

Szanowni Czytelnicy,

Nieco ponad dwa tygodnie temu pożegnaliśmy rok 2011 - ze wszystkimi jego dobrodziejstwami i niepowodzeniami - a pełni nadziei powitaliśmy kolejny rok. Czas więc sprzyja podsumowaniom tego, co spotkało nas w ciągu ostatnich 12 miesięcy, ciekawość zaś nakłania do przewidywań dotyczących najbliższej przyszłości. Właśnie dlatego w bieżącym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion eksperci rynków finansowych dzielą się swoimi poglądami na temat wydarzeń 2011 roku oraz przypuszczeniami co do roku 2012.

Zapraszamy do lektury.

**Nowy rok i stare problemy,  
czyli rozważania na temat możliwych scenariuszy rozwiązania kryzysu długu  
w Europie**

Ubiegły rok można nazwać „kryzysowym”, przynajmniej jeżeli chodzi o sytuację na rynkach finansowych. Trudno znaleźć osobę, nawet na co dzień niezbyt dobrze orientującą się w zagadnieniach ekonomicznych, która nie słyszałaby o tym, że strefa euro przeżywa kryzys zadłużeniowy. Każdy obywatel był na bieżąco informowany przez media, że właśnie na jego oczach rozgrywa się najpoważniejszy kryzys, jakiego do tej pory doświadczyła Europa. Mamy już 2012 rok i choć istnieją mroczne przepowiednie sugerujące rychły koniec świata, warto zastanowić się, czy problemy trapiące nas w 2011 roku zostały rozwiązane, a jeżeli nie, to jakie jawią się potencjalne możliwości poprawy sytuacji w 2012 roku.

**W dużym uproszczeniu obecnie największym problemem strefy euro jest wysoki poziom zadłużenia krajów takich jak Portugalia, Irlandia, Włochy, Grecja i Hiszpania.** Szybko rosnące rentowności obligacji tych państw powodują istotne zaostrenie problemu. Nie jest to jedyna trudność, jaką napotyka strefa euro. **Warto pamiętać także o istotnych różnicach w konkurencyjności**

**poszczególnych europejskich gospodarek.** Naturalnym mechanizmem stabilizującym tego typu różnice jest deprecjacja lokalnej waluty (jak ma to miejsce np. w Polsce), co pomaga przywrócić konkurencyjność i wzrost gospodarczy, a to z kolei sprzyja wychodzeniu z kryzysu. Niestety, kraje południa Europy nie mają lokalnej waluty, tylko euro. Muszą walczyć z zadłużeniem poprzez drastyczne redukcje wydatków i wzrost obciążeń podatkowych. A to nie sprzyja wzrostowi gospodarczemu - wręcz przeciwnie: pcha gospodarkę w objęcia recesji.

Jak zatem strefa euro może sobie poradzić z kryzysem? **Jednym z wyjść mogłoby być „wypchnięcie” krajów będących w kłopotach ze strefy euro (głównie Grecji i Włoch).** Kraje te musiałyby wrócić do swoich narodowych walut, co z jednej strony pozwoliłoby im uzyskać na nowo pewną konkurencyjność, ale z drugiej strony mogłoby oznaczać wyższą inflację. Trudno oszacować w tym przypadku efekty uboczne takiego wyjścia, jak np. przenoszenie depozytów z tych krajów do banków niemieckich lub szwajcarskich, czy skalę strat związaną z zamianą

**W numerze:**

- rozważania Marcina Sobocińskiego z QUERCUS TFI S.A. o kryzysie zadłużeniowym w Europie,
- największe odkrycia i rozczarowania inwestycyjne 2011 r. wg Grzegorza Zatoryba ze Skarbiec TFI S.A.,
- czego można spodziewać się na rynkach finansowych w 2012 r. powie Tomasz Smolarek z Noble Funds TFI S.A.,
- o tym, jaki będzie rok 2012 wg Marka Mikucia z TFI Alianz Polska S.A.,
- z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Rok zagrożeń i nadziei na hossę,
- o efekcie stycznia i rajdzie świętego Mikołaja Paweł Mielcarek, Analityk Xelion. Doradcy Finansowi.

