

# Biuletyn Inwestycyjny Xelion

NR 09(43) 10 września 2014 r.

E K S P E R C I

T R E N D Y

A K T U A L N O Ś C I

I N W E S T Y C J E

E M E R Y T U R A





**Szanowni Czytelnicy,**

*W najnowszym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion nie odejmiemy od wszechobecnego aktualnie tematu konfliktu na linii Rosja-Ukraina. Tym razem jednak zastanowimy się, jak ta sytuacja wpłynie na gospodarkę energetyczną świata i czy można upatrywać w niej szanse dla rozwoju „branży łupkowej”? Ponadto, zajmiemy się również reformami na rynku kapitałowym w jednym z krajów BRIC - jak chińskie poczynania wpłyną na postrzeganie tego rynku przez inwestorów?*

*A Piotr Kuczyński przedstawi wpływ ostatnich wydarzeń w geopolityce na rynki finansowe i postara się odpowiedzieć na pytanie, czy powszechnie uważany za najgorszy dla akcji wrzesień rzeczywiście taki będzie.*

**Zachęcamy do lektury!**

## W numerze:

-  jakie zmiany czekają sektor energetyczny w obliczu konfliktu Rosja-Ukraina opowie Grzegorz Prażmo z TFI Alianz Polska S.A.,
-  sposób na zostanie rentierem przedstawi Grzegorz Pietrucha ze Skarbiec Holding sp. z o.o.,
-  rynek kapitałowy w Chinach scharakteryzuje Eddie Chow z Templeton Emerging Markets Group,
-  z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Wrzesień nie musi być złym miesiącem.

**Przełom w opłatach  
na FW20**

Stała opłata miesięczna

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

## Czy konflikt na linii Ukraina-Rosja zmienia sytuację energetyczną świata? Jak potencjalna wojna wpłynie na wycenę branży łąpkowej?

Trwające napięcie polityczne pomiędzy Rosją i Ukrainą spowodowało wzrost zagrożenia eskalacją konfliktu w tym regionie. Biorąc pod uwagę to zwiększone ryzyko i kluczową pozycję Ukrainy stanowiącej jeden z korytarzy transportowych dla rosyjskiego gazu i ropy, możemy analizować wpływ potencjalnego rozszerzenia konfliktu Ukraina-Rosja na rynki energii oraz na spółki z tej branży.

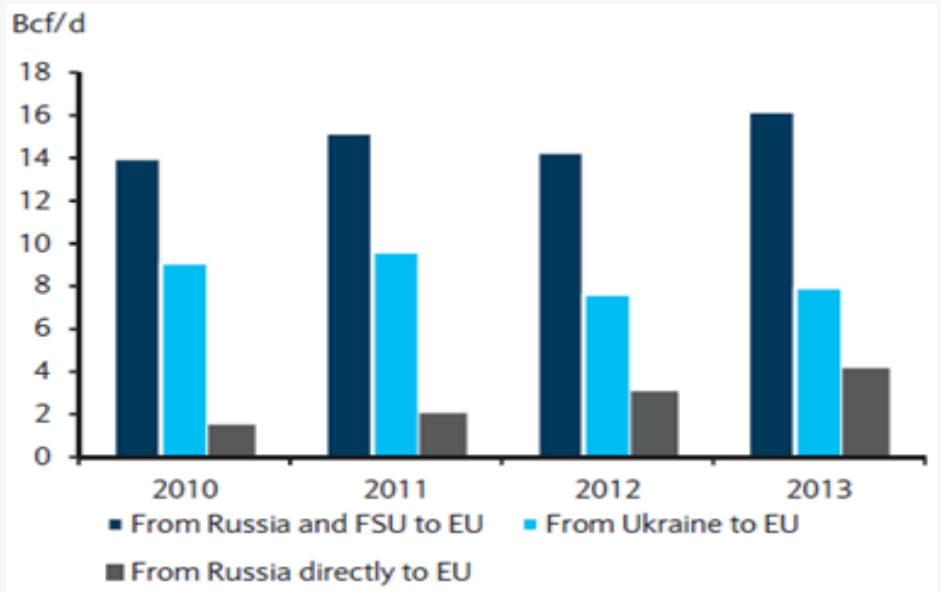
Europa jest istotnie uzależniona od rosyjskiego gazu. Pomimo chęci ograniczenia zależności od importu rosyjskiego gazu ziemnego, w zeszłym roku, rosyjski gaz stanowił około 34% zapotrzebowania europejskiego. W 2013 roku Rosja dostarczyła europejskim konsumentom około 167 mld m<sup>3</sup> gazu (czyli około 16,2 mld stóp sześciennych dziennie [Bcf/d]), z czego około połowa była dostarczona przez terytorium Ukrainy (Wykres nr 1).

