



# BIX

BIULETYN INWESTYCYJNY XELION

# 10

Nr 10/2016 (67)

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

listopad 2016 r.

- **OBLIGACJE KORPORACYJNE**  
Ciekawa alternatywa inwestycyjna
- **BĘDZIE CIEKAWIE**  
Sytuacja polityczna a inwestycje
- **HELICOPTER MONEY**  
O co chodzi?
- **WYBORCZE KONSEKWENCJE  
AMERYKAŃSKICH WYBORÓW**  
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 | Tylko dla orłów...
- 5 | Koniec pewnej epoki
- 6 | Polityka tzw. pieniędzy z helikoptera:  
Przeciąganie cegły przy pomocy gumowej taśmy
- 8 | Okiem Piotra Kuczyńskiego:  
Wyborcze konsekwencje wyborów w USA

Biuletyn Inwestycyjny Xelion Nr 10/2016 (67)



„Biuletyn Inwestycyjny Xelion”

Właściciel:

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

ul. Puławska 107, 02-595 Warszawa

www.xelion.pl

Projekt i skład:

Design &amp; DTP Studio MORENDO

tel. 507 237 561

e-mail: morendo@morendo.com.pl

www.morendo.com.pl

 Dołącz do nas!  
[www.facebook.com/dixelion](http://www.facebook.com/dixelion)

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

Rzeczywistość, zwłaszcza ta polityczna, potrafi zaskakiwać, o czym przekonujemy się niemal co dzień. Wielu tego uczucia doznało również rankiem, 9 listopada 2016 r. To właśnie wtedy świat obiegnęła informacja, że, po zwyciężonej walce wyborczej 45. Prezydentem Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej został Donald Trump, pokonując tym samym reprezentantkę demokratów, Hillary Clinton. Na tę sytuację oczywiście nie pozostały i w dłuższym okresie nie pozostaną obojętne rynki finansowe. I choć kontrowersyjny prezydent elekt obejmie urząd dopiero w styczniu, jego wyborcze obietnice nie są bez znaczenia dla nastrojów inwestorów, którzy – bądź co bądź – pożegnali się z czasem ogromnej politycznej niepewności. W bieżącym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion oczywiście kwestii amerykańskich wyborów nie pominiemy, ale oczami autorów spojrzymy również nieco szerzej na tematykę wpływu polityki na rynki finansowe. Będzie więc nieco i o Brexit, i o Grecji, i o Węgrzech...

A ponadto poruszymy temat obligacji korporacyjnych, w których niektórzy upatrują atrakcyjnych możliwości inwestycyjnych i satysfakcjonujących stóp zwrotu, podczas gdy u innych budzą one zgoła odmienne emocje. Autor postara się odpowiedzieć na pytanie, na co warto zwrócić uwagę mając w perspektywie lokowanie środków w te instrumenty. No i wyjaśnimy, co może przynieść zrzucanie „pieniędzy z helikoptera”.

Życzymy satysfakcjonującej lektury!

Zespół Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o.

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

**Efekt domina - geneza współczesnej gospodarki**  
IX Kongres Inwestycyjny Xelion

# Tylko dla orłów...

**Jakub Taborowicz**

Zarządzający funduszami, Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU S.A.



W minionym kwartale na szczególną uwagę inwestorów zasługują dwie emisje obligacji: francuskiej firmy farmaceutycznej Sanofi oraz niemieckiego producenta wyrobów chemii domowej Henkel. Powodem, dla którego emisje te powinny wzbudzić zainteresowanie jest fakt, że obie zostały uplasowane na rynku z ujemną rentownością: MINUS 0,05%. Obligatariusze, którzy kupili papiery tych firm i skłonni są trzymać je do wykupu zagwarantowali sobie niewielką, ale pewną stratę pieniędzy.

Przyczyną, dla której rentowności obu papierów osiągnęły tak surrealistyczne poziomy jest zobowiązanie się Europejskiego Banku Centralnego do skupu obligacji nie tylko rządów państw członkowskich strefy Euro, ale również przedsiębiorstw mających swoje siedziby na wspólnym rynku waluty Euro.

