

- KLUCZOWE PYTANIE  
W co inwestować?
- CHINY  
I co dalej?





**FW20M14**

# Zmieniamy rynek kontraktów na **WIG20**

## Stała opłata miesięczna

Prosto • Przejrzyście • Inaczej

Sprawdź!

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

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

 **Xelion**  
Dom Inwestycyjny

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

- 4 | W co inwestować w 2016 roku?
- 5 | Jak inwestować na GPW w 2016 roku?
- 6-7 | Jak inwestować na rynku długu w 2016 roku?
- 8 | Chiny – poważny hamulec giełdowych wzrostów czy idealna przykrywka do budowania pozycji w akcjach?
- 9 | Okiem Piotra Kuczyńskiego:  
Najgorszy w historii początek roku na Wall Street



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

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

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

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

## Od Redakcji

### Szanowni Czytelnicy

Za nami kilkanaście miesięcy, których pod względem sytuacji na rynkach nie można uznać ani za nudne, ani za łatwe. Pierwszy miesiąc nowego roku również nie przyniósł odwrócenia sytuacji. Co więcej, próżno szukać nawet efektu stycznia, który spowodowałby zwwyżki cen akcji. Możemy śmiało więc stwierdzić, że otoczenie inwestorom nie sprzyja. Jednak, jak podpowiada dr Van K. Tharp, światowej sławy guru inwestycji, trener i autor, „sukces na rynku zależy od gracza, a nie od systemu”. Takie podejście pozwala nam wierzyć, że znalezienie właściwej odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób inwestor powinien zachować się w sytuacji

rynkowej, w której przyszło mu funkcjonować i która, de facto, pozostawia wiele do życzenia, daje szansę na uniknięcie porażki. Eksperti bieżącego wydania Biuletynu Inwestycyjnego Xelion, patrząc na różne segmenty rynku z wielu stron i biorąc pod uwagę mnóstwo aspektów, starają się wskazać najbardziej ich zdaniem słuszną drogę inwestycyjną ma najbliższe miesiące.

Podsumowania całości jak zawsze dokona Piotr Kuczyński.

Zapraszamy do lektury!

Zespół Domu Inwestycyjnego  
Xelion sp. z o.o.

Biuletyn Inwestycyjny Xelion Nr 01/2016 (58)

**Xelion**  
Dom Inwestycyjny

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

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

# W co inwestować w 2016 roku?

**Kamil Cisowski, CFA,**

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



Zadane w połowie stycznia pytanie o najlepsze propozycje inwestycyjne na dany rok miałyby zazwyczaj nieco inny charakter niż obecnie, po najgorszym pierwszych dwóch tygodniach na Wall Street w historii (indeks S&P 500 stracił -8%). Niepewność związana z przyszłością chińskiej giełdy oraz perspektywa dalszych podwyżek stóp procentowych w USA (FOMC zapowiadało cztery) doprowadziły do silnej przeceny na wszystkich globalnych rynkach, która rodzi pytanie – czy rozważyć realizację strat i oczekiwać bessy inwestując w fundusze bezpieczne, czy też traktować ostatnie wydarzenia jako korektę.

Ostatni cykl zacieśniania polityki pieniężnej w USA wydaje się odległą przeszłością, w końcu rozpoczął się ponad 11 lat temu (w czerwcu 2004 roku), co tłumaczy pewną nerwo-

wość. Wówczas jednak wzrosty na amerykańskiej giełdzie trwały aż do 2007 roku i to pomimo tego, że stope FED podwyższono aż o 425 punktów bazowych (z 1,00% do 5,25%). Szanse na porównywalny scenariusz są dziś minimalne - nawet najwięksi optymiści na świecie, czyli FOMC, zakładają długoterminowy cel na poziomie 3,50%, a rynek ocenia, że za 3 lata znajdziemy się około 2%. Po ostatnich wydarzeniach pojawia się pytanie, czy w 2016 r. zobaczymy chociaż dwie podwyżki? Wyniki spółek w 4. kwartale 2015 roku rzeczywiście będą gorsze niż rok temu, ale niemal w całości odpowiadają za to spółki wydobywcze. Przy cenie ropy na poziomie 28\$ za baryłkę warto zadać sobie pytanie – o ile może ona jeszcze spaść? Jeżeli miałyby się zrealizować pesymistyczne scenariusze, w których przejściowo osiągnięte zo-

stanie 20\$ za baryłkę, nawet obecne poziomy wydają się nie do utrzymania dłużej niż kilka miesięcy.

Trudno podjąć się wyrokowania, czy na giełdzie w Szanghaju zobaczymy dno, ale nowe regulacje, stanowcza postawa chińskich władz i stabilizujący się kurs yuana sprawiają, że ostatni spadek wygląda mniej niebezpiecznie niż ten z połowy 2015 r. (roku, w którym chińska giełda zamknęła się na plusie). Wspierać rynek powinny dobre dane o PKB za 4 kwartał 2015 roku i silny stymulus fiskalny w Państwie Środka. Jeżeli styczeń zamknie się na stabilnych poziomach, bardzo wzrosną szanse na wyraźne odbicie globalnych cen akcji.

