



BIX

BIULETYN INWESTYCYJNY XELION

10

Nr 10/2015 (56)

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

listopad 2015 r.

- WITAMY NA POKŁADZIE
Trigon TFI S.A.
- ABRAKADABRA
Arbitraż
- OFE
Co dalej?
- ZA I PRZED
Sytuacja na rynku





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 | Witamy na pokładzie! Trigon TFI S.A.
- 5 | Abrakadabra arbitraż
- 6 | Łakomy kłasek
- 7 | 11 miesięcy za nami. Czego jeszcze możemy spodziewać się w najbliższym czasie na rynkach?
- 8-9 | Zaawansowany etap hossy w USA
- 10 | Okiem Piotra Kuczyńskiego: Super-wicepremier nadzieją dla gospodarki?



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 przygotowanego 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

Rok 2015 dobiega końca. Powoli zbliża się więc czas podsumowań, analiz tego, czym w trakcie ostatnich 11 miesięcy uraczyły nas rynki finansowe. A minione tygodnie nie dały inwestorom powodów do nudy – wystarczy wymienić hasłowo kilka z nich, aby większości graczy włosy na głowie stanęły dęba: uwolnienie kursu franka szwajcarskiego, umocnienie dolara, recesja w Rosji, ryzyko Grexitu czy sierpniowe załamanie chińskiej giełdy, za którym, jak klocki domino, posypały się indeksy na innych światowych parkietach. Koniec roku jest to jednak też okres, kiedy zaczynamy zastanawiać się, czego można oczekiwać w przyszłości. I te kwestie poruszają w swoich artykułach eksperci najnowszego wydania *Biuletynu Inwestycyjnego Xelion*.

Piotr Kuczyński zaś, nie pomijając oczywiście sytuacji zagranicą, skupia się głównie na ostatnich wydarzeniach na rodzimym podwórku. A pisać i komentować w obliczu wyborów parlamentarnych, jest o czym.

Wisienką na torcie niech będzie przywitanie na naszym pokładzie nowego Partnera DI Xelion, Trigon Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., którego eksperci będą gościć na łamach *Biuletynu Inwestycyjnego Xelion*, dzieląc się z czytelnikami swoją specjalistyczną wiedzą.

Zachęcamy do lektury!

Zespół Domu Inwestycyjnego
Xelion sp. z o.o.

Biuletyn Inwestycyjny Xelion Nr 10/2015 (56)

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

Xelion
VIII Kongres Inwestycyjny 2015
Gdyby Syzyf wiedział...

Zobacz retransmisję na
www.xelion.pl

Witamy na pokładzie!



Szanowni Państwo,

Rozpoczęcie współpracy z DI Xelion to dla nas prawdziwy zaszczyt. Jestem przekonany, iż solidne, powtarzalne wyniki inwestycyjne naszych funduszy i zadowolenie klientów będą najlepszą odpowiedzią na zaufanie, jakim nas obdarzono. Trigon TFI jest firmą młodą, a przez to wciąż bardzo prężną i głodną sukcesu, ale już ze sporym dorobkiem, jeżeli chodzi o aktywa pod zarządzaniem i historię wyników. Młodość ma swoje prawa, więc nie idziemy utartymi szlakami - nie znajdą Państwo w naszej ofercie niczego typowego: ani funduszy otwartych, ani funduszy benchmarkowych, ani niczego, co każdy inwestor z łatwością może znaleźć w wielu innych towarzystwach. Tworzymy natomiast fundusze w dużym stopniu unikatowe, oparte na naszej specjalistycznej wiedzy i percepcji tego, czego oczekują klienci. Co najważniejsze - wszystkie nasze fundusze są prowadzone przez zarządzających o uznanych nazwiskach i dużym doświadczeniu potwierdzonym świetnymi wynikami inwestycyjnymi.

