


- 
- OFE Wpływ na GPW
  - KLUCZOWE PYTANIE  
W co inwestować, by ograniczyć ryzyko?
  - OBLIGACJE  
Perspektywy
  - HOSSA DONALDA TRUMPA  
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)

## SPIS TREŚCI

- 4 | Czy warszawska giełda uzależniona jest od losu OFE?
- 5 | Obligacje, lokata, złoto czy...? W co dziś powinien lokować inwestor z dużą awersją do ryzyka?
- 6 | Obligacje – perspektywy
- 8 | Okiem Piotra Kuczyńskiego:  
Hossa Donalda Trumpa

Biuletyn Inwestycyjny Xelion Nr 11/2016 (68)



„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

 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



*Niech radość i pokój Świąt Bożego Narodzenia  
przepełnią cały nadchodzący rok.  
Niech nowe dni przyniosą nadzieję  
oraz spełnienie marzeń i ambicji,  
a dokonywane wybory  
staną się przyczyną wielu sukcesów.  
Wyłącznie wyjątkowych chwil  
i niekończącej się satysfakcji w Nowym Roku.*

Zespół Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o.

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



 **Xelion**  
Dom Inwestycyjny

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

# Czy warszawska giełda uzależniona jest od losu OFE?

**Daniel Zegadło**

Zarządzający funduszami, Noble Funds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



Akumulacja kapitału i jego stabilność jest często postrzegana jako klucz do stabilnego rozwoju gospodarczego. Baza oszczędno-

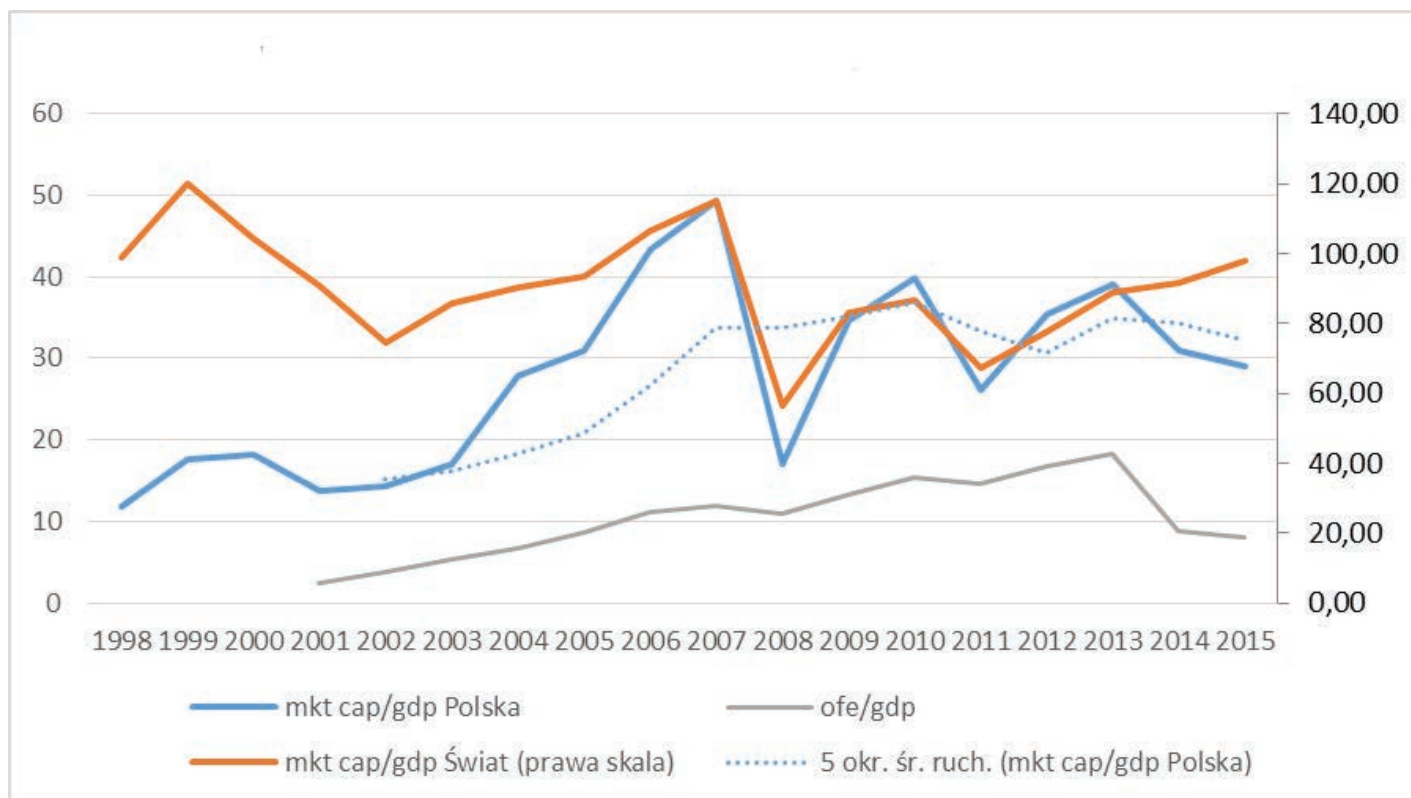
ści pełni tu kluczową rolę. Wzrost bazy długoterminowych oszczędności przekłada się na stabilną bazę dostępnego finansowania. Wzrost gospodarczy zależy od poziomu oszczędności, ale także od sprawności mechanizmów ich transferu do inwestycji. Rolę pośrednika w wymienionym transferze pełni rynek finansowy i kapitałowy. Od kondycji wspomnianych rynków zależy efektywność dystrybucji środków od oszczędzających do tych, którzy środków potrzebują. Dodatkowo, rynek kapitałowy pozwala na najbardziej rozsądną dystrybucję kapitału poprzez użycie go w in-