Współzawodnictwo inwestorów z Bankiem Centralnym powoduje, że - aby zapewnić sobie odpowiedni poziom zwrotu z zainwestowanych środków w środowisku sztucznie zaniżonych stóp procentowych - muszą oni podejmować ryzyka, których do tej pory unikali, w ilości, którą do teraz uznawali za nadmierną. W tej sytuacji gwałtowne wycofanie się czynnika deformującego rynki - może doprowadzić do gwałtownych dostosowań cenowych, które na jakiś czas nieproporcjonalnie powiększą poziom strat, a nawet wymuszą na nim zamknięcie pozycji po skrajnie niekorzystnych kursach. Przy-

kład takiego zdarzenia mieliśmy w kwietniu 2015 r., kiedy to niemiecka obligacja dziesięcioletnia wyrwała się z poziomu 0% do 1%, a za nią podążyły rynki obligacji przedsiębiorstw.

Z tego powodu ogromnej wagi nabierają czynniki doboru funduszy inwestujących w papiery korporacyjne. Skłaniając się ku takiej inwestycji, należy przede wszystkim zwrócić uwagę, czy fundusz dostatecznie dywersyfikuje lokaty pod względem ilości papierów w portfelu, sektorów rynku oraz regionu geograficznego (działania banku centralnego). Kolejno należy wnikliwie przeanalizować kompozycję portfela pod względem płynności i jakości kredytowej aktywów w nim zgromadzonych. Duża ilość mało płynnych lub niepłynnych papierów może doprowadzić do zawieszenia wypłat i w konsekwencji do niepotrzebnego stresu i niekontrolowanych strat. Szczególną uwagę powinna zwrócić też potencjalna możliwość zastosowania strategii za-

bezpieczających przed wzrostem stopy procentowej, które może stosować fundusz. Równie istotne jest też to, czy poziom kosztów z tytułu zarządzania nie zbliża się niebezpiecznie do poziomu stóp zwrotu oferowanych w danym momencie przez rynki - skłaniając zarządzających do podejmowania nadmiernie ryzykownych strategii.

Reasumując: rynek obligacji korporacyjnych nie rozpieszcza szczególnie wysokimi stopami zwrotu, a rozwój sytuacji na nim zależy w dużej mierze od działań banków centralnych. Mimo to stanowi on dosyć atrakcyjną alternatywę dla inwestorów długoterminowych z rynku papierów skarbowych mających skłonność do podejmowania podwyższonego ryzyka lub takich, którzy poszukują ekspozycji na wyniki przedsiębiorstw, a chwilowo lub na dłużej nie chcą angażować się na rynku akcji. Należy jednak dołożyć szczególnej staranności w celu wyboru właściwych wehikułów do realizacji naszych strategii. Nie ma wątpliwości, że na rynku korporacyjnych papierów dłużnych nastał czas dla doświadczonych i mądrych inwestorów o przemyślanych strategiach inwestycyjnych.

A wracając do bohaterów z początku naszych rozważań - należy mieć nadzieję, że to co pozostanie inwestorom, którzy kupili obligacje Henkel-a i Sanofi, nie będzie wyłącznie poczucie satysfakcji z użycia produktu pierwszej z nich do solidnego wyprania spodni, naturalnie po zażyciu leku zapobiegającego zawałowi serca tej drugiej.

