



BIX

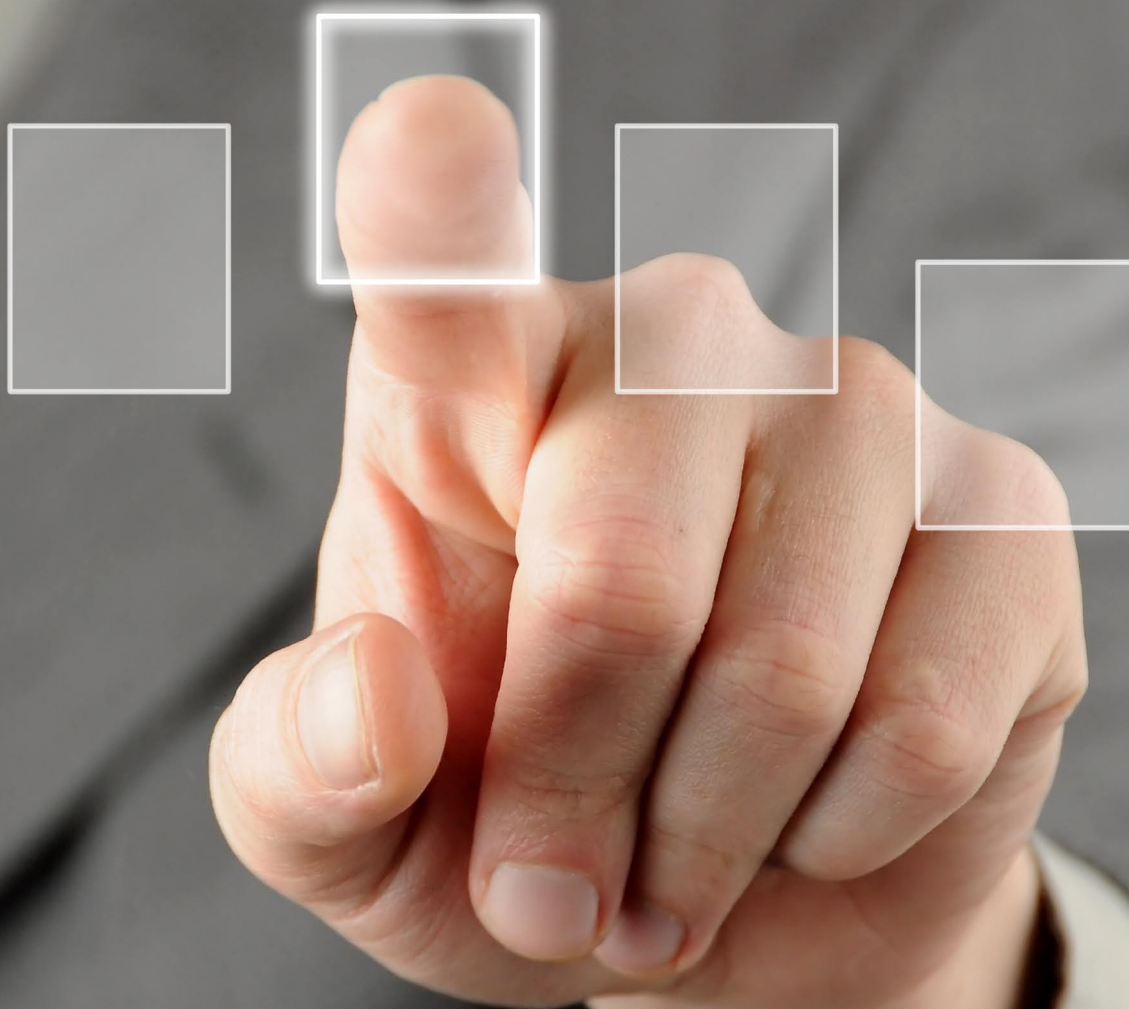
BIULETYN INWESTYCYJNY XELION

09

Nr 9/2015 (55)

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

październik 2015 r.



