



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.

- 4 | „Misie” przetrwały sierpień w niezłej formie
- 5 | Obligacje korporacyjne vs rządowe, czyli które instrumenty mają aktualnie lepsze perspektywy
- 6-7 | Niechciane surowce
- 7-8 | Ostatnie wahania rynkowe z makroekonomicznej perspektywy
- 9 | Okiem Piotra Kuczyńskiego: Losy gospodarki globalnej są w rękach chińskich „komunistów”



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

Po wakacyjnej, krótkiej przerwie – razem z naszymi ekspertami – wracamy do Was w kolejnym numerze *Biuletynu Inwestycyjnego Xelion*.

A będzie on nie mniej ciekawy, od tych przedurlopowych. Tym bardziej, że ostatnie tygodnie przyniosły inwestorom wiele emocji i to niekoniecznie pozytywnych. 24 sierpnia 2015 r. – na wzór sytuacji sprzed prawie 30 lat – przez wielu komentatorów nazywany jest „czarnym poniedziałkiem”, choć punktem zapalnym tym razem nie okazały się Stany Zjednoczone. To od katastrofalnego załamania giełdy w Szanghaju i spadku jej głównego indeksu o ponad 8,5 punktu procentowego rozpoczęł się proces – rzecz można historycznych – strat na parkietach całego świata. Krach dotknął posiadaczy akcji, uczestników funduszy inwe-

stycyjnych... Nasi eksperci analizują, jak w ostatnim, cechującym się tak niezwykle niestabilnością rynkową czasie, zachowywały się poszczególne klasy aktywów i jak w obecnych warunkach należy podejść do tematu inwestycji.

Do sytuacji gospodarczej Chin odnosi się również w swoim artykule Piotr Kuczyński, próbując odpowiedzieć na pytanie, w jakim kierunku się ona rozwinie. Nie zapomina wspomnieć również o, jakże aktualnej obecnie, kwestii uchodźców z krajów ogarniętych wojną, którzy szeroki strumieniem przybywają do Europy.

Życzymy przyjemnej lektury!

Zespół Domu Inwestycyjnego
Xelion sp. z o.o.

Biuletyn Inwestycyjny Xelion Nr 8/2015 (54)



„Biuletyn Inwestycyjny Xelion”
Właściciel:
Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.
ul. Puławska 107, 02-595 Warszawa
www.xelion.pl

Projekt i skład:
Design & DTP Studio MORENDO
tel. 507 237 561
e-mail: morendo@morendo.com.pl
www.morendo.com.pl

„Misie” przetrwały sierpień w niezłej formie

Tomasz Hońdo

CFA, Starszy Analityk, Quercus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



Sierpień okazał się wyjątkowo nerwowy dla inwestorów na warszawskim parkiecie. Na wcześniejsze obawy związane z pomysłami polityków w sprawie m.in. obciążenia banków podatkiem od aktywów i kosztami przewalutowania kredytów frankowych nałożyła się pierwsza od czterech lat tak głęboka korekta na Wall Street oraz sześćdziesięcioletnie minima indeksu rynków wschodzących.

Wszystko to sprawiło, że WIG20 w pewnym momencie niemal ze-

tknął się z dołkiem z wiosny 2012 roku w pobliżu 2000 pkt. Coraz częściej usłyszeć można było usłyszeć nieco zapomniane słowo „bessa”. Duże spółki, takie jak banki czy koncerny surowcowe, to jednak tylko część obrazu warszawskiej giełdy. Oprócz nich jest też przecież cała rzesza małych i średnich firm, które nie są bezpośrednio narażone ani na koszty realizacji pomysłów polityków, ani też np. bessę na rynkach surowców (część z nich nawet korzysta na tanich surowcach).