Przyszły rok na rynkach finansowych będzie zapewne równie wymagający i zmienny jak przemijający 2015. Na świecie podstarzały już rynek byka trzyma się jeszcze tylko dzięki zastrzykom sterydów aplikowanych przez banki centralne. I choć hossa ma już swoje lata i o zyski będzie coraz trudniej, to szczyty trendu zapewne jeszcze przed nami. Natomiast nasze większe obawy budzi strukturalnie słaby rynek krajowy, który w 2016 roku znajdzie się pod wpływem istotnych zmian w polityce gospodarczej, łagodniejszej polityki pieniężnej, a przede wszystkim dyskusji i zapewne decyzji dotyczących dalszego istnienia i kształtu kapitałowej części systemu emerytalnego. Dlatego też, naszą propozycją dla Państwa w przyszłym roku będą specjalistyczne, sektorowe fundusze akcji zagranicznych, bezpieczne fundusze absolutnej stopy zwrotu nie mające korelacji z tym co będzie się działo z WIGiem oraz fundusze aktywów niepublicznych z zabezpieczoną minimalną stopą zwrotu.

Marek Juraś

Prezes Zarządu Trigon TFI S.A.

Abtrakadabra arbitraż

Marcin Piekarz

Zarządzający Trigon Quantum Arbitrage FIZ, Trigon Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Arbitraż jest, obok spekulacji, jedną ze strategii realizowanych w inwestowaniu na rynkach finansowych. W przeciwieństwie do spekulacji, która jest szczególnie popularna wśród inwestorów indywidualnych, techniki arbitrażowe są domeną inwestorów instytucjonalnych. Przyczynami takiej sytuacji są parametry, decydujące o wynikach realizowanej strategii arbitrażowej: koszty transakcyjne otwieranych i zamykanych pozycji oraz dostęp do szybkiej realizacji zleceń. **To co jest najważniejsze dla inwestora stosującego techniki arbitrażowe to fakt, że strategia ta ogranicza do minimum ryzyko poniesienia straty. W momencie otwierania pozycji arbitrażysta widzi, jaki minimalny zysk osiągnie. Taka sytuacja oczywiście przekłada się na zyski – nie są one potencjalnie tak wysokie jak przy spekulacji, ale są one osiąmane przy zdecydowanie niższym poziomie ryzyka i w sposób systematyczny.**

Arbitraż jest strategią polegającą na jednoczesnym zajmowaniu przeciwstawnych pozycji na tych samych aktywach notowanych na dwóch, geograficznie różnych rynkach lub na tym samym geograficznie rynku, lecz na jego dwóch segmentach – rynku kasowym i terminowym. **Mając na uwadze polskie realia, przykładem pierwszej strategii jest jednoczesne kupno na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie między innymi akcji takich spółek jak: Belvedere, Gorenje, International Personal Finance (Provident), Bank Santander czy Bank UniCredit, i jednoczesną sprzedaż tych akcji na ich rodzimych rynkach w sytuacji, kiedy cena akcji**

w Polsce po przeliczeniu na polską walutę jest niższa. Oczywiście odwrotne działania będzie przeprowadzał arbitrażysta w sytuacji wyższej ceny wspomnianych akcji w Warszawie niż na rynkach międzynarodowych.

Drugim przykładem arbitrażu jest arbitraż na tym samym geograficznie rynku pomiędzy segmentem akcyjnym i terminowym. W tej sytuacji wyróżniamy dwa rodzaje arbitrażu: indeksowy i akcyjny. W naszym polskim przykładzie możemy mówić o arbitrażu indeksowym wykorzystującym najbardziej płynny instrument notowany na GPW – kontrakt terminowy oparty na indeksie WIG20 oraz pełny koszyk akcji odwzorowujący wspomniany indeks. W arbitrażu akcyjnym zaś wykorzystujemy akcje i notowane na GPW terminowe kontrakty akcyjne (w tym momencie na GPW notowanych jest dwadzieścia jeden kontraktów akcyjnych, przy czym jedynie kilkanaście z nich ma codziennie odnotowywa-