- **BYKI CZY NIIEDŹWIEDZIE**
Ostatnie wydarzenia na rynkach
- **LUZOWANIE W JAPONII**
- **RAZ NA PÓŁ WIEKU**
Gra warta świeczki



FW20M14

Zmieniamy rynek kontraktów na **WIG20**

Stała opłata miesięczna

Prosto • Przejrzyście • Inaczej

Sprawdź!

www.xelion.pl

801 370 370 (lub +48 42 683 83 70)

 **Xelion**
Dom Inwestycyjny

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

- 4 | Korekta czy początek bessy – jak traktować ostatnie wydarzenia na rynkach
- 5 | Czy programy Quantative Easing w ogóle działają, czyli co należy sądzić o sytuacji w Japonii?
- 6-7 | O możliwościach, jakie zdarzają się raz na kilkadziesiąt lat
- 8 | Okiem Piotra Kuczyńskiego:
Pod dyktando Janet Yellen



Niniejsze opracowanie zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Niniejsze opracowanie nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2014 roku poz. 94 t.j. z późn. zm., dalej jako „Ustawa”), ani nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, ani nie stanowi analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych w rozumieniu art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy.

Wskazane w treści opracowania części zostały przygotowane przez osoby nie będące pracownikami Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o. (dalej jako „Spółka”), za które Spółka nie ponosi odpowiedzialności. Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie w zakresie przygotowanym przez Spółkę zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani Spółka nie gwarantują jednak ich poprawności, kompletności i dokładności. Opracowanie ma charakter ogólny i nie może stanowić wyłącznej podstawy do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej przez jego odbiorcę. Autor ani Spółka nie ponoszą odpowiedzialności za następstwa decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce oraz świadczonych usługach, w tym informacja o instrumentach finansowych oraz o ryzykach związanych z inwestowaniem w te instrumenty finansowe, udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usług przez Spółkę. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania lub jego części jest zabronione.

Od Redakcji

Szanowni Czytelnicy

Rynki finansowe nigdy nie dają odpocząć swoim uczestnikom czy obserwatorom, a tematów do rozważenia pod różnym kątem jest zawsze mnóstwo. Tym razem skupiamy się między innymi na wydarzeniach ostatnich, sierpniowych wydarzeń, które u niejednego inwestora spowodowały zawrót głowy. Intensywne spadki, jakie odnotowaliśmy dwa miesiące temu, mogą być traktowane zarówno jako korekta, jak i początek dłużej utrzymującego się na parkietach trendu. Zdaniem jednego z naszych ekspertów, choć Chiny nadal straszą, nie musimy oczekiwać najgorszego. I potwierdza to kolejny autor upatrujący w krótkoterminowych wahaniami okazji inwestycyjnych zwłaszcza na rynkach wschodzących, które popadły w niełaskę inwestorów

wycofujących z nich swój kapitał. A to nie zdarza się często!

Ale w bieżącym numerze Biuletynu Inwestycyjnego Xelion nie pomijamy też kwestii rynków rozwiniętych, a mianowicie Japonii. Jak należy postrzegać obecną sytuację w Kraju Kwitnącej Wiśni i czy jest to dobry region do lokowania kapitału? O tym na kolejnych stronach naszego magazynu...

Na koniec zaś, Piotr Kuczyński swoim uważnym okiem przygląda się komunikatom Federal Reserve System, które w ostatnich tygodniach mogliśmy usłyszeć z ust Janet Yellen.

Zapraszamy do lektury!

Zespół Domu Inwestycyjnego
Xelion sp. z o.o.

Biuletyn Inwestycyjny Xelion Nr 9/2015 (55)

Xelion
Dom Inwestycyjny

„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

Korekta czy początek bessy – jak traktować ostatnie wydarzenia na rynkach?

Kamil Cisowski

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



Długo wyczekiwana sierpniowa korekta na światowych rynkach akcji zaskoczyła wielu komentatorów swoją intensywnością – indeks Dow Jones Industrial Average spadł o 6,4%, notując najniższy wynik od ponad pięciu lat. Przedłużające się spadki (większość światowych indeksów kończyła na minusie także wrzesień) doprowadziły do sytuacji, gdy większość wskaźników sentymentu na rynkach akcji spadła do poziomów nienotowanych od 2009 r. Ciężko to uzasadnić obecną sytuacją makro. Wzrost w strefie euro przyspiesza, m.in. dzięki wyraźnemu odbiciu w krajach jeszcze niedawno określanych jako peryferyjne (przede wszystkim Hiszpanii i Irlandii), bezrobocie w USA wciąż spada, a wzrosty kredytu i cen nieruchomości potwierdzają dobrą kondycję amerykańskiej gospodarki (pomimo spodziewanego spadku wzrostu PKB w 3 kwartale 2015 r. do około 1% k/k saar). Ceny surowców, w tym ropy, są najniższe od lat, a wszystkim kryzysom w ciągu ostatnich 40 lat towarzyszyły ich poważne wzrosty. Hossa na rynku akcji w USA trwa już wprawdzie 6 lat, ale zwykle kończy się ona półtora roku po rozpoczęciu zacieśniania polityki pieniężnej, a obecny konsensus zakłada pierwszą podwyżkę stóp dopiero w marcu 2016 r. Tak, jesteśmy wyraźnie powyżej średniej historycznej, jeżeli chodzi o długość wzrostów na rynku, ale przecież te