Jeśli popatrzymy na wykres kojarzonego z małymi spółkami (ale obejmującego de facto także grupę średniej wielkości firm) sWIG80, to tam sierpień nie przyniósł takiej „dewastacji” jak w przypadku WIG20. Tam o kilkuletnich minimach notowań nie ma mowy. Wręcz przeciwnie, indeks zakończył sierpień na poziomie o 9 proc. wyższym niż na początku roku i 12 proc. wyższym niż 12

Indeksy dużych i małych spółek w długim horyzoncie czasowym.



Źródło: Opracowanie własne.

miesiące wcześniej. Na marginesie warto tu wspomnieć, że jego roczna zmiana po raz pierwszy od dłuższego czasu okazała się wyraźnie lepsza od zmiany – tak chwalonego przecież za stabilność zwyczajki – amerykańskiego S&P 500 (-1,6 proc.).

Jak pokazuje Rys. 1, sierpniowa korekta była dla sWIG80 po prostu kolejnym tego typu epizodem, bez wpływu na długoterminową sytuację. Od wiosny 2009 r.

indeks podąża wzdłuż linii trendu wzrostowego. Tego samego nie da się powiedzieć o WIG20, który od pięciu lat jest raczej w trendzie bocznym niż zwykłym (sytuację poprawiają nieco dywidendy, które nie są uwzględniane przy obliczaniu indeksu – ale nie są też uwzględniane w przypadku sWIG-u).

Pod tym względem widać, że obecna sytuacja zdecydowanie odróżnia się np. od krachu w sierpniu-wrześniu 2011 r. Wówczas kursy małych spółek solidarnie z WIG20 uległy gwałtownemu załamaniu. Jak się później okazało, inwestorzy w ten sposób dyskutowali mające nadejść w kolejnych kwartałach spowolnienie w rodzimej gospodarce (kulminujące dopiero w I kw. 2013 r.) i pogorszenie wyników finansowych spółek (akcje małych firm są szczególnie wrażliwe na kondycję polskiej gospodarki).

W tym kontekście obecna, w miarę mocna postawa „maluchów” może być sygnałem, że sytuacja zdecydowanie odróżnia się od tamtych realiów – to jeden z najbardziej pozytywnych aspektów ostatnich zawirowań rynkowych.

Wskaźnik siły relatywnej małych spółek względem dużych.



Źródło: Opracowanie własne.

Obligacje korporacyjne vs rządowe, czyli które instrumenty mają aktualnie lepsze perspektywy

Paweł Kowalski

Zarządzający funduszami, Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU S.A.



Gdy w 2013 roku lepsze dane makroekonomiczne sprawiły, że FED głośno zaczął myśleć o zakończeniu trzeciej edycji QE, większość inwestorów wiedziała, że dla rynków finansowych nadchodzą trudne czasy. Trudne, bo po raz pierwszy od wielu lat rynek miał doświadczać zacieśnienia monetarnego w największej gospodarce świata. Trudne, bo „kranik”, który wypuszczał na rynki tani pieniądz od kilku lat, popychając wyceny aktywów w górę, miał zostać zakręcony. Wielu wieściło bańki spekulacyjne na wielu klasach aktywów - historycznie niskie rentowności obligacji, ponad 6-cio letnia hossa na amerykańskim rynku akcji, super niskie spready kredytowe. Te bańki miały pękać narażając inwestorów na ogromne straty.

I rok 2013 r., w którym FED o taperingu zaczął wspominać był rokiem trudnym. Na rynkach zaobserwowano wzmożoną zmienność i coraz częściej wspomniano o „znikającej” płynności. Regulacje bankowe wprowadzone po bankructwie Lehman Brothers sprawiły, że banki inwestycyjne nie mogą już akumulować tak dużej ilości ryzykownych aktywów jak wcześniej. Jednocześnie kilka-

krotnie w ostatnich latach urosła branża firm zarządzających aktywami (fundusze inwestycyjne, emerytalne, hedgingowe) i coraz więcej korporacji zdecydowało się na emisję obligacji przy tak niskich stopach procentowych. Pesymiści sygnalizują, że gdy większość inwestorów zdecyduje się zredukować pozycję, aby uniknąć strat, nie będzie możliwości sprzedaży tych aktywów po rozsądnej cenie.