nowacyjny i efektywny sposób. Proces ten pozwala na obniżenie kosztu dostępnego finansowania. Źródła i struktura oszczędności odpowiada za jego stabilność. Rynek prywatnych funduszy emerytalnych jest właśnie takim stabilnym źródłem kapitału finansowego, a giełda częścią mechanizmu jego transferu do inwestycji.

Wpływ środków zgromadzonych w funduszach emerytalnych na sytuację na GPW można analizować w krótkim oraz długim okresie. W perspektywie krótkoterminowej każda zmiana, która

wpływa na zmianę ilości środków w OFE, będzie wpływała na płynność na parkiecie. Już od przełomu lat 2013-2014, kiedy nastąpiła pierwsza rewizja systemu emerytalnego, widać spadek kapitalizacji krajowych spółek w stosunku do PKB. Jednocześnie podobny spadek obserwujemy w wielkości prywatnego sektora ubezpieczeń społecznych w stosunku do PKB. Podobieństwo tendencji nie jest warunkiem wystarczającym do tego, by stwierdzić, że istnieje tu związek przyczynowo skutkowy. Jednakże, gdy analizujemy te dane w porównaniu do zmian kapitalizacji giełd na świecie

Wielkość funduszy emerytalnych oraz kapitalizacja krajowych spółek, %PKB



Źródło: stats.oecd.org, <http://data.worldbank.org>, obliczenia własne.



(w stosunku do PKB), to okres od rozpoczęcia procesu „likwidacji” OFE wyłamuje się z poprzedniej korelacji z rynkami światowymi (Wykres). Mniejsza stabilność krajowego rynku uwzględniona w wycenie spółek (de-rating), spowodowana zmianami w systemie emerytalnym, jest po części wytłumaczeniem tej rozbieżności.