rozpoczęte w 1991 r. trwały 120 miesięcy, a argumentów za wydłużaniem się cykli jest wiele. Nie tylko jesteśmy obecnie w środowisku zerowych stóp procentowych – funkcjonujemy w nim już od lat.

Istnieje tylko jeden ważny powód do obaw o perspektywę na 2016 r., a mianowicie Chiny. Państwo Środka spowalnia, ale jego rzeczywistego wpływu na światową gospodarkę nie pokaże spadek oficjalnej stopy wzrostu PKB do 6,9% r/r w 3 kwartale 2015 r. (z 7,3% r/r w 3 kwartale 2014 r.). Wiadać go dopiero w danych o imporcie, którego kilkunastoprocentowe ujemne dynamiki tłumaczą cios, jakim dla wzrostu światowych gospodarek surowcowych (a w mniejszym stopniu np. dla Niemiec) był tegoroczny spadek chińskiego popytu. Trudno przypuszczać jednak, by po pierwszym uderzeniu szybko przyszedł kolejny – alternatywne wskaźniki chińskiej koniunktury (np. tzw. Indeks Li Keiquang'a składający się z trudnych do sfalszowania danych o wzroście kredytu, transporcie kolejowym i zużyciu energii elektrycznej) wskazują, że chińska gospodarka rośnie o wiele wolniej niż wskazują oficjalne statystyki. Coraz głośniej mówią o tym również ekonomiści. Ich szacunki rzeczywistego wzrostu znajdują się w przedziale 4,0-5,5% r/r. Oznacza to, że „ładowanie” Chin nie jest kwestią przyszłości, ale dokonuje się na naszych oczach od początku 2015 r. Aby jego efekty w przyszłym roku okazały się silniejsze niż teraz, wzrost musiałby spowolnić o kolejne 2-3 punkty procentowe, co w chwili obecnej wydaje się mało prawdopodobne. Prawdą jest, że Chiny przechodzą obecnie bolesne dostosowanie, jakim dla państw rozwijających się zawsze jest przestawienie się ze wzrostu opartego na przemyśle i niskim koszcie pracy na taki, w którym

rosnącą rolę odgrywa popyt wewnętrzny oraz sektor usług. Mimo to na obecnym etapie rozwoju nie ma powodu, dla którego rozwój Chin miałby tak szybko konwergować do poziomów właściwych dla państw rozwiniętych. Jeżeli natomiast potraktujemy obecne spowolnienie jako naturalną reakcję na przegrzanie kanału kredytowego i pęknięcie bańki w pełnym absurdu chińskim sektorze budowlanym (słynne puste miasta), władze Państwa Środka dysponują o wiele większym arsenałem środków do złagodzenia spadków niż gospodarki rozwinięte – mogą to być zarówno dalsze obniżki stóp procentowych, stopy rezerwy obowiązkowej, czy inne działania w polityce monetarnej, jak i rozszerzenie stymulusu fiskalnego, które również zaczynamy obserwować. Dynamika chińskich wydatków rządowych zaczyna rosnąć, we wrześniu osiągnęła poziom 16,4% i prawdopodobnie będzie dalej przyspieszać. Jasne jest, że problemów strukturalnych chińskiej

gospodarki nie da się po prostu zasypać pieniędzmi – nie bez powodu już od początku obecnej dekady Chiny wymieniane są jako przypuszczalne źródło kolejnego wielkiego kryzysu finansowego, ale zwyczajnie mało prawdopodobne jest, by nastąpił on w horyzoncie następnych dwóch lat.