**Europa jest zależna nie tylko od importu gazu z Rosji, ale też od tranzytu tego gazu przez Ukrainę - jeśli przepływ ten zostałby wstrzymany, miałyby to istotny wpływ na dostawy surowca nie tylko w krajach, które graniczą z Ukrainą, ale deficyt ten byłby odczuwalny w całej europejskiej sieci gazociągów.**

**Transport ropy również odbywa się przez terytorium Ukrainy, aczkolwiek wstrzymanie tego tranzytu miałyby ograniczone skutki.** Ilość ropy przepływającej przez Ukrainę nie jest zbyt duża w stosunku do rynku światowego, więc jest małe prawdopodobieństwo, aby miało to istotny wpływ na globalny rynek ropy naftowej. Jednakże potencjalne sankcje przeciwko Rosji w dalszej ewentualnej eskalacji konfliktu na Ukrainie prawdopodobnie będą miały większy wpływ na ceny energii, biorąc pod uwagę skalę produkcji i eksportu energii z tego kraju.

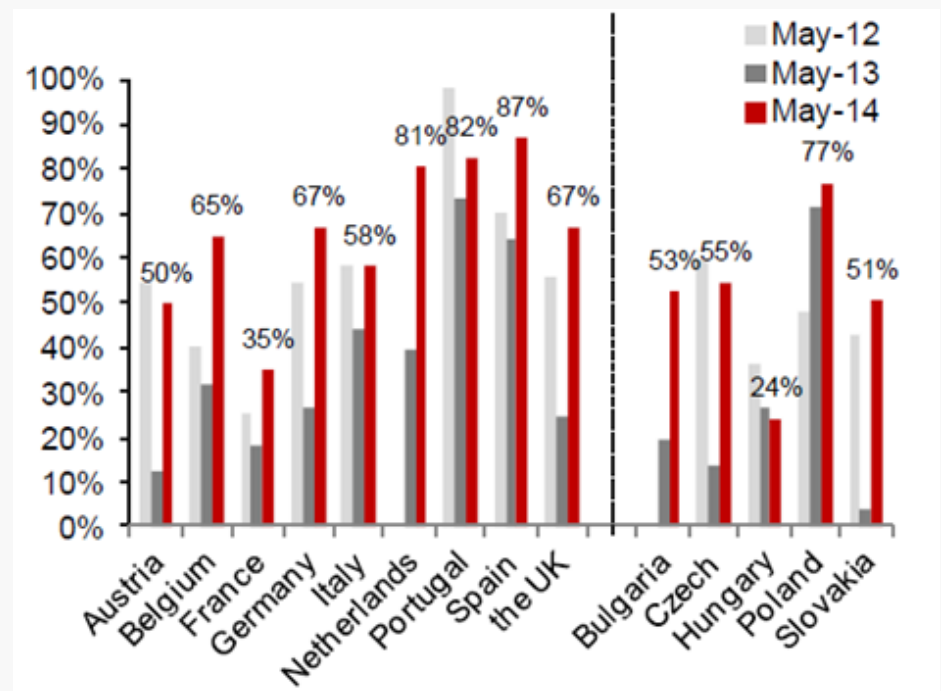
W przypadku eskalacji konfliktu, Rosja może oczywiście rozważyć zaprzestanie eksportu gazu do Europy. Takie wyda-

Wykres nr 1. Import rosyjskiego gazu do Unii Europejskiej.



Źródło: Barclays.

Wykres nr 2. Europejskie zapasy gazu ziemnego.



Źródło: Nomura.

zenie miałyby znacznie gorsze skutki dla naszego kontynentu. Obecne poziomy zapasów gazu ziemnego w Europie są wyższe od norm historycznych (Wykres nr 2), co w pewnym stopniu ogranicza zagrożenie deficytem. Mniej-

sze zużycie gazu w produkcji przemysłowej i wyjątkowo łagodna zima spowodowały, że rezerwy gazu ziemnego są powyżej norm sezonowych. Komfortowy poziom zapasów będzie mógł złagodzić potencjalne zakłócenia w krótkim okre-

się, ale nie będzie w stanie zrekompenzować strat w dostawach w razie kompletnego i rozszerzonego odcięcia rosyjskiego gazu przez Ukrainę lub tranzytu przez inne kraje.

Warto zauważyć jednak, że tranzyt gazu z Rosji przez Ukrainę do tej pory nie był częścią retoryki i eksport trwa nieprzerwanie. Z uwagi na to, że Europa jest zależna od rosyjskiego gazu na ponad 30% zapotrzebowania, Ukraina również zaspokaja nim część swoich potrzeb, a Rosja liczy na jego eksport jako głównego źródła dochodów, wszystkie trzy strony poniosłyby konsekwencje ekonomiczne potencjalnych zakłóceń. **Chociaż uzależnienie Europy stawia Rosję w silniejszej pozycji w krótkim okresie czasowym, Rosja potrzebuje także Europy** jako rynku zbytu i źródła dochodu.