waluty, a przez to przeszacowaniem wartości aktywów dla inwestorów zagranicznych. **Kolejnym przewijającym się w mediach, potencjalnie możliwym, sposobem rozwiązania problemów strefy euro, jest podział Eurostrefy na dwie części i wprowadzenie dwóch walut.** Kraje silne (głównie północ) miałyby mocniejsze euro w stosunku do obecnego, a kraje bardziej węższe (południa Europy) miałyby walutę słabszą. Poza problemami dotyczącymi tego, które państwa mają się znaleźć w danej grupie (o ile Grecja nie miałaby wyboru, to ciekawe jest gdzie powinna zostać zakwalifikowana Francja) powstaje istotna kwestia rozliczania obecnych należności pomiędzy krajami, które nagle wylądowałyby w dwóch różnych obozach. Niestety, tutaj koszty również wydają się istotne. Na koniec rozważmy najbardziej prawdopodobny scenariusz, jakim może być chęć zachowania status quo przy jednoczesnych próbach wprowadzenia unii fiskalnej w strefie euro. Wydaje się, że aby tego



typu unia mogła działać niezbędna będzie przejściowa pomoc EBC (w formie dodruku pieniądza). Kluczowe jednak będzie rozwiązanie dwóch kwestii. Pierwsza dotyczy zgody zamożnych krajów Europy (Niemcy, Holandia) na wysokie transfery pieniędzy do krajów zadłużonych, które z czasem mogą przybrać trwały charakter. Druga kwestia dotyczy nadal nierozwiązanego problemu poprawy konkurencyjności krajów GIIPS. Czy politykom uda się wdrożyć odpowiednie regulacje zapewniające z jednej strony pomoc doraźną (dodruk pieniądza) dla krajów stojących

na skraju bankructwa, ale też z drugiej strony doprowadzić do wzrostu konkurencyjności krajów aktywnie walczących z deficytami budżetowymi przy braku możliwości dewaluacji ich waluty? Czy unia fiskalna pozwalająca na kontrolę i koordynację polityki fiskalnej w ramach całej strefy euro ma szansę być realnie wdrożona, czy też pozostanie jedynie pożądaną, lecz utopijną opcją? Na odpowiedź na to pytanie przyjdzie nam jeszcze poczekać... **Można jedynie z dużym prawdopodobieństwem stwierdzić, że - zakładając oczekiwaną racjonalność zachowań europejskich polityków - raczej końca świata nie będzie, a ewentualny dodruk pieniądza przez EBC powinien przynajmniej przejściowo wspierać ceny takich aktywów, jak akcje czy surowce.**

**Marcin Sobociński**

Dyrektor Sprzedaży i Marketingu  
QUERCUS Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Czarne konie i czarne owce, czyli największe odkrycia i rozczarowania inwestycyjne w 2011 roku

Rzymskie przysłowie powiada: „De gustibus non disputandum est”. I tej starej dobrej maksymy należy się trzymać, kiedy podejmuje się temat największych zaskoczeń inwestycyjnych minionego roku. To co dla jednych jest zaskoczeniem, inni mogą zbyć machnięciem ręki jako „oczywistą oczywistość”. Czarnych koni i czarnych owiec było 2011 roku bez liku i naprawdę jest w czym wybierać - choć to co jedni uważają za czarnego konia, dla innych mogło być czarną owcą. Jakby więc do sprawy nie podchodzić, wybór tematu będzie subiektywny. Przyznaję się więc do tej subiektywności i na swoje wytłumaczenie dodam tylko, że będę pisał o naprawdę WIELKICH zaskoczeniach, co najmniej rozpatrując je w kategoriach

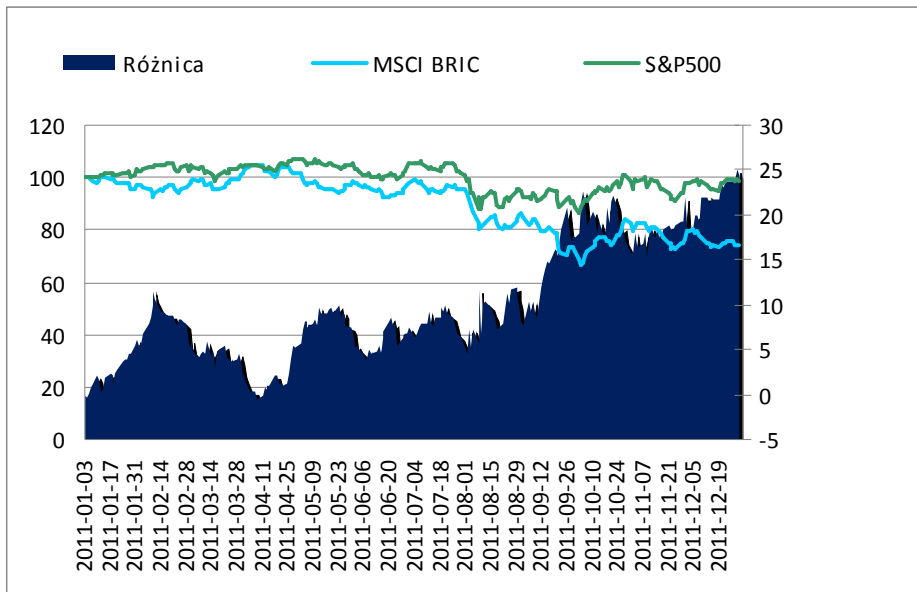
kapitalizacji i znaczenia dla globalnej gospodarki.