Przy obecnych poziomach wydają się one po prostu tanie, szczególnie w Europie czy Japonii, krajach, w których pozytywna faza cyklu jest raczej bliżej początku niż końca. Właśnie te rynki i ta klasa aktywów wydają się obecnie najrozsądniejszym wyborem. Na drugim biegunie znajdują się globalne fundusze obligacji, w szczególności te skupiające się na

papierach high-yield. Pierwsza połowa roku może przynieść falę bankructw spółek z sektora wydobywania ropy, które mają w nich znaczny udział, a obecne poziomy kursu PLN wydają się atrakcyjne, by inwestorzy korzystający do tej pory z osłabienia polskiej waluty zastanowili się nad alternatywą.

Jest to także moment, by poważnie rozważyć rynek polski – nie tylko wciąż dobrze zachowujące się małe spółki, ale także indeks WIG20. O skali wyprzedania krajowych blue-chipów świadczy to, że nawet w trudnych ostatnich tygodniach zachowywał się on lepiej od giełd europejskich, w tym niemieckiej. Do czasu ostatecznego zamknięcia kwestii kredytów w CHF polski sektor finansowy wciąż narażony jest na duże ryzyko, ale moment przegłosowania przez Sejm odpowiedniej ustawy może być dobrym czasem, by zaopatrzyć się w fundusze akcji polskich, szczególnie jeżeli podtrzymane zostaną zapowiedzi przynajmniej czasowego pozostawienia OFE w obecnej formie.



# Jak inwestować na GPW w 2016 roku?

**Tomasz Hońdo**

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



Rok 2015 był wyjątkowy na warszawskim parkiecie. Z jednej strony mieliśmy bessę w segmencie dużych spółek. Słabość rynków wschodzących i surowcowych w połączeniu z wyprzedzący akcji banków i energetyki w obawie przed pomysłami polityków sprawiły, że WIG20 nawet po uwzględnieniu dochodów z dywidend spadł o 17%. Dużo lepiej radziły sobie jednak małe spółki, których nie brakuje na warszawskim parkiecie. Indeks sWIG80 nie przeżył może hossy z prawdziwego zdarzenia, ale 9-proc. zwyżka i tak była aż o 26 pkt. proc. (!) wyższa od stopy zwrotu z WIG20.

Rozdwojenie jaźni widoczne było również pod względem sektorowym. Obok branż bardzo słabych, które przyniosły dwucyfrowe straty (surowce, banki, energetyka), były też takie, które przyniosły kilkudziesięcioprocentowe stopy zwrotu (budownictwo, chemia, paliwa).

W takich warunkach bardzo dobrą strategią na GPW była staranna selekcja dobrze rokujących spółek do portfela. A jeszcze lepszą – zabezpieczenie takiego wyselekcjonowanego portfela za pomocą krótkich pozycji w kontraktach terminowych na WIG20.

Oczywiście są to strategie o wysokim stopniu zaawansowania, które trudno byłoby polecić przeciętnemu Kowalskiemu. Na szczęście istnieją fundusze inwestycyjne, które selekcję spółek czynią swym priorytetem.

A co w tym roku? Już poprzednie lata dowiodły, że inwestorzy nie żyją obecnie w czasach łatwych zysków i nieustającej hossy. To nie są lata 2005-2007, kiedy zarabiano się dosłownie na „wszystkim” na GPW. O zmienności i chwiejności notowań decydują rozmaite czynniki, którymi w skali globalnej są powtarzające się fale spowolnienia gospodarczego/kryzysu w różnych regionach świata (najpierw USA, potem Europa, teraz Chiny) mimo wysiłków ze strony banków centralnych.