ne obroty). Jeżeli arbitrażysta stworzy koszyk akcji w 100% odwzorowujący indeks WIG20, może używać tego koszyka do zajmowania pozycji arbitrażowej między rynkiem kasowym i terminowym. Wiedząc, że kontrakty terminowe wygasają cztery razy w roku (w trzeci piątek miesiąca kończącego kalendarzowy kwartał) oraz znając wysokość stopy procentowej wolnej od ryzyka na danym rynku, arbitrażysta może wyliczyć teoretyczną wartość instrumentu pochodnego uwzględniając dodatkowo płatności dywidendowe. Mając tę wielkość, może odnosić ją do aktualnej, rynkowej wartości kontraktu terminowego i podejmować decyzje o zajmowaniu odpowiedniej pozycji. Jeżeli rynkowa wartość kontraktu terminowego jest wyższa od jej wartości teoretycznej, inwestor kupuje koszyk akcji odzwierciedlający indeks WIG20 i sprzedaje kontrakt terminowy o tej samej wartości. Koszyk akcji będzie sprzedawany, a kupowany kontrakt futures, oczywiście w sytuacji odwrotnej – czyli

ceny rynkowej kontraktu niższej niż teoretycznej.

W świecie globalizacji rynków finansowych, jak również globalizacji systemów transakcyjnych wyceny poszczególnych aktywów notowanych na dwóch lub więcej rynkach są bardzo do siebie zbliżone, a odchylenia cenowe są wyrównywane w sekundach, a nie w minutach. W obecnych realiach czas reakcji nie zależy już od refleksu maklera realizującego zlecenia i jego spostrzegawczości, a od dobrze ustawionych parametrów oprogramowania, które automatycznie, w tej samej sekundzie wysyła zlecenia przeciwstawne na tej samej klasie aktywów. Zautomatyzowanie handlu w bardzo dużym stopniu decyduje o sukcesie transakcyjnym. Po wprowadzeniu przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie systemu transakcyjnego Universal Trading Platform czas reakcji, jak i sposób realizacji zleceń w Polsce został zunifikowany ze standardami na najważniejszych rynkach światowych.



Łakomy kąsek

Grzegorz Zatryb

Główny Strateg, Skarbiec Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



Wyrok Trybunału Konstytucyjnego w sprawie zgodności z ustawą zasadniczą niektórych elementów ostatniej reformy systemu emerytalnego nie wywołał żadnej reakcji na rynkach finansowych. To nic dziwnego, bowiem chyba mało kto spodziewał się innego rozstrzygnięcia. Spośród niezaskoczonych większości część uważała, że wszystko było zgodne z prawem, zaś część, że TK będzie kierował się interesem rządu niezależnie od prawdy. Bardzo ważnym elementem wyroku było stwierdzenie, że środki zgromadzone w funduszach emerytalnych są środkami publicznymi. **Powinno zamknąć to gorącą dyskusję nad legalnością przeniesienia części obligacyjnej do I Filara i konwersją zapisów w KDPW na zapisy w ZUS. Jak jednak wiemy, w Polsce wyroki TK nie cieszą się specjalnym autorytetem w społeczeństwie.**

Uznanie składek zgromadzonych w OFE za pieniądze publiczne otwiera drogę do pełnej likwidacji tej części II Filara. Nie ma bowiem formalnych przeszkód, aby rząd uprawniony do zarządzania publicznym groszem nie mógł dysponować aktywami funduszy emerytalnych w dogodny dla