W co więc inwestować w przededniu pierwszej od kilkunastu lat podwyżki stóp procentowych w USA? Gdzie alokować swoje oszczędności? Jakie stopy zwrotu mogą przynosić poszczególne klasy aktywów? Odpowiedź na to pytanie nie jest taka oczywista, bo prosta nie jest też odpowiedź na pytanie „z jakiego powodu FED chce podnieść stopy?”.

W naszej opinii normalizacja w USA nie jest aż tak oczywista. Faktem jest, że amerykański rynek pracy jest coraz mocniejszy. Nie widać natomiast, aby to niskie bezrobocie przekładało się na jakąkolwiek presję płacową, a w konsekwencji presję inflacyjną. Słabość globalnej gospodarki, a w konsekwencji globalnego popytu, sprawia że coraz więcej państw uczestniczy w tzw. wojnach walutowych, próbując osłabiać własną walutę i poprzez poprawę konkurencyjności „kraść” wzrost od partnerów handlowych poprzez eksport.

Po USA i Wielkiej Brytanii przyszedł czas na Japonię i Europę, a dwa tygodnie temu na

taki krok zdecydowały się też Chiny. Wszystkie te działania zmierzają do pobudzenia wzrostu gospodarczego, który pomimo stóp procentowych na historycznie niskich poziomach (a w niektórych krajach, takich jak Szwajcaria, Dania, nawet na wartościach ujemnych) wciąż pozostaje na relatywnie niskim poziomie. Obecny stan może wskazywać, że mamy do czynienia z secular stagnation, czyli przed nami długi okres z niskim wzrostem gospodarczym i stopami procentowymi. Przy takim scenariuszu warto znaczącą część portfela trzymać w obligacjach jako swego rodzaju polisę ubezpieczeniową.

Dodatkowo należałoby pomyśleć o dywersyfikacji poprzez inwestycje w papiery dłużne różnych krajów (np. Węgry, Rumunia). Przy tak dużej zmienności, z jaką mamy do czynienia ostatnio, bardzo ważnym czynnikiem jest płynność lokat, tj. możliwość ich sprzedaży w przypadku niekorzystnego rozwoju sytuacji rynkowej. Takiej możliwości naszym zdaniem nie dają inwestycje w obligacje korporacyjne denominowane w polskim złotym. Do zaakceptowania wydają się być natomiast obligacje korporacyjne uznanych emitentów denominowane w walutach obcych.

Jak wspomnieliśmy wcześniej, czynnikiem ryzyka dla rynku obligacji jest możliwa podwyżka stóp w USA. Należy jednak pamiętać, że ewentualne działanie FEDu nie jest spowodowane inflacją, któ-

ra wciąż uporczywie znajduje się poniżej celu (poniżej 2%), tylko chęcią powrotu do normalności i oderwania się od zerowych stóp procentowych. Wszystko to z myślą, że w przypadku recesji czy spowolnienia wzrostu gospodarczego – przy obecnych warunkach amerykański Bank Centralny nie ma „amunicji” i nie może oddziaływać na gospodarkę stopami procentowymi. W oczekiwaniu na ten ruch amerykańska waluta wzmocniła się do koszyka innych walut o ok. 20% od połowy 2014 roku, a rentowności od dołków w 2013 urosły ok 70 bps – można więc stwierdzić, że pewnego rodzaju zacieśnienie polityki monetarnej już się wykonało.

Dodatkowo uważamy, że nawet jeśli do takiego scenariusza dojdzie, to nie musi to oznaczać „końca świata” dla rynku obligacji. Po pierwsze, nie wydaje nam się żeby w obecnych warunkach FED był w stanie podnieść stopy nawet do średnich poziomów sprzed czasu krachu w 2008. Po drugie, wyższe rentowności oznaczają też lepszy poziom reinwestycji kuponów, co jest korzystne dla portfela obligacji, oczywiście, o ile wzrost rentowności nie odbywa się w tempie logarytmicznym.