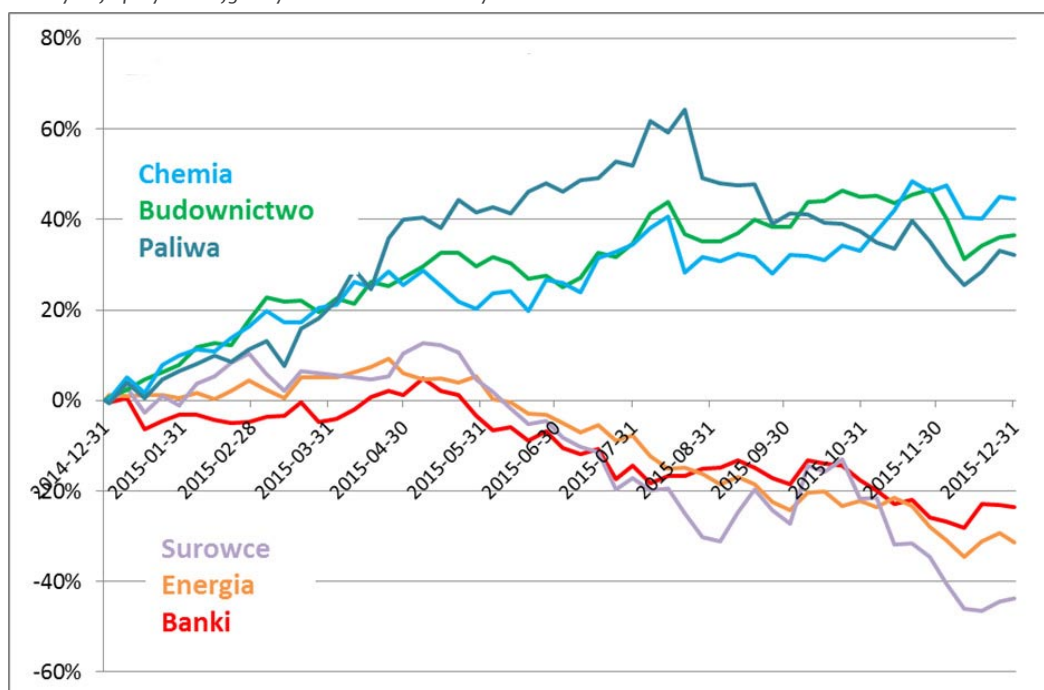
U nas dochodzi do tego zyskujący na popularności trend do inwestowa-

nia na rynkach zagranicznych. GPW przestaje być „naturalnym wyborem” wśród wielu inwestorów detalicznych, o czym świadczą dane o napływach do funduszy. Obok czynników globalnych decyduje o tym rosnące ryzyko polityczne. Popyt na polskie akcje w dużym stopniu wstrzymały też fundusze emerytalne (OFE), przekierowując go za granicę. A w czarnym scenariuszu, w razie ewentualnej likwidacji OFE i nacjonalizacji ich aktywów pojawi się ryzyko podaży (raczej nie natychmiastowej, lecz rozłożonej na lata). Na połowę roku zapowiedziano „przeгляд” systemu emerytalnego.

W takich warunkach o hossę z prawdziwego zdarzenia może być trudno. Szczególnie, że pojawia się niepewność co do kontynuacji trendu wzrostowego na najważniejszym rynku – w USA, gdzie po siedmiu latach od dołka hossy starzeje się.

Czy to wszystko oznacza, że lepiej w ogóle dać sobie spokój z inwestowaniem na GPW? Zapewne mało bezpieczne byłoby zaangażowanie większości środków na warszawskim parkiecie, ale wydaje się, że nie warto całkiem przekreślać polskich akcji jako jednego ze składników dobrze zdywersyfikowanego portfela, złożonego z różnych klas aktywów (nie tylko akcji). Dlaczego? Nastroje inwestorów na GPW są złe, a to oznacza, że niewiele trzeba, by zaczęły się poprawiać. Po dwóch chwiejnych latach wyceny akcji są w przypadku wielu spółek dość atrakcyjne. Pojawiają się już pierwsze przejęcia. Część spółek może też pochwalić się systematycznym wzrostem zysków i dobrymi perspektywami na przyszłość. W takich warunkach powinna nadal sprawdzać się staranna selekcja firm do portfela.

Zmiany najlepszych i najgorszych indeksów branżowych GPW w 2015 roku.



Źródło: GPW.

# Jak inwestować na rynku długu w 2016 roku?

## Marek Kuczalski

Dyrektor Departamentu Portfeli Dłużnych, Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska SA