Nie ma wątpliwości, że przeniesienie części aktywów do ZUS oraz zmniejszenie składki trafiającej poza pierwszy filar ubezpieczenia, zostało odebrane przez rynek negatywnie. Ze względu na niską składkę, krytykę OFE, brak możliwości ich reklamowania oraz tzw. „suwak” aktywa w zarządzaniu OFE już się kurczą. Projekt przeniesienia 25% aktywów do Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD) nie powinien mieć istotnego znaczenia dla krajowego parkietu w krótkim terminie. Efekty podaży-popytowe mogą pojawić się w chwili, gdy Polski Fun-

dusz Rozwoju (mający zarządzać przejętymi przez FRD aktywami) upłyniałby akcje w celu użycia środków do uzupełnienia deficytu Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. Większe zmiany popytu netto na walory notowane na warszawskiej giełdzie mogłyby się pojawić, gdyby reforma polegała na przejęciu przez Skarb Państwa większej części aktywów OFE, które powodowałyby ustawy wymóg ogłoszenia wezwania do sprzedaży akcji. Ponieważ wątpliwe jest, by przy tak napiętej sytuacji budżetowej, Skarb Państwa chciał dokupować akcje, najprawdopodobniej stanąłby po stronie podaży. Z kolei pozytywny wpływ na rynek giełdowy będzie miała reforma, która powodowałaby, że do rozwijanego drugiego i trzeciego filaru ubezpieczeń, za sprawą silnych zachęt dla przyszłych emerytów, trafiałyby większy strumień oszczędności niż obecnie.

W długoterminowej perspektywie korzyści z większego udziału fun-

duszy prywatnych w tworzeniu przyszłego kapitału emerytalnego są bezsprzeczne. Długoterminowe cele funduszu wymuszają poprawę jakości zarządzania w spółkach, którym udzielają kapitału czy to w formie obligacji, czy akcji. Po drugie, sprawność (płynność) rynku kapitałowego wymusza najbardziej efektywną alokację. Duży i efektywny rynek kapitałowy poprawia innowacyjność nie tylko rynku finansowego, ale także gospodarki. Prowadzi to w efekcie do poprawy konkurencyjności gospodarki na zewnątrz oraz poprawy wewnętrznego rynku pracy i zamożności społeczeństwa.

Wyплаты przyszłych emerytur poza pierwszym filarem są uzależnione od zgromadzonych składek. Mniejszy udział państwowego systemu w wypłacie przyszłych świadczeń poprawia stabilność systemu. Transformacja w kierunku bardziej zdywersyfikowanego systemu jest

w krótkim terminie kosztowna dla obecnych pokoleń, ale korzystna w perspektywie długofalowej. W sytuacji, w której tendencje demograficzne są niekorzystne, a rewaloryzacja kont jest zazwyczaj wyższa od przyrostu składek, nie da się uniknąć powiększania deficytu FUS. Wzrost tego deficytu powoduje wzrost deficytu budżetowego, co prowadzi do większej emisji papierów skarbowych i w końcu do wzrostu ich rentowności. Wzrost zadłużenia Skarbu Państwa i rentowności obligacji skutkuje procesem „wypychania” sektora prywatnego, co z kolei podraża i utrudnia mu pozyskanie kapitału finansowego. W efekcie zmniejsza się wzrost gospodarczy i wpływy do budżetu. Giełda może się rozwijać dzięki innym czynnikom, lecz brak zdywersyfikowanego systemu emerytalnego na pewno nie będzie pozytywnie wpływał na los krajowego parkietu.

# Obligacje, lokata, złoto czy...?

## W co dziś powinien lokować inwestor z dużą awersją do ryzyka?

**Kamil Cisowski**

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



Rok 2016 r. jest z rynkowego punktu widzenia wyjątkowy pod wieloma względami – jeden z najgorszych początków w historii przerodził się w hossę, która zaprowadziła amerykańskie indeksy na nowe szczyty oraz pozwoliła giełdom krajów Emerging Markets przełamać kilkuletni trend spadkowy. Dwa najważniejsze wydarzenia polityczne – brytyjskie referendum i amerykańskie wybory – zakończyły się olbrzymimi niespodziankami, a mimo to stawały się okazją do zakupów. Niemal każda z tez stawianych przez ekonomistów 12 miesięcy temu została ośmieszona w widowiskowy sposób.