siebie sposób. Oczywiście, będzie to wymagało uchwalenia odpowiedniej ustawy, ale przy obecnej kompozycji polskiego parlamentu i obsadzie fotela Prezydenta RP to tylko formalność. Z całą pewnością natomiast formalnością nie będzie zagospodarowanie tych 145 mld złotych zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych. Manewr z obligacjami Skarbu Państwa przeprowadzony w lutym 2014 był operacją wbrew pozorom banalną. W przypadku przejścia portfeli akcji do banału byłoby bardzo daleko. Opcji jest wiele, od nakazania PTE zamiany wszystkiego na gotówkę, po transfer papierów wartościowych na rachunek jakiejś instytucji państwowej. Żadna z tych opcji nie jest



prosta i każda wiąże się z szeregiem ryzyk. Tak czy inaczej, aby miało to sens z punktu widzenia finansów publicznych, aktywa musiałyby zostać zamienione prędkiej czy później na gotówkę. Co by się stało z GPW i czy udałoby się odzyskać więcej niż 50% obecnej wartości portfeli

ofe pozostaje zagadką. Najpewniej jednak działaby się rzeczy straszne. Myślę, że obejmujący obecnie władzę w Polsce - jeśli jeszcze tego nie zrozumieli - wkrótce na pewno pojmą, że pełna likwidacja OFE byłaby przysłowiową skórką za wyprawkę w skali gospodarki. Choć, z drugiej strony, może się okazać za jakiś czas, że są to ostatnie zaskórniaki, a wtedy skarbonkę trzeba będzie rozbić.

Jest jeszcze jeden aspekt potencjalnej likwidacji OFE i przesunięcia ich aktywów do jakiejś państwowej instytucji. To nacjonalizacja. Kusząca perspektywa dla zwolenników silnego państwa, którzy nie do końca ufają mechanizmom rynkowym.

Rynek traktuje pakiety kontrolowane przez Skarb Państwa jako realną podaż i uwzględnia ją w wycenach akcji. Z punktu widzenia wartości tych akcji nie byłoby to korzystne. Może jednak przeważać argument zwiększenia kontroli nad gospodarką nawet za cenę drastycznego

spadku wartości przejętych spółek. No i te wszystkie posady do zaofiarowania wiernym...

To prawda, że po dwóch redukcjach składki przekazywanej do OFE oraz po wprowadzeniu dobrowolności i dziesięcioletniego suwaka warszawska giełda usycha. Mocny cios zadało jej podniesienie limitu na inwestycje zagraniczne funduszy emerytalnych. Prawdą jednak jest także to, że swój najlepszy czas GPW zawdzięczała dziesiątkom miliardów złotych pochodzących z przyrostu długu publicznego. Środki pochodzące z emisji obligacji Skarbu Państwa były wykorzystywane przez OFE także do kupna akcji prywatyzowanych firm. Pieniądze wracały do budżetu po potrąceniu opłat. Jest to absurd podobny do kupowania obligacji SP przez fundusze emerytalne za pieniądze pochodzące z emisji tychże. Jak każda interwencja Państwa na rynku, a OFE były takim programem stymulacji fiskalnej, o jakim pod koniec lat 90-tych nikt jeszcze nawet nie myślał, prowadziła do zakłócenia mechanizmów rynkowych. Kapitał płynął tam, gdzie pozwalały limity ustawowe, a nie tam gdzie był potrzebny. W efekcie na GPW powstała bańka spekulacyjna, która na szczęście nie pękła, ale powietrze schodzi z niej nadal. Obecna kondycja warszawskiego parkietu to rodzaj kaca po długotrwałej imprezie z dopalaczami. Uruchomiliśmy program skupu aktywów, zanim stało się to modne.

Rozsądek podpowiada, że fundusze emerytalne powinny być pozostawione w obecnej postaci. Tylko czy rozsądek zwycięży?

11 miesięcy za nami. Czego jeszcze możemy spodziewać się w najbliższym czasie na rynkach?