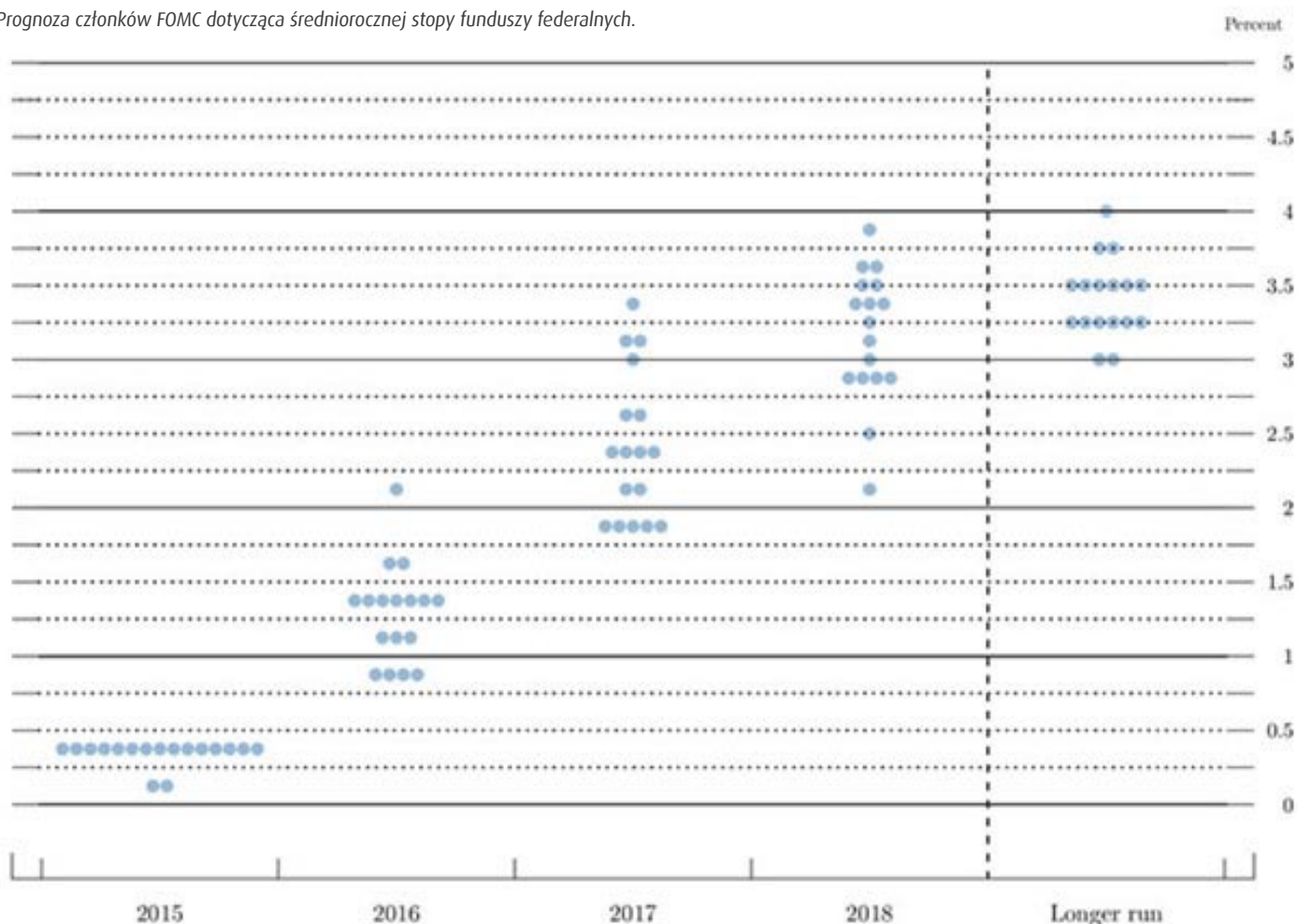
Pierwsze trzy tygodnie nowego roku uzmysłowiły inwestorom, że będzie on wyjątkowo trudny, zwłaszcza dla instrumentów dłużnych. Grudniowa podwyżka stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych sugerowała zmianę dotychczasowych tendencji i stopniowy wzrost rentowności obligacji skarbowych. Zgodnie z oczekiwaniami członków FOMC, wyrażonymi w tak zwanym „dot chart”, w tym roku stopa procentowa funduszy federalnych powinna wynieść średnio 1,28%, co przekła-

da się na 3-4 podwyżki. Oczekiwania większości analityków nie są aż tak jastrzębie, jednakże oscylują wokół 2-3 podwyżek. Rentowności obligacji o dłuższych terminach zapadalności, również powinny rosnąć, jednakże ze zdecydowanie mniejszą dynamiką, a to powinno zostać odzwierciedlone w wypłaszczeniu się krzywej rentowności.

Tymczasem w strefie euro sytuacja wygląda zgoła inaczej. Zgodnie z planem, do końca września ECB

zamierza co miesiąc skupować 60 mld EUR o ratingu inwestycyjnym, a w przypadku gdyby cel inflacyjny nie został osiągnięty, program ten może zostać przedłużony. Skala zakupów jest tak duża, że zaabsorbują one ponad połowę wszystkich emitowanych obligacji oraz ponad dwukrotnie przewyższą wartość emisji netto (emisje – wykupy). Z uwagi na stosowany przez ECB parytet zakupów, głównym beneficjentem będą obligacje o dłuższych terminach zapadalności państw peryferyjnych.

Prognoza członków FOMC dotycząca średniorocznej stopy funduszy federalnych.