Podsumowując, nie widać obecnie powodów, dla których miałyby się rozpocząć bessa. Oczekiwane przeze mnie odbicie ma szansę być na polskim rynku jeszcze wyraźniejsze niż na rynkach globalnych z uwagi na dodatkowe paliwo, którym będzie zakończenie niepewności związanej z wyborami. Kiedy opadnie pył po kampanii wyborczej, prawdopodobnie okaże się to co zwykle – że wiele obietnic jest ostatecznie weryfikowanych przez surową rzeczywistość budżetową i zmiany w kalkulacjach politycznych po wyborach. Wraz ze stopniowym wyciszeniem najbardziej radykalnych propozycji akcje na warszawskim parkiecie będą mogły rosnąć.



Czy programy Quantative Easing w ogóle działają, czyli co należy sądzić o sytuacji w Japonii?

Adam Łaganowski

CFA, Starszy Menedżer ds. Dystrybucji, NN Investment Partners Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA



Dotychczasowe doświadczenia z programami QE wskazują jasno, że ich efekty są tymczasowe. Japonia, po złych doświadczeniach z zerowymi stopami procentowymi w latach 1999-2001, wybrała tym razem inną drogę – program jest o wiele bardziej agresywny. Jak się może niebawem okazać, to co dotychczas zobaczyliśmy, jest dopiero jego pierwszą częścią. Jeśli prześledzimy dotychczasowy przebieg japońskiego QE, widać wyraź-

nie jego stopniowe zwiększanie. W październiku 2010 Bank of Japan wystartował z zaledwie 5 bln USD zakupów aktywów miesięcznie, obecnie jest to 80 bln JPY, a ostatnie zwiększenie miało miejsce rok temu. Celem Shinzo Abe jest 2% inflacja, co w przyszłości może oznaczać jeszcze wyższy poziom kursu USDJPY.

W świecie spadających od ponad 30 lat rentowności obligacji skarbowych na wszystkich trzech głównych rynkach rozwiniętych (USA, Japonia, Niemcy) Kraj Kwitnącej Wiśni jest prekursorem tzw. luzowania ilościowego. Deflacja jest w Japonii słowem odmienianym przez wszystkie przypadki od ponad 25 lat i jest łączona z dwoma straconymi dekadami. Stagnacja, która jest skutkiem niekorzystnych tendencji demograficznych i krachu gospodarczego, skończyła się, przynajmniej w krótkim terminie, wielkim sukcesem – zwłaszcza jeśli spoj-

rzymy na nią z punktu widzenia eksporterów. Zyski Toyota Motors, największej japońskiej firmy, są tutaj dobrym przykładem. Osłabienie się jena z 75 do 120-125 USDJPY spowodowało, że mimo silnych wzrostów Toyota przy P/E około 10 płaci 3,5% dywidendę. Przy 0,3% rentowności 10-letnich obligacji rządowych jest oczywistym wyborem dla inwestorów.

Japonia jest prekursorem luzowania ilościowego i wiele krajów, zwłaszcza z Europy Zachodniej, z zainteresowaniem obserwuje eksperyment, którym niewątpliwie są agresywne działania Bank of Japan. Prognozowanie dalszego rozwoju sytuacji w Japonii jest trudne – do końca 2015 roku Bank Japonii będzie miał około 36% 10-letnich obligacji, powstanie więc pytanie: **co, jeśli skupione zostaną wszystkie bądź większość obligacji?** Już teraz zdarzają się momenty, gdy Bank of Japan nie jest w stanie zreali-

zować swojego celu, ponieważ na rynku brakuje obligacji. Jest jeszcze inne ważne pytanie - co się stanie z obligacjami skarbowymi w posiadaniu Banku Japonii w momencie wykupu? Już teraz strumień jenów z dodruku kierowany jest na inne obszary – obligacje korporacyjne, nieruchomości i ETF-y i stanowi to 1/8 całego programu dodruku.