**Moim zdaniem najbardziej negatywnym zaskoczeniem ubiegłego roku jest rozczarowująco słabe zachowanie rynków wschodzących, w szczególności grupy krajów BRIC.** Od wielu lat rynki państw rozwijających się stanowiły manifestację bardzo wysokich dynamik wzrostu PKB, rozwoju przemysłu, modernizacji i poprawy poziomu życia. Rezultatem tych zjawisk było rozwój rynków finansowych i przyrost wartości notowanych na nich spółek. Schemat, przerabiany w Europie i USA, potem w Japonii i Korei, realizował się w wielu

innych krajach, choćby i w Polsce. Rzecz jasna, różne były główne motory rozwoju. Na przykład w Chinach i Indiach zasadniczy wpływ miał proces przeniesienia produkcji, ale także i usług, z krajów o wysokich kosztach robocizny. Z uwagi na powszechną, postkolonialną znajomość języka angielskiego Indie stały się światowym centrum usług księgowych i call center. O tym, co działo się w Chinach nie trzeba przypominać. Rosja, z pewnymi oporami modernizująca się, wytynęła na fali drożejących surowców. Podobnie było w przypadku Brazylii, także potęgi w zakresie surowców. W 2011 roku tempo wzrostu PKB w Chinach wyniesie ok. 9,5%. Cena baryłki ropy Brent wzrosła w tym samym czasie o ok. 18%, zaś kawa ze

## Zmiana wartości indeksów w 2011 roku.



Źródło: Bloomberg, Skarbiec TFI.

stopą zwrotu 16% uplasowała się na drugim miejscu w zestawieniu najlepszych inwestycji sporządzonych przez Credit Suisse. To tylko przykłady czynników, dzięki którym rynki akcji krajów BRIC powinny nadal stanowić znakomite miejsce do inwestycji. Tymczasem, w ubiegłym roku indeksy giełdowe krajów BRIC (ale także Polski czy Turcji) zanotowały kilkunastoprocentowe spadki. Jeśli przyjrzymy się bliżej rynkowi w Moskwie (indeks RTS w zdecydowanej większości składa się ze spółek wydobywających ropę naftową), to dojrzymy skalę absurdu tej sytuacji. Otóż obecna wycena spółek z tego indeksu implikuje

cenę baryłki ropy Brent na poziomie 75 USD. Gdyby zaś wycena ta miała oddawać obecną cenę tego surowca, to indeks RTS musiałby zyskać jakieś 40%. I to chyba jest dobra miara tego zaskoczenia.



**Na czarnego konia 2011 roku typuję gospodarkę amerykańską i tamtejszy rynek akcji.** Jeszcze w

2009 roku nikt nie dałby

za Stany Zjednoczone złamanego centa. Kraj, którego system finansowy otarł się o katastrofę, zadłużony ponad miarę (nie tylko państwo, ale i obywatele) i do tego imający się

kontrowersyjnych środków, jak QE naprawdę nie nadawał się na faworyta. W 2010 roku wiatr zaczął się zmieniać, nadal jednak prognozy dynamiki PKB za oceanem były słabe, słabsze niż europejskie. Ale dopiero w 2011 roku Stany Zjednoczone naprawdę zaczęły zaskakiwać. Nagle okazało się, że to co na pierwszy rzut oka było katastrofą, doprowadziło do sprawnego oczyszczenia systemu finansowego, a następnie zmniejszenia stopnia zlewarowania gospodarki. QE2 pozwoliło zażegnać groźbę powrotu recesji, a politycy wykazali się podziwu godną skutecznością w rozwiązywaniu problemów z limitem zadłużenia. W efekcie w minionym roku indeks S&P500 zakończył rok z minimalną stratą, znacznie lepiej niż dowolny europejski parkiet i znacznie lepiej niż rynki wschodzące, z wyjątkiem Malezji i Indonezji. Niech różnica między stopą zwrotu z indeksu MSCI BRIC i S&P500 będzie miarą tego zaskoczenia.

Na zakończenie inne przysłowie, tym razem chińskie: „Obyś żył w ciekawych czasach”... Ale zaraz, przecież to nie przysłowie, tylko kłątwa...

