

# Biuletyn Inwestycyjny Xelion

NR 02(48) 3 lutego 2015 r.

E K S P E R C I

T R E N D Y

A K T U A L N O Ś C I

I N W E S T Y C J E

E M E R Y T U R A

**Szanowni Czytelnicy,**

*W najnowszym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion echem odbija się decyzja Europejskiego Banku Centralnego z 22 stycznia, która wprowadza w życie program skupu obligacji o wartości ponad 1,1 bln EUR. Nic dziwnego - zarówno obserwatorzy, jak i inwestorzy zastanawiają się, czy działania EBC okażą się skuteczne i jak wpłyną na zachowanie rynków w bliższej i dalszej perspektywie. Co myślą o tym współautorzy bieżącego numeru Biuletynu? O tym (i nie tylko) w dalszej części...*

*Piotr Kuczyński wskazuje zaś na trzy wydarzenia, które miały miejsce w styczniu na rynkach finansowych, w tym na sytuację spowodowaną uwolnieniem kursu EUR/CHF.*

**Zachęcamy do lektury!**

## W numerze:



czym może skutkować europejskie QE mówi Grzegorz Zatyrb ze Skarbiec TFI S.A.,



potencjału inwestycyjnego w polskich spółkach w 2015 r. poszukuje Tomasz Hońdo z Quercus TFI S.A.,



okazji inwestycyjnych w małych i średnich spółkach dośzukuje się Anna Bąkała z TFI Allianz Polska S.A.,



jak inwestować w otoczeniu niskich stóp procentowych mówi Tomasz Bartnicki z MetLife TFI S.A.,



z cyklu „Okieł Piotra Kuczyńskiego”: Trzy styczniowe wydarzenia.

## Konkurs inwestycyjny

# 70000 PLN

Futures  
**Masters**

Zachęcam do  
wzięcia udziału

**Piotr Kuczyński**  
Główny Analityk



Partner:



Organizatorzy:



GIEŁDA PAPIERÓW  
WARTOŚCIOWYCH  
W WARSZAWIE



**Sprawdź na [www.xelion.pl](http://www.xelion.pl)**

## Mikołaj spóźniony o miesiąc

Rynki finansowe od dawna oczekiwały, że Europejski Bank Centralny pójdzie ścieżką wytyczoną przez Fed, Bank Anglii i Bank Japonii. Podejmowane wcześniej przez EBC działania oceniano jako niedostateczne. LTRO z początku 2012 roku co prawda zwiększyło sumę bilansową tego banku do imponujących 3 bln EUR, jednak od tego czasu cały czas skurczyła się ona mniej więcej o wartość tej operacji. Przypomnijmy, że obecnie bank centralny wspólnego obszaru walutowego prowadzi następujące operacje: CBPP3 (skup obligacji zabezpieczonych) i ABSPP (program skupu papierów ABS). Ponadto w jego portfelu znajdują się papiery z tytułu zakończonych programów: SMP (program skupu obligacji skarbowych krajów PIIGS), CBPP i CBPP2. Oprócz skupu papierów prowadzone jest także TLTRO i MRO (regularne operacje zasilania systemu w płynność), zaś w księgach EBC nadal znajdują się należności z tytułu LTRO. Na 23 stycznia należności EBC z tytułu operacji w ramach polityki pieniężnej kształtowały się w sposób przedstawiony w Tabeli nr 1.

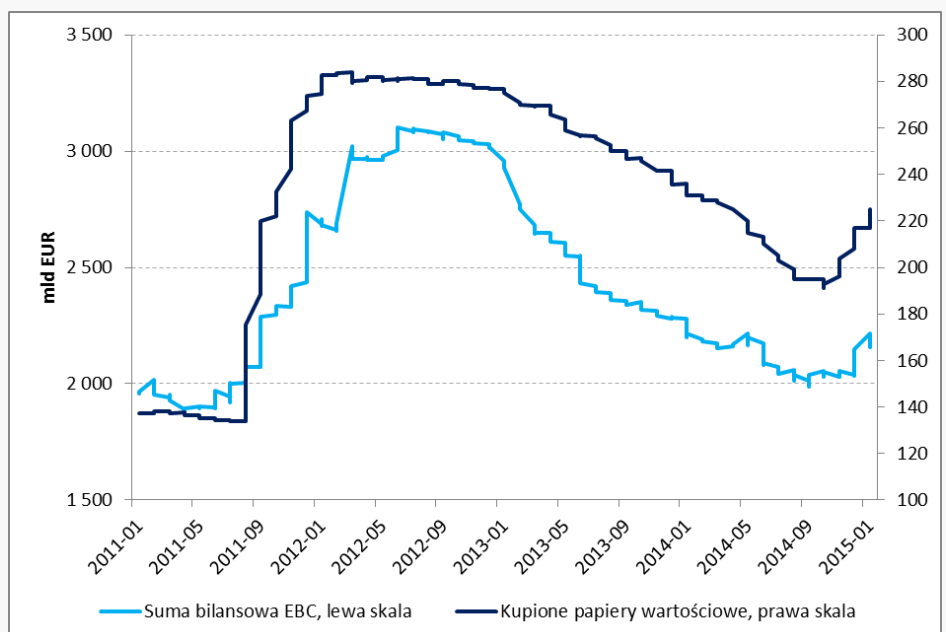
Kondycja gospodarek krajów strefy euro dowodzi, że działania te miały ograniczoną efektywność, choć można postawić tezę, że bez nich byłoby jeszcze gorzej. Jak się wydaje, tezę tę explicite przyjmują ci, którzy postulowali rozpoczęcie działań w stylu amerykańskim czy, żeby daleko nie szukać, brytyjskim. Ich zdaniem bowiem zasilenie systemu finansowego w dodatkową płynność musi pobudzić gospodarkę. Problem zaś był nie w rodzaju podejmowanych działań, ale w ich skali. Sukces QE w Stanach ma doprowadzić, że mają rację.