Obecna sytuacja na Ukrainie stanowi impuls dla Unii Europejskiej, aby zmniejszyć zależność od gazu z Rosji. Skąd można czerpać więcej gazu? **Najwięk-  
sze możliwości wiążą się ze wzrostem importu przez terminale przyjmujące skroplony gaz (LNG).** Obecne terminale w Europie dysponują istotnymi wolnymi mocami, a kolejne są w budowie. Potencjalny wzrost popytu na skroplony gaz w Europie ma istotne znaczenie dla eksporterów LNG, do których wkrótce dołączy USA.

W tym roku jedną z najlepszych inwestycji w tej branży okazały się akcje spółki Cheniere Energy specjalizującej się w transporcie LNG. Spółka rozbudowuje terminal, dzięki któremu gaz będzie mógł być również transportowany poza granice USA. W okresie styczeń-sierpień 2014 r. notowania akcji tej spółki wzrosły o ponad 80%.

Potencjalny eksport gazu z USA będzie korzystny dla spółek, które zajmują się wydobywaniem gazu łupkowego. Ten dodatkowy popyt może spowodować, że ceny gazu w USA ustabilizują się stopniowo na wyższych poziomach i będą miały korzystny wpływ na wyniki spółek związanych z branżą łupkową w dłuższym horyzoncie czasowym.

### Grzegorz Prażmo

Zarządzający Funduszami Allianz Energetyczny i Allianz Nowa Energia FIZ

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

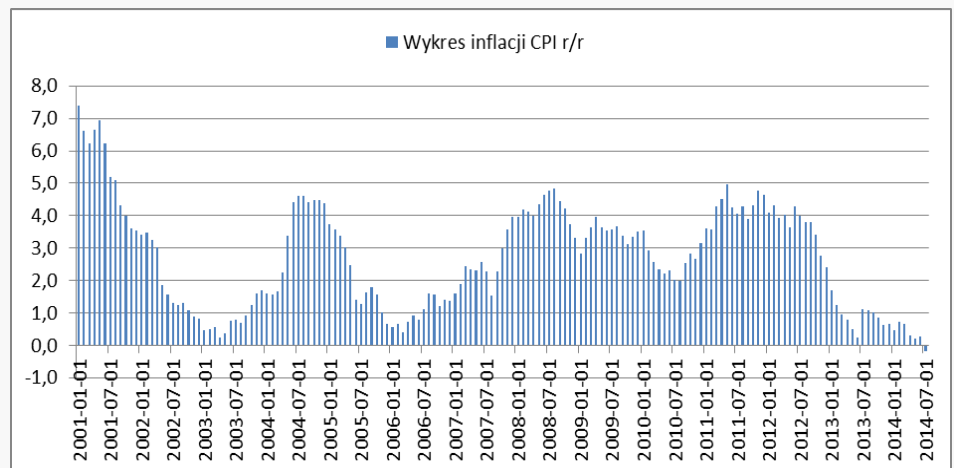
## Rentierem być, czyli jak żyć z odsetek?

Rentier to osoba utrzymująca się z dochodów płynących od posiadanego kapitału, nieruchomości, odsetek od papierów wartościowych (akcji, obligacji itp.) lub wkładów bankowych. Taki opis można znaleźć w popularnej skarbnicy wiedzy dzisiejszego użytkownika Internetu. **W szerokim rozumieniu rentier to osoba, która nie musi pracować, gdyż żyje ze zgromadzonych oszczędności.**

Osoby, które uzbierały kapitał dający im status rentiera jednak oszczędności uszczuplać nie lubią. Uwielbiają za to inwestycje, które - przy ochronie kapitału - będą regularnie wypłacać im odsetki. Kupony odsetkowe powinny zapewnić stały (miesięczny, kwartalny, półroczny) dochód zaspokajający codzienne wydatki. Rentier jednak musi zadbać również o to, by kapitał co najmniej utrzymywał realną wartość w czasie, a najlepiej gdyby dalej był pomnażany. Jak to wszystko połączyć?

Rozwiązaniem mogą być produkty inwestycyjne spełniające poniższe warunki:

Wykres nr 1.



Źródło: NBP.

- wypłacają stały kupon odsetkowy,
- inwestują w klasy aktywów cechujące się niewielkim ryzykiem utraty kapitału,
- zarządzane są przez doświadczony zespół,
- posiadają mechanizmy zabezpieczające przed utratą wartości pieniądza w czasie.