Scenariusz, który możemy sobie wyobrazić w krótkim terminie, to dalsze osłabianie kursu jena, najprawdopodobniej do kolejnego okrągłego poziomu – czyli 130 USDJPY. Dalsza dewaluacja jena jeszcze bardziej zaleje japońskie spółki gotówką, co w oczywisty sposób dobre jest dla japońskich spółek i akcji (wyrażonych w JPY). Dlatego pomysł inwestowania w Japonii wciąż jest dobry, o ile spełnione są dwa warunki: **inwestujemy z zabezpieczeniem kursu walutowego i mamy świadomość, że jesteśmy na atrakcyjnym rynku o wysokim ryzyku.**



O możliwościach, jakie zdarzają się raz na kilkadziesiąt lat

Michael Hasenstab

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



Choć krótkoterminowe wahania na rynkach czasami boleśnie odbijają się na portfelach inwestorów, Michael Hasenstab z zespołu Templeton Global Macro cierpliwie opracowuje strategię wykorzystania długofalowych przesunięć rynkowych i uważa, że ostatnia fala paniki inwestorów zaowocowała możliwościami na rynkach instrumentów o stałym dochodzie, a w szczególności na masowo opuszczanych rynkach wschodzących, jakie zdarzają się raz na kilkadziesiąt lat.

DWA ODRĘBNE OKRESY NA RYNKACH W 2015 R.

Rozwój wydarzeń na rynkach w 2015 r. można podzielić na dwa odrębne etapy, czyli pierwszą połowę roku (do końca czerwca) oraz okres od początku lipca do dziś. W pierwszej połowie roku, dynamika rynkowa była w dużej mierze zgodna z kierunkiem, według którego pozycjonujemy nasze strategie obligacji światowych – euro i jen wciąż się osłabiały, a papiery skarbowe z USA osiągały względnie słabe wyniki. Wydarzenia te stały się dla nas okazją do zbudowania i powiększenia pozycji instrumen-

tów z wybranych rynków wschodzących, w przypadku których spodziewaliśmy się deprecjacji walut od 10% do 15%.

Z końcem czerwca rynki zdominowała panika i masowa awersja do ryzyka, pod wpływem obaw o sytuację ekonomiczną w Chinach. Wiele walut z rynków wschodzących straciło na wartości kolejne 10-15%, natomiast kursy jena i euro pozostały generalnie niezmiennie i waluty te zaczęły być postrzegane jako „bezpieczne przystanie”. W tym samym czasie, papiery skarbowe z USA poszły w górę. Z perspektywy naszych strategii obligacji światowych, kombinacja tych wydarzeń oznaczała prawdziwą burzę. Optymizmem napawa nas jednak fakt, że waluty z wielu krajów zaliczanych do rynków wschodzących są dziś, według nas, niedoszacowane o 15-30%, a my zdołaliśmy wykorzystać ten okres wzmożonej zmienności do wyszukiwania i wykorzystywania okazji wśród aktywów emitentów zagrożonych niewypłacalnością. Wyceny niektórych papierów spadły do poziomów, jakie notujemy raz na całą dekadę, oferując rzadką możliwość wykorzystania nadzwyczajnego długoterminowego potencjału inwestycyjnego.

POZYCJONOWANIE POD KĄTEM WZROSTÓW STÓP PROCENTOWYCH W USA

Nie sądzimy, by ten okres totalnej paniki potrwał dłużej. W naszej ocenie, źródłem większego ryzyka jest wrażliwość rynków finansowych na podwyżki stóp procentowych. Dlatego pozycjonujemy na-

wsze strategie pod kątem wyższych stóp (a w szczególności wyższej rentowności papierów skarbowych w USA) i utrzymujemy ujemną korelację z rynkiem obligacji (korelacja to wskaźnik zgodności kierunku zmian dwóch inwestycji; mieści się w przedziale od 1, tj. zupełna korelacja dodatnia, występująca, gdy dwie klasy aktywów poruszały się w przeszłości w tym samym kierunku, do -1, tj. zupełna korelacja ujemna, występująca, gdy dwie klasy aktywów poruszały się w przeszłości w przeciwnych kierunkach). oraz z innymi aktywami obciążonymi ryzykiem, które mogą odczuć niekorzystny wpływ wzrostów stóp procentowych.

Prawdziwa tragedia dla portfeli wielu inwestorów może wynikać z przekonania, że odwrotna korelacja pomiędzy akcjami i obligacjami, jaką notujemy od 30 lat, utrzyma się także w przyszłości. Gdy sytuacja rozwinie się inaczej, a spadkom na rynku obligacji towarzyszyć będą spadki na rynku akcji, portfele mogą okazać się nieprzygotowane na takie warunki. Taki scenariusz nie zrealizował się od 30 lat, ale nie znaczy to, że nie może się zrealizować teraz. Żyjemy w wyjątkowych czasach; nigdy dotąd polityka pieniężna nie zakłócała do tego stopnia sytuacji na rynkach papierów skarbowych, zatem musimy dziś przyjąć nieco inny sposób myślenia. Założenia, które były słuszne na przestrzeni ostatnich 30 lat, mogą nie sprawdzić się w ciągu pięciu najbliższych lat. Musimy zatem działać proaktywnie i budować portfel o różnorodnej charakterystyce i potencjalnie niskiej korelacji z wzrostami stóp procentowych.