Rzeczywistość jest jednak daleko bardziej skomplikowana. Nie bez powodu do niedawna EBC uwagę przykładła przede wszystkim do oddziaływania bezpośrednio na banki poprzez dostarczenie im taniego i łatwo dostępnego finansowania. Czynił tak, gdyż firmy działające

w strefie euro pozyskują kapitał obcy w 80% poprzez kredyt bankowy, a tylko w 20% poprzez emisję papierów wartościowych. Logiczne było więc skupienie się na kanale bankowym. W Stanach Zjednoczonych proporcje, o czym wiele razy już pisałem, są dokładnie odwrotne, podobnie zresztą jak w Wielkiej Brytanii. Po prostu model anglosaski jest inny niż kontynentalny. Dostępne są prace naukowe, także przygotowane przez pracowników EBC, które szacują, jaki może być wpływ europejskiego QE na gospodarkę. **Najbardziej optymistyczne wyliczenia wskazują, że każde euro wydane na skup obligacji będzie miało pięć razy mniejszy wpływ na realną gospodarkę, niż miało to miejsce w USA. W scenariuszu pesymistycznym wpływ ten będzie dziewięć razy mniejszy.** Oznacza to, że wart 1 bln euro program QE spowoduje wzrost poziomu cen w ciągu dwóch lat od 0,2 do 0,8%. Zważywszy, że obecnie w strefie euro inflacji nie ma, nawet w optymistycznych szacunkach sporo brakuje od oczekiwanego przez EBC poziomu inflacji (2%).

Czy EBC nie zdaje sobie sprawy ze znikomej skuteczności american-style QE?

Wykres nr 1. Wybrane elementy bilansu EBC.



Źródło: Bloomberg, Skarbiec TFI.

Tab. nr 1. Operacje EBC.

Operacja	Kwota w mld EUR
MRO	125,3
TLTRO	212,5
ABSPP	2,3
CBPP3	37,2
SMP	144,3
LTRO	232,9
CBPP (1,2)	40,9

Źródło: EBC, Skarbiec TFI.

Oczywiście, że zdaje sobie sprawę. **Jednak należy pamiętać, że EBC funkcjonuje w delikatnym układzie politycznym i musi kierować się holistycznym podejściem do wrażliwego systemu, jakim jest gospodarka.** Z całą pewnością niepożądanym zjawiskiem byłoby załamanie na rynkach finansowych, na którym znowu ucierpiałyby wciąż wychodzące z kryzysu banki europejskie. Choć Mario Draghi ma znakomitą historię przekonywania rynków o determinacji EBC, musiał w końcu pokazać, że to nie są puste słowa. Ogłoszenie QE było świetną po temu okazją. Z jednej strony, trafia w oczekiwania rynków, z drugiej - jest relatywnie bezpieczne z punktu wi-

dzenia stabilności pieniądza, inflacja jest bowiem rekordowo niska i nawet duży spadek wartości euro jej nie zaszkodzi. Zresztą deprecjacja euro względem innych walut jest wobec słabości instytucji kredytowych najskuteczniejszym kanałem transmisji polityki pieniężnej i jako jedyna ma szansę wesprzeć gospodarkę w realny sposób. Choć znowu, skorzystają z tego najbardziej... Niemcy (najmniej tej pomocy potrzebujący), które odpowiadają za praktycznie całą nadwyżkę w handlu zagranicznym strefy euro.