Do takich rozwiązań należą np. niektóre fundusze inwestycyjne aktywów publicznych, wypłacające kupony odsetkowe, których wysokość jest atrakcyjna względem oprocentowania depozytów, a

składniki lokat nie są skorelowane z popularnymi klasami aktywów takimi jak akcje czy obligacje. Ważne jest, aby przedmiot inwestycji funduszu wybierany był przez zespoły o bogatym i popartym sukcesami doświadczeniu. W zamian za ponoszoną opłatę za zarządzanie funduszem inwestor nie musi martwić się o wybór odpowiednich lokat dla swoich środków.

**Rentier, bez względu na to, jakie wybierze rozwiązanie, powinien się li-**

**czyć z długim terminem inwestycji (co najmniej 5 lat) oraz z ograniczoną płynnością.** Zainwestowany kapitał powinien stanowić jedynie część posiadanego majątku, a decyzja o rozpoczęciu inwestycji powinna być przemyślana i przeliczona, najlepiej w asyście profesjonalisty. Warto zauważyć, że im więcej zainwestujemy, tym większy kapitał dla nas pracuje i tym większe zyski będzie mógł wygenerować.

Niemniej, każdy rentier powinien posiadać przemyślaną strategię zarządzania swoim majątkiem, bo z pustego to i Salomon nie naleje...

**Grzegorz Pietrucha**

Dyrektor Departamentu Sprzedaży Detalicznej

Skarbiec Holding sp. z o.o.

## Reforma rynku kapitałowego w Chinach nabiera tempa

Dążenia reformatorskie w Chinach wydają się nabierać tempa, jednak wszyscy zastanawiają się czy reformy rzeczywiście poprawią nastroje inwestorów i przełożą się na wzrosty na chińskim rynku akcji klasy A. W listopadzie 2013 r., podczas trzeciego plenum Komitetu Centralnego Komunistycznej Partii Chin, przedstawiono ogólny plan działań na rzecz krajowego rozwoju oficjalnie zatytułowany „Decyzja dotycząca najważniejszych kwestii związanych z kompleksowymi reformami”. W „Decyzji” poruszono wiele różnych tematów, takich jak reformy fiskalne, walka z korupcją czy zintegrowany rozwój obszarów wiejskich i miejskich. Od tamtej pory chiński rząd przedstawił kilka kolejnych, bardziej szczegółowych programów, wśród których najbardziej interesują nas (jako inwestorów) te związane z rynkami kapitałowymi.

Chiński rząd opracował szczegółowy plan reformy rynku kapitałowego, przedstawiony zarówno w komunikatach prezentowanych podczas marcowego Narodowego Kongresu Ludowego, jak i w opublikowanych przez Radę Państwa „Wytocznych dotyczących zrównoważonego rozwoju rynków kapitałowych”.

**Plan reform jest kompleksowy, a większość proponowanych zmian jest, naszym zdaniem, istotna z punktu widzenia inwestorów.** Niektóre z

nich mogą przynieść natychmiastowe efekty, a inne mają charakter bardziej strukturalny i mogą mieć wpływ na rynek w dłuższej perspektywie. Przykładowo, jeżeli chodzi o otwarcie rynków kapitałowych, plan integracji giełd papierów wartościowych w Szanghaju i Hongkongu, zwiększający dopuszczalne przepływy inwestycji w obydwu kierunkach oraz rozluźniający limity udziału akcjonariuszy zagranicznych w spółkach akcyjnych, powinien bardzo szybko zaowocować zastrzykiem nowej płynności na chińskim rynku akcji klasy A. W średniej i dłuższej perspektywie, większe zaangażowanie zagranicznych inwestorów może zmienić nie tylko powszechne zachowania i dynamikę rynkową, ale nawet jakość zarządzania na poziomie pojedynczych spół-

tek. W celu poprawy struktury rynków kapitałowych, poza rozwojem rynku obligacji (niezbędnym do określenia kosztów kapitału w Chinach), system emisji akcji klasy A oparty na zatwierdzeniach będzie zamieniony na system oparty na rejestracji. Chiński regulator wprowadza także nowe zasady przeprowadzania pierwszych ofert publicznych (IPO) i zamierza pracować nad zwalczaniem transakcji przeprowadzanych z użyciem nieuczciwie pozyskanych informacji, zwiększaniem dostępu do informacji, poprawą zasad wycofywania spółek z giełdy oraz wspieraniem działalności funduszy emerytalnych. **Uważamy, ponadto, że wszystkie wspomniane reformatorskie inicjatywy będą przekła-**