Dla wielu inwestorów z dużą awersją do ryzyka ten rok był bardzo ciężki – po styczniowym załamaniu uciekali z rynków akcji, omijając tym samym silne wzrosty w kolejnych miesiącach, a gdy wydawało się, że sytuacja na rynku staje się coraz spokojniejsza, uderzył w nich wybór Donalda Trumpa na prezydenta USA – katalizator przecen globalnych obligacji oraz akcji rynków

wschodzących. Jest kilka lekcji, które każda taka osoba powinna wyciągnąć.

Po raz kolejny widać, jakim nieporozumieniem jest traktowanie złota jako alternatywy dla obligacji czy lokat. **Inwestycje w metale szlachetne mogą być traktowane jako źródło dywersyfikacji dzięki niskim (i zmiennym) korelacjom z innymi aktywami, ale ich zmienność bywa okresowo znacznie większa niż rynków akcji – tylko i wyłącznie dla nich mogą być substytutem.**

Obligacje, szczególnie przy historycznie wysokich wycenach, także mogą przynosić straty.

Mieliśmy ponad dwa lata, żeby zapomnieć, czym jest inflacja, ale wystarczyło nawet blade widmo jej powrotu, by w ciągu dwóch tygodni zrównoważyć miesiące umocnienia. **Dlatego warto dzielić swój portfel dłużny w taki sposób, by znalazło się w nim miejsce zarówno dla ryzyka stopy procento-**

**wej (obligacje skarbowe), jak i kredytowego (dług korporacyjny).**

Ceny akcji mogą rosnąć nawet przy słabnącym wzroście, niespodziewanych wydarzeniach politycznych, zarówno po ośmiu latach hossy (USA), jak i pięciu latach niemal nieprzerwanego spadków (Brazylia, Rosja). **Szybkie i częste zmiany alokacji w akcje to najprostszy sposób dla inwestora detalicznego, by zmniejszać swoje oszczędności, szczególnie w okresach bardzo wysokiej zmienności, która towarzyszy ważnym wydarzeniom politycznym.** Sprzedaż akcji po brytyjskim referendum była najgorszą de-

profesjonalnych, którzy też niekoniecznie dobrze sobie z nim radzą – wystarczy przyrzeć się wynikom funduszy hedgingowych w ostatnich latach. **Inwestor, który nie toleruje strat, nie ma alternatywy dla lokat i funduszy pieniężnych, a jeżeli chce zarabiać więcej, nie powinien nigdy zamykać się w ramach jednej strategii, niezależnie od jej wyników historycznych.** Do drastycznej zmiany perspektyw rynkowych nie są niezbędne wielkie wydarzenia – czasem wystarczy zmiana otoczenia regulacyjnego, o czym dobitnie przypominał zgłoszony w listopadzie radykalny pomysł opodatkowania funduszy zamkniętych.



czyją, jaką mogliśmy podjąć w tym roku.

Opinie na temat poszczególnych funduszy, klas aktywów czy regionów, w których należy inwestować, mogą zmieniać się na przestrzeni dni, a bardzo aktywne inwestowanie powinno pozostać domeną inwestorów

To powiedziawszy, wydaje się, że fundusze polskich obligacji skarbowych powinny być w 2017 r. ciekawą inwestycją dla każdego ostrożnego inwestora. Przy rentownościach 10-latek bliskich 4%, mikroskopijnym szansom na podwyżkę stóp w ciągu najbliższych 12 miesięcy oraz przewartościowaniu oczekiwań na powrót inflacji i podwyżki w USA, bilans ryzyk do potencjalnego zysku wydaje się atrakcyjny. Dodatkowym czynnikiem, który warto wziąć pod uwagę, jest rosnąca ochota rządu, by wyciągnąć rękę po resztę środków OFE. Taki krok byłby olbrzymim zagrożeniem dla lokalnego rynku akcji, ale wystarczy przypomnieć sobie zachowanie obligacji skarbowych w 2014 r., by zobaczyć jego potencjalny wpływ na wycenę polskiego długu.