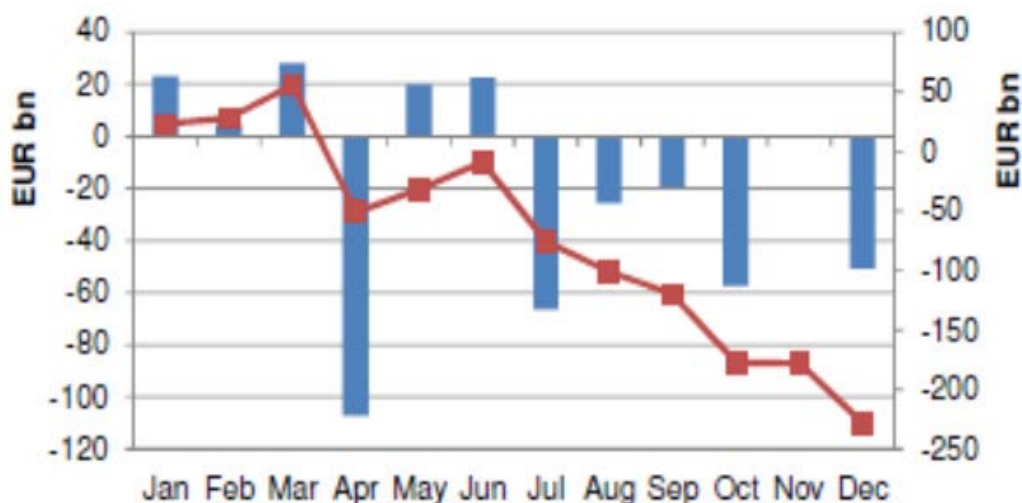
Źródło: <http://www.federalreserve.gov/>

Dodatkowo, ostatnie wypowiedzi prezesa ECB o marcowym przeglądzie strategii banku centralnego, czynią bardzo realnym dalsze rozszerzenie QE w Europie.

Obecna sytuacja jest bez precedensu i pogłębia obserwowaną od pewnego czasu desynchronizację polityki pieniężnej najważniejszych banków centralnych. Wydaje się, iż również ten rok przyniesie rozszerzenie się spreadów, jednakże dynamika tego zjawiska powinna ulec zmniejszeniu. Choć gospodarka amerykańska jest w zdecydowanie lepszej kondycji, niż większość państw starego kontynentu, różnica w tempie rozwoju zaczyna maleć. Stany Zjednoczone tracą momentum wzrostu, podczas gdy Europa radzi sobie coraz lepiej napędzana słabym euro. Przy obecnym powiązaniu gospodarek światowych, wyrównanie cykli działań banków centralnych wydaje się nieuniknione, choć musi potrwać. Reasumując, w tym roku ciężko będzie osiągnąć pozytywną stopę wzrostu inwestując w obligacje amerykańskie, podczas gdy obligacje państw strefy euro powinny przynieść niewielki dodatni wynik.

Sytuacja na rynku polskich obligacji skarbowych będzie równie zmienna jak na rynkach globalnych. W zależności od sentymentu, w przypadku kumulacji negatywnych czynników będziemy postrzegani jako Emerging Market, podczas gdy lepsze informacje będą utwierdzać inwestorów w przekonaniu, że jesteśmy już rynkiem rozwiniętym. Inwestorzy będą bacznie śledzić poczynania RPP w nowym składzie oraz wybór prezesa NBP w połowie roku. Kontrakty FRA sugerują, iż przed nami co najmniej jedna obniżka stóp procentowych. Choć przedłużająca się deflacja daje powody do poluzowania polityki monetarnej, a sytuacja polityczna będzie sprzyjać wyborowi gołębi do Rady, wydaje się, iż obniżka stóp nie jest tak oczywista. Silny wzrost napędzany konsumpcją, znacząca poprawa na rynku pracy,

Emisje netto obligacji minus zakupy ECB miesięcznie (niebieski) oraz wartości skumulowane od początku roku (czerwony).



Źródło: BNP Paribas

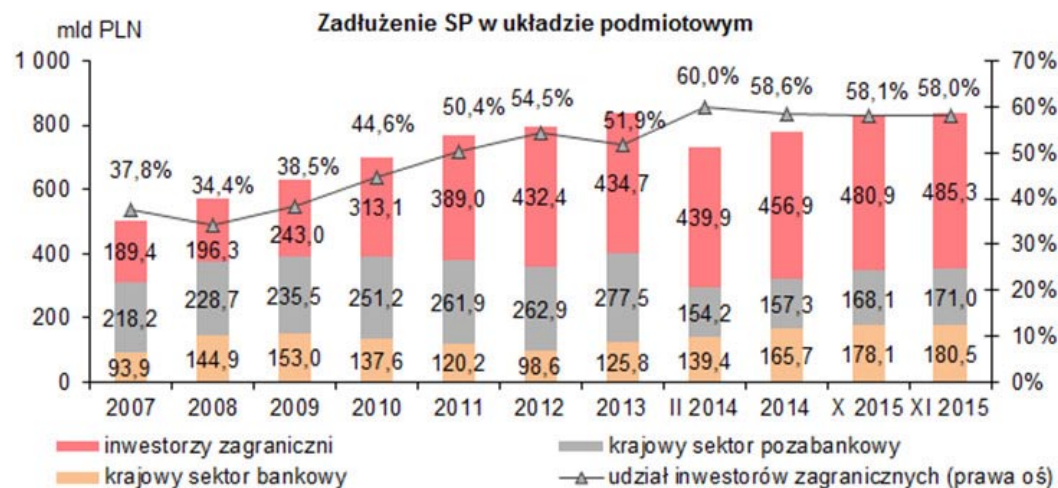
przy jednoczesnych zawirowaniach w systemie bankowym związanych z podatkiem od aktywów oraz potencjalnymi stratami z tytułu przewalutowania kredytów frankowych, będą przemawiać raczej za utrzymaniem bieżącej stopy niż jej obniżce. Obligacje o dłuższych terminach zapadalności będą bardziej podatne na zmiany sentymentu. Obniżka ratingu Polski przez S&P była kompletnym zaskoczeniem i przedsmakiem tego, co może się dziać w tym roku. Inwestorzy, zwłaszcza zagraniczni, będą wyczuleni na wszelkie negatywne zmiany, zwłaszcza na potencjalny