**Grzegorz Zatryb**

Zarządzający Funduszem

SKARBIEC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

### Nowy rok i nowe możliwości.

### Czego można spodziewać się na rynkach finansowych w 2012 roku...

**Rok 2011 nie należał do łatwych dla inwestorów, dlatego większość z nich z ulgą i nadzieją rozpoczęła nowy rok 2012.** Takie zachowanie w pełni tłumaczy wyniki giełd (spadek indeksu WIG o 21%), skala problemów, z jakimi wchodzimy w kolejny rok, jak również nadzarpnięte zaufanie do wszelkich działań polityków. **Jednak przy takim podejściu ucieka też wiele pozytywnych aspektów, które w minionym roku mia-**

**ły miejsce.** Gospodarka światowa, mimo całej serii przeciwności, jakie ją dotknęły w 2011 r., w ujęciu realnym (bez inflacji) wzrosła o kolejne prawie 4%, a wzrost nominalny, do którego odnoszą się przychody spółek, wyniósł ponad 7%. Ponadto, zyski spółek giełdowych w ujęciu globalnym wzrosły o kolejne ok. 10%, co przy wyprzedaży na giełdach spowodowało wyceny akcji na bardzo atrakcyjne poziomy.

**Oczekuję, że rozpoczęty rok będzie znów trudnym rokiem dla inwestorów, bo ryzyka, które rządziły parkietami w 2011 roku, szybko nie znikną. Niemniej jednak nie brakuje też i pozytywnych aspektów, o których ogólnie mniej się mówi, ale które mogą bardzo rynkom w 2012 roku pomóc.** Przy obniżonych oczekiwaniach znacznie łatwiej bowiem będzie o pozytywne zaskoczenia. Szanse i zagrożenia będą się ze sobą ścierać w

trakcie roku. Ważnych wydarzeń zaplanowanych tylko na pierwsze trzy miesiące nowego roku jest cała masa, dlatego zmienność na indeksach, tak dobrze znana z II połowy 2011 r., prawdopodobnie z nami pozostanie przynajmniej przez najbliższe miesiące. Osobiście jednak uważam, że na przestrzeni roku pojawi się okres względnej stabilizacji, gdy pozytywne w końcu przeważą zagrożenia i wyklaruje się trwalszy trend wzrostowy na rynku akcji - i ostatecznie na koniec 2012 roku indeksy giełdowe będą wyższe niż na koniec roku 2011.

**Główne zagrożenia na rozpoczęty rok to oczywiście kryzys zadłużeniowy w Eurolandzie i wszelkie związane z nim aspekty, a także – jak co roku – obawy o twarde lądowanie gospodarki chińskiej.** W pierwszych miesiącach tego roku (luty-kwiecień) Włochy będą przeprowadzać potężne aukcje obligacji (na ok. 100 mld EUR) i na nie muszą znaleźć popyt. O kapitał rywalizować będą m.in. z bankami europejskimi, które w całym roku też muszą wykupić znaczną ilość swojego długu (oraz zebrać dodatkowy kapitał) i podobnie jak we Włoszech większość tego długu zapada właśnie na początku roku. Obawy inwestorów o płynność Włoch i poszczególnych banków są więc jak najbardziej na miejscu. Oczekuję jednak, że te aukcje przejdą, zapewne przy wzmożonej aktywności bezpośredniej czy też pośredniej EBC. Być może też Włochy czy inny kraj będą musiały sięgnąć po pomoc z zewnątrz. Tematów dotyczących strefy euro jest więcej, ale zakładam, że nie będzie rozpadu Eurolandu i w trakcie roku może stawać się to coraz wiarygodniejsze, pomagając tym samym rynkom akcji. Inne rozwiązanie byłoby oczywiście fatalne dla rynków finansowych i gospodarki światowej.

Chiny, jako gospodarka, która ma największy wpływ na wzrost światowej gospodarki w ostatnich latach, zawsze będzie pozostawać w centrum uwagi.

Uważam, że nie będzie tu twardego lądowania (spadek dynamiki PKB przynajmniej w okolicach 6%), choć proces transformacji gospodarki z opartej na inwestycjach i eksporcie na opartą na konsumpcji nie będzie łatwy.

W trakcie roku będą zapewne wychodziły kolejne kwestie, a reguły gry na rynkach mogą istotnie się zmienić. Już pierwsze dni 2012 r. przynoszą rosnące napięcia w Iranie kontrolującym arcyważną cieśninę, przez którą każdego dnia przepływa 20% światowego spożycia ropy naftowej. Na polską giełdę mają też wpływ niepokojące wydarzenia na Węgrzech, gdyż wciąż jesteśmy przez zagranicznych graczy wrzucani do tego samego koszyka.