*Rentowności rynków korporacyjnych w porównaniu z rynkami wzorcowych papierów skarbowych.*



Źródło: Bloomberg

# Koniec pewnej epoki

**Grzegorz Zatoryb**

Zarządzający Funduszami, Skarbiec Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



Jeszcze kilka lat temu twierdzenie, że polityka ma jakieś wielkie znaczenie dla rynków finansowych można by dość łatwo zakwestionować. Oczywiście, wyniki wyborów były pilnie śledzone, bo lewicowość bądź prawicowość zwycięzcy przekładała się potem na politykę gospodarczą. Diabeł tkwi w szczegółach i po głębszej analizie okazywało się, że w efekcie różnice wcale nie są takie duże. Partie polityczne były przewidywalne i rynki zakładały pewien poziom odpowiedzialności. Jednym słowem: nuda. **Od kilku lat ta wygodna dla rynków sytuacja zaczęła ulegać zmianie. Na znaczeniu zaczęli zyskiwać politycy, którzy zasady przyjęte do tej pory za święte kompletnie lekceważyli.**

Zwycięstwo Orbana na Węgrzech nie zrobiło specjalnie na nikim wrażenia, zwłaszcza że polityk ten bardzo zręcznie prowadzi narodową narrację w kraju i europejską w Brukseli. Także grecka Syriza nie stała się dla rynków szczególnym powodem do zmartwienia. Po krótkim zamieszaniu i absurdalnym referendum grecki rząd usiadł do stołu rozmów

z międzynarodowymi instytucjami dokładnie tak samo jak jego poprzednicy. Zmiana władzy w Polsce, pomijając decyzję jednej z agencji ratingowej, przeszła z punktu widzenia globalnych inwestorów niemal niezauważona. Wszystko uległo zmianie, gdy Brytyjczycy zagłosowali za opuszczeniem Unii Europejskiej. Jak wiadomo, głos ludu jest nieprzewidywalny, ale sam pomysł referendum powstał jako narzędzie walki między frakcjami w Partii Konserwatywnej. **Tak naprawdę jednak najważniejsze jest to, że Brexit rozpoczął nową epokę zupełnie nieprzewidywalnej polityki, która wydaje się nie brać pod uwagę realiów gospodarczych.** Może to stwierdzenie przesadzone w przypadku amerykańskich wyborów prezydenckich, ale znaczenie tego kraju i tego, kto stoi u jego steru, w pełni kompensuje tę przesadę, gdy chcemy ocenić wpływ listopadowego głosowania na globalne rynki finansowe.

Zwycięstwo Donalda Trumpa Niezależnie od propozycji przedstawianych przez oboje liczących się kandydatów na urząd prezydenta USA, zwycięstwo Donalda Trumpa wstrząsnęło rynkami finansowymi. Budzi on poważne wątpliwości także wewnątrz swojej własnej partii już teraz. W przyszłości może to oznaczać brak wsparcia ze strony republikańskich kongresmenów i senatorów, co niezwykle skomplikuje sytuację nowego prezydenta. To co wydaje się być prawie pewne, to zaostrenie polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, która będzie musiała kompensować

znacznie luźniejszą politykę fiskalną. Oznacza to mocniejszego dolara, co już zaczęliśmy obserwować. W przypadku rynków akcji należy spodziewać się wzrostów w horyzoncie końca roku – inwestorzy odetchną z ulgą, że okres niepewności jest już za nimi, a podatkowe i inwestycyjne obietnice prezydenta elekta też zrobią swoje. Odwrotną sytuację możemy obserwować w przypadku rynku stopy procentowej. Po wzrostach rentowności tuż po wyborach, co będzie efektem oczekiwań na stymulację fiskalną i wzrost stóp Fed, w 2017 roku sytuacja ulegnie pewnej normalizacji.

Jednak prawdziwe zamieszanie może wywołać polityka europejska. Brexit jest w zasadzie w toku, choć krążą teorie, iż brytyjski Parlament go powstrzyma. Czekają nas wybory i referenda w różnych krajach Unii Europejskiej. Największe zamieszanie

mogą spowodować zmiany polityczne w Niemczech. Wcześniej jednak zobaczymy, jak skończy się powtórka wyborów prezydenckich w Austrii. Będzie to swoisty papierek lakmusowy dla poziomu nastrojów antyunijnych w starych państwach UE. Unia jest w tej chwili podzielona jak nigdy do tej pory: wokół kwestii imigrantów i samej formuły, która jest kwestionowana między innymi przez polski rząd.