wpływ zwiększenia wydatków na sytuację budżetową. Należy pamiętać, że 58% polskich obligacji skarbowych jest w posiadaniu podmiotów zagranicznych i to ta grupa zdecyduje o tendencjach na naszym rynku.

Pomimo ewidentnych zagrożeń, ten rok powinien przynieść nieznacznie pozytywną stopę zwrotu. Wsparciem dla naszego rynku powinny być zakupy ECB i kompresja rentowności w Eurolandzie. Pierwsza w tym roku aukcja obligacji 10- i 20-letnich denominowanych w EUR, była niewątpliwym sukcesem, a spragnieni

zysku inwestorzy zagraniczni, wobec braku innych alternatyw, coraz śmielej wchodzą na nasz rynek. Wśród nich są zarówno instytucje komercyjne jak i banki centralne. Niestety rosnące uzależnienie od inwestorów zagranicznych zwiększa ryzyko w przyszłości. W przypadku jakiegokolwiek zawirowania, nawet niezwiązanego z sytuacją naszej gospodarki, możemy ucieść zdecydowanie mocniej od pozostałych państw regionu.

Zadłużenia Skarbu Państwa w układzie podmiotowym



Źródło: <http://www.finance.mf.gov.pl/>

# Chiny – poważny hamulec giełdowych wzrostów czy idealna przykrywka do budowania pozycji w akcjach?

**Grzegorz Zatoryb**

Główny Strateg, Skarbiec Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



Od połowy 2015 roku sytuacja na chińskich giełdach niemal determinuje zachowanie innych rynków. Wzrost indeksu w Szanghaju o 50% nie budził większych wątpliwości, choć tempo wzrostu gospodarki Państwa Środka spadało już od kilku lat i to bardzo gwałtownie. Dopiero korekta, która przywróciła chińskie giełdy kontynentalne do rzeczywistości, spowodowała gwałtowny wybuch niepokoju o kondycję gospodarczą tego kraju. Obawy były obecne w przestrzeni medialnej już wcześniej, z mniejszym lub większym natężeniem, ale dopiero krach na rynku akcji uczynił z Chin „chorego człowieka” świata. Obecnie każdy szanujący się analityk czuje się w obowiązku przynajmniej raz powołać się na problemy chińskiej gospodarki w swojej analizie.

W przypadku Chin, jak się wydaje, mamy taki problem, że na podstawie prawdziwych informacji buduje się nieprawdziwe interpretacje. Jest to zjawisko wielowarstwowe. Po pierwsze, nie wnika się w prawdziwe przyczyny zwalniania tempa wzrostu Chin. Po drugie, stosuje się analizę szeregów czasowych w oderwaniu od fundamentalnego trendu; na przykład zmiany PKB oceniane są w oderwaniu od po-

tencjalnego PKB i odnoszone do przeszłości, w której mieliśmy do czynienia z inną rzeczywistością. Po trzecie, bez uzasadnienia przykłada się kalkę z rynków rozwiniętych, oceniając gospodarkę przez pryzmat sytuacji na giełdzie.

Znaczenia Chin dla światowej gospodarki nie sposób przecenić. Co więcej, ulega ono stałemu wzrostowi, wraz ze wzrostem udziału chińskiego PKB w PKB całego świata.