# Obligacje – perspektywy

**Marek Kuczalski**

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



prezydenckich spowodowała trzęsienie ziemi na rynkach finansowych, doprowadzając do znaczącej przeceny obligacji na całym świecie. Inwestorzy zaczęli obawiać się zwiększonych wydatków fiskalnych, które zostaną sfinansowane obniżką podatków oraz niewątpliwie zwiększonymi emisjami obligacji. Ekonomiści zaczęli zmieniać swoje prognozy, szacując iż **zarówno wzrost PKB jak i inflacja przyspieszą w najbliższych latach.**

Typowo wzrostowi inflacji towarzyszy wzrost rentowności.

Powoduje to, że obligacje inflacyjne zyskują na rosnącej inflacji, ale tracą na duration. Przy krótszym duration, negatywny efekt jest zminimalizowany – **inwestorzy zyskują na rosnącej inflacji, przy ograniczonym ryzyku stopy procentowej.**

Wartość dostępnych obligacji indeksowanych inflacją od lat systematycznie rośnie, zwiększając spektrum potencjalnych inwestycji. Największą część stanowią instrumenty emitowane przez Stany Zjednoczone i Wielką Brytanię, jednakże od

lat zwiększa się udział obligacji zarówno z pozostałych rynków rozwiniętych jak i z rynków wschodzących.

Obligacje indeksowane inflacją są instrumentami o specyficznej konstrukcji. Wartość nominalna obligacji jest co miesiąc korygowana o zmianę inflacji w ostatnim okresie. **Czym wyższa miesięczna inflacja, tym większa zmiana wartości nominalnej papieru dłużnego.** Z reguły nominal jest aktualizowany o wskaźnik CPI (inflację konsumencką), jednakże stosuje się także inne miary inflacji.

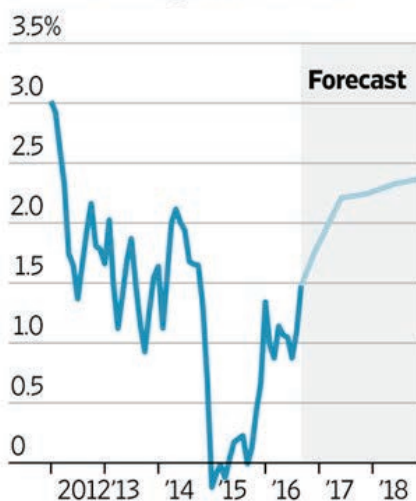
Miniony miesiąc był wyjątkowo emocjonujący na rynku instrumentów dłużnych. Wygrana Donalda Trumpa w wyborach

Prognozy wzrostu PKB, inflacji oraz stóp procentowych.