TRZY OBSZARY PRZYSZŁYCH MOŻLIWOŚCI INWESTYCYJNYCH

Jeżeli chodzi o naszą strategię, niezmiennie koncentrujemy się na trzech najważniejszych obszarach potencjału inwestycyjnego, którymi są: 1) głębokie pokłady wartości ukrytej na wybranych rynkach wschodzących, 2) krótka pozycja papierów skarbowych z USA w warunkach wzrostu stóp procentowych oraz 3) elastyczne zarządzanie pozwalające na obejmowanie krótkich i długich pozycji walutowych. W tych trzech ogólnych źródłach zwrotów z inwestycji spodziewamy się atrakcyjnych możliwości w ciągu najbliższych kilku lat.

Po pierwsze, koncentrujemy się dziś na wybranych rynkach wschodzących, na których wyceny są najniższe od wielu dekad lub wręcz najniższe w historii. Jednym z przykładów jest meksykańskie peso, które jeszcze nigdy dotąd nie było tak słabe. Ringgit malezyjski oraz rupia indonezyjska notują kursy, jakich nie widziano od czasu azjatyckiego kryzysu finansowego w 1998 r. Z punktu widzenia wyceny, nie są to tylko najlepsze możliwości dekady – to najbardziej atrakcyjne okazje do kupna tanich aktywów od wielu dziesięcioleci. Oczywiście nie wszystkie rynki wschodzące oferują solidną wartość. Nie kupujemy wszystkiego. Nie inwestujemy, na przykład, w takich krajach, jak Turcja czy RPA. Jest jednak kilka krajów poturbowanych podczas ostatnich zawirowań rynkowych, które są prawdziwymi perłami i oferują najlepsze od wielu dekad lub najlepsze w historii okazje do zakupów.

>>>

Po drugie, pozycjonujemy nasze portfele pod kątem docelowej ujemnej korelacji z papierami skarbowymi z USA. Uważamy, że podwyżki stóp w USA będą jednym ze źródeł najpoważniejszego ryzyka w perspektywie najbliższych pięciu lat. W naszej ocenie, kondycja gospodarki USA uzasadnia wyższe poziomy stóp, a inflacja nie jest odpowiednio doszacowana w krzywej dochodowości papierów skarbowych. Na przestrzeni ostatnich 30 lat, większość inwestorów zarabiała na spadkach stóp, natomiast w ciągu kolejnych pięciu lat będzie można zarobić na ich wzroście. Dlatego skracamy czas trwania papierów skarbowych z USA w naszych portfelach.

Po trzecie, sądzimy, że należy stosować bardzo elastyczną strategię, umożliwiającą obejmowanie różnorodnych pozycji walutowych. Jednym z najbardziej atrakcyjnych aspektów rynków walutowych jest fakt, że zawsze można na nich znaleźć coś niedoszacowanego, a wyceny nigdy nie są idealnie zrównoważone. Dzięki temu inwestorzy mogą obejmować przeciwstawne pozycje, na przykład grając jednocześnie na wzrost i spadek kursu dolara. Obec-



nie, możemy obejmować długą pozycję dolara amerykańskiego w stosunku do krótkich pozycji jena,

euro i dolara australijskiego, a jednocześnie grać na spadek kursu USD w stosunku walut, które uważamy

za niedoszacowane, takich jak meksykańskie peso. Możemy całkowicie odwrócić wektory tych strategii w ciągu kilku najbliższych lat, jeżeli wyceny zostaną skorygowane, zatem elastyczność umożliwiająca podążanie za wartościami na rynkach walutowych zapewnia praktycznie nigdy niekończące się możliwości. Inaczej wygląda sytuacja na innych rynkach papierów wartościowych, gdzie wyniki często zależą od aktualnego etapu cyklu rynkowego. Wszystkie te czynniki pozwalają nam zatem liczyć na potężny wybór możliwości w nadchodzących latach.