**Przez globalną politykę przechodzi fala zmiany. Następuje radykalizacja, wypracowany przez lata system kompromisów i gentlemen's agreements przestaje obowiązywać.** Nie oceniam, czy kierunek tej zmiany jest dobry, ale nigdy żadna zmiana w trakcie swojego trwania nie była dobra dla gospodarek i tym bardziej dla rynków finansowych. Nie lubią one zmian, zaś biznes kwitnie w stabilnym otoczeniu. Idą ciekawe czasy.



# Polityka tzw. pieniędzy z helikoptera: Przeciąganie cegły przy pomocy gumowej taśmy

**Robert Christian**

Starszy Dyrektor Zarządzający, Dyrektor ds. Badań, K2 Advisors, Franklin Templeton Solutions • 28 października 2016 r.



Koncepcja bezpośredniego rozdawania pieniędzy obywatelom w celu wydobycia gospodarki z głębokiej recesji jest formułowana przez teoretyków już od wczesnych lat 30. ubiegłego wieku. Wpływowi brytyjski ekonomista, John Maynard Keynes, proponował wręcz zakopywanie gotówki w opuszczonych kopalniach węgla, którą

później mogliby „wydobywać” bezrobotni górnicy. Amerykański ekonomista Milton Friedman metaforycznie mówił o zrzućaniu pieniędzy z helikopterów wprost pod nogi obywateli — stąd wzięty się potoczny „pieniądze z helikoptera”. Pomysł ten omawiał nawet były szef Rezerwy Federalnej USA (FEDu) Ben Bernanke w 2002 r. (zyskując przydomek „Helikopterowego Bena”), który sugerował jego bardziej praktyczną realizację w formie ulg podatkowych.

Na początku minionego lata dużo mówiło się o planach uruchomienia programu tego typu przez Bank Japonii (BJ). Choć japoński bank centralny ostatecznie zdecydował się na zakrojone na mniejszą skalę i bardziej tradycyjne poluzowanie polityki

pieniężnej, BJ zapowiedział jednocześnie „kompleksowy przegląd” polityki w nadchodzących miesiącach, co prawdopodobnie oznacza przyjęcie bardziej agresywnej taktyki. Niezależnie od kierunku obranego przez japoński bank centralny tej jesieni, przypuszczam, że jeżeli światowa gospodarka wciąż będzie tkwić na deflacyjnej mieliźnie, rozmowy na temat metaforycznych helikopterów będą coraz głośniejsze.

Niektórzy obserwatorzy mogą sugerować, że pieniądze w zasadzie już teraz są zrzucane z nieba, ponieważ właśnie tak można zinterpretować wydrukowanie 4 bln USD przez FED, BJ i Europejski Bank Centralny od 2008 r., a dalsze poluzowanie polityki przez banki centralne poprzez bezpośrednie zasilenie

portfeli obywateli nowym pieniądzem oznaczałoby w dużej mierze to samo, czyli stymulowanie wzrostów cen aktywów o wyższym ryzyku oraz wypychanie inwestorów na wyższe obszary krzywej ryzyka, ale jednocześnie nie zapewniłoby znaczącego wzrostu inflacji czy przyspieszenia wzrostu gospodarczego.