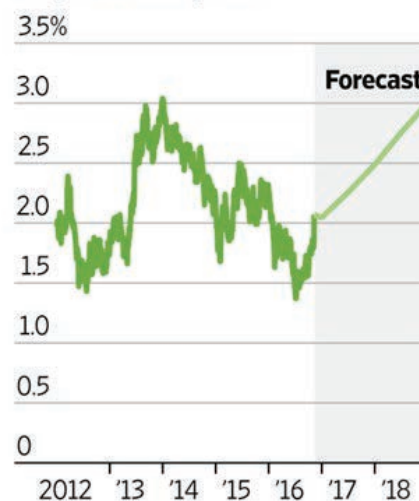
## Annual change in real GDP



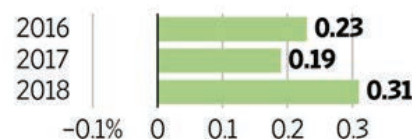
## Annual change in inflation



## 10-year bond yield

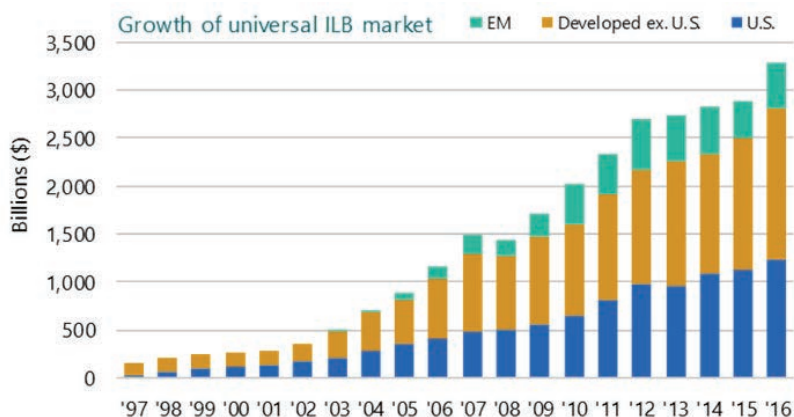


## Postelection Forecast Change

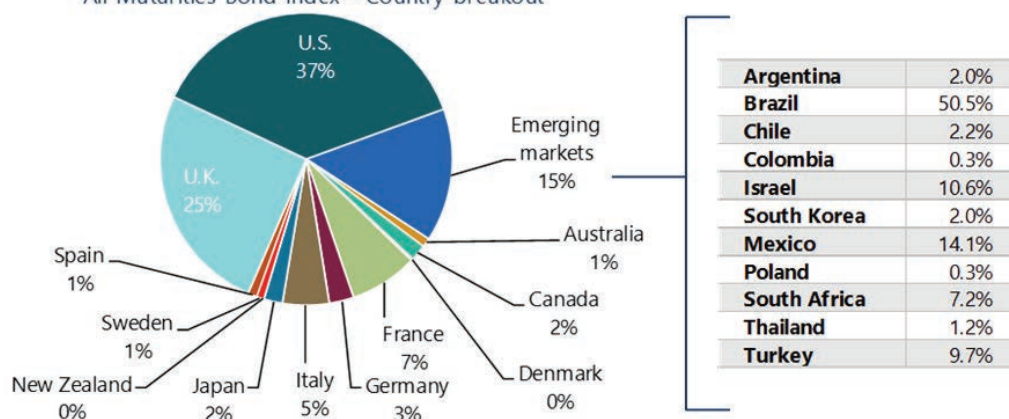


Źródło: The Wall Street Journal

Rynek obligacji indeksowanych inflacją.

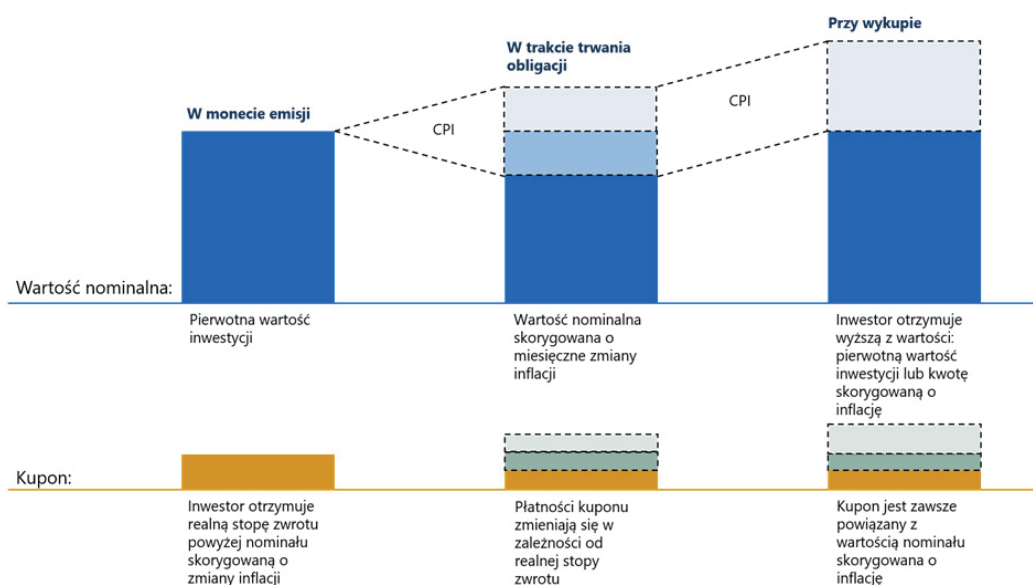


Barclays Universal Government Inflation-Linked All Maturities Bond Index - Country breakout



Źródło: PIMCO

Obligacje indeksowane inflacją, zabezpieczenie nominalu i wypłacanych kuponów.