Paweł Homiński, CFA

Członek Zarządu, Noble Funds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



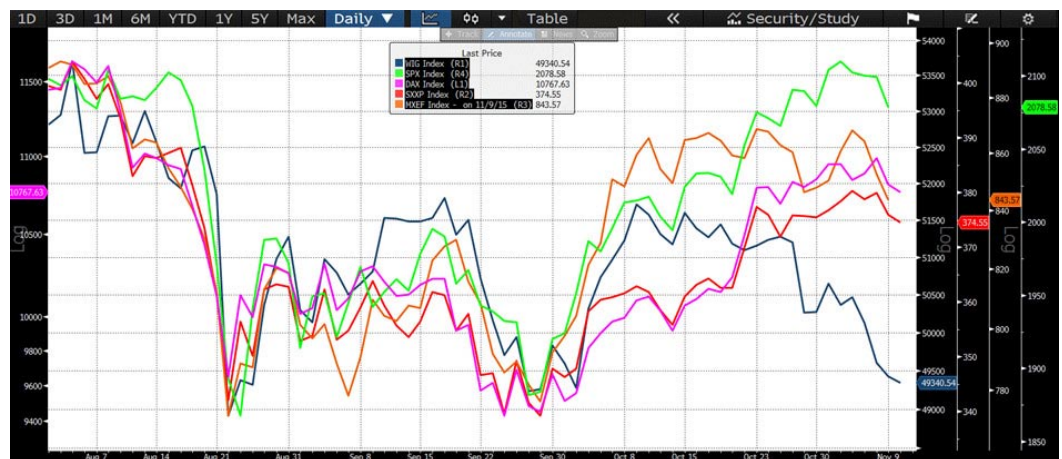
Za nami blisko jedenaście miesięcy roku 2015 – okres, który na pewno do historii przejdzie jako ciężki z punktu widzenia inwestorów giełdowych. Zmienność indeksów giełdowych nie była drastyczna, bo od początku roku zanotowaliśmy ledwie dwa ruchy po 15% i kilka mniejszych, pięcioprocentowych, które jednakowoż mocno „przetrzępały” inwestorów w ostatnich trzech miesiącach. W połączeniu z selekcją (słabe banki i energetyka, mocne „misie”) spowodowało to jednak bardzo silne rozbieżności w wynikach polskich funduszy akcyjnych, z których najgorsze przyniosły uczestnikom straty rzędu kilkunastu procent, a najlepsze dały od początku roku zarobić blisko 10%, pomimo tego, że główny indeks warszawskiej giełdy WIG jest o kilka procent niższy niż był na koniec grudnia 2014 roku.

Słabe – było nie było – zachowanie naszego rynku nie było dla nas zaskoczeniem. Na początku roku akcentowaliśmy wiele ryzyk, z których najważniejsze dla polskiego inwestora wydawały nam się: recesja w Rosji, możliwy Grexit, a także umocnienie dolara i jego wpływ na rynki rozwijające się. Widząc tyle po-

tencjalnie negatywnych czynników, w rok weszliśmy z konserwatywnie skonstruowanymi portfelami, co przejawiało się między innymi niższą alokacją w akcje.

Paradoksalnie, na zachowaniu się rynków ciążyły (i niejednokrotnie miały większe znaczenie) także inne wydarzenia: od „uwolnienia” kursu franka szwajcarskiego w styczniu, przez skandal z silnikami Volkswagena, aż po obie rodzime kampanie wyborcze i wynik samych wyborów. Właśnie ten ostatni czynnik zaważył naszym zdaniem w największym stopniu na zachowaniu GPW w ostatnim czasie, wywołując bez mała kilkunastoprocentowy underperformance naszego rynku względem giełd zagranicznych tylko w okresie minionego miesiąca.

Wykres nr 1.