**Czego więc można spodziewać się po decyzji z 22 stycznia? Przede wszystkim hossy na rynkach, nie tylko akcji, ale i obligacji.** Na lepsze dane makro także możemy liczyć, ale jako na skutek cyklicznej poprawy, nie zaś zbawczy wpływ QE. Z punktu widzenia inwestorów nie ma to wielkiego znaczenia - indeksy będą bowiem szły w górę, a rentowności obligacji będą spadały. Warto dodać, że umacniający się dolar amerykański może znacznie opóźnić decyzję FED o podniesieniu stóp procentowych. **Gospodarka strefy euro może i spe-**

**cialnie nie skorzysta na uruchomieniu QE, ale inwestorzy mają naprawdę powody do zadowolenia.**

**Grzegorz Zatryb**

Główny Strateg

Skarbiec Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Polskie akcje to udział w (rosnącym) polskim PKB

Mija rok od czasu wprowadzenia radykalnych zmian ustawowych w funkcjonowaniu Otwartych Funduszy Emerytalnych. Odchudzenie ich portfeli (poprzez odebranie obligacji skarbowych), zmniejszenie strumienia napływających składek, mechanizm suwaka „wysysający” kapitały do ZUS, a wreszcie zwiększenie limitów inwestycji na rynkach zagranicznych – wszystko to sprawiło, że OFE przestały odgrywać tradycyjną rolę znaczącego źródła popytu na akcje notowane na GPW.

Na szczęście na OFE świat się jeszcze nie kończy. W polskiej gospodarce nie brakuje kapitałów. Wartość depozytów bankowych gospodarstw domowych zbliża się do 600 mld zł, a tymczasem oprocentowanie lokat jest rekordowo niskie, podobnie jak np. rentowność obligacji skarbowych. W takich warunkach można się spodziewać nasilenia się poszukiwania alternatywnych sposobów pomnażania pieniędzy. **Na razie koniunktura na GPW pozostaje daleka od ideału, co nie sprzyja „rotacji” ka-**

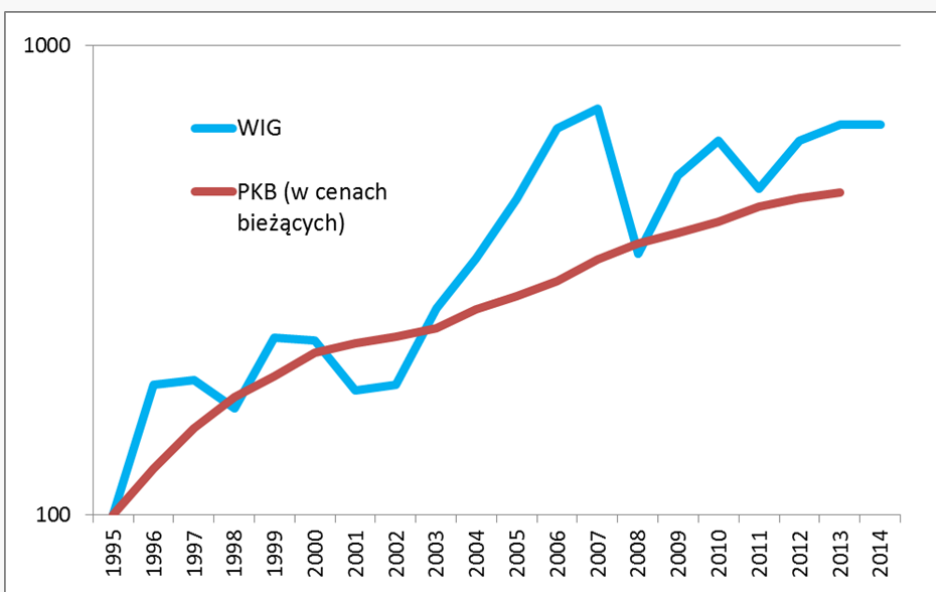
**pitałów w kierunku akcji, ale wraz z oczekiwanym ponownym przyspieszeniem gospodarki w tym roku ta sytuacja może się zmienić.** Tradycyjnie poprawa koniunktury szybko przyciągała świeżą gotówkę na giełdę.

Na dłuższą metę akcje oferują możliwość partycypowania zarówno w dywidendach wypłacanych przez spółki (w ubiegłym roku zyskami podzieliło się z akcjonariuszami ok. 180 firm notowanych na warszawskim parkiecie), jak i wzrostie wartości przedsiębiorstw. **Oczywiście poszczególne firmy mocno różnią się pod względem jakościowym, ale rynek akcji jako całość daje ekspozycję na polski PKB, a ten w szybszym lub wolniejszym tempie cały czas rośnie (mimo kryzysów ostatnich lat nie było ani jednego kwartału, w którym PKB by zmalał).**

Na wykresie nr 1 pokazujemy, że o ile z roku na rok WIG potrafi się mocno wahać, to jednak w okresie wielu lat kierunek jego zmian jest ściśle związany z tym, co dzieje się w gospodarce. Jeśli zatem wierzymy w dalszy rozwój ekonomiczny, to akcje pozostają propozycją godną rozważenia.