### Reformy ogłoszone podczas 3. Plenum Komunistycznej Partii Chin

1. Deregulacja – dopuszczenie prywatnego sektora do większości branż dotychczas zarezerwowanych dla rządu.
2. Otwarcie rynku – Zwiększenie dostępu do rynków usług dla spółek zagranicznych.
3. Liberalizacja finansowa – Zachęcanie prywatnego sektora do tworzenia instytucji finansowych, przyspieszenie deregulacji stóp procentowych oraz bardziej intensywne działania w kierunku wymiennalności aktywów finansowych.
4. Reformy polityki gruntowej i meldunkowej (Hukou) – tytuły prawne do gruntów i prawa do ich przenoszenia. Poprawa świadczeń społecznych na rzecz migrujących pracowników.
5. Reforma polityki w zakresie cen surowców – lepsza alokacja ropy, gazu, wody i innych surowców.
6. Reforma spółek państwowych - większa wydajność, lepsza alokacja zasobów.
7. Reforma budżetowa – podatek od nieruchomości mający zapewnić bardziej stabilne przychody do budżetu.
8. Reforma systemu świadczeń społecznych – konsolidacja systemu emerytalnego i przeniesienie akcji spółek skarbu państwa do systemu emerytalnego > promocja prywatnej opieki medycznej.
9. Rozwój rynku obligacji – możliwość niezależnej emisji obligacji przez lokalne władze; trafniejsza wycena ryzyka.
10. Rozluźnienie polityki jednego dziecka - wzmocnienie długoterminowego potencjału wzrostowego i stymulowanie konsumpcji w średniej perspektywie.

## dały się na stopniowy wzrost zainteresowania chińskimi akcjami klasy A.

Ich celem jest sprawienie, że chińskie rynki kapitałowe będą znacznie bardziej różnorodne, poukładane i transparentne. To bardzo ważne, biorąc pod uwagę duże ilości prywatnych oszczędności Chińczyków, które mogłyby zostać zainwestowane. Zasadniczą część pracy w tym obszarze wykonuje jak dotąd zdominowany przez podmioty państwowe sektor bankowy, który ma spore ograniczenia.

### Rzeczywisty obszar działań reformatorskich

W pierwszej połowie 2014 r., chiński rynek akcji miał dość słabą kondycję z co najmniej kilku powodów. Niekorzystny wpływ na rynek miały słabe dane makroekonomiczne, niepokój wywołany przypadkami niewypłacalności emitentów obligacji oraz rosnąca podaż nowych akcji. Choć ekscytacja wywołana reformami poprawiła długoterminowe perspektywy rysujące się przed gospodarką i rynkiem pod koniec ubiegłego roku, po zakończeniu Trzeciego Plenum na chińskim rynku akcji klasy A nastąpiła korekta. Coraz więcej uwagi zaczęto poświęcać rzeczywistemu obrazowi sytuacji w obszarze reform.

Uważamy, ponadto, że gospodarka musi być w stanie znieść wolniejszy wzrost, aby mogła zredukować swą ogromną zależność od inwestycji. W naszej ocenie, polityka pieniężna i wzrost akcji kredytowej nie może przejść w kierunku rozluźnienia, jeżeli rząd zamierza wyeliminować problem nadmiernego lewarowania gospodarki. Można spodziewać się kolejnych przypadków niewypłacalności emitentów obligacji, a ceny nieruchomości będą musiały spaść, by możliwe było ograniczenie aktywności w sektorze pozabankowym. Pojawiają się sygnały świadczące o korekcie na rynku nieruchomości. Spadek cen nie byłby dla nas zbyt wielkim zmartwieniem, ponieważ mógłby okazać się korzystny dla długofalowego rozwoju rynku nieruchomości, dzięki wyeliminowaniu nadmier-

nych inwestycji i przekierowaniu części kapitału do innych sektorów. Prasa często przedstawia sektor pozabankowy (tj. pośredników finansowych działających w dużej mierze poza nadzorem krajowych instytucji regulacyjnych) w niekorzystnym świetle, jednak można go także postrzegać jako formę liberalizacji stóp procentowych oraz uzupełnienie sektora bankowego. Spółki, które nie są w stanie pożyczać pieniędzy po niskich bazowych stopach procentowych, mają możliwość zaciągania wyżej oprocentowanych kredytów, natomiast inwestorzy, dla których oprocentowanie lokat bankowych jest zbyt niskie, mogą kupować aktywa obciążone wyższym ryzykiem. Najważniejsze, by ryzyko było odpowiednio uwzględnione w cenie i znane posiadaczom aktywów. **W stosunku do rozmiarów całej gospodarki, chiński sektor pozabankowy nie jest, według nas, przerośnięty. Problemem może być natomiast tempo jego rozwoju i jego wpływ na sektory nieruchomości, górnictwa i metalurgii, które zmagają się z poważnymi problemami natury cyklicznej.** Stopniowo wprowadzane są coraz ostrzejsze regulacje i wymogi dotyczące ujawniania danych, zatem nie uważamy, by sektor pozabankowy stanowił poważniejsze zagrożenie dla chińskiego systemu bankowego.