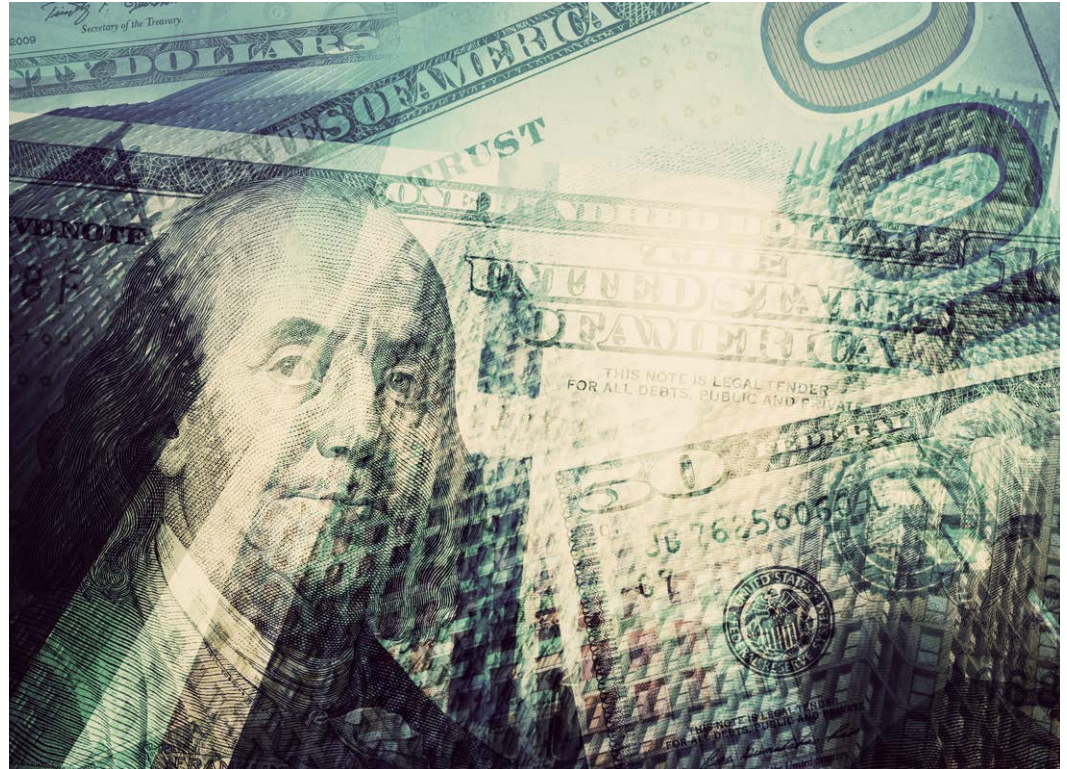
Uważam jednak, że różnica jest zasadnicza. Wprawdzie podzielałam pogląd, że takie działania nie przyniosłyby większych efektów w postaci długofalowego pobudzenia wzrostu gospodarczego, ale sądzę jednocześnie, że „pieniądze z helikoptera” wyraźnie różniłyby się od polityki prowadzonej dotychczas przez banki centralne. **Pieniądze pompowane dotychczas na rynki to w zało-**



zeniu pożyczka, którą pewnego dnia trzeba będzie spłacić, w odróżnieniu od bezpośredniego zasilania rynków „darmowym” pieniądzem, które nie rodzi żadnych dalszych zobowiązań.

Banki centralne rzeczywiście już wcześniej tworzyły pieniądze z niczego (czy też z pikseli komputerowych monitorów) w ten sam sposób co w przypadku „pieniędzy z helikoptera”. Środki pochodzące z dotychczasowego poluzowania ilościowego były jednak przeznaczone na zakup obligacji rządowych przy założeniu, że rząd pewnego dnia spłaci te zobowiązania. Przykładowo, FED ma w swym bilansie papiery skarbowe o wartości 2,5 bln USD, które powinny być spłacone przez rząd w terminie wykupu. W najbliższej przyszłości, w zależności od oceny kondycji gospodarki, FED może (i prawdopodobnie będzie) jednak reinwestować pozyskiwane w ten sposób środki w nowe obligacje, zachowując ciągłość cyklu. Nie zmienia się jednak podstawowe założenie, że bank centralny pewnego dnia odzyska swoje pieniądze w całości.