Choć wszyscy koncentrują się na zagrożeniach, nie można jednak zapominać o szansach, jakie ten rok może przynieść. A tych nie brakuje. **Na 2012 rok konsensus prognoz zakłada kontynuację ożywienia gospodarki światowej na przyzwoitym poziomie nieco powyżej 3%.** Uważam, że jest to możliwe do osiągnięcia, a paradoksalnie pozytywne jest to, że giełdy wyceniają zdecydowanie gorszy scenariusz. Nie można wykluczyć recesji w Eurolandzie w tym roku, ale przy założeniu, że nie mamy do czynienia z prawdziwą eskalacją kryzysu i z rozpadem strefy euro, to recesja ta powinna być płytka i nie przełoży się na wyraźne hamowanie innych regionów. Druga połowa roku pokazała, że gospodarka światowa może być względnie odporna na kryzys w strefie euro. Ta względna odporność na niekorzystne wydarzenia okołogospodarcze wynika po części z tego, że coraz większy udział w globalnej gospodarce mają rynki wschodzące o znacznie wyższym potencjale wzrostu niż gospodarki rozwinięte. Ponadto, same gospodarki rozwinięte są „chłodne”, dalekie od przegrzania, a jest wręcz więcej do nadrobienia niż do stracenia, co stanowi bufor przed załamaniem. Jest to sytuacja całkiem inna



od tej z początku 2008 roku. Wtedy na wielu rynkach, w wielu obszarach gospodarki było mocne prze-

grzanie. Upadek Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. tylko spotęgował recesję, ale nawet bez niego w gospodarkach rozwiniętych miałyby ona miejsce, jako naturalna konsekwencja istnienia cykli koniunkturalnych.

Do pozytywnych aspektów należy też zaliczyć początki łagodzenia polityki monetarnej w krajach wschodzących (przy wciąż ultrałagodnej polityce na rynkach rozwiniętych), czy też wspomniane niskie poziomy wyceny akcji. Zyski te oparte są może na zbyt optymistycznych prognozach analityków co do ich dynamiki na 2012 rok (dynamika globalnie na ok. +10%), ale uważam, że obecne wyceny uwzględniają już znacznie gorszy scenariusz. Takie pozytywy zaczęły jednak odgrywać główną rolę, przede wszystkim, gdy wiarygodniejsze stanie się to, że strefa euro uniknie rozpadu.

W trakcie roku inwestorzy będą jednak bardzo często kierować się głównie emocjami. **Tym samym ostrożne podejście do rynku akcyjnego, przynajmniej na początku roku, jest wskazane.** Strategia inwestycyjna (zależna oczywiście od przyjętego horyzontu inwestycyjnego) będzie musiała być elastycznie dostosowywana w zależności od rozwoju sytuacji na rynkach i wokół nich, a gdy tak wiele jak teraz zależy od polityków, to możemy być pewni, że zwrotów akcji nie będzie brakować.

**Tomasz Smolarek**

Doradca Inwestycyjny (nr licencji 257)

Noble Funds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Rok 2012 – rok niepewności i zmienności?



Początek roku zawsze skłania uczestników rynku i inwestorów do snucia prognoz. Jak trudne to zadanie, nie trzeba nikogo przekonywać, szczególnie że prognozy ubiegłoroczne, mówiące o 10%-20% wzroście warszawskich indeksów giełdowych, zostały przez rynek brutalnie zweryfikowane. Dzisiaj analitycy i zarządzający są już dużo bardziej ostrożni. **Najpopularniejszy scenariusz to dosyć powszechne oczekiwanie na mocne spadki na giełdach w I połowie roku, po których nastąpi ratunkowy dodruk pieniądza przez Europejski Bank Centralny, co z kolei skutkować będzie silnymi wzrostami cen akcji i surowców w II połowie roku.** Chciałoby się powiedzieć: scenariusz dobry jak każdy inny. Moim zdaniem nikt nie jest w stanie przewidzieć zachowania rynków finansowych w 2012 roku. A skoro tak, to bardziej niż na prognozach powinniśmy się skupić na przygotowaniu się na różne scenariusze rozwoju sytuacji.