Źródło: PIMCO

Z uwagi na fakt, iż kupon jest naliczany w oparciu o wartość nominalną obligacji, **czym wyższa zindeksowana wartość nominalna obligacji tym wyższy naliczony kupon**. Z reguły wartość nominalna obligacji jest aktualizowana na bazie dziennej w oparciu o ogłaszane co miesiąc wskaźniki inflacji, natomiast wypłaty zindeksowanej wartości dokonuje się przy wykupie obligacji. Odsetki są również naliczane na bazie dziennej, jednakże ich wypłata następuje w z góry określonych okresach kuponowych (z reguły półrocznych lub rocznych).

Ostatnie lata zmieniły nasze postrzeganie zjawiska inflacji. Problemem stała się deflacja, która została wskazana przez wielu analityków jako winowajcę spowolnienia gospodarczego. Banki centralne robiły wszystko co w ich mocy aby rozbudzić wzrost cen. Byliśmy świadkami luzowania ilościowego w Stanach Zjednoczonych oraz skupu aktywów przez Europejski Bank Centralny, Bank Anglii, Bank Japonii oraz inne banki centralne. Efektem tych działań był znaczący spadek rentowności instrumentów dłużnych, a jedna trzecia obligacji skarbowych na świecie była notowana z ujemnymi rentownościami. Wydaje się, iż te bezprecedensowe działania przyniosły zakładany efekt, a wzrost cen staje się faktem. Należy jednak pamiętać, że jak pokazuje historia, wzrost cen jest dużo trudniejszy do opanowania, niż ich spadek, a **rosnąca inflacja potrafi się spustoszenie w portfelach inwestorów**. Warto pomyśleć o tym z góry i **zabezpieczyć przynajmniej część swoich oszczędności przed inflacją**.



# Okiem Piotra Kuczyńskiego: Hossa Donalda Trumpa



## Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

Wybory w USA zakończyły się wygraną Donald Trumpa, mimo że w głosach Amerykanów zebrał o ponad dwa miliony głosów mniej niż Hillary Clinton. Dziwny jest ten system wyborczy w USA, ale tego nie da się zmienić, bo trzeba by było zmienić konstytucję USA.

Kolejny raz piszę o nowym prezydencie USA (zostanie nim po 20. stycznia), ale nie obiecuję, że po raz ostatni. Czeka nas najpewniej wiele niespodzianek ze strony tego pana i (niestety) będziemy musieli się nim zajmować, bo wpływ jego decyzji na USA będzie bardzo duży. Ale na resztę świata może być nie mniejszy.

Rynki finansowe zareagowały na wygraną Trumpa inaczej niż tego oczekiwali inwestorzy. Przypominam, że przed wyborami indeks S&P 500 spadał przez 9 sesji z rządu, bo malały szanse Hillary Clinton na wygraną po rewelacjach FBI dotyczących odkrycia nowych listów, które mogły zawierać inkrymi-

nujące Clinton informacje. Dopiero tuż przed wyborami strach przed Trumpem nieco zmalął, bo sondaże były bardziej dla Clinton korzystne. Nawiasem mówiąc, sondażownie po raz kolejny się skompromitowały.

Ja przed wyborami pisałem, że w przypadku wygranej Donalda Trumpa najpewniej górę weźmie oczekiwanie na to, że amerykański system checks and balances da sobie radę z jego pomysłami (po prostu, że te najbardziej zwariowane nie będą realizowane). Oczekiwałem jednak paru dni negatywnej reakcji. Okazało się, że w przypadku rynków rozwiniętych było to pół dnia (noc i część poranka), po czym indeksy amerykańskie zaczęły ustanawiać rekordy wszech czasów.