**Hipotetyczny program „pieniędzy z helikoptera” wiązałby się z transakcjami innego rodzaju. Pieniądze drukowane przez bank centralny byłyby przekazywane przy jednoznacznie sformułowanym za-**



**łożeniu, że nigdy nie zostaną spłacone i wycofane z obiegu.**

Mechanika tego procesu mogłaby być znacząco zróżnicowana i prawdopodobnie nie obejmowałaby wyrzucania pieniędzy z helikopterów (choć mógłby być z tego interesujący materiał dla telewizji). Realnie taki program mógłby oznaczać emisję obligacji rządowych o zerowym dochodzie i nieograniczonym czasie trwania. Niezależnie od struktury takich działań, przekaz byłby ten sam: bank centralny po prostu podarowałby gotówkę obywatelom, a pieniądze wpompowane na rynek byłyby naprawdę darmowe.

Niektórzy branżowi obserwatorzy sugerują, że taka dynamika już jest widoczna w realizowanych obecnie programach poluzowania ilościowego, a eksperymenty, które w założeniu miały być tymczasowe, nigdy nie zostaną zakończone.

Światowe banki centralne najwyraźniej rzeczywiście nie spieszą się z wstrzymywaniem skupu papierów w ramach poluzowania ilościowego i taki komunikat jest obecnie wysyłany na rynek, jednak sądzę, że rzeczywiste zasilanie rynków darmowym pieniądzem niosłoby za sobą znacząco odmienny przekaz. Gdyby banki centralne

zaczęły dosłownie drukować pieniądze, czyli zrezygnowałyby z konwenansów i pozorów inżynierii finansowej, jak ma to miejsce w przypadku dzisiejszego poluzowania ilościowego, przyznając, że ich zamiarem jest po prostu drukowanie pieniędzy, sądzę, że sytuacja uległaby znaczącej zmianie. Świat otrzymałby wówczas całkowicie odmienny i niezbyt konstruktywny, w mojej ocenie, komunikat. Mówi się, że czasy desperacji wymagają desperackich działań. Zrzucanie pieniędzy z helikoptera byłoby modelowym przykładem desperackiej polityki pieniężnej.

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 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: Wyborcze konsekwencje wyborów w USA



## Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

Przede wszystkim na początku powiem, że nie wiem, kto wygra te wybory, a tekst piszę na 5 dni przed wyborami. Nie czekam na same wyniki, bo od 9 listopada przez tydzień będę na urlopie i nie będę mógł niczego napisać. Omówię więc dwa możliwe przypadki.

Owszem, sondaże sprzyjają Hillary Clinton, ale ostatnio sondaże (vide referendum w Wielkiej Brytanii) bardzo się mylą, a w wielu krajach głosują ci obywatele, którzy nigdy nie głosowali. Poza tym różnica między kandydatami jest niewielka. Znający system wyborczy w USA komentatorzy twierdzą, że gra idzie o kilka tzw. swing states, ale ja mam duże wątpliwości co do tego, czy dawne podziały nadal w tych wyborach będą obowiązywały.

Uważam, że wszystko jest nadal możliwe. Wyniki poznamy dopiero w środę, 9 listopada, a i to nie wiadomo, bo jeśli różnice między rywalami będą niewielkie, to można oczekiwać

odwołań, a nawet wyroku Sądu Najwyższego za kilka tygodni. Poza tym, nawet jeśli wygra Clinton, to nie wiadomo, czy zwolennicy Trumpa się z tym wynikiem wyborów pogodzą i czy nie doprowadzą do rozruchów granicznych z mini-rewolwą.

Jakie mogą być konsekwencje wyborów dla rynków finansowych? Dużo łatwiej jest stawiać prognozę w przypadku wygranej Hillary Clinton, mimo tego, że jest określana mianem „ulubionego wroga Wall Street”. W dłuższym terminie może być różnie, bo prezydent Clinton będzie miała bardzo „pod górkę”, ale nam chodzi o krótki termin, czyli to, co będzie się działo do końca roku.

Co prawda, w takiej sytuacji Fed z pewnością podniesie w grudniu stopy procentowe, ale to już jest dawno przez rynki zdyskontowane. Wygrana Clinton otwierałaby drogę do tzw. „rajdu św. Mikołaja”, czyli prawdę mówiąc po prostu kończącego rok windows dressing (strojeniu okien wystawowych). Indeksy na giełdach powinny w końcu roku zyskiwać, a niemiłe niespodzianki (na przykład problemy banków europejskich) zostałyby przełożone na kolejny rok.

