansów spółek w postaci kredytów. Sytuację, w której oszczędności

Zadłużenie poza sektorem finansowym jako % chińskiego produktu krajowego brutto



Źródło: Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS), Międzynarodowy Fundusz Walutowy

jednych ludzi stają się zadłużeniem innych można uznać za korzystną. Taki mechanizm powinien przyspieszyć tempo rozwoju gospodarczego poprzez przekierowanie zasobów do najbardziej rentownych inwestycji.

Niestety Chiny doszły dziś do punktu, w którym wzrost zadłużenia niezbyt skutecznie przekłada się na taki wzrost gospodarczy, jaki notowano w przeszłości. W latach 2004–2007, jedno renminbi dodatkowego

długu powodowało przyrost PKB o jedno renminbi [źródło: HSBC, raport z dnia 21 kwietnia 2016 r.]. Dziś Chiny muszą zwiększyć zadłużenie o trzy renminbi, by wygenerować jedno dodatkowe renminbi w PKB [źródło: HSBC, raport z dnia 21 kwietnia 2016 r.]. Z mojego punktu widzenia stanowi to realny problem.

W swojej książce pt. „Błysk! Potęga przeczcucia” znawca psychologii społecznej Malcolm Gladwell zaproponował teorię cien-

kich plasterków, według której ludzie często szybko i podświadomie dochodzą do precyzyjnych i głębokich prawdziwych spostrzeżeń na temat innych osób lub sytuacji na podstawie ograniczonych lub niewielkich „plasterków” informacji.

Wielu psychologów i socjologów sugeruje, że te szybkie wnioski są równe, a może nawet bardziej trafne, niż osądy wydane na podstawie potężnych zasobów informacji.

1. TARP to uruchomiony przez władze USA program wykupu aktywów zagrożonych. Ustawa o programie TARP została podpisana przez prezydenta George’a Busha w 2008 r. Celem programu była stabilizacja systemu finansowego w USA, ożywienie wzrostu gospodarczego oraz zapobieżenie tym przejęciom zabezpieczeń kredytów przez banki, których jeszcze dało się uniknąć. Luzowanie ilościowe to polityka pieniężna, w ramach której bank centralny obniża stopy procentowe i zwiększa podaż pieniądza skupując instrumenty rządowe i inne papiery wartościowe na rynku.

Przedstawione komentarze, opinie i analizy wyrażają wyłącznie osobiste poglądy zarządzającego, są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani zachęty do kupna, sprzedaży ani utrzymywania jakichkolwiek papierów wartościowych czy stosowania jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mają charakteru porad prawnych, podatkowych ani inwestycyjnych. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie są aktualne wyłącznie na dzień publikacji, mogą ulec zmianie bez uprzedniego powiadomienia i nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku czy inwestycji.

Dane pochodzące z zewnętrznych źródeł mogły zostać wykorzystane na potrzeby opracowania niniejszego dokumentu. Takie dane nie zostały odrębnie zweryfikowane, potwierdzone ani poddane kontroli przez Franklin Templeton Investments („FTI”). FTI nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z wykorzystania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym materiale; inwestor może opierać swe decyzje na przedstawionych tutaj opiniach lub wynikach analiz wyłącznie na własne ryzyko. Produkty, usługi i informacje mogą nie być dostępne pod niektórymi jurysdykcjami i są oferowane przez podmioty powiązane z FTI i/lub przez dystrybutorów, w zależności od lokalnie obowiązujących przepisów. Aby się dowiedzieć, czy dane produkty i usługi są dostępne pod określoną jurysdykcją, należy skonsultować się z profesjonalnym doradcą finansowym.

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Wartość inwestycji może rosnąć lub spadać i istnieje ryzyko utraty części zainwestowanych środków. Inwestowanie w zagraniczne papiery wartościowe wiąże się ze szczególnym ryzykiem, m.in. dotyczącym wahań kursów wymiany, niestabilności gospodarczej czy zmian na arenie politycznej. Inwestycje na rynkach wschodzących, do których należą także nowe rynki wschodzące, obciążone są większym ryzykiem wynikającym z powyższych czynników, oprócz typowych dla nich ryzyk związanych z względnie niewielkimi rozmiarami, mniejszą płynnością i brakiem odpowiednich ram prawnych, politycznych, biznesowych i społecznych dla rynków papierów wartościowych.



# Okiem Piotra Kuczyńskiego: Powakacyjne refleksje

Wakacje już minęły. Zaczęły się schody, ale w momencie pisania komentarza nie skończyła się jeszcze hossa na MWIG40. Widać było jak polskie fundusze (bo za granicą raczej nie dotyka małych spółek) wykorzystują okazję, którą była flauta na Wall Street. Gdzie więc są te schody?