Wydaje się, że najłatwiej spojrzeć na nasz rynek akcji z perspektywy analizy technicznej. Sierpniowy gwałtowny impuls spadkowy, który definitywnie zakończył dwuletni trend wzrostowy, znalazł swoje dno w okolicach 2.100 punktów na indeksie WIG20. Od tego momentu rynek znajduje się w dość szerokiej konsolidacji w przedziale 2.100-2.450 pkt. Wybicie z konsolidacji wskaże nam kierunek na najbliższe miesiące. Za

kontynuacją tendencji spadkowej przemawia możliwa kolejna eskalacja kryzysu zadłużenia w Europie. Pamiętajmy, że bezpośrednim czynnikiem zapalnym, który wpłynął na rozpoczęcie spadków w sierpniu ubiegłego roku - wbrew temu, co się powszechnie uważa - nie była obniżka ratingu USA, ale

gwałtownie rosnące rentowności obligacji włoskich i hiszpańskich. **Nie ulega najmniejszej wątpliwości, że kryzys fiskalny wciąż będzie jednym z najważniejszych czynników wpływających na koniunkturę.** Za pozytywnym rozwojem sytuacji przemawia wskazywane przez analityków historycznie niskie wyceny spółek i bardzo dobre zachowanie amerykańskich indeksów, które zdają się zdecydowanie nie dyskutować recesji w największej gospodarce świata, jeszcze niedawno powszechnie oczekiwanej. Drugim elementem, na który „grają” optymści jest oczekiwanie na dalsze luzowanie polityki monetarnej. Jeżeli nie w formie QE3 w USA, bo jak na razie nie ma takiej potrzeby (skoro indeks S&P 500 przebywa istotnie powyżej ważnych wsparć), to poprzez działania Europejskiego Banku Centralnego, a jeszcze lepiej poprzez skoordynowane działania kilku banków centralnych, zwiększające płynność na rynku.

**Patrząc na rynki akcji przez pryzmat innych klas aktywów, wydaje się, że do realizacji pozytywnego scenariusza (dla posiadaczy długich pozycji, rzecz jasna) potrzeba dwóch elementów: zakończenia trendu wzrostowego na rynkach obligacji w USA i Niemczech oraz powrotu tendencji wzrostowej na surowcach, w szczególności na miedzi.** Krytycznym wsparciem dla 30-letnich obligacji amerykańskich jest poziom 135, a oporem dla miedzi 380 centów za funt.

Pokonanie tych poziomów, odpowiednio w dół i w górę, powinno dać paliwo do wzrostów na rynkach akcji. Dopóki to nie nastąpi, można zakładać, że trendem dominującym na giełdach pozostanie trend spadkowy, a każdy wzrost należy traktować jako jego korektę, a nie zmianę.

Z danych makroekonomicznych inwestorzy bacznie obserwują odczyty indeksów PMI (wskaźnik menedżerów logistyki). Niestety, w większości istotnych krajów znajduje się on poniżej 50 pkt., co jednoznacznie wskazuje na oczekiwane spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego.

Duża niepewność każe inwestorom poszukiwać bezpiecznych przystani dla swoich inwestycji. **Naszym zdaniem w czasach kryzysu zdecydowanym priorytetem powinna być ochrona kapitału kosztem maksymalizacji zysków.** Gdzie więc szukać owego *safe heaven*? W naszej ocenie nie na rynku złota, ani nie w długoterminowych obligacjach amerykańskich. W celu ochrony kapitału polecamy krajowe fundusze pieniężne. A jeżeli to optymści mają rację i trwający kryzys jest okazją do osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków? Zakładamy, że niezależnie od rozwoju sytuacji, na rynkach będzie panowała wysoka zmienność. Szansę na jej wykorzystanie mają zarządzający funduszami absolutnej stopy zwrotu. Jest tylko malutkie „ale” – muszą być po dobrej stronie rynku. I tego nam wszystkim życzę w Nowym Roku.

**Marek Mikuć**

Wiceprezes Zarządu i Dyrektor Inwestycyjny

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A .

## Okiem Piotra Kuczyńskiego... Rok zagrożeń i nadziei na hossę



Przełom roku z m u s z a wszystkich analityków do robienia podsumowań i stawiania prognoz.

Nie będę pisał o poziomach - skupię się na omówieniu scenariuszy. **Rozpocznę od konfliktu Izrael-Iran, bo uważam to zagrożenie za jedno z bardziej niepokojących.** Międzynarodowa Agencja Energii Atomowej ostrzegła, że Iran dąży do zdobycia broni atomowej i może ją mieć w swoim posiadaniu za dwa, trzy lata. Politycy izraelscy wyraźnie i niedwuznacznie mówią o ataku na atomowe instalacje Iranu. Zakładam, że do takiego ataku dojdzie. Pytania są trzy: kiedy nastąpi atak, jaka będzie odpowiedź Iranu i co zrobią Stany Zjednoczone...