Podsumowując, uważamy, że można dziś znaleźć atrakcyjne możliwości związane z wartością na wielu rynkach wschodzących. Po drugie, zamierzamy utrzymywać krótką pozycję papierów skarbowych z USA w warunkach podwyżek stóp procentowych. Po trzecie, zachowujemy elastyczność pozwalającą nam obejmować krótkie i długie pozycje walutowe. W tych trzech obszarach spodziewamy się atrakcyjnych możliwości w ciągu najbliższych kilku lat.

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 jakiejkolwiek 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 jakiejkolwiek straty wynikające z wykorzystania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie; inwestor może opierać swe decyzje na przedstawionych tutaj opiniach lub wynikach analiz wyłącznie na własne ryzyko. Produkty, usługi i informacje mogą nie być dostępne pod niektórymi jurysdykcjami i są oferowane przez podmioty powiązane z FTI i/lub przez dystrybutorów, w zależności od lokalnie obowiązujących przepisów. Aby dowiedzieć się, czy dane produkty i usługi są dostępne pod określoną jurysdykcją, należy skonsultować się z profesjonalnym doradcą finansowym.

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. Ceny obligacji generalnie poruszają się w kierunku przeciwnym do kierunku zmian stóp procentowych. Gdy zatem rynkowe ceny obligacji utrzymywanych w portfelu będą korygowane pod wpływem podwyżek stóp procentowych, wartość portfela może pójść w dół. Inwestowanie w instrumenty zagraniczne wiąże się ze szczególnym ryzykiem, np. 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.

Niniejszy dokument został sporządzony wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi porady prawnej ani podatkowej ani oferty sprzedaży ani zachęty do kupna tytułów uczestnictwa jakiegokolwiek funduszu zarejestrowanej w Luksemburgu spółki SICAV Franklin Templeton. Żadnych informacji zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako porady inwestycyjnej. Z uwagi na błyskawicznie zmieniające się warunki rynkowe, Franklin Templeton Investments nie zobowiązuje się do uaktualniania niniejszego materiału.

Opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą ulegać zmianom bez odrębnego powiadomienia. Wszelkie badania i analizy uwzględnione w niniejszym dokumencie zostały opracowane na potrzeby i do wyłącznych celów Franklin Templeton Investments i mają charakter informacji pobocznych.

Franklin Templeton Investments nie ponosi żadnej odpowiedzialności wobec odbiorców niniejszego dokumentu ani żadnych innych osób czy podmiotów z tytułu nieścisłości, błędów lub pominięć w treści niniejszego dokumentu, niezależnie od przyczyn takich nieścisłości, błędów lub pominięć.

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

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

© 2015 Franklin Templeton Investments. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Pod dyktando Janet Yellen

Wrzesień kończył bardzo zły dla giełd akcji trzeci kwartał. Był to też miesiąc, w którym większość ruchów cen aktywów zależała od tego, co zrobi Fed i co powie Janet Yellen, szefowa Fed.

W połowie września dowiedzieliśmy się, że Fed stosunkiem głosów 9:1 pozostawił stopy procentowe bez zmian. Na koniec roku oczekiwana wysokość stóp zmniejszyła się z 0,62 na 0,4 proc., czyli praktycznie oczekiwana jest jedna podwyżka w tym roku. Fed najwyraźniej przejął się sytuacją globalną. Chiny i ich problemy oczywiście nie zostały wymienione, ale mogły być (praktycznie z pewnością były) jedną z przyczyn leżących u podstawy takiej decyzji. W komunikacie opublikowanym po posiedzeniu znalazło się bardzo dużo mówiące zdanie: „rozwój finansowej i gospodarczej sytuacji globalnej może nieco hamować aktywność gospodarki [w domyśle gospodarki USA] i prawdopodobnie zwiększać będzie nadal presję na obniżenie inflacji w krótkim terminie”.

Jeśli chodzi o nowe prognozy, to mediana prognoz członków FOMC pokazuje, że gospodarka w tym roku wzrośnie nieco mocniej niż oczekiwano – o 2,1 proc., ale w 2016 i 2017 roku prognozy zostały obniżone. Szefowa Fed na swojej konferencji prasowej brzmiała „gołębior”, mówiąc o inflacji i o zagrożeniach zewnętrznych. Mnie ta ocena szefowej Fed zaniepokoiła. Uważałem, że podwyżka stóp i danie sygnału, że do kolejnej w tym roku nie dojdzie, byłoby prezentem dla byków. Rynki nie miałyby już czekającego straszaka i mogłyby rozpocząć kończące trzeci kwartał „window dressing”. Najbardziej niebezpieczne było przyznanie, że sytuacja globalna szkodzi USA, ale przecież tak naprawdę to

jest truizm. Inwestorzy jednak się tego wystraszyli i indeksy spadły.