Zależności między giełdą i gospodarką są tym bardziej warte uwagi, że w tym roku istnieją naszym zdaniem duże

Wykres nr 1. Na dłuższą metę WIG korzysta na rozwoju polskiej gospodarki.



Źródło: Opracowanie własne, GUS.

szanse na przyspieszenie wzrostu PKB. Nie tylko z uwagi na wspomniane już rekordowo niskie stopy procentowe (ich spadek zwykle sprzyjał gospodarce), ale też szeroko zakrojone inwestycje infrastrukturalne. Widać też oznaki przyspieszenia w niemieckiej gospodarce, do której trafia największa część polskiego eksportu.

Na koniec jeszcze jedna kwestia. **Warto zwrócić uwagę, że chociaż ostatnio rośnie moda na inwestowanie na ryn-**

**kach zagranicznych (indeksy w USA czy Niemczech przeżywają dobrą passę), to jednak na dłuższą metę inwestowanie w Polsce ma tę zaletę, że nie wiąże się z ryzykiem walutowym.** Co prawda w ostatnich miesiącach złoty osłabia się względem dolara, co generuje dodatkowe zyski z lokat na Wall Street, ale przecież osłabienie nie będzie trwało wiecznie...

Reasumując, ubiegłoroczne zmiany w OFE nie zmieniły faktu, że na dłuższą

metę akcje na GPW dają możliwość partycypowania w rozwoju polskiej gospodarki.

**Tomasz Hońdo**

Starszy Analityk, CFA

QUERCUS Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Małe i średnie spółki - okazja inwestycyjna?

Fundusze akcji małych i średnich spółek, po wcześniejszych wzrostach, w 2014 roku uległy znacznej przecenie (średnia dla funduszy tej klasy aktywów -7%). To wszystko działo się w okresie, gdy polska gospodarka jest w okresie wzrostu gospodarczego, niskich stóp procentowych, a spółki generują bardzo dobre wyniki finansowe.

Może warto przyjrzeć się tej klasie aktywów i zastanowić się czy nie jest to właśnie okazja inwestycyjna?

**10 argumentów dlaczego warto wziąć pod uwagę inwestycję w małe i średnie spółki właśnie teraz...**

**1**

**Warto kupować po przecenie.** Wyjątkowo słabe zachowanie małych spółek w 2014 roku daje potencjał do wzrostów w 2015 roku. Wykres nr 1 przedstawia zmianę indeksu sWIG80 (małe spółki) w ciągu ostatnich 5 lat.

**2**

W dłuższym terminie małe i średnie spółki były zawsze były lepsze od dużych spółek, ponieważ oferują **dużo wyższe wzrosty wyników** niż tzw. blue chips. Duże spółki w przeważającej mierze to spółki, na których inwestorzy zarabiają głównie dzięki dywidendom. Małe spółki

placą znacznie niższe dywidendy, ale mają większy potencjał wzrostów.

**3**

Małe spółki są obecnie znacznie niżej **wyceniane** niż duże (a tak naprawdę są wyjątkowo tanie – Wykres nr 2). Bieżąca wycena tego wskaźnika wynosi 13,6. Wskaźnik P/E dla sWIG80 uwzględniający prognozy przyszłych zysków na 2015 jest znacznie niższy (ok. 11), co oznacza, że małe spółki są obecnie **wyjątkowo tanie**.

**4**

**OFE nie są zagrożeniem** – nie muszą sprzedawać akcji, tak jak na początku roku się obawiano. Napływy nowych środków do OFE (składki klientów i dywidendy od akcji) znacząco przewyższają wypłaty do ZUS (tzw. „suwak”).

**5**

**Niskie stopy procentowe i tanie surowce** (choćby paliwo na stacjach) są bardzo dużym pozytywnym bodźcem dla

Wykres nr 1. Zmiana indeksu sWIG80 (małe spółki) w ciągu ostatnich 5 lat.