Można oczywiście zastanawiać się, jaka część podatku bankowego / podatku od transakcji finansowych / rozwiązania kwestii kredytów frankowych jest już zdyskontowana, uwzględniona w cenach akcji

banków. Takie same rozważania prowadzić można w przypadku spółek energetycznych (możliwa konsolidacja, przejęcia nierentownych kopalni), czy KGHM (ewentualna likwidacja podatku od wydobycia). W praktyce są to dyskusje czysto akademickie. Jako inwestorzy możemy tylko przypuszczać co „jest w cenie”, choćby po sposobie reakcji rynku na kolejne zapowiedzi i podjęte decyzje. A z reguły jest tak, że rynek reaguje zawczasu, obawia się negatywnych wydarzeń, a potem odczuwa ulgę, gdy wszystkie niepewności są już za nami – analogicznie do znanej zasady „kupuj plotki, sprzedaj fakty”. Skoro więc jesteśmy po wyborach, znamy rząd, a nastroje (i indeksy) sięgnęły dna, to czemu – kontrariańsko – pozostałe do końca roku 6 tygodni nie miałyby

procentowe wzrosty S&P500 i DAX). Jeśli nie ona, to końcówka roku powinna naszym zdaniem przynieść poprawę na GPW.

Kluczowym powodem umiarkowanego optymizmu (jak mówią stratedzy „konstruktywnego podejścia do rynku”) jest obserwowana w końcu poprawa wyników finansowych polskich spółek. Po niezłym drugim kwartale (przychody +4%, zysk netto +14% rok do roku), trzeci kwartał (dane na 13 listopada, jeszcze nie wszystkie spółki zaraportowały) przynosi wzrost przychodów o 6%, a zysku netto o 9%. To cieszy, bo dotąd bolączką polskich firm była niemożność przeniesienia niezłej przecież koniunktury gospodarczej na wynik netto, brak pricing power. Wyniki ostatnich kwartałów pozwa-

przynieść pozytywnej niespodzianki? Jedyny powód, jaki mi przychodzi w tym momencie do głowy, to ewentualna korekta na rynkach zagranicznych, które z wakacyjnych spadków wyszły w wielkim stylu (kilkunasto-

lają nam wierzyć, że coś zaczyna się tu zmieniać na lepsze.

Zaawansowany etap hossy w USA

Paweł Małyśka

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



Hossa w USA trwa już dobre 5 lat. Indeks SP wzrósł o ponad 100%. Pojawia się pytanie, czy dalej jest możliwa kontynuacja pozytywnych trendów. Wydaje się, że gospodarka USA, jak i same indeksy są już w zaawansowanym etapie hossy, a spółki amerykańskie mają ograniczony potencjał do dynamicznej poprawy wyników w nadchodzących kwartałach. Wskazuje na to kilka istotnych czynników, o których w dalszej części opracowania.

Spółki amerykańskie w ostatnich latach korzystały z niskich kosztów

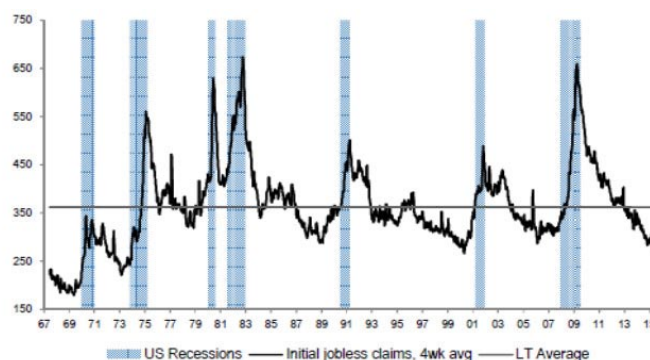
surowców, zachęt podatkowych oraz braku presji na podwyżki płac. W rezultacie marże przez nie uzyskiwane „wylądowały” na rekordowych poziomach, niespotykanych od kilkadziesiąt lat (wykres 1). Niebieskie linie na wykresie wskazują okres wejścia gospodarki amerykańskiej w fazę recesji.