Podsumowując, widzimy ryzyka dla rynku obligacji, ale aktywne podejście do zarządzania i odpowiednio skonstruowany portfel powinien dobrze poradzić sobie w zmiennych warunkach rynkowych.

Niechciane surowce

Grzegorz Zatryb

Główny Strateg, Skarbiec Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



Zgodnie z tzw. „mądrością ludową” jednym z pewniaków inwestycyjnych jest ziemia. Tej bowiem nie przybywa, a ludzi jak najbardziej. Rzeczywiście, w długim okresie mogliśmy obserwować wzrost cen wszelkiego rodzaju działek. Warto jednak zauważyć, że wzrost ten był łagodzony najpierw przez odkrycia geograficzne, potem zaś przez technologię, czyli coraz wyższe budynki. Zapewne w przyszłości problem zagęszczenia będzie rozwiązywany na nowe sposoby.

Podobnie przedstawiać powinna się sprawa z surowcami. Tu mamy jeszcze bardziej radykalną sytuację, gdyż ziemi nie przybywa, a surowców ubywa. Według raportów Klubu Rzymskiego z lat 70-tych zeszłego stulecia, surowców energetycznych już nie powinno być. Faktem jest, że surowce na naszej planecie za jakiś czas mogą się skończyć. Takie rozumowanie nie uwzględnia jednak czynnika, który już niejedną prognozę obalił, a mianowicie postępu technicznego.

Za obecną sytuacją na rynkach surowców stoi właśnie postęp techniczny, a właściwie nieustająca rewolucja. Jak wiadomo, kiedy nie wiadomo, o co chodzi, to chodzi o pieniądze. Motorem postępu jest

z reguły chęć wysunięcia się przed konkurencję (także na poziomie państwowym – mam na myśli zbrojenia) i, w uproszczeniu, jeżeli tylko cena jakiegoś surowca dostatecznie wzrośnie, dostępne stają się nowe metody jego pozyskiwania bądź zostaje zastąpiony czymś innym. Jestem przekonany, że gdyby kraje OPEC grzecznie dostarczały ropę po kilkanaście dolarów za baryłkę, o wydobywaniu z łupków słyszałoby tylko wąskie grono specjalistów i to raczej teoretyków.

Ceny surowców energetycznych zbija wyższa efektywność, zaś metale stały się ofiarami miniaturyzacji i rozwoju w projektowaniu konstrukcji i technologiach materiałowych, że wspomnę tylko modny ostatnio grafen. Miłośnicy science fiction doskonale orientują się w możliwościach, jakie niesie eksploatacja pasa asteroid czy Pasa Kuipera. Jednak to właśnie rewolucja w pozyskiwaniu energii ma na razie największy wpływ, także na inne surowce. Ogniwa fotowoltaiczne,

coraz lepszy akumulatory, instalacje solarne podgrzewania wody i wiatraki przenoszą źródła energii w pobliże użytkownika, ograniczając potrzeby w zakresie sieci przesyłowych i budowy potężnych instalacji energetycznych. Wygląda na to, że obecnie największą przeszkodą w dominacji energii słonecznej i wiatrowej jest brak skutecznego sposobu jej magazynowania. To jednak tylko kwestia czasu. Tesla już przygotowała ofertę domowych magazynów energii.



>>>

Towary rolne to trochę inna bajka, jednak nie sposób nie zauważyć postępu, jaki dokonał się od czasu trójpolówki. Spektakularna klęska teorii Malthusa to doskonały przykład wad myślenia statycznego. Rewolucja biotechnologiczna, która dopiero nabiera rozpędu, może wywołać jeszcze spore zamieszanie. Zresztą, nie trzeba przywoływać tu GMO – wystarczy wziąć za przykład taki wynalazek jak lodówka, która drastycznie zredukowała straty związane z przechowywaniem.