Źródło: <http://stooq.pl>

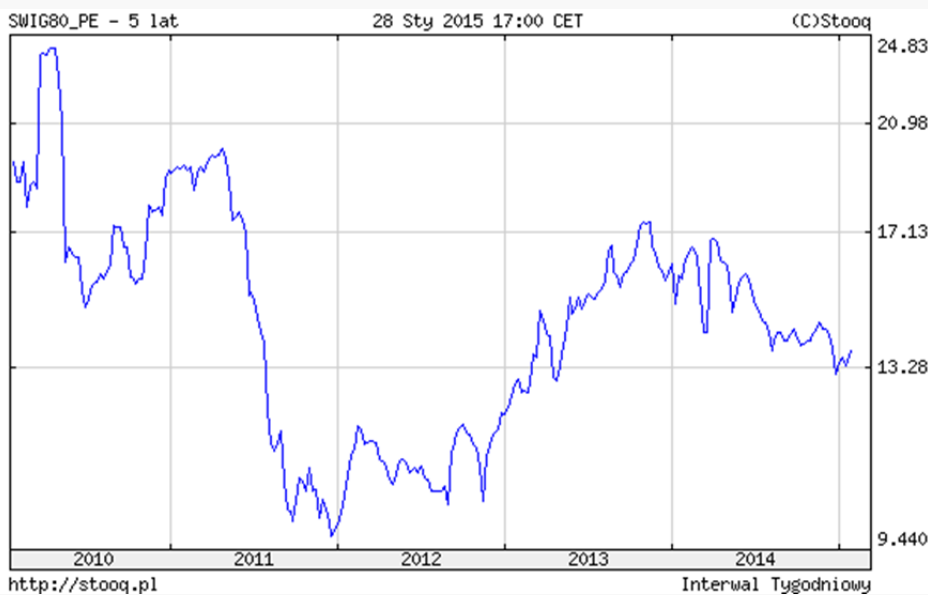
samych spółek jak i całej gospodarki. Tradycyjnie na giełdach obserwujemy trendy wzrostowe w czasie cyklu obniżek stóp procentowych i w okresach niskich stóp. Jest to zrozumiałe – zarówno firmy jak i konsumenci płacą niższe odsetki od kredytów. Dzięki tym oszczędnościom firmy mogą prezentować lepsze wyniki finansowe i zwiększać inwestycje. Zwłaszcza, że środowisko niskich stóp zachęca klientów indywidualnych do zwiększania zadłużenia i kon-

sumpcji. Inwestycje są więc uzasadnione przewidywaną większą sprzedażą.

## 6

Oczekujemy **poprawy wyników w dużej ilości spółek w 2015 roku** (a wyce-ny są niskie) – są więc dobre perspektywy dla wzrostów. Prognozy mówią o wzroście zysków spółek w 2015 roku ok.10 % r/r dla indeksu mWIG40 oraz ponad 30% dla indeksu sWIG80.

Wykres nr 2. Wskaźnik P/E dla sWIG80 dla zysków na 2014 r.



Źródło: <http://stooq.pl>

Wykres nr 3. Zmiana kursu złotówki do dolara w ciągu ostatnich 10 lat.



Źródło: <http://stooq.pl>

## 7

Ukraina już tak bardzo nie straszy, a spółki, które eksportują do Rosji powoli znajdują inne rynki odbioru i w cenach już są negatywne informacje. Niektóre spółki, które ucierpiały na kryzysie ukraińskim zostały przecenione o 70-80%. W przypadku znalezienia nowych odbiorców i poprawieniu wyników mają ogromny potencjał do wzrostów.

## 8

**Słaba złotówka wspiera polską gospodarkę.** W obecnych czasach działania rządów i banków centralnych mające na celu stymulowanie wzrostu gospodarczego skupiają się na obniżeniu kursu własnej waluty. Przykłady z ostatnich lat to działania Fed po kryzysie (QE), Banku Japonii, czy ostatnio Europejskiego Banku Centralnego. Niski kurs własnej waluty powoduje, że dana gospodarka jest bardziej konkurencyjna. Eksporterom łatwiej jest znaleźć nabywców w krajach, które mają wysoki kurs własnej waluty (dla nich towary sprowadzone są tańsze i chętniej je kupują). Zmianę kursu złotówki do dolara w ciągu ostatnich 10 lat prezentuje Wykres nr 3. Wraz z osłabieniem się euro złotówka (mocno z nim związana) również pozostaje słaba. Obecnie kurs USD/PLN jest nawet wyższy niż w okresie kryzysu finansowego (przełom lat 2008/2009). Niski kurs złotówki jest bardzo korzystny dla polskich firm sprzedających swoje towary za granicą i wpływa na zwiększenie przychodów eksporterów.

## 9

Jesteśmy w okresie **wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce**. W tej fazie cyklu gospodarczego najlepsze wyniki można osiągnąć inwestując w ryzykowne aktywa, jakimi są akcje spółek.

## 10

**Działania Europejskiego Banku Centralnego** (program skupu obligacji o wartości ponad 1,1 bln euro) powodują, że inwestorzy zainteresowali się papie-

rami europejskimi (m.in. akcjami). Po- przednio wzrosty obserwowaliśmy kolej- no w USA i Japonii. Pozytywne nastawie- nie do akcji spółek europejskich po- winno przenieść się na większe zaintere- sowanie inwestorów także polskim ryn- kiem. Początkowo na tym skorzystają duże spółki, ale w następnej kolejności do tego trendu powinny dołączyć rów-

nież małe spółki, a w tym segmencie potencjał jest znacznie wyższy.