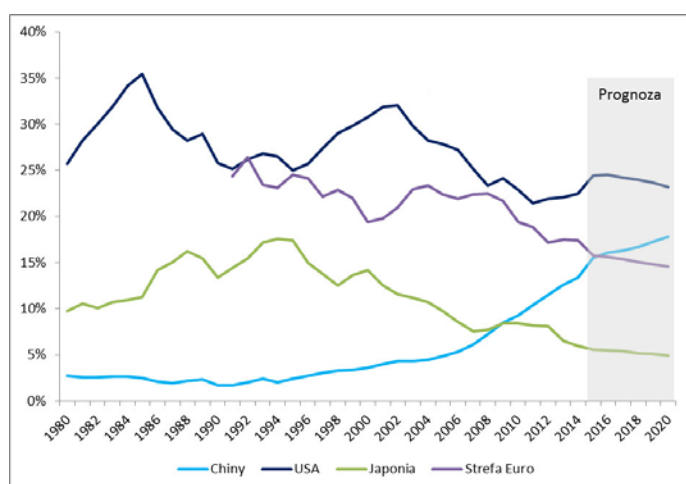
Startując z pozycji kraju rolniczego, w ciągu ostatniego ćwierćwiecza Chiny weszły na podium największych gospodarek. W 1980 roku PKB tego kraju było większe od polskiego zaledwie 5 razy. W 2015 roku jest to już dwudziestokrotność. Tak szybki wzrost był możliwy dzięki industrializacji. Jeszcze na początku lat 90-tych ubiegłego stulecia w rolnictwie wytwarzano 25% PKB, zaś przemysł odpowiadał za nieco ponad 40% PKB. Przed kryzysem 2008 roku liczby te wynosiły odpowiednio 10% i 47%. Ogromne inwestycje, wspierane bardzo wysokimi oszczędnościami krajowymi i znakomitym otoczeniem demograficznym, nie wspominając o inwestycjach zagranicznych, zaowocowały kilkunastoprocentowym tempem wzrostu gospodarczego. To jednak przeszłość. Obecnie chińska gospodarka zaczyna powoli przechodzić do modelu postindustrialnego, czyli opartego na usługach. Począwszy od IV kwartału 2012 roku to usługi odpowiadają za wytwarzanie największej części PKB tego kraju. W III kwartale 2015 było to 50% PKB. Takie zmiany w strukturze gospodarki mają przełożenie na

dynamikę wzrostu, zwłaszcza jeśli mamy do czynienia z przeinwestowaniem. Sektor wytwarzania wzrósł w tym okresie o 2% r/r, podczas gdy usługi o 11%. Dopóki nie zakończy się proces dostosowania, będziemy świadkami spadającej aktywności w przemyśle. Doskonale widać to we wskaźnikach wyprzedzających PMI: ten dla przemysłu spadł poniżej 50 punktów, liczony dla usług ma się znakomicie.

Niestety, chińskie giełdy w niewielkim stopniu odzwierciedlają zmiany w strukturze gospodarki. „Nowe Chiny” stanowią niewielki procent kapitalizacji giełdy w Szanghaju czy Kantonie. Nawet w kraju tak rozwiniętym jak Stany Zjednoczone, usługi stanowiące 80% gospodarki, stanowią poniżej 50% kapitalizacji S&P500. W Państwie Środka zjawisko to ma jeszcze bardziej rażący wymiar. Nie dość więc, że gospodarka chińska przechodzi proces transformacji,

to jeszcze transformacja ma kierunek zdecydowanie niekorzystny dla giełd przy obecnym składzie indeksów. Na tym nie koniec problemów. Podobnie jak każda inna gospodarka, także chińska poddana jest cyklowi koniunkturalnemu. Wiele wskazuje na to, że obecnie zalicza ona dołek.

W takich warunkach spadki na chińskich giełdach nie mogą dziwić. Dziwić powinna była hossa z pierwszej połowy ubiegłego roku. Czy spadki w Szanghaju uzasadniają panikę w Nowym Jorku i Londynie? Wpływ rynków akcji na realną gospodarkę jest w Chinach żaden. I vice versa. Jeżeli więc inwestorzy mieliby się czymś przejmować, to raczej danymi makro, tak jak danymi z gospodarki USA. Ale sytuacja w Chinach nie zmieniła się gwałtownie, transformacja trwa od lat. Wygląda więc na to, że Chiny to tylko pretekst.



Udział PKB Chin w globalnym PKB (w USD, ceny bieżące).

Źródło: MFW, Skarbiec TFI.



# Okiem Piotra Kuczyńskiego: Najgorszy w historii początek roku na Wall Street

Początek roku był na giełdach bardzo zły. Często mówi się o „efekcie styczniowym”, kiedy to fundusze napelniają portfele – tym razem można było mówić (na razie) o defekcie styczniowym. **Amerycanie twierdzą, że był to najgorszy w historii Wall Street pierwszy tydzień roku – indeks S&P500 stracił 5,92%. Teoretycznie (statystyka) pierwszy tydzień handlu w danym roku może pokazywać kierunek, w jakim pójdą indeksy w reszcie roku.**

Dane opublikowane przez WSJ Market Data Group pokazują, że dla indeksu S&P500 pierwsze pięć dni handlu w 68% pokazywały to, co będzie się działo w całym roku. Jest jednak i „ale”. Wartość prognozy jest zdecydowanie większa, kiedy rok należy do „byczych”. Dla roku spadkowego prawdopodobieństwo tego, że pierwszy tydzień pokazał kierunek jest duże (ten przymiotnik to oczywiście żart)... i wynosi 50%, czyli praktycznie nie ma znaczenia prognozy.