W krótszym horyzoncie czasowym z cenami surowców mogą dziać się różne rzeczy. Obecnie obawy o Chiny czy powrót Iranu na rynek spychają ceny czarnego złota w dół. Wolniejszy globalny wzrost stoi za niskimi cenami metali, zaś złoto popadło w niełaskę, także dlatego, że w po-

wszechnym odbiorze deflacja nie będzie trwała wiecznie. Wszystkim towarom zaszkodził zaś mocny dolar amerykański. Odwrócenie się któregoś w powyższych czynników może prowadzić do przejściowych wzrostów cen. Im bardziej jednak powszechna będzie akceptacja nowych realiów technicznych i naukowych, tym mniejsze wrażenie będą wywoływały czasowe spadki podaży.

Morał z tych rozważań historyczno-futurystycznych niech każdy wyciągnie sobie sam, bo jest on dość oczywisty. Notabene, wpływające stąd wnioski dotyczą nie tylko cen surowców, ale także wartości przedsiębiorstw działających w różnych branżach i krajów funkcjonujących w oparciu o wydobycie oraz eksport składowych skorupy ziemskiej.



Ostatnie wahania rynkowe z makroekonomicznej perspektywy



Michael Hasenstab

Wiceprezes wykonawczy, zarządzający portfelami inwestycyjnymi, CIO, Templeton Global Macro

Rynki światowe notują nasilone wahania wywołane przez szereg czynników, takich jak obawy związane z sytuacją w Chinach czy oczekiwania dotyczące wzrostów stóp procentowych w USA. Michael Hasenstab i Sonal Desai z zespołu Templeton Global Macro analizują czynniki, które, w ich ocenie, mają obecnie wpływ na



Sonal Desai

Starsza wiceprezes, zarządzająca portfelami inwestycyjnymi, dyrektor ds. badań, Templeton Global Macro

nastroje inwestorów i przedstawiają swój punkt widzenia na pozycjonowanie inwestycji, często sprzeczne z dominującymi na rynku trendami, w okresach skrajnych emocji.

Obawy o przyszłość Chin

Ostatnia dewaluacja chińskiej waluty wzbudziła wiele pytań oraz

graniczącą z paniką reakcją rynków finansowych. Nie uważamy jednak, by deprecjacja renminbi powinna tak mocno szokować rynki światowe.

Choć kurs renminbi w krótkim czasie spadł o ok. 5%, sądzimy, że skala wahań będzie najprawdopodobniej utrzymywała się we względnie kontrolowanym przedziale, wraz z kolejnymi działaniami rządu na rzecz dążenia do warunków w większym stopniu determinowanych przez rynek. Co ważne, nie uważamy, by był to sygnał zbliżającej się potężnej deprecjacji.

Co więcej, choć decyzja o osłabieniu renminbi wywołała tymczasowo wzmożoną zmienność, nie przypuszczamy, by nasiliła deprecjację walut z Azji lub ryn-

ków wschodzących w dłuższej perspektywie. Sąsiadujące z Chinami państwa azjatyckie (takie jak Japonia, Korea Południowa, Indonezja, Malezja i Singapur) już zanotowały spore spadki kursów swych walut, podczas gdy renminbi trzymało się względnie mocno, nawet po uwzględnieniu ostatniej deprecjacji. Dlatego nie sądzimy, by ostatnia dewaluacja chińskiej waluty zaszkodziła konkurencyjności krajów sąsiednich lub tamtejszych eksporterów.

Przyglądając się skali paniki na chińskim rynku, można byłoby odnieść wrażenie, że Chiny gwałtownie staczają się w rozległą recesję. Nasze zdanie na ten temat jest jednak odmienne. Choć spodziewamy się pewnego umiarkowania tempa chińskiego wzrostu, będzie ono dla nas oznaczać ko-

>>>

rzystną i nieuniknioną normalizację gospodarki o tych rozmiarach. Powody, dla których inwestujemy w Azji są niezmiennie: oczekujemy korekty tempa wzrostu gospodarczego w Chinach, ale nie spodziewamy się „twardego lądowania” tej gospodarki.

