

- A JEDNAK NIE TAK ŹLE  
Po I półroczu 2015 r.
- GRECKIE ZAWIROWANIA  
Perspektywy dla rynków
- GDZIE SZUKAĆ KORZYŚCI?





**FW20M14**

# Zmieniamy rynek kontraktów na **WIG20**

## Stała opłata miesięczna

Prosto • Przejrzyście • Inaczej

Sprawdź!

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

- 4 | Pierwsze półrocze jednak z zyskami na giełdach
- 5 | Grecja
  - realny problem czy wygodny pretekst do korekty? Perspektywy dla rynków kapitałowych w kontekście greckich zawirowań
- 6 | Szerszy obraz sytuacji w warunkach spekulacji o bańce cenowej
- 8 | Okiem Piotra Kuczyńskiego:
  - W czerwcu ważna była tylko Grecja



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

*Każdy myśli o Grecji. I nie chodzi tu bynajmniej o wylegiwanie się na piaszczystych plażach, choć wakacyjny czas mógłby na to wskazywać. Hellada zagwarantowała nam jednak niemiejsze atrakcje: kilka dni temu dopuszczony do głosu naród powiedział stanowcze „NIE” warunkom międzynarodowej pomocy dla stojącego na skraju bankructwa kraju. Obywatele greccy mają już dość zaciskania pasa. I może nie ma się co dziwić statystycznemu greckiemu rolnikowi, który patrzy na sytuację z perspektywy własnego podwórka, ale należy zastanowić się, jak – notabene nadal nierozstrzygnięta – kwestia grecka wpłynie na stabilność unii monetarnej, co zrobią władze w Atenach, jak postąpią wierzyciele, a w końcu jak odbije się to na rynkach. I na tym temacie skupiają się*

*ekspersi w lipcowym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion, w tym Piotr Kuczyński, który w typową dla siebie spostrzegawczością podsumowuje sytuację Hellady.*

*By jednak Grecja nie przystąpiła nam innych istotnych i wcale nie „zatrzymanych w czasie” tematów, w bieżącym wydaniu zdradzamy, jak rynkowi gracze poszukują okazji inwestycyjnych w czasach spekulacji dotyczących bańki cenowej, a także podsumowujemy pierwsze półrocze na światowych parkietach.*

*Zapraszamy do lektury, a z uwagi na sezon urlopowy na kolejne wydanie Biuletynu Inwestycyjnego Xelion zapraszamy już we wrześniu!*

Zespół Domu Inwestycyjnego  
Xelion sp. z o.o.

Biuletyn Inwestycyjny Xelion Nr 7/2015 (53)

 **Xelion**  
Dom Inwestycyjny

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

Projekt i skład:  
Design & DTP Studio MORENDO  
tel. 507 237 561  
e-mail: [morendo@morendo.com.pl](mailto:morendo@morendo.com.pl)  
[www.morendo.com.pl](http://www.morendo.com.pl)

# Pierwsze półrocze jednak z zyskami na giełdach

**Tomasz Hońdo,**

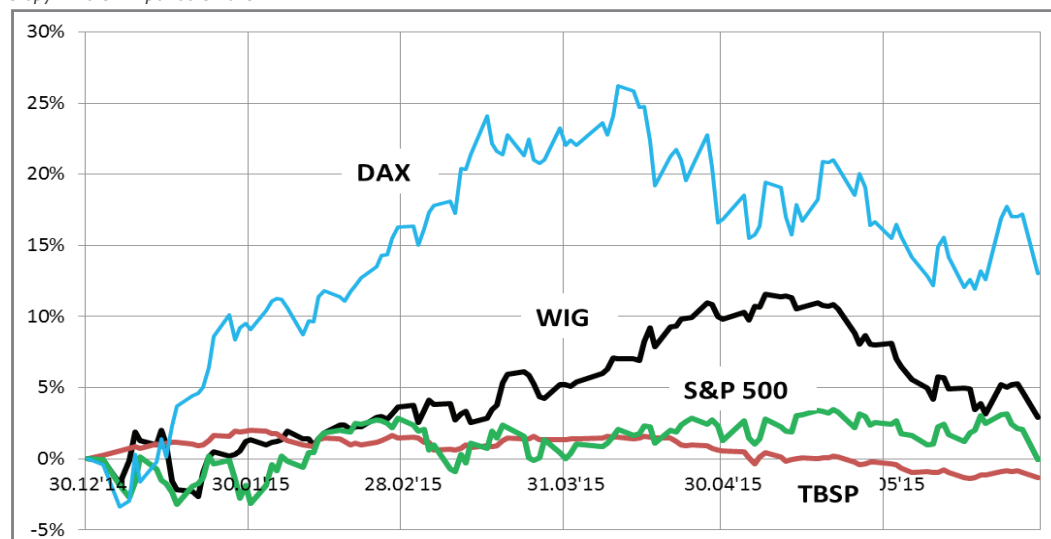
CFA, Starszy Analityk, Quercus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