Zaraza przyszła z Chin, gdzie można było mówić o powtórce z sierpnia. Większość komentatorów skupia się na olbrzymich spadkach indeksu Shanghai Composite. Ja od dawna mówię, że giełda chińska (z wielu powodów) nie jest dla świata naprawdę ważną. Ważne jest to, czy gospodarkę Chin czeka twarde lądowanie, czyli prawdziwy kryzys, czy władze chińskie wchodzą do gry jako uczestnik wojny walutowej (bardzo groźne dla świata finansów i gospodarek innych krajów) i wreszcie, czy rząd chiński wie co robi, czy panuje nad sytuacją.

I to ostatnie jest najważniejsze. W zeszłym roku Chiny straciły 12%

rezerw walutowych (blisko 500 mld USD), broniąc giełdy i usiłując zatrzymać zbyt szybką przecenę juana. Teraz władze robią dokładnie to samo, więc rodzi się pytanie: na jak długo wystarczy Chinom rezerw.

Prognoz na 2016 rok nie ośmielię się postawić. Jedno jest pewne – będzie panowała olbrzymia zmienność. **Wystarczy spojrzeć na wykres indeksu S&P 500, żeby zobaczyć, że od wielu lat (tak, lat) specjalizuje się on w rysowaniu podobno rzadkich formacji typu V. Po dużych spadkach następują jeszcze większe zwroty i to wcale niekoniecznie w formacjach falowych. Nie wykluczam, że i teraz tak będzie.**

W Polsce dla GPW czynnikiem ryzyka jest nadal nadaktywność polityków. Ostatnio minister skarbu, Dawid Jackiewicz, stwierdził, że Ministerstwo Skarbu Państwa analizuje możliwość połączenia PKN Orlen, Lotosu i PGNiG. Akcje PGNiG i Lotosu taniały, a PKN Orlen drożały. Dowiedzieliśmy się też, że PKO BP i PZU mogą włączyć się w ratowanie kopalń, a to przeceniło akcje PKO BP. Jedno jest pewne – politycy powinni mniej mówić. Otwartość jest dobra, ale nie dla giełdy, jeśli rodzi niepewność.

Z drugiej strony sektorowi bankowemu pomagać mogły wypowiedzi wicepremiera Mateusza Morawieckiego, który chce, żeby pomoc dla frankowiczów ograniczona była tylko dla tych mających największe trudności. Propozycja kancelarii prezydenta Dudy co prawda nie poszła w tym kierunku, ale uważam, że złożone propozycje były całkowicie nierealne i z całą pewnością nie zostaną przeprowadzone przez Sejm.

Owszem, banki zwrócą nienależne spready i to jest ruch według mnie właściwy. Jednak wariant pierwszy propozycji (porozumienie z bankiem) jest nierealny, a wariant trzeci (przekazania nieruchomości ze zwolnieniem z reszty długu) jest w sposób oczywisty niekonstytucyjny, bo uprzywilejowuje „frankowiczów” w stosunku do zadłużonych w złotych.

Wariant środkowy z przymusową spłatą „po kursie sprawiedliwym” jest mniej więcej taki sam jak ten zaproponowany przed wyborami przez SLD, kiedy to banki poniosłyby olbrzymią większość kosztów. To nic nie da budżetowi, a zaszkodziłoby i to mocno i tak już uszkodzonemu sektorowi bankowemu. To nie ma szans na zaakceptowanie przez rząd i Sejm. Ustawa będzie procedowana w Sejmie, a tam rząd robi, co będzie chciał, czyli pójdzie w kierunku wskazanym przez wicepremiera Morawieckiego (dostaną pomoc tylko najbardziej poszkodowani).

Na razie można powiedzieć jedynie, że na GPW mocno dociśnięta sprężyna mocno też odbija. **Plusem jest jednak to, że odbicie 12. stycznia nastąpiło od dolnego ograniczenia spadkowego kanału trendu spadkowego, który rozpoczął się we wrześniu 2015 roku. To daje nadzieję na ruch do górnego ograniczenia, czyli w kierunku 1.850 pkt. Potem wszystko zależy od tego, czego będziemy się dowiadywali z chińskich danych makro.**



**Piotr Kuczyński**

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

# Inwestycje na najwyższym poziomie

**ZADBAJ O SWOJE FINANSE Z DI XELION**

**KORZYSTAJ Z ATRAKCYJNYCH  
ROZWIĄZAŃ INWESTYCYJNYCH**

**www.xelion.pl • 801 370 370**

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