**Reasumując, inwestycja w akcje zawsze wiąże się z ryzykiem. Jednak, jeśli inwestujemy w okresie bardziej sprzyjającym, ryzyko jest mniejsze, a potencjał do zysków większy. Wszystkie powyższe argumenty zachęcają do podejmowania ryzyka inwestycji w**

**polские akcje ze szczególnym uwzględnieniem segmentu małych spółek.**

**Anna Bąkała**

Dyrektor Departamentu Sprzedaży i Obsługi Uczestników Funduszy

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

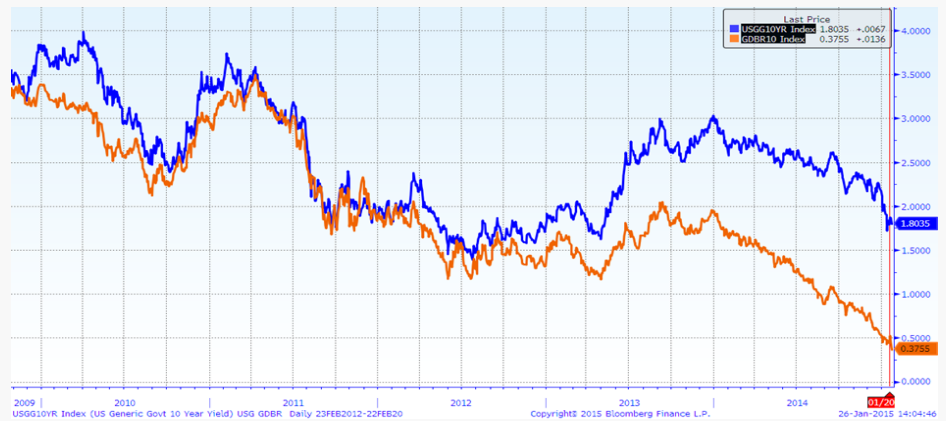
## Jak bezpiecznie inwestować przy bardzo niskich (czasem ujemnych) stopach procentowych?

Pytania i dyskusje, jak inwestować w środowisku niskich stóp procentowych trwają już od 2011 roku, gdy rentowność 10-letnich obligacji skarbowych USA i niemieckich spadły z 4% do 2%. Wykres nr 1 przedstawia, jak kształtowała się rentowność 10-letnich obligacji USA (niebieski) i RFN (pomarańczowy).

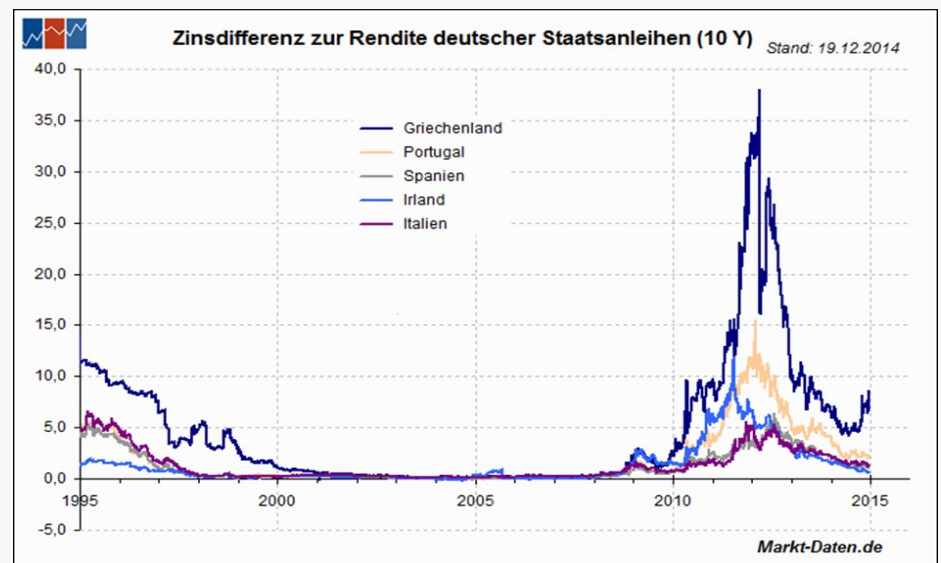
Pojawiły się automatycznie opinie o gigantycznej bańce na rynku obligacji skarbowych i liczone straty, jakie inwestorzy poniosą na skutek nieuchronnego pęknięcia tejże bańki. Powodem jej pęknięcia miała być wysoka inflacja spowodowana działaniem banków centralnych (głównie FED), skupujących aktywa finansowe (zwłaszcza obligacje skarbowe). Minęły 3 lata i bańka nie pękła. **Rentowność 10-letnich obligacji w USA jest na poziomie 1,8%, a inflacja wynosi 0,8%. Rentowność 10-letnich obligacji niemieckich jest na poziomie 0,35%, obligacje krótsze niż 5 lat mają ujemne rentowności, a inflacja w strefie EUR wynosi minus 0,2%. Stopy zwrotu inwestycji w obligacje krajów peryferyjnych takich jak Portugalia, Hiszpania, Irlandia czy Włochy mogą przyczynić o zawrót głowy.** Wykres nr 2 ilustruje zmianę rentowności obligacji 10-letnich Grecji, Portugalii, Hiszpanii, Irlandii i Włoch.