Rynki w Japonii i Indiach zanotowały ostre wzrosty u progu własnych reform, ale w Chinach jak dotąd nie zaobserwowaliśmy podobnego entuzjazmu. Niemniej jednak sądzimy, że warunki na tych rynkach oraz rodzaje reform wdrażanych w Japonii i Indiach są całkowicie odmienne w porównaniu z sytuacją w Chinach. Największym problemem japońskiej gospodarki była deflacja, a więc gdy japoński premier Shinzo Abe zapowiedział „trzy wektory” reform ekonomicznych (stymulację budżetową, rozluźnienie polityki pieniężnej i reformy strukturalne), rynek najmocniej zareagował na drugi wektor, tj. perspektywę luźniejszej polityki pieniężnej. Działania podejmowane w Japonii, z celem inflacyjnym ustalonym na poziomie 2%, są bezpre-

cedensowe, a proporcjonalnie do rozmiarów gospodarki są zakrojone na większą skalę niż luzowanie ilościowe realizowane przez Rezerwę Federalną w USA. **W Chinach niewiele się dzieje w obszarze polityki pieniężnej.**

W Indiach, wyborcze zwycięstwo i uzyskanie większości w parlamencie przez sojusz pod przewodnictwem BJP było przełomowym wydarzeniem w historii kraju. Indie powinny mieć teraz silny rząd będący w stanie przeforsować ustawy dotyczące reform, które nie były realizowane w tym kraju praktycznie od kilku ostatnich dziesięcioleci. Rynek oczekuje, że nowy rząd rozwiąże strukturalne problemy, takie jak słaba dyscyplina budżetowa, nadmierna ilość dotacji na rzecz obszarów wiejskich oraz niedostateczne wydatki na infrastrukturę. W porównaniu z Chinami, Indie mają względnie lepszą sytuację demograficzną, mniejszą partycypację globalną oraz lepsze warunki cykliczne, z nadwyżkami ograniczonymi przez wyższe stopy procentowe oraz mniejszym deficytem na rachunku obrotów bieżących dzięki korektom na rynku walutowym. Zwycięstwo BJP zapewniło rynkowi i gospodarce sporo przestrzeni do dalszego wzrostu.

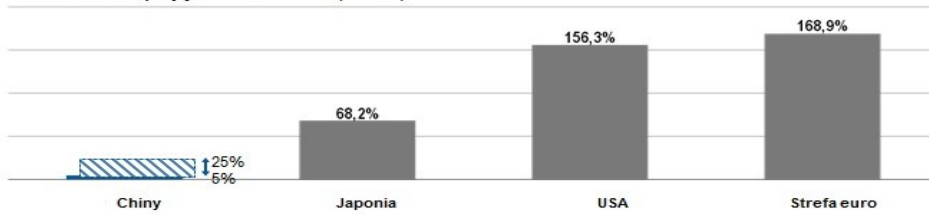
W Chinach, choć prezydent Xi i premier Li starają się walczyć z problemami strukturalnymi wynikającymi z nadmiernej podaży kredytów dla sektora państwowego po globalnym kryzysie finansowym, reformy wydają się znacznie mniej radykalne niż w Indiach, w kontekście rzeczywistych zmian kierunku polityki.

### Odbudowanie zaufania inwestorów do Chin

Aby odbudować zaufanie inwestorów lub doprowadzić do strukturalnego wzrostu wskaźników wyceny rynkowej, rynek musiałby skutecznie odgrywać swą rolę w procesie przekazywania kapitału. Uważamy, że nastroje w stosunku do chińskiego rynku poprawią się, gdy inwestorzy zauważą, że:

## Chiński sektor pozabankowych usług finansowych jest względnie mały

Szacunki oscylują od 5% do 25% (%PKB)



Źródło: Bank Rozrachunków Międzynarodowych oraz Rada Stabilności Finansowej. Globalny raport dot. pozabankowych usług finansowych, 2012 r. 18 listopada 2012 r. 25% szacowane przez HSBC. Wykres pokazuje przedział szacunków dot. rozmiarów chińskiego sektora pozabankowych usług finansowych. Wykresy mają charakter wyłącznie ilustracyjny i poglądowy. Realizacja jakichkolwiek prognoz lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana.

- spółki wchodzą na giełdę i gromadzą dodatkowy kapitał bez ograniczeń ze strony nadmiernej biurokracji;
- słabo zarządzane spółki mogą być usuwane z rynku lub przejmowane przez lepsze przedsiębiorstwa, zgodnie z odpowiednimi regułami rynkowymi;
- prawa udziałowców mniejszościowych są skutecznie chronione;
- zarządy i akcjonariusze większościowi są pod odpowiednim nadzorem.