Są nimi najważniejsze od wielu lat wybory prezydenckie w USA. Nie należy do końca wierzyć sondażom dającym przewagę Hillary Clinton. Trzeba jednak sprawdzać dynamikę zmian (na przykład tutaj: [http://www.realclearpolitics.com/epolls/2016/president/us/general\\_election\\_trump\\_vs\\_clinton-5491.html](http://www.realclearpolitics.com/epolls/2016/president/us/general_election_trump_vs_clinton-5491.html)). **Ciągle topniejąca przewaga Hillary Clinton nad Donaldem Trumpem jest dramatycznie niewielka.** Niedawno jeden z dziennikarzy napisał, że najlepiej przygotowana od dawna kandydatka na prezydenta ma jedynie niewielką przewagę nad ignorantem i zapatrzonym w siebie bufo-nem. Czy to nie jest straszne?

Poza tym, według zwolenników Trumpa (których poglądy w tej sprawie podzielam), wyborcy Trumpa okłamują ankietę, bo wstydzą się przyznać do tego, na kogo głosują. Można przyjąć za pewnik, że realny stosunek sił między kandydatami jest inny niż pokazują to sondaże - jest dużo lepszy dla Trumpa. Przed nami jeszcze dwa miesiące kampanii (wybory 8 listopada), a podczas tych dwóch miesięcy trzy debaty prezydenckie (pierwsza 26 września). Ten kto je wygra, może wygrać też całe wybory. Co wygra w oczach telewidzów: przewaga intelektualna Clinton czy populizm i brutalność Trumpa? Wie-

dząc, jak działa na wyborców obraz telewizyjny, można się naprawdę niepokoić o wynik...

Dobrze, zostawmy przez chwilę w spokoju Stany Zjednoczone (przez chwilę, bo w nadchodzących miesiącach trzeba będzie do tego wrócić). Spójrzmy na Polskę. Rząd w sierpniu przedstawił projekt budżetu państwa na 2017 rok (Sejm musi go przyjąć do końca września). Podstawowe założenie są znane chyba wszystkim, ale na wszelki wypadek je przypomnę: wzrost PKB: 3,6%, inflacja: 1,3%, wzrost płac: 5%, deficyt budżetowy: 59,3 mld złotych nieprzekraczający 2,9% PKB.

Wszyscy dziennikarze zadają pytanie: czy te założenia są sensowne i realne (agencja ratingowa Fitch uważa, że nie są)? Otóż ja uważam, że każdy, ale to absolutnie każdy, minister finansów tworząc projekt budżetu musi mieć w głowie jedno założenie: prawdopodobieństwo tego, że się pomyli jest co najmniej 90-procentowe. A od wielu już lat, kiedy zmienność na rynkach i w gospodarkach jest potężna i pewne jest tylko to, że nic nie jest pewne, takie prawdopodobieństwo pomyłki sięgać może nawet 99 procent. Czyli jest to prawie pewność.

**Ten budżet z pewnością nie jest przygotowany na najgorszy scenariusz (o tym niżej). Jest przygotowany zgodnie z zasadą ceteris paribus, czyli, że wszystkie warunki będą takie same, jakie były w momencie tworzenia projektu budżetu. Jest przygotowany na potrzeby polityczne.** Nie widać w nim pożądanej zasady: jeśli

w gospodarce jest dobrze, to zadłużamy się wolniej.

Największy problem jest w tym, że z pewnością wiele rzeczy nas w 2017 roku zaskoczy. Wyobraźmy sobie na przykład wygraną Donalda Trumpa w USA, wygraną Marine Le Pen w przyszłym roku w wyborach prezydenckich we Francji i przegraną partii kanclerz Angeli Merkel (też przyszedł rok). Dodajmy do tego jeszcze to, co zapowiada wiceszef Fed, Stanley Fischer - dwie podwyżki stóp w USA w tym roku. Może się też pojawić kryzys w Chinach czy recesja w strefie euro. Trudno sobie wyobrazić, jak to wszystko wpłynęłoby na nastroje i na gospodarkę globalną. Że realizacja takich scenariuszy jest niemożliwa? Tak się stać nie może? Niestety, może. Jeszcze kilka ataków terrorystycznych i wyniki wyborów, o których wyżej piszę (i które powinny być nocnym koszmarem), będą nie tylko możliwe, ale i pewne.

Jeśli tak się stanie, to trzeba się będzie bardziej zadłużyć nowelizując latem budżet i nie bojąc się procedury nadmiernego deficytu. Nie bojąc się tej procedury, bo po pierwsze wszyscy będą mieli wtedy problemy, a po drugie uruchomienie takiej procedury zajęłoby około dwa lata. Tyle tylko, że szybkim krokiem dążylibyśmy do maksymalnego, dopuszczalnego w Konstytucji zadłużenia (60% PKB) - już po 2017 roku, jeśli wszystko pójdzie dobrze, będzie to 55%. A zmiana w Konstytucji progu zadłużenia to nie nowelizacja budżetu - atak funduszy spekulacyjnych na Polskę mielibyśmy pewny jak w banku. I tym właśnie ryzykujemy przyjmując optymistyczny projekt budżetu.



**Piotr Kuczyński**

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.



# 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](http://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.