Strach na rynkach wschodzących

W świetle obaw związanych z sytuacją w Chinach oraz potencjalnymi wzrostami stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, inwestorzy ponownie zaczęli bać się rynków wschodzących, choć, naszym zdaniem, niektóre kraje zostały niesprawiedliwie potraktowane. Nasza strategia inwestowania globalnego opiera się, między innymi, na pozycjonowaniu pod kątem poprawy kondycji gospodarki USA, która jest rynkiem o kluczowym znaczeniu dla wielu eksporterów z rynków wschodzących. Przewidujemy, że dobre warunki na rynku pracy będą w przyszłości stymulować konsumpcję w USA, która jest jednym z tradycyjnych motorów globalnego wzrostu i zapewnia wsparcie dla krajów eksportujących towary i usługi do USA, takich jak Malezja czy Meksyk. Malezja to przykład kraju, w którym inwestorzy wykazują się nadmiernym pesymizmem. Ta gospodarka jest wciąż postrzegana przez pryzmat eksportu surowców, choć

w rzeczywistości ma zrównoważony koszyk towarów eksportowych, włącznie z urządzeniami elektronicznymi, które będą cieszyć się większym popytem, gdy konsumpcja w USA będzie rosła. Co więcej, Malezja utrzymuje nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących i ma solidne zabezpieczenie w postaci rezerw walutowych, stanowiących pokrycie dla ponad siedmiomiesięcznego importu. Pomimo takich warunków, kurs malezyjskiego ringgita sięga dziś poziomów, jakich nie notowano od azjatyckiego kryzysu finansowego pod koniec lat 90. ubiegłego wieku.

Meksyk to kolejny kraj, w którym spadek kursu waluty jest bezprecedensowy. Kurs meksykańskiego peso sięga dziś najniższego poziomu od czasu „kryzysu tequila” w połowie lat 90. ubiegłego wieku. Niemniej jednak uważamy, że kraj ten został niesprawiedliwie potraktowany w związku z eksportem surowców (a konkretnie ropy), choć ropa generuje mniej niż 10% całego meksykańskiego eksportu. Co więcej, Meksyk będzie korzystał na poprawie warunków ekonomicznych w Stanach Zjednoczonych. Ok. 80% meksykańskiego eksportu trafia za północną granicę; są to między innymi gotowe wyroby, takie jak samochody, które powinny cie-

żyć się większym popytem, gdy konsumpcja w USA zacznie rosnać szybciej.

Nasze prognozy dla Meksyku i Malezji wciąż są optymistyczne, co pokazuje, że nasze strategie często ukierunkowane są przeciwnie do dominujących na rynku trendów. Jeżeli w niektórych okresach czasu nie notowalibyśmy słabszych wyników na tle rynku lub naszych konkurentów, oznaczałoby to, że nasze inwestycje nie są naprawdę „kontrariańskie”, czyli realizowane na przekór powszechnym nastrojom rynkowym. Wierzymy, że takie okresy ostatecznie powinny okazać się krótkotrwałe, ponieważ wszystkie pozycje w naszych portfelach dobierane są na podstawie głębokich przekonań i analiz fundamentalnych.

Podwyżki stóp w USA: kwestia czasu

W przyszłości spodziewamy się znaczących rozbieżności pomiędzy polityką pieniężną realizowaną na całym świecie. Europejski Bank Centralny, Bank Japonii i Bank Rezerw Australii będą najprawdopodobniej rozluźniać swą politykę. Z kolei wciąż przewidujemy podwyżki stóp procentowych przez Rezerwę Federalną (Fed) w USA w drugiej połowie 2015 r., choć nie stawiamy na żaden precyzyjnie określony moment, w którym

taka decyzja miałaby być podjęta. Gdyby stopy nie zaczęły rosnać w tym roku, przypuszczamy, że rynek mógłby zacząć wyceniać spóźnioną reakcję Fedu na poprawiające się dane ekonomiczne, a krzywa dochodowości mogłaby stać się bardziej stroma. Wierzymy w słuszność naszych optymistycznych prognoz ekonomicznych dla gospodarki USA i sądzimy, że rynek będzie wyprzedzał działania Fedu (niezależnie od „gołębiej” retoryki), jak miało to już miejsce w przeszłości.