Mimo ostatniej korekty całe półrocze indeksy na GPW zakończyły wzrost. W międzyczasie udało się sięgnąć po nowe szczyty hossy. Trudny okres przeżywały za to obligacje skarbowe, czyli hit inwestycyjny ubiegłego roku.

Przymierzając się do zestawienia stóp zwrotu z akcji i obligacji w pierwszym półroczu warto już na wstępie zwrócić uwagę na szczególną kwestię – był to okres pod znakiem bardzo niskiej, wręcz sym-

Stopy zwrotu w I półroczu 2015.



Źródło: Quercus TFI S.A..

bolicznej inflacji. Danych za czerwiec jeszcze nie mamy, ale od końca grudnia ubiegłego roku do końca maja poziom cen w gospodarce podniósł się zaledwie o 0,29%. Oznacza to, że inflacja w bardzo niewielkim stopniu „zjadała” realną wartość pieniądza, zaś realne stopy zwrotu z poszczególnych instrumentów były tylko nieznacznie niższe od nominalnych. Jeszcze kilka lat temu sytuacja wyglądała zupełnie inaczej.

Jak w takich warunkach radziły sobie poszczególne klasy aktywów? Zacznijmy od akcji. Dalekie od prawdy byłoby stwierdzenie, że pierwsze sześć miesięcy stało pod znakiem jednostajnej wzrostu. Mieliśmy zarówno falę hossy, która wyniosła wiele indeksów na GPW oraz na świecie na nowe szczyty, jak i późniejszą korektę, która uszczupliła stopy zwrotu. Mimo to główne indeksy na warszawskim parkiecie kończyły półrocze na wyższych poziomach.

Na rynkach rozwiniętych szczególnie

dobrze wypadł niemiecki DAX, który kończy półrocze kilkunastoprotentową wzrostem. Wyraźnie przejął on pałeczkę lidera hossy od amerykańskiego S&P500, który ostatnie sześć miesięcy spędził w stagnacji.

Akcjom, szczególnie w strefie euro, pomagały oczekiwania na przyspieszenie w gospodarkach. Jeszcze na jesieni 2014 roku powszechne były obawy przed kolejną falą spowolnienia w eurolandzie – na szczęście szybko odeszły do przeszłości.

Na to nałożył się start wyczekiwanego programu luzowania ilościowego (QE) w wykonaniu Europejskiego Banku Centralnego. Z drugiej strony niczym bumerang powrócił temat zadłużonej Grecji, co chwila wywołując nerwowość w ramach trendu wzrostowego na giełdach.

O ile zatem posiadacze akcji mogą na ogół zaliczyć I półrocze do w miarę udanych, to tego samego nie da się powiedzieć o obliga-

cjach skarbowych. Wraz z ogłoszeniem przez Radę Polityki Pieniężnej końca obniżek stóp procentowych oraz przeceną obligacji niemieckich rentowność polskich „skarbówek” zaczęła wyraźnie rosnąć, co przełożyło się na spadek ich cen na rynku wtórnym.

Dla gromadzącego papiery o stałym oprocentowaniu indeksu TBSP pierwsze półrocze okazało się czasem straconym, co silnie kontrastowało z ubiegłoroczną hossą na tym rynku.

Na ile te trendy z pierwszej połowy roku wyznaczają kierunek na drugą? Mimo że całe półrocze było przyzwyczajone, to jednak giełdy kończą je w atmosferze korekty, związanej m.in. z obawami o Grecję.

To paradoksalnie może być jednak dobry punkt startu na kolejne miesiące – o kontynuację hossy byłoby dużo trudniej w warunkach powszechnego niebezpiecznego optymizmu. Zresztą nadal oczekiwać można przyspieszenia wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach, zarówno w Polsce jak i w strefie euro.

W takiej sytuacji godne rozważenia są produkty inwestycyjne z udziałem akcji.

A co z obligacjami? Wydaje się, że trudne dla nich warunki mogą się utrzymać. Jeśli gospodarka przyspieszą, a wraz z nimi wskaźniki inflacji, to inwestorzy będą żądać wyższej rentowności.