Najwyraźniej Fed się tej reakcji przestraszył. Janet Yellen miała tydzień po zakończeniu posiedzenia FOMC publiczne wystąpienie na University of Massachusetts. Oczekiwano, że nie powie nic nowego, ale okazało się, że postanowiła „wprostować” przekaz płynący z komunikatu FOMC. Stwierdziła, że „większość uczestników posiedzenia, łącznie ze mną, obecnie przewidują wstępną podwyżkę stóp w tym roku, po którym nastąpi stopniowe zacieśnianie polityki monetarnej”.

Tak więc Yellen dała znać, że jednak Chin i globalnych zawirowań nie boi się tak bardzo jak oczekiwano tego po posiedzeniu FOMC. Teoretycznie Europa i USA powinny się ucieszyć – coś w końcu już wiemy – jedna podwyżka w tym roku, a potem zobaczymy. Prawdę mówiąc reakcja spadkami indeksów na pierwotny komunikat FOMC była tak samo mało logiczna (choć przewidywalna), jak i szalone wzrosty indeksów europejskich po tej wypowiedzi szefowej Fed.

Pewne jest tylko jedno – że Fed traci wiarygodność dając mieszane sygnały. Pewne jest też to drugie – w Chinach sytuacja jest skomplikowana i nawet Fed nie wie, jak to wpłynie na gospodarkę globalną. Z tego zaś wynika, że zarówno komunikat FOMC jak i wypowiedzi Yellen nie mają żadnego praktycznego znaczenia. Mają tylko znaczenie psychologiczne.

Prawdziwy przełom po tym wywołanym wypowiedziami szefowej Fed, miał miejsce na rynkach dokładnie w ostatni dzień kwartału. Eksplozja popytu na akcje w Azji w Europie stworzyła

taki nastrój, że indeksy na Wall Street i na GPW musiały mocno wzrosnąć. Wyjaśnienie takiego optymizmu jest chyba tylko jedno. To nie jest prawda, co wydaje się nasuwać na pierwszy rzut oka, że tak działał ostatni dzień kwartału i klasyczne window dressing. To był i tak kwartał spisany na straty – jeden z najgorszych od wielu lat. Wydaje się, że gracze gremialnie podzielali moją opinię, zgodnie z którą czwarty kwartał ma szansę być bardzo dobry. Rynkowi należy się odreagowanie po spadkach, nastroje inwestorów są najgorsze od 15 lat (tak złe nastroje zazwyczaj poprzedzają zwyki), zbliża się koniec roku i walka o premie w funduszach inwestycyjnych. Skoro tak myślała większość to nie czekano na początek nowego kwartału – zaczęto kupować już w ostatnim dniu kwartału starego. Potem zwyki były kontynuowane. Z tego wszystkiego wynika, że indeksy będą rosły, o ile rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie nie wystraszy graczy.

Sytuacja GPW była bardziej skomplikowana. Tutaj obozowi byków szkodziły zbliżające się wybory parlamentarne – przed nimi mogliśmy oczekiwać co najwyżej odbić i trendu bocznego. Zarządzający funduszami mogli przeprowadzać przedstawione poniżej rozumowanie. Jeśli dotychczasowa opozycja nie objęłaby władzy, to zagrożenia (szczególnie dla sektora finansowego) zniknęłyby, a wtedy akcje banków byłyby bardzo niedowartościowane. Jeśli zaś opozycja doszłaby do władzy, to objęcie rządów (jak zwykle) zamieni najbardziej niebezpieczne pomysły na umiarkowanie niebezpieczne, a to też pomoże sektorowi finansowemu, który ma przecież olbrzymi wpływ zarówno na indeksy, jak i na nastroje na całym rynku.



Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

Inwestycje na najwyższym poziomie

ZADBAJ O SWOJE FINANSE Z DI XELION

**KORZYSTAJ Z ATRAKCYJNYCH
ROZWIĄZAŃ INWESTYCYJNYCH**

www.xelion.pl • 801 370 370

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