Rozumiemy, że okresy wzmożonej zmienności, jak ten, z którym mamy od pewnego czasu do czynienia, nie są komfortowe dla inwestorów. Pragniemy przypomnieć, że właśnie w takich okresach nasze zespół zwykle jest w stanie otwierać najsolidniejsze pozycje, z myślą o dłuższych okresach lepszych wyników. Obecne warunki na rynkach to niemal dokładne odtworzenie sytuacji sprzed dwóch lat, gdy stery Fedu dzierżył Ben Bernanke, który sygnalizował możliwość zmiany wektora polityki pieniężnej. Dlatego wciąż utrzymujemy bardzo krótki czas trwania papierów w naszych portfelach, a bieżący okres nasilonych wahań postrzegamy jako źródło możliwości.

Niniejszy dokument 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.

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 ani podatkowych. 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 dokumencie; 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 dowiedzieć się, czy dane produkty i usługi są dostępne pod określoną jurysdykcją, należy skonsultować się z profesjonalnym doradcą finansowym. 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 spa-

dać, 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 się 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 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 dokumencie 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 jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnych, należy skonsultować się z doradcą finansowym. Kopię najnowszego prospektu Funduszu „Kluczowych informacji dla inwestorów” oraz sprawozdania rocznego i półrocznego (o ile było opublikowane później) można znaleźć na stronie internetowej www.franklintempleton.pl lub otrzymać za darmo od Franklin Templeton Investments Poland Sp. z o.o., Rondo ONZ 1; 00-124 Warszawa, tel.: +48 22 337 13 50; faks: +48 22 337 13 70.

Dokument wydany przez Franklin Templeton International Services S.a r.l. - Pod nadzorem Commission de Surveillance du Secteur Financier.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Losy gospodarki globalnej są w rękach chińskich „komunistów”

W sierpniu oczy całego świata (nie tylko graczy giełdowych) skierowane były na Chiny i na Europę. W tej ostatniej problemy Grecji zastąpione zostały przez potężniejszą falę uchodźców z krajów ogarniętych wojną. Wielu komentatorów twierdzi, że ta fala uchodźców, oprócz wielu oczywistych problemów, rodzi również niebezpieczeństwo rozpadu układu z Schengen oraz takiego zwiększenia poparcia dla skrajnie prawicowych sił politycznych, że zagrozić to może całej Unii Europejskiej. To jednak temat na przyszłość. Zbliżająca się chłodna jesień i zima oraz sezon huraganów powinny na chwilę zahamować potok imigrantów.

Zdecydowanie warto przyrzeć się problemom, które rodzą chińskie zawirowania. I nie chodzi mi nawet o katastrofę, która spotkała chińską giełdę. Indeks Shanghai Composite spadał gwałtownie od połowy czerwca (zanim doszło do odbicia stracił 45 procent) - z giełdy zniknęło w tym czasie około 4-5 bln dolarów (polski PKB to niecałe 0,5 bln USD). Nie to jednak jest groźne. Groźne jest to, co dzieje się w gospodarce chińskiej i to (nawet przede wszystkim to) jak na to reagują chińskie władze.

W lipcu rząd włączył się w obronę giełdy. Zatrudnił specjalny fundusz do kupowania akcji (sic!), a domy maklerskie zapewniały, że będą kupowały akcje broniąc się przed lawiną wyprzedaży. W końcu zabroniono dużym inwestorom sprzedaży akcji w ciągu kolejnych sześciu miesięcy. Specjalne działania kosztowały rząd chiński około 300 mld dolarów. Chiny mają teraz 3.650 mld dolarów rezerw walutowych - przed zawirowaniami rynku akcji i walutowym miały ponad 3.900 mld USD.