Jak wspominałem, istotny wpływ na tak silny wzrost wyników miał brak presji ze strony pracowników. W chwili obecnej zasiłki dla bezrobotnych, jak i stopa bezrobocia

zeszły jednak do tak niskich poziomów, że nie jest możliwe ich dalsze utrzymanie w najbliższych miesiącach. Widoczna jest już zależność niskiego bezrobocia i wzrostu wynagrodzeń (wykres 2 i 3).

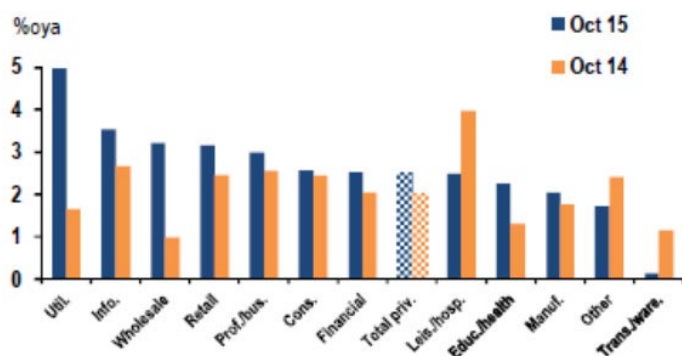
w szczególności ropy. Silne spadki, których byliśmy świadkami wynikały z nadpodaży surowca w relacji do światowego zapotrzebowania. Widoczny jest proces dostosowawczy (aczkolwiek wolniejszy niż pier-

Wykres 2. Wnioski o zasiłki dla bezrobotnych (średnia 4-tygodniowa)



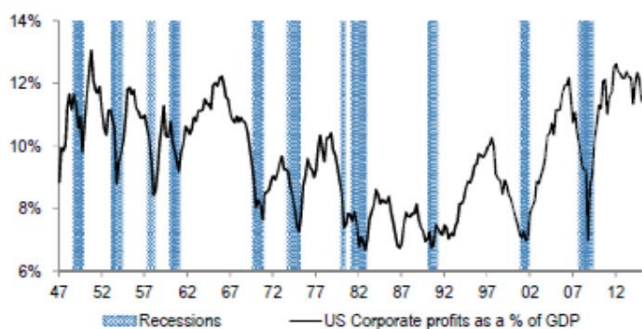
Źródło: JP Morgan

Wykres 3. Wzrost stawki godzinowej w rozbięciu na sektory.



Źródło: JP Morgan

Wykres 1. Zysk spółek amerykańskich w relacji do PKB.



Źródło: JP Morgan

W większości sektorów gospodarka amerykańska zanotowała w październiku 2015 (r/r) wzrost płac. W całym sektorze prywatnym zagregowany wzrost stawek wyniósł ok. 2,5%, a liderem był sektor użyteczności publicznej (ok. 5%).

Otwartą kwestią pozostaje dalsze zachowanie indeksu surowcowego,

wotnie zakładano) zmniejszający m.in. liczbę odwiertów w USA. Prognozy mówią co najmniej o stabilizacji cen w 2016 roku. Wobec tego w tym przypadku trudno mówić o impulsach sprzyjających poprawie realizowanych marzeń.



Okiem Piotra Kuczyńskiego: Super-wicepremier nadzieją dla gospodarki?

Czwarty kwartał rozpoczął się na giełdach zagranicznych (szczególnie na Wall Street) bardzo mocnym akcentem. Był moment, w którym indeks S&P 500 miał już do rekordu wszechczasów niecały procent. Najwyraźniej po bardzo słabym trzecim kwartale zarządzający funduszami postanowili w kwartale czwartym zarobić na roczną premię. Potem (środek listopada) było gorzej, ale korekty zawsze się zdarzają.