**Sądzymy, że kompleksowy plan reformowania chińskiego rynku kapitałowego to właściwy krok rządu, ale rynek nie ma jeszcze pewności, czy**

**władze są gotowe na tymczasowe bolesne skutki faktycznego wdrożenia reform.** Przykładowo, niektóre spółki czekają całe lata na swój debiut na giełdzie, ale proces zatwierdzania pierwszych emisji publicznych (IPO) przez chińską Komisję Regulacyjną ds. Papierów Wartościowych (CSRC) nadal jest długotrwały, z uwagi na obawy, że nadmierna podaż może mieć negatywny wpływ na rynek. Naszym zdaniem, ryzyka dotyczące obligacji korporacyjnych i trustów nie są odpowiednio uwzględnione w wycenie. Wielu posiadaczy obligacji cały czas wyznaje pogląd, że zapadające obligacje mogą być w prosty sposób refinansowane, a emitent na pewno będzie wypłacalny, niezależnie od jego faktycznej kondycji finansowej. Naszym

zdaniem, większa liczba przypadków niewypłacalności, która zmusiłaby rynek do uwzględnienia ryzyka w wycenie, paradoksalnie może przekierować część kapitału z powrotem na giełdę, z korzyścią dla chińskiego rynku akcji A.

### Chiny: perspektywy inwestycyjne

Chiny są nie tylko jedną z największych gospodarek na świecie, ale także typowym rynkiem wschodzącym, w którym zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych i zagranicznych nadal jest względnie małe. Dla inwestorów koncentrujących się na wartości, taka sytuacja stanowi źródło możliwości, biorąc pod uwagę zaniżone pod wpływem słabych nastrojów rynkowych wyceny. Uważamy, że brak zaufania do tego rynku jest przejściowy, a reformy rynku kapitałowego pokazują, że rząd chce stawiać czoła problemom.

**Duże pokłady wartości dostrzegamy w sektorze bankowym, a w szczególności wśród dużych banków z rozwiniętą działalnością depozytową, jak również wśród innych spółek finansowych mających potencjał do korzystania na rozwoju rynków kapitałowych. Widzimy także długofalowy potencjał w sektorze materiałów budowlanych, który przechodzi potężną konsolidację i racjonalizację wykorzystywania zasobów. Korzystnie wygląda również sytuacja branży farmaceutycznej oraz wybranych spółek z sektora dóbr konsumenckich w Chinach, ze względu na strukturalny wzrost popytu.**

**Eddie Chow**

Starszy wiceprezes wykonawczy i dyrektor zarządzający

Templeton Emerging Markets Group



Komentarze, opinie i analizy Marka Mobiusa i Eddiego Chow są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani zachęty do zainwestowania w jakiegokolwiek papierze wartościowym czy stosowania jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej. Biorąc pod uwagę zmienność warunków rynkowych i ekonomicznych, wszelkie komentarze, opinie i analizy są w pełni aktualne wyłącznie w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku, branży, inwestycji czy strategii inwestycyjnej. Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, w tym z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Inwestowanie w instrumenty zagraniczne 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, obarczone 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 akcji. Ponieważ wspomniane ramy prawne, polityczne, biznesowe i społeczne są zwykle jeszcze słabiej rozwinięte na nowych rynkach wschodzących, a występują także rozmaite inne czynniki, takie jak podwyższony potencjał skrajnych wahań kursów, braku płynności, barier ograniczających transakcje oraz mechanizmów kontroli giełd, ryzyka związane z rynkami wschodzącymi są nasilone w przypadku nowych rynków wschodzących. Ceny akcji podlegają wahaniom (często nagłym i gwałtownym) wywołanym czynnikami dotyczącymi poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólnymi warunkami panującymi na rynkach.

## Okiem Piotra Kuczyńskiego: Wrzesień nie musi być złym miesiącem



Sierpień i początek września był bardzo korzystny dla obozu byków na rynkach akcji zarówno w Europie jak i w USA oraz w Polsce. **Teraz rozpoczął się wrzesień, który w USA uznawany jest za miesiąc najgorszy dla akcji, ale nie radziłbym się tym przejmować – podczas ostatnich pięciu lat cztery razy wrzesień przynosił wzrosty indeksów.**

Najwięcej wydarzyło się jednak nie w sierpniu, ale na początku września. Przede wszystkim zaskoczył - i to potężnie - Europejski Bank Centralny (EBC), przez co kurs EUR/USD uległ potężnej przecenie. Jeśli ktoś nie widział po cichu prowadzonej wojny walutowej (Chiny – Japonia - USA, a teraz Euroland), to teraz musi ją zobaczyć. **Słabe euro może gospodarce europejskiej i zaszkodzi amerykańskiej.**

Co takiego zrobił EBC? Twierdzono dotychczas, że do końca 2015 roku stopy się nie zmieniają, a tymczasem bank obciął główną stopę procentową z 0,15 do 0,05 proc., a stopę depozytową obniżył z minus 0,1 do minus 0,2 proc. Została też podjęta decyzja o skupie aktywów (ABS). Obniżenie stopy głównej to tylko symbol, ale obniżenie stopy depozytywnej zmusi banki do szukania miejsca na lokowanie pieniędzy i napędzi hossę na rynkach finansowych.

Oczywiście nie o to chodziło EBC – chodziło o zniechęcenia banków do przechowywania gotówki w EBC i doprowadzenie do zwiększenia akcji kredytowej. Problem w tym, że chęć do brania kredytów nie zależy (a może raczej mało zależy) od dostępności kredytów, a bardziej od koniunktury gospodarczej i nastrojów, a z tym w Europie nie jest najlepiej.

Kolejnym tematem było oczywiście nadal to, co dzieje się w geopolityce. Na początku września z pewnością informacja o podpisaniu porozumienia rządu Ukrainy z „separatystami” o zawieszeniu broni nie mogła bykom zaszkodzić. Dziwne było to, że w ten sposób Ukraina sankcjonowała przedstawicielstwo „separatystów” zgadzając się z tym, że to oni, a nie Rosja są właściwym podmiotem do podejmowania decyzji. Dziwne, ale z pewnością korzystne dla rynków.

Również na początku tygodnia ambasadorem krajów UE przyjęli nowy pakiet antyrosyjskich sankcji. Mówiono, że sankcje mogą zostać uchylone, jeśli zawieszenie broni będzie przestrzegane. Rosja natychmiast oświadczyła, że przyjęcie nowych sankcji po ogłoszeniu zawieszenia broni jest kuriozalne i że ona z całą pewnością odpowie swoimi sankcjami. Sankcje i kontr-sankcje bardzo by się rynkom nie spodobały. Zobaczmy, jak się to we wrześniu rozwinie. Nie da się przewidzieć rozwoju sytuacji i nadal jest to dla giełd europejskich poważny czynnik ryzyka.

**Sporo może zależeć też od tego, jakim wynikiem skończy się 18 września referendum niepodległościowe w Szkocji.** W ostatnim sondażu niewielką przewagę zyskali zwolennicy oddzielenia się od Wielkiej Brytanii, ale ja myślę, że Szkotom w ostatniej chwili drgną ręce i wystraszą się skutków odłączenia od Zjednoczonego Królestwa.

Dla Polski w sierpniu ważne było to, że odbył się szczyt Unii Europejskiej, podczas którego Donald Tusk został wybranym przewodniczącym Rady Europejskiej (nieoficjalny prezydent UE). To olbrzymi osobisty sukces tego polityka – można tylko pogratulować. Ta decyzja stawia w Polsce liczne pytania, z których część dotyczy rynków finansowych.

Przede wszystkim należy zwalczać mit, zgodnie z którym to w czymkolwiek może pomóc Polsce. Nie pomoże, tak jak wybór van Rompuy nie pomógł Belgii, a wybór Barroso nie pomógł Portugalii. Czy może zaszkodzić rynkom? Jest obawa o bałagan w PO, czyli w partii koali-

cyjnej oraz o to, kto zostanie premierem i jak to wszystko wpłynie na sondaże (już wiemy, że pozytywnie dla PO). Jednak w dłuższym terminie decyzja dla rynków jest neutralna.

**Podsumowując, można powiedzieć, że WIG20 jest na najlepszej drodze do wybicia się z obowiązującego w tym roku kanału trendu bocznego 2.300 – 2.500 + pkt.** Ten plus dlatego, że chodzi o poziom nieco wyższy od 2.500 pkt. Dotychczasowe (podczas pisania komentarza, czyli 8 września) wybicie było za małe, żeby mówić o średnioterminowym sygnale kupna.

Mocne wybicie z tego kanału dałoby już nie krótkoterminowy, ale średnioterminowy sygnał kupna. Potwierdzeniem byłoby przełamanie 2.630 pkt, których indeks nie jest w stanie przebić od 3 lat. Wtedy można by mówić nawet o wzroście WIG20 o kolejne 20 procent. Bardzo dużo zależy jednak od tego, co będzie się działo w geopolityce.

**Piotr Kuczyński**

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

**Informacje Prawne**

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Niniejsze opracowanie nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j.: Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 z późn. zm., dalej jako „Ustawa”), ani nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, ani nie stanowi analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych w rozumieniu art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy.

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

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

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

Właściciel:

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