Jeśli spojrzymy na rentowność 10-letnich Portugalskich obligacji skarbowych w styczniu 2012 roku na poziomie

Wykres nr 1. Rentowność 10-letnich obligacji USA i RFN.



Wykres nr 2. Zmiana rentowności obligacji 10-letnich Grecji, Portugalii, Hiszpanii, Irlandii i Włoch.



15% i w styczniu 2015 na poziomie 2,4% i przyjmijmy, że 10-letnia obligacja ma ok. 7 lat duration, i że spadek o 100

punktów bazowych to wzrost ceny o ok. 7%, to spadek rentowności z 15 na 2,4 procenta oznacza 90% wzrost wartości

Wykres nr 3. Obligacja portugalska PGB 4.8 06/15/2020.



Wykres nr 4. Rentowności obligacji 10-letnich tureckich (niebieski), węgierskich (zielony, lewa skala) i polskich (czerwony).



obligacji nie licząc odsetek! Wykres nr 3 prezentuje obligację portugalską PGB 4.8 06/15/2020.

Najniższa cena w styczniu 2012 to 48 EUR, a w styczniu 2015 to 117,80. Stopa zwrotu wynosi 145,4%! Na rodzimym rynku nie było inaczej. Rentowności spadły do najniższych poziomów w historii.

2,1% dla obligacji 10-letnich było nie do pomyślenia jeszcze pół roku temu. **Inwestycja w 10-letnie obligacje skarbowe w 2014 roku przyniosły 20% stopę zwrotu.** Wykres nr 4 przedstawia rentowności obligacji 10-letnich tureckich (niebieski), węgierskich (zielony, lewa skala) i polskich (czerwony).

Teraz najważniejsze pytanie: co dalej? Czy to już koniec, czy potencjał obligacji skarbowych się wyczerpał, czy jeszcze czeka nas może kolejna fala spekulacyjnych zakupów pod jeszcze większy program QE ECB, jeśli ten styczniowy nie zdoła pobudzić inflacji i gospodarki? **Zaryzykuję stwierdzenie, że jednak potencjał spadkowy rentowności się wyczerpał, co nie oznacza, że oczekuję wzrostu rentowności. Uważam, że warto jednak szukać dodatknych stóp zwrotu w innych klasach aktywów. Mam tu na myśli głównie obligacje przedsiębiorstw typu High Yield i spółki, które regularnie płacą dywidendy.** Część środków pozostawiłbym w obligacjach skarbowych na wypadek, gdyby jednak ich potencjał się nie wyczerpał, deflacja utrzymała się dłużej, a ECB okazał się nieskuteczny w swoich działaniach. Wydaje się, że skoro ECB zdecydował się wejść na ścieżkę QE, to ciężko byłoby mu z niej zejść pokonanym, stąd też najprawdopodobniej w takiej sytuacji zwiększyłby program zakupu obligacji sprowadzając rentowności jeszcze niżej.

**Tomasz Bartnicki**

Zarządzający Funduszami Dłużnymi

MetLife Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Okiem Piotra Kuczyńskiego: Trzy styczniowe wydarzenia



Rok 2015 rozpoczął się dość nerwowo. Wpływ na zachowanie rynków (być może nawet w całym roku) miały trzy wydarzenia. **Pierwszym była decyzja ECB.** Okazało się, że bank rynki zaskoczył. Od marca banki centralne będą kupowały obligacje za 60 mld euro miesięcznie, będzie to trwało do września 2016 roku, czyli w sumie będzie to druk 1,14 bln euro. Wcześniej oczekiwano, że pro-

gram będzie miał wartość między 500 a 600 mld euro.