Gdyby atak nastąpił w 2012 roku to pierwszą reakcją rynków byłoby znaczne podniesienie ceny ropy. Mogłaby nawet pokonać szczyt z 2008 roku. Potem liczyłaby się odpowiedź Iranu. Czy naprawdę jest w stanie zablokować cieśninę Ormuz? Jakie ma możliwości uderzenia na Izrael? Jaka będzie odpowiedź innych państw arabskich? To są pytania, na które trudno o odpowiedź, a

ta odpowiedź może być warta setki miliardów dolarów.

**Drugim elementem ze strefy zagrożenia jest to, że w wielu krajach odbędą się wybory lub będzie trwało przygotowanie do wyborów (Niemcy).** W Grecji wygrać mogą politycy niechętni polityce oszczędnościowej Lucasa Papademosasa, obecnego premiera Grecji. Jeśli we Francji wybory prezydenckie wygra François Hollande, to może pojawić się problem, bo jest on niechętny ratowaniu zagrożonych krajów strefy euro. Może jednak zmienić zdanie. To często politykom się zdarza i myślę, że tak będzie i w tym przypadku.

**Trzecim zagrożeniem jest to, co dzieje się w Chinach.** Mówi się, że inwestycje przekraczające rok w rok 50 procent PKB muszą doprowadzić do przegrzania gospodarki. Twierdzi się, że rynek nieruchomości jest jedną wielką bańką spekulacyjną. Ilość złych długów w chińskim sektorze bankowym jest olbrzymia, co grozi kryzysem tego sektora. Problem w tym, że chińskie zagrożenie jest widoczne od wielu lat, a kryzys się nie pojawia. Kiedyś musi światu zagrozić, ale nie musi to być wcale rok 2012.

**Czwartym zagrożeniem, ale i nadzieją jest kryzys strefy euro.** Moim bazowym

scenariuszem było i jest to, że w roku 2012 dojdzie jeszcze do czegoś, co można będzie nazwać apogeum tej fazy kryzysu. Panika w pierwszej połowie roku znowu się rozpocznie. Będzie trwała do momentu, kiedy to ECB znajdzie rozwiązanie, dzięki któremu będzie mógł działać tak jak Fed czy Bank Anglii. Poinformuje, że będzie skupował bez ograniczeń obligacje zagrożonych państw strefy euro.

Od momentu podjęcia takiej decyzji (lub podobnej, która wzniesie mury obronne wokół Włoch, Hiszpanii i Francji) hossa powróci na wszystkie parkiety. **Jak widać, według mnie to nie kryzys strefy euro jest największym zagrożeniem roku 2012.** Wręcz przeciwnie, gdyby doszło do oczekiwanego przeze mnie apogeum kryzysu, to byłaby to okazja do kupna ostro przecenionych aktywów, na których do końca roku wypracowanoby duże zyski. Wszystko to jednak ma sens pod jednym warunkiem: że nie zrealizują się pierwsze trzy zagrożenia.

**Piotr Kuczyński**

Główny Analityk

Xelion. Doradcy Finansowi Sp. z o.o.

## Bez Mikołaja i bez efektu stycznia?

Wraz z początkiem grudnia w mediach często pojawiają się takie zwroty jak *rajd św. Mikołaja* czy *efekt stycznia*. Nie inaczej było również w 2011 roku. **Te ładnie brzmiące nazwy oznaczają w praktyce nic innego jak wzrosty na światowych giełdach w grudniu i styczniu.** Ten kalendarzowy efekt w dużej mierze wywołany jest przez fundusze inwestycyjne, starające się poprawić

swoje portfolio przed końcem roku, kupując te akcje, które zyskiwały na wartości, jednocześnie wyzbywając się tych, na których poniosły stratę. Zabieg ten ma na celu wykazać w raporcie kwartalnym portfel złożony z jak najbardziej zyskownych papierów. Nie bez znaczenia są również kwestie podatkowe. Część inwestorów pod koniec roku decyduje się zrealizować stratę, aby

odliczyć ją od przyszłego dochodu. Wzrosty na początku nowego roku ponownie tłumaczy się wzmożoną aktywnością funduszy inwestycyjnych. Mogą one bowiem realizować nowe strategie inwestycyjne i przyznane nowe limity kapitałowe. Ogólna znajomość tych faktów powoduje, że efekty grudnia i stycznia działają niczym samospełniająca się przepowiednia – inwestorzy zdając so-

bie sprawę z ich istnienia kupują akcje w pierwszych dniach grudnia, współtworząc jednocześnie pojawiające się na przełomie roku efekty.