# Grecja - realny problem czy wygodny pretekst do korekty? Perspektywy dla rynków kapitałowych w kontekście greckich zawirowań

**Artur Jusiński,**

Zarządzający Funduszami, Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.



Grecja, Grecja, Grecja. Wszystko jest jasne, wszystko już napisane, a wciąż nikt nic nie wie. Tragikomedie nadal trwa. Staje się to kuriozalne, iż w tak istotnej sprawie jak podjęcie „męskiej” decyzji „w lewo albo w prawo”, poważne osobistości i instytucje nie mogą się porozumieć. Co istotniejsze, można odnieść wrażenie, iż strona de facto silniejsza nie wdraża jednego z trzech praktycznie możliwych scenariuszy (dofinansowanie Grecji, anulowanie części długu lub wymuszenie bankructwa).

Strona słabsza może ugiąć się pod argumentacją wdrożenia „drakońskich” - jak na greckie „przyzwyczajenia” - reform, które dla innych „pracujących” nacji europejskich wydawać się mogą naturalne do wprowadzenia (zniesienie całego tego kuriozalnego systemu dotowania społeczeństwa przez budżet), ale może również zdecydować się na odmowę zmiany systemu, na co też naród grecki wyraził wolę mocą referendum z 5 lipca, i zacząć na nowo układać ten problem.

Wszystkie rozwiązania mają złe i dobre strony dla sytuacji makroekonomicznej i politycznej poszczególnych państw, jak i całej strefy Euro.

Oba będą niejako precedensom w XXI wiecznej historii tej części świata. Ostatnio stosowana przez (europejskie, amerykańskie i azjatyckie) władze monetarne metoda polegająca na zwiększaniu podaży pieniądza sprowadzałaby się w zasadzie do permanentnego zaspokajania potrzeb finansowych kraju, który przez najbliższe kilkanaście lat nie będzie w stanie udźwignąć ciężaru spłaty istotnej części długu bez jego odwlekania w nieskończoność! Kolejna metoda (efekt), to wzięcie na siebie ciężaru strat z tytułu niewypłacalności dłużnika.

Wszystko jasne i mało odkrywcze. Problemem jest jednak nie tylko to, jaka zapadnie decyzja, ale głównie to, iż nie zapada żadna. Nieprawdą, że niezły „bigos”? Standardem jest już przytaczanie tezy, iż rynki nie znoszą niepewności, a cały ten „galimatias” właśnie ją wywołuje (potęguje).

Powstaje pytanie, czy Grecja to realny problem. Problem

oczywiście realny, ale nie wiadomo, czy z uwagi na relatywnie „niewielką” skalę i odradzającą się z mozołem siłę gospodarczą Eurolandu wpłynie istotnie na sytuację gospodarczą. Nie wiadomo również, czy z racji swojego precedensu nie jest to zatruta pigułka i nie wywoła tzw. „efektu motyla” skutkującego zachwianiem na rynkach długu z uwagi na kryzys zaufania (wzrost awersji do ryzyka i oczekiwanie wyższych premii za ryzyko).

Historia uczy, iż czasami rynki czekają na „byle” pretekst do zmiany kierunku trendu (krótko, średnio i długoterminowego - w zależności od tego jak i kto je definiuje). W przeszłości można by za to winać różnego rodzaju przyczyny (przykładowo trzęsie-

nie ziemi w Turcji, niewypłacalność Rosji, itp.).

Nie wiadomo więc tylko, jak zawirowanie greckie mocno wpłynie na rynki kapitałowe, bo to, że wpłynie i wpłynęło jest oczywiste. (przykładowo niemiecki indeks DAX spadł od szczytu ponad 10%). Czy to koniec fali korekcyjnej i budowanie podstawy do wzrostów? Pewnie nie.

Być może każda decyzja (nawet obojętnie jaka!) da pretekst do jakiegoś ruchu, ale z większym prawdopodobieństwem szczyty indeksów nie zostaną z marszu pobite.

Więc? ...Wszystko jest jasne, wszystko już napisane, a wciąż nikt nic nie wie....



# Szerszy obraz sytuacji w warunkach spekulacji o bańce cenowej

Serena Perin Vinton, CFA

Starsza Wiceprezes, Zarządzająca Portfelami Inwestycyjnymi, Franklin Equity Group, Franklin Templeton Investments



Hossa w USA trwa w najlepsze, w związku z czym niektórzy obserwatorzy rynków alarmują, że giełdy mogą wkrótce zacząć się przegrzewać. Oliwy do ognia dołala szefowa Rezerwy Federalnej USA (FEDu), Janet Yellen, która w ubiegłym miesiącu ostrzegła przed „potencjalnym niebezpieczeństwem” związanym z aktualnymi poziomami wyceny na rynkach akcji – oceniła je jako „dość wysokie”. Jej spostrzeżenia tylko podsycały spekulacje na temat ryzyka bańki cenowej na giełdach. Wyjątkowo uważnie obserwowane są wyniki zdominowanego przez spółki technologiczne indeksu Nasdaq Composite Index, a w szczególności sektorów ochrony zdrowia i technologii. W marcu, Nasdaq przebił poziom 5000 po raz pierwszy od 15 lat, łączyąc wspomnienia z załamania na rynku „dot-comów” w 2000 r., które nastąpiło zaraz po ówczesnych rekordach wyceny. Pomimo wzrostów na rynkach akcji, mamy wrażenie, że gdy przyjrzymy się poszczególnym sektorom z osobną, okazuje się, że na giełdach nadal można znaleźć kuszącą możliwość. Wiele spółek (nawet w sektorze ochrony zdrowia) wciąż oferuje rozsądne, według nas, wyceny na tle ich potencjału wzrostowego.

## Dobra strona spadków

Choć jak dotąd na całym rynku nie było znaczącej korekty, odnotowaliśmy chwilowe spadki w niektórych obszarach, takich jak energetyka, materiały czy przemysł, częściowo wynikające z aprecjacji dolara amerykańskiego i wahań cen ropy, w szczególności w przypadku spółek mających ekspozycję na rynki energetyczne i waluty zagraniczne.

Na początku 2014 r. obawy związane z wyceną odbiły się na kursach spółek z sektora ochrony zdrowia i przedsiębiorstwach prowadzących działalność związaną z Internetem, które jednak zdążyły wrócić do poprzednich poziomów.

Te korekty były dla nas okazją do zwiększenia istniejących lub otwarcia nowych pozycji. Przykładem jest spółka z branży analizy danych, obsługująca wielu klientów związanych z energetyką. Wzmocniona zmienność cen ropy umożliwiła nam powiększenie ekspozycji na to przedsiębiorstwo, które, w naszej ocenie, ma mocną kondycję i solidne perspektywy długofalowego wzrostu, pomimo tymczasowej niepewności.

Inny przykład to producent wina i wysokoprocentowych napojów alkoholowych. Spółka zwiększała sprzedaż międzynarodową i generowała coraz wyższe przychody w walucie lokalnej, co nie znajdowało odzwierciedlenia w publikowanych wynikach ze względu na ostatnie umocnienie dolara. Niezależnie od tymczasowych trudności, spółka ma duże doświadczenie we wprowadzaniu na rynek nowych produktów i reinwestowaniu pozyskanych środków, przez co jest znakomitym przykładem przedsiębiorstwa o modelu

biznesowym zapewniającym zrównoważony wzrost – dokładnie takich spółek poszukujemy do naszych portfeli.

## Wzrost stóp procentowych

W naszej ocenie wahania na amerykańskich rynkach akcji podsycające przez zmiany cen energii i kursów walut to wynik krótkoterminowych czynników rynkowych, które mogą utrzymać się nie dłużej niż przez kilka kwartałów.

Na horyzoncie dostrzegamy jednak jeszcze jedną potencjalną przyczynę niepewności: wzrosty stóp procentowych w USA. Podczas posiedzenia komitetu FOMC (Federal Open Market Committee) w czerwcu, Fed oświadczył, że przygotowuje się do podwyższenia stóp procentowych do poziomu bliższego „normalnemu”, po latach skrajnie rozluźnionej polityki pieniężnej. Choć ta zmiana polityki nie będzie zaskoczeniem dla większości obserwatorów poczynań Fedu, może ona przełożyć się na pewne wahania, gdy rynki zaczną prognozować czas i skalę ewentualnych podwyżek stóp. W dłuższej perspektywie, wzrosty stóp procentowych niekoniecznie będą niekorzystne dla rynków akcji, choćby dlatego, że powrót do normalnych poziomów może zostać zinterpretowany jako sygnał wiary Fedu w kondycję i samowystarczalność gospodarki USA.

Choć przypuszczamy, że wiele spośród trudności, z jakimi rynki zmagają się w pierwszym kwartale, okaże się tymczasowymi, staramy się dywersyfikować nasz portfel poprzez ekspozycje na różne rynki docelowe, trendy makroekonomiczne i czynniki indywidualne dotyczące poszczególnych spółek, które mogą korzystnie wpłynąć

na wyniki długoterminowe, niezależnie od ogólnego kierunku gospodarki USA.

**Optymistycznie oceniamy perspektywy rysujące się przed wieloma sektorami rynkowymi, w tym przed ochroną zdrowia i przemysłem.** W ostatnim czasie byliśmy świadkami nowych odkryć w medycynie, w szczególności w obszarze immunoonkologii, czyli metody leczenia umożliwiającej układowi odpornościowemu pacjenta rozpoznać i zniszczyć komórki nowotworowe. To potężny przełom w leczeniu takich nowotworów, jak białaczka, chłoniak czy czerniak złośliwy. Jeżeli chodzi o sektor przemysłowy, producenci samolotów i samochodów poszukują nowych sposobów na zwiększenie bezpieczeństwa i wydajności energetycznej swych produktów, w czym pomóc mogą kolejne postępy w rozwoju takich technologii, jak czujniki, złącza czy włókna węglowe.

Jednym z kluczowych atutów naszego długoterminowego podejścia do inwestycji jest umiejętność cierpliwego oczekiwania, aż – na przykład – spółka technologiczna osiągnie dojrzałość. Potrafimy wybiegać myślami poza sprawy tymczasowe i podejmować decyzje inwestycyjne na podstawie oszacowanych przez nas wieloletnich perspektyw wzrostowych przedsiębiorstwa. Dostrzegając wzmożone wahania na rynku wywołane zmianami kursów walut, cen surowców czy stóp procentowych, umiemy zrobić krok w tył, zobaczyć sytuację z szerszej perspektywy i wykorzystać tymczasową zmienność dla własnych celów.

CFA® i Chartered Financial Analyst® to zastrzeżone znaki handlowe stanowiące własność CFA Institute.

Niniejszy materiał 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 materiale nie należy traktować jako porady inwestycyjnej. Z uwagi na błyskawicznie zmieniające się warunki rynkowe, Franklin Templeton Investments nie zobowiązuje się do aktualizowania niniejszego materiału.

Opinie zawarte w niniejszym materiale 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 spaść, 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 obywatelom lub 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. Dane pochodzące z zewnętrznych źródeł mogły zostać wykorzystane na potrzeby opracowania niniejszego materiału. 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 jakiegokolwiek informacji zawartych w niniejszym materiale; inwestor może opierać swe decyzje na przedstawianym 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.

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.franklin-templeton.pl](http://www.franklin-templeton.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; fax: +48 22 337 13 70.

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

© 2015 Franklin Templeton Investments. Wszelkie prawa zastrzeżone.

# Okiem Piotra Kuczyńskiego: W czerwcu ważna była tylko Grecja

Czerwiec był kolejnym miesiącem dyskusji kredytodawców z Grecją. Tym najważniejszym miesiącem, bo w czerwcu właśnie Grecja miała spłacić MFW ratę kredytu w wysokości 1,6 mld euro. Ratę, która miała być wypłacona na początku miesiąca, ale została przełożona na jego koniec. I też nie została zapłacona.

Grecy niewiele są winni instytucjom prywatnym (bankom komercyjnym), bo przecież przy okazji pierwszego oddłużenia blisko dziewięćdziesiąt procent kredytów, które „trojka” (ECB, MFW i KE) udzieliła Grecji, poszło na spłatę kredytów zaciągniętych w tych bankach. Do greckiej gospodarki trafiła 1/9 tej pomocy. Dzięki temu sektor bankowy w Europie patrzy spokojnie na problemy Grecji, a jej zadłużenie stało się problemem politycznym i społecznym.

„Trojka” i rząd grecki stanęły przed trudno rozwiązywalnymi dylematami. Wszyscy (dosłownie wszyscy komentatorzy, znani ekonomiści) wiedzą, że to (ponad 320 mld euro – 180 proc. PKB) zadłużenie Grecji jest niespłacalne.

Nawet MFW wspominało o konieczności redukcji greckiego długu i zasilenia jej budżetu kwotą 53 mld euro w ciągu 3 lat. Naciskał też na redukcję długów niedawno Jack Lew, sekretarz skarbu USA.

Dlaczego więc „trojka” nie idzie w tym kierunku? To proste. Jeśli instytucje zredukują długi Grecji, to dostaną ciosy z dwóch stron. Umocnią bardzo rząd SYRIZY w Grecji, czego się boją z oczywistych powodów. Po drugie (co wiąże się z pierwszym), społeczeństwa na przykład Portugalii (zadłużenie 130 proc. PKB, w ponad połowie wierzy-

cielami jest zagranica) czy Hiszpanii (w obu krajach w tym roku wybory) poprą ugrupowania o „syrzyjskim” zabarwieniu i „trojka” będzie miała za chwilę problem z kolejnymi dwoma krajami. A to może się naprawdę źle dla strefy euro zakończyć.

Rząd grecki też nie bardzo mógł ustąpić. Przecież obiecywał przed wyborami, że będzie walczył o zmniejszenie obciążeń dla Grecji. Grecji, której na skutek oszczędnościowej polityki PKB spadł o 25 procent, bezrobocie przekroczyło 25 proc. (wśród młodych ponad 50 proc.), emerytury zmniejszyły się o 40 procent, a 45 procent emerytów dostaje emerytury niższe od minimum socjalnego. Większość Greków nie chce dalszych wyrzeczeń, więc rząd, który zaakceptowałby żądania kredytodawców w zasadzie musiałby się podać do dymisji, bo gniew ulicy by go do tego zmusił.

Grecy nie chcą też wyjścia ze strefy euro. Co prawda, w ciągu tych ostatnich miesięcy poparcie dla pozostania w strefie euro spadło z 70 do 55 procent, ale nadal większość Greków chce pozostać w Eurolandzie (a zdecydowanie chcą pozostać w Unii).

Wynikiem tych wszystkich niedających się rozwiązać problemów było to, że rozmowy na linii rząd grecki - wierzyciele zakończyły się bez porozumienia, a premier Tsipras oświadczył, że 5 lipca Grecy w referendum zadecydują, czy chcą przyjąć warunki „trojki”. Okazało się, że Grecy powiedzieli „nie” i do tego powiedzieli to w dużej większości (61 procent).

Oczywiste było, że to „nie” nie było tak naprawdę sprzeciwem wobec konkretnych propozycji, których większość Greków z pewnością nawet nie czytała. To było votum zaufania dla rządu premiera Tsiprasa.

Teraz wszystko zależy od posunięć polityków europejskich. Kredytodawcy wiedzą już jedno – nie wymienią premiera Tsiprasa na bardziej sprzyjającego im polityka greckiego. To było ich marzenie. Nie udało się. Mało tego – wszystkie główne telewizje i gazety greckie agitowały za głosowaniem przeciw rządowi. Wynik był taki, jak widzimy. Z tego wynika, że kolejne wybory dałyby jeszcze większe poparcie dla SYRIZY. Nie tędy droga. Politycy muszą zdecydować – dogadują się na warunkach kompromisowych z rządem Tsiprasa (ryzykując niezadowolenie wyborców oraz rządów innych zadłużonych krajów) albo decydują się na wypchnięcie Grecji ze strefy euro.

A co z rynkami? W lipcu będzie z pewnością nerwowo i znowu każda wypowiedź polityków znajdzie odbicie na rynkach.

Ja uważam, że jeśli dojdzie do Grexitu i w związku z tym do przeceny na rynkach, to będzie to okazja do kupna akcji. Dlaczego? Dlatego, że wypchnięcie Grecji ze strefy euro na parę lat (może dwa?) wzmocni strefę euro, bo inne kraje będą się bały tego, co będzie się działo w Grecji z drachmą. Porozumienie (choćby tymczasowe) byłoby powrotem do status quo, a to też pomogłoby obozowi byków. Może się więc okazać, że sprzedający akcje mogą nie zdążyć ich odkupić. W końcu sierpnia wrócimy jednak do naszej polityki, a to GPW pomagać nie będzie.



**Piotr Kuczyński**,  
Główny Analityk  
Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

# Inwestycje na najwyższym poziomie

**ZADBAJ O SWOJE FINANSE Z DI XELION**

**KORZYSTAJ Z ATRAKCYJNYCH  
ROZWIĄZAŃ INWESTYCYJNYCH**

**www.xelion.pl • 801 370 370**

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (02-595) przy ul. Puławskiej 107, wpisany do Rejestru Przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy KRS, pod nr 000061809 („Spółka”). Spółka podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie promocyjny i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce, świadczonych usługach oraz ryzyku związanym z inwestowaniem udostępniane są na stronie [www.xelion.pl](http://www.xelion.pl) lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usługi. Informacje nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.