Zyskiwały przede wszystkim sektory przemysłowy i farmaceutyczny oraz mniejsze spółki, bo to właśnie im najbardziej pomogłyby pomysły Trumpa. Dokładniej opisałem to, co działo się z rynkami na moim blogu (<http://dyskusja.biz/gospodarka/pomysle-o-tym-jutro-58619>), więc tutaj nie będę się powtarzał. Powiem tylko, że rynki wybrały sobie rodzyнки, a do kosza wyrzuciły zgniłki. To w każdej chwili po zaprzysiężeniu Trumpa może się zmienić. Nie tylko o tym jednak chciałem tutaj pisać. To jest mój ostatni tekst w tym roku i, co prawda, nie lubię ani pisać, ani czytać podsumowań mijającego roku, ale uważam, że warto pisać o tym, co może się wydarzyć w nadchodzącym roku 2017.

Oczywiście nie uda mi się przewidzieć wydarzeń typu „czarna łabędź”, bo to są z natury swojej wydarzenia nie do przewidzenia. Skoncentruję się więc na tym, co widać w przyszłym roku. A najlepiej widać to na takim ładnym schemacie: [http://pokazywarka.pl/2aluil/...](http://pokazywarka.pl/2aluil/)

Trzeba w nim wprowadzić pewne zmiany, bo już jest po wyborach w Austrii i po referendum we Włoszech. Austria to mały kraj, ale gdyby doszło tam do kolejnego referendum w sprawie pozostania w Unii Europejskiej, to mogłoby zachęcić inne kraje do podobnej decyzji. To, że kandydat populistów przegrał w wyborach prezydenckich, nie ma znaczenia. Zebrał 45% głosów i gdyby jego partia tyle zebrała, to rządziłaby w Austrii. Również we Włoszech szykowałyby się wybory. Referendum z 4 grudnia było co prawda przeprowadzone w sprawach konstytucyjnych, ale mówi się, że stanowiło swoiste głosowanie w sprawie wotum zaufania dla rządu Renziego, a wynik świadczy o jego klęsce. Wybory w Italii wygrać może populistyczna i antyeuropejska partia Pięciu Gwiazdek. Nie wiemy jeszcze, czy odbędą się one już w lutym (przyśpieszone), czy w normalnym terminie w 2018 roku.

Wyobraźmy sobie to, co obecnie wydaje się mało wyobraźalne: wygraną Partii Wolności w Holandii, Frontu Narodowego (Marine Le Pen) we Francji, Pięciu Gwiazdek we Włoszech i przegraną Angeli Merkel w Niemczech. Niemożliwe? Ależ

całkiem prawdopodobne – wystarczy dwa duże ataki terrorystyczne.

Nie należy się też podniecać tym, że we Francji w sondażach Marine Le Pen przegrywa z François Fillonem w stosunku 33:67. Fillon jest zwolennikiem thatcheryzmu i reaganomiki – może się okazać, że Marine Le Pen stanie się bardzo lewicowa i sprzeciwi się mocno zapowiadany decyzjom konkurenta (na przykład znacznego wydłużenia tygodniowego wymiaru godzin pracy). Wtedy lewica może nie oddać głosu na prawcowego Fillona, żeby zagrozić drogę Le Pen – po prostu może nie pójść do wyborów dając zwycięstwo Le Pen, która przecież chce ogłosić referendum w sprawie opuszczenia przez Francję strefy euro i całej Unii Europejskiej.

Gdyby się więc stało to, co - jak wyżej napisałem - obecnie jest mało wyobraźalne, to należałoby wyraźnie powiedzieć: projekt Unia Europejska kończy się fiaskiem. Byłaby to tragedia, która szczególnie mocno zaważyłaby na przyszłości Polski. Już teraz wydarzenia potwierdzają to, co pisałem w swoich tekstach o życiu w okresie interregnum i o ucieczce od wolności.

Gdyby w 2017 roku został zrealizowany czarny scenariusz, to każdy sceptyk musiałby dojść do wniosku, że miałem rację. Plusem dla inwestorów byłoby jednak to, że banki centralne musiałyby uruchomić prawdziwy druk pieniędzy (helicopter money), co podniosłoby inflację, ale jeszcze mocniej podniosłoby ceny akcji.

# 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.