Taki układ powinien pomagać również GPW, ale tak się nie stało, mimo tego, że giełda kraju, w którym fundusze unijne zagwarantują w przyszłym roku solidny wzrost gospodarczy, powinna szczególnie mocno zyskiwać. Blokada polityczna ciągle hamowała zapędy byków. Inwestorzy zagraniczni, którzy są główną siłą napędzającą wzrost indeksów, nie wejdą na nasz rynek do chwili usunięcia wątpliwości odnośnie decyzji nowego rządu i Sejmu. Żeby indeksy rosły, to muszą być decyzje, które będą lepsze od zapowiedzi.

Pierwszą reakcją rynku akcji na przedstawienie gospodarczego składu rządu była pozytywna. Zakładam, że nie była to przypadkowa koincydencja. Najpewniej była to reakcja na nazwisko Mateusza Morawieckiego, obecnego prezesa BZ WBK, który desygnowany jest na stanowisko wicepremiera i Ministra Rozwoju, czyli najpotężniejszej postaci z punktu widzenia rynków finansowych. Gorzej było na rynku walutowym (reakcja niedostrzegalna) i dość słabo na rynku długu.

Jak rozumiem, rola Ministerstwa Finansów (Paweł Szalamacha) będzie dużo mniejsza niż w poprzednich

razdach, kiedy to bardzo często minister finansów był wicepremierem. Akcje banków jednak po przedstawieniu składu rządu nadal traciły, bo nowy minister finansów w ostatnich wywiadach dał się poznać jako zwolennik ostrego kursu w stosunku do sektora bankowego. Zobaczymy jednak, jaka będzie praktyka działania.

Można przytoczyć słowa nowego ministra finansów na temat konkretnych pomysłów. Paweł Szalamacha opowiada się za podatkiem bankowym od aktywów, a nie za podatkiem transakcyjnym (plus dla GPW, minus dla banków). W sprawie OFE PAP przytacza słowa ministra „Zostawimy to w takiej sytuacji, jak to jest w obecnym systemie prawnym, po orzeczeniu Trybunału Konstytucyjnego”. To spory plus dla GPW. Oczywiście przy założeniu, że pieniądze wystarczy na realizację wyborczych obietnic PiS. Jeśli nie wystarczy, to nie miejmy złudzeń – rządzący sięgną po OFE, czym załamią GPW na długie lata.

Wróćmy na chwilę jeszcze do obsady najważniejszego (z mojego punktu widzenia) stanowiska rządowego. Nadzieje pokładane w Mateuszu Morawieckim, super-wicepremierze, są olbrzymie. Bezdyskusyjnym faktem jest to, że Morawiecki jest państwowcem – rezygnacja z wynagrodzenia przekraczającego 3 mln zł. rocznie i praca praktycznie (z jego punktu widzenia) za darmo jest niewątpliwie godna podziwu. Wykształcenie i doświadczenie wicepremiera jest imponujące. Ma więc wszystkie atuty w rękach oprócz jednego – nie ma mocnego wsparcia politycznego rządzącej partii. Sprawdzimy przy

pierwszym konflikcie starej gwardii z Morawieckim, kto będzie rzeczywistym samcem alfa w tym rządzie.

Nie ulega dla mnie wątpliwości, że cele nowego wicepremiera są słuszne. Ja sam od wielu lat piszę i mówię o tym, że jeśli polska gospodarka nie przełamie fatum gospodarek, które ugrzęzły w pułapce średniego rozwoju, to po 2020 roku (może po 2022 – dwa lata na rozliczenie środków), kiedy skończą się środki unijne, koniunktura gospodarcza gwałtownie się załamie.

Z dostępnych w mediach wypowiedzi Morawieckiego wynika, że zdaje sobie on z tego sprawę i chce zrobić wszystko, co możliwe, żeby przedstawić polską gospodarkę na nowe, innowacyjne tory. Mając na celu przyszłość rodziców mojego wnuka trzymam kciuki, żeby się to wicepremierowi udało. Nie uwierzę jednak, że będziemy na właściwej drodze wiodącej do tego celu, dopóki nie zobaczymy polskiego odpowiednika amerykańskiej DARPA.



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.