Po rynku akcji w sierpniu na wókanę trafił chiński rynek walutowy. Powodem było to, że 11 sierpnia bank centralny Chin obniżył stopę referencyjną o 1,9 proc., co wywołało największe dzienne osłabienie chińskiej waluty od stycznia 1994 r. LBCh (Ludowy Bank Chin) poinformował, że ta zmiana ma charakter jednorazowy i nie oznacza wejścia w fazę stałego osłabiania juana, ale następnego dnia juan znowu stracił dwa procent. To doprowadziło do panicznej wyprzedaży na giełdach w Europie i w USA (w końcu sierpnia i na początku września część strat została odrobiona).

Słabszy juan to zwiększenie konkurencyjności gospodarki Chin, a to może zwiększyć popyt na produkty chińskie na świecie i ograniczyć import w samych Chinach, co z kolei może zaszkodzić globalnemu wzrostowi gospodarczemu. Według mnie stanie się tak tylko wtedy, jeśli równoległe zajdą dwa zjawiska. Po pierwsze, działania Ludowego Banku Chin i rządu chińskiego doprowadzą do naprawę dużego osłabienia juana. Po drugie, decyzje rządu chińskiego, chcącego przedstawienia zwrotnicy z eksportu na popyt wewnętrzny, nie znajdą szybko odbicia w gospodarce.

Gorzej jest z przestawieniem zwrotnicy - chińskie płace rosną szybko, ale nadal większość Chińczyków niewiele na tym zyskuje. Jeśli chodzi o walutę to uważam, że chiński rząd zdecydowanie nie chce wykołajenia światowej gospodarki. To jeszcze nie ten etap walki o globalną hegemonię. Nawiasem mówiąc - skoro Amerykanie, Japończycy, Europejczycy świadomie osłabiali lub nadal osłabiają swoje waluty, to dlaczego nie miałyby tego robić Chiny?

Groźne są nie ostatnie zaburzenia na giełdach, ale to, że świat nie wie, co dzieje się w gospodarce chińskiej. Rząd chiński twierdzi, że gospodarka rozwija się w tempie 7 procent rocznie i (jak uczy doświadczenie) skoro tak twierdzi, to takie właśnie będą publikowane w Chinach dane makro. Niezależnie od rządu analitycy mówią jednak, że gospodarka rozwija się w tempie od 3,1 proc. do 6,8 proc. rocznie.

Potężny rozrzut, a działania chińskich władz na rynkach akcji i walutowym wydają się być chaotyczne i niekompetentne. Co zrobią jak sytuacja jeszcze bardziej się skomplikuje? Czy nie popełnią kolejnej serii błędów? Bańka na chińskim rynku nieruchomości (60 mln pustostanów) może pęknąć tak jak pękła bańka na rynku akcji. Zagrożeniem jest też to, że dolarowe zadłużenie banków chińskich wynosi ponad 1.000 mld dolarów, a sektor shadow banking jest potężny i zagrożony wielką ilością złych długów.

Jeśli władze błędy popełnią, to sytuacja w Chinach doprowadziłaby do osłabienia chinocentrycznych gospodarek azjatyckich, a to wszystko spowodowałoby spowolnienie w Europie i zapewne w USA. Nie jest to zdecydowanie problem tego roku, ale na przyszłość trzeba o tym pamiętać, bo gdyby w przyszłości takie spowolnienie się pojawiło to należałoby wtedy postawić pytanie: skoro stopy procentowe w kluczowych krajach są na poziomie zerowym, a banki od lat drukują dolary, jeny i euro, żeby pomóc gospodarce, a mimo to stagnacja nie ustępuje. Więc co może pomóc światu? Nikt nie zna odpowiedzi na to, kluczowe, pytanie i dlatego trzeba trzymać kciuki, żeby Chinom udało się uniknąć kryzysu.



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 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.