Jakiś problem mam z GPW. Do 31 października zachowywała się nieźle, a indeksy weryfikowane przez analizę techniczną dawały sygnał kupna. Blisko trzyprocentowe spadki 2 listopada trudno uzasadnić tylko i wyłącznie tym, że Hillary Clinton zaczęła tracić w sondażach. Spadki naszych indeksów były zdecydowanie za duże.

Widoczna słabość polskiego rynku mogła sygnalizować, że wpływ miały również plany polityków co do opodatkowania funduszy typu FIZ. Opisywać problemu nie będę, bo można sobie o tym przeczytać np. tutaj: [www.pb.pl/4644918,38684,pis-strzela-z-armaty-do-tfi](http://www.pb.pl/4644918,38684,pis-strzela-z-armaty-do-tfi), a jeśli spojrzysz się na tabelkę (<http://tiny.pl/gc782>), to gołym okiem widać, jaki byłby to problem dla naszych towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Zakładam, że dojdzie tylko do opodatkowania funduszy zamkniętych aktów niepublicznych, ale jeśli się mylę i opodatkowane zostaną wszystkie FIZ-y, to giełda dostanie znowu potężne uderzenie.

Rząd szuka dodatkowych dochodów, więc do końca z opodatkowania FIZ się nie wycofa. To poszukiwanie dochodów widać wyraźnie w planach zmian akcyzy na samochody. Teoretycznie będzie to prezent dla bogatych i uderzenie w lektorat PiS, czyli uboższych Polaków, ale przyniesie budżetowi ponad pół miliarda złotych. Mało, ale jak widać i to się liczy (bo nie wierzę w powody ekologiczne planowanych zmian).

A co się stanie, jeśli wygra Donald Trump? Widziałem nawet prognozę 10-wariantową. Takiej nie zrobię, ale dwa warianty opiszę. Pierwszy jest przede mną preferowany. Na początku należy liczyć się z bardzo negatywnymi, pierwszymi reakcjami rynków. Podobnie było po referendum w sprawie Brexitu.

Potem bardzo wiele zależałoby od tego, kim obsadzone zostaną stanowiska w administracji i kto

wygra wybory do Kongresu USA. W końcu zapewne górę weźmie oczekiwanie na działanie amerykańskiego systemu „checks and balances”, który powinien dać sobie radę nawet z tak dziwnym prezydentem. Dlatego też zakładam, że w przypadku przelicytowania dość szybko (znowu tak jak w przypadku referendum w UK dwa, trzy dni) należałoby akcje i dolara kupować, a sprzedawać drożące złoto. Ten wariant zakłada więc też rajd końca roku, z małą przerwą tuż po wyborach. Potem jednak zaczną się schody. Wszystko będzie zależało od tego, czy Trump będzie chciał i mógł zrealizować swoje (w wielu aspektach katastrofalne dla świata) obietnice przedwyborcze. O tych konsekwencjach pisałem już w swoich poprzednich tekstach, więc zachęcam do ich przeczytania.

Są komentatorzy polityczni, którzy uważają, że system amerykański z Trumpem sobie rady nie da, a jego działania (choćby nawet tylko jego wypowiedzi jako prezydenta USA) będą niezwykle szkodliwe dla świata. Inaczej mówiąc, negują moją tezę, zgodnie z którą amerykański system „checks and balances” da sobie radę z pomysłami Trumpa – po prostu je zablokuje.

Jeśli ci „negacjoniści” mają rację, to po wyborze Trumpa i po początkowych spadkach należałoby zagrać na wzrosty indeksów, a od nowego roku szykować się na dużą bessę i w końcu na użycie „helicopter money”. Problem w tym, że dopóki nie spróbujemy, to nie będziemy wiedzieli, czy rację mają „negacjoniści”, czy wierzący w system amerykański...



# 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.