Wartość i czas trwania programu zrobili duże wrażenie na rynkach europejskich. Pamiętano o wyjściu USA z problemów gospodarczych między innymi dzięki podobnemu programowi. Tyle tylko, że wtedy rentowność obligacji amerykańskich była dużo wyższa i było miejsce na spadek – tak nie jest w przypadku Euro-

py. Pamiętano też o tym, że w końcu 2012 roku Japonia uruchomiła taki program, co w ciągu kilku miesięcy podniosło indeks Nikkei o 70 procent, a w ciągu 2 lat o procent 100. Tyle tylko, że w momencie jego uruchomienia indeks Nikkei leżał blisko dna z 2009 roku... **Nie wiemy, czy ten program pomoże gospodarce europejskiej. Pewne jest jednak, że nadmiar pieniądza powinien pomagać europejskim giełdom akcji (w tym polskiemu).**

**Drugim wydarzeniem (co do ważności, a nie czasu) były wybory w Grecji.** Wygrała je lewicowa SYRIZA. Stworzyła koalicję z Niepodległymi Grekami, co daje tej koalicji stabilną większość. Wygrana SYRIZY może - ale nie musi - mieć negatywnych konsekwencji. Tak zresztą zakładały rynki przed wyborami. Najbardziej prawdopodobny jest bowiem scenariusz nowego kompromisu z „trojką”.

Najbardziej prawdopodobny, ale nie jedyny, bo w tle jest Hiszpania i inne państwa, które miały programy oszczędnościowe. Duże ustępstwa „trojki” ośmieliłyby społeczeństwa tych państw do postawienia podobnych żądań rządzącym. Brak ustępstw może doprowadzić do opuszczenia przez Grecję strefy euro. Samo w sobie to dla rynków nie jest groźne. Pod jednym wszakże warunkiem: że Grecja z drachmą nie zacznie sobie stosunkowo szybko radzić lepiej niż z euro, bo to też pokazałoby drogę innym krajom.

To są jedna dość odległe konsekwencje, więc rynki musiały przyjąć, że scenariusz z nowym porozumieniem jest najbardziej prawdopodobny. Giełdy europejskie kontynuowały euforyczne zwwyżki wynikające z decyzji ECB. Problemy mogą się jednak szybko pojawić, jeśli SYRIZA będzie bardzo twarda w swoich żądaniach, a to by akcją zaszkodziło.

**Trzecim wydarzeniem, dla Polski wręcz szokiem, była decyzja szwajcarskiego banku narodowego (SNB).** Obniżył on stopy depozytowe do - 0,75 proc. (z - 0,25 proc.). Nie to było jednak najbardziej istotne. Bank zrezygnował z bronięcia kursu EUR/CHF na poziomie 1,20 CHF. Wprowadził to w 2011 roku w celu przeciwdziałania umacnianiu franka. Powody takiego ruchu były co najmniej dziwne, a sposób przeprowadzenia takiej decyzji wręcz kuriozalny. Nie było najmniejszej próby komunikacji z rynkiem, nikt nie był na taką decyzję przygotowany.

Wpływ decyzji w Polsce był piorunujący. Kurs EUR/CHF spadł w okolice 1 franka za euro, a to doprowadziło do sytuacji, w której kurs CHF/PLN wzrósł w okolice 4,20-4,30 PLN. W czasie pisania komentarza powoli się osuwał. Co może się dzieć dalej? Frank się „odblokował”, więc nadal będzie zastępnikiem złota w chwilach napięcia na rynkach lub w polityce. Jeśli na świecie będzie panował spokój, to frank będzie tracił. Jeśli jednak pojawią się poważne problemy, to frank będzie zyskiwał. **Zakładam jednak, że niedługo SNB będzie interweniował,**

**co chwilowo doprowadzi EUR/CHF w okolice 1,10 CHF. To znaczy, że CHF/PLN ma szansę spaść w okolice 3,90 - 4,00 PLN.**

Jaki wpływ mogą mieć te wydarzenia dla polskiego rynku akcji? Decyzja ECB jest bardzo dla posiadaczy akcji korzystna. Rozpływające się po świecie „nowe” euro musi trafić również na nasz rynek. Na razie podnosiło ceny obligacji. Trafi jednak i na rynek akcji, bo fundamenty (spory wzrost gospodarczy prognozowany w 2015 roku) ściągną kapitał. Dyskusja między Grecją i „trojką” będzie szkodziła umiarkowanie, ale gdyby Grecja opuściła strefę euro, to pojawi się problem.

Jeśli chodzi o kurs franka, to nie będzie miał on wpływu na polską giełdę pod jednym wszakże warunkiem - że politycy nie doprowadzą do wielomiliardowych strat w bankach. W końcu stycznia wydawało się, że będą na tyle rozsądni, żeby nie podjąć decyzji o przewalutowaniu kredytów według kursu sprzed decyzji SNB. Gdyby taka decyzja została podjęta, to akcje banków gwałtownie by stanęły ściągając w dół indeksy.

**Piotr Kuczyński**

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

### Informacje Prawne

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 (t.j.: Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 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.

Właściciel:

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o., ul. Puławska 107, 02-595 Warszawa, [www.xelion.pl](http://www.xelion.pl)