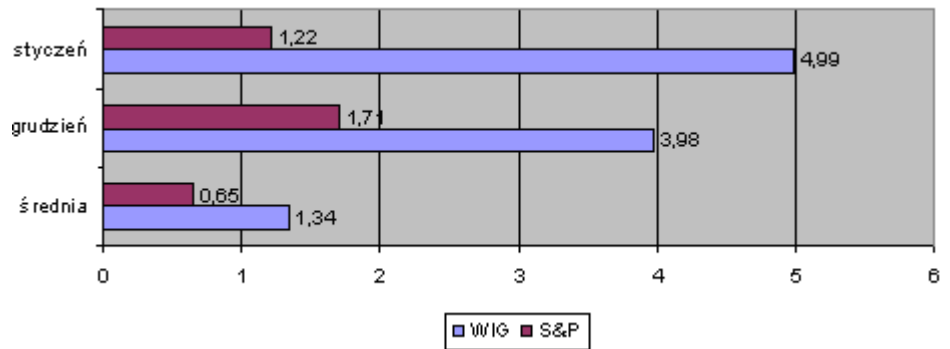
**Analizując przeszłe zachowania indeksów, można stwierdzić, że strategia polegająca na kupnie akcji w pierwszych dniach grudnia i sprzedaży na koniec stycznia była wyjątkowo skuteczna.** Stosując wspomnianą strategię, na warszawskiej giełdzie uzyskać można było średnią stopę zwrotu w okolicach 9 proc.

Na dojrzałych giełdach, gdzie handel odbywa się nieprzerwanie od dziesięcioleci, w ciągu ostatnich 40 lat rajd św. Mikołaja zdarzał się 30 na 40 razy, a styczniowe wzrosty 24 na 40 razy. Krótka historia rodzimego parkietu, a zatem mała liczba okresów, które można objąć badaniem poddaje w wątpliwość przydatność prognostyczną otrzymanych wyników. Niemniej jednak, zwyżki zdarzały się z podobną częstotliwością - w ciągu ostatnich 15 lat grudniowe wzrosty miały miejsce aż 12 razy, a styczniowe 9 razy.

Indeks	Grudzień 2011	Styczeń 2011*
WIG	-4,83%	0,04%
WIG20	-6,28%	-0,30%
DAX	-3,13%	4,49%
CAC40	0,16%	1,61%
S&P500	0,85%	2,74%

\*stan na 10 stycznia 2012 r.

### Średnie stopy zwrotu WIG i S&P500 w grudniu i styczniu oraz średnia z 12 miesięcy.



**Statystyka jednak w tym roku (jak na razie) zawiodła inwestorów.** Jak się okazało, ostatni miesiąc poprzedniego roku wyłącznie inwestorzy amerykańscy zaliczą do udanych. Gracze inwestujący na innych rynkach nie mają już takiego komfortu - indeksy w przeważającej części odnotowały solidne straty.

Nie najlepsze nastroje panujące na rynkach finansowych, wywołane w dużej mierze eskalacją kryzysu w strefie euro czy też obawami przed globalnym spowolnieniem gospodarczym, przygniotły statystyczną skuteczność efektów kalendarzowych na warszawskiej giełdzie.

Warto zauważyć, że wzrosty na przełomie roku zdarzają się zdecydowanie częściej w okresie dobrej koniunktury. W czasach kryzysowych skuteczność takiej strategii zdecydowanie maleje. Nie można jednak całkowicie zrzucać winy na słabe nastroje. O ile

grudzień w całej Europie nie okazał się dobrym miesiącem do inwestowania, to pierwsza część stycznia pokazuje, że na wielu rynkach zyskowne inwestycje są jednak możliwe. Warszawska giełda, jak na razie, pozostaje daleko z tyłu za europejską czołówką, ale trudno oczekiwać, aby do końca miesiąca inwestorzy potrafili całkowicie odmienić obraz rynku. **Z dużym prawdopodobieństwem można więc stwierdzić, że efekty grudnia i stycznia na warszawskim parkiecie przerodziły się w defekty, po których zamiast wyczekiwanych wzrostów założyły niemałe spadki.**

#### Paweł Mielcarek

Analitik

Xelion. Doradcy Finansowi Sp. z o.o.

Niniejszy dokument ma wyłącznie charakter promocyjny i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Wymagane przepisami prawa informacje o Xelion. Doradcy Finansowi sp. z o.o. („Spółka”) oraz świadczonych usługach, w tym o ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej [www.xelion.pl](http://www.xelion.pl) lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usługi. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę.