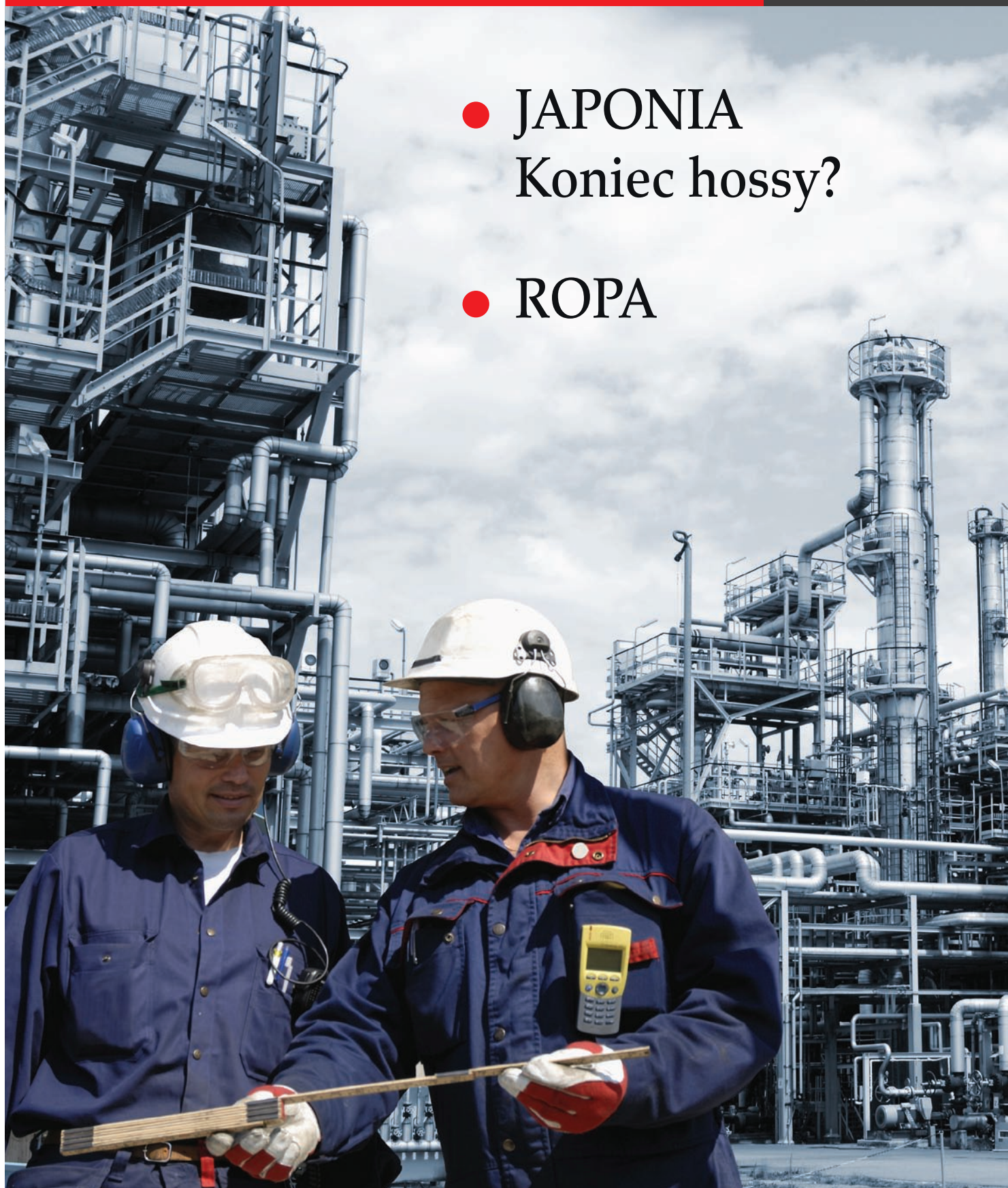


● JAPONIA  
Koniec hossy?

● ROPA





# 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.

- 4 | Czy to już koniec hossy w Japonii?
- 5-7 | Wszystko dobre, co się dobrze kończy?
- 8 | Okiem Piotra Kuczyńskiego:  
Lutowe odreagowanie



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

Początek 2016 roku niewątpliwie upływa nam w blasku złota. Jeden z najszlachetniejszych kruszców, przez lata postrzegany w świecie inwestycji jako bezpieczna przystań, ma szansę odzyskać swoją mocną pozycję. Choć oczywiście nic nie jest przesądzone i wszystko może się zdarzyć, ostatnie tygodnie pozwalają spojrzeć łaskawszym okiem na tę kwestię – przez ostatnie dwa miesiące złoto zyskało na wartości ponad 15% i aktualnie jego cena jest najwyższa od 12 miesięcy. Warto obserwować również wykres czarnego złota, gdyż zdecydowane wybicie w górę będzie jasnym sygnałem kupna dla rynku akcji. Utrzymanie trendu wzrostowego ceny ropy będzie jednak zależało od decyzji krajów OPEC w zakresie ewentualnego ograniczenia produkcji.

chińskiej, choć odnotowywane tam spadki mają coraz mniejsze przełożenie na nastroje inwestorów na rynkach światowych. Dużo więcej emocji budzą przypuszczenia co do marcowych decyzji FED i ECB. Czy Rezerwa Federalna będzie kontynuowała podwyżki? Czy Europejski Bank Centralny będzie kontynuował luzowanie polityki?

Powyższe potwierdza tylko tezę, że rynki nigdy nie śpią, a inwestorzy nigdy się nie nudzą. Autorzy zaproszeni do współtworzenia Biuletynu Inwestycyjnego Xelion starają się – z sukcesem – dotrzymać kroku tej rynkowej dynamice i wesprzeć Czytelników w poruszaniu się po inwestorskim świecie.

Zapraszamy do lektury!

Światowe rynki nadal znajdują się po wpływie zachowania giełdy

Zespół Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o.

Biuletyn Inwestycyjny Xelion

Nr 02/2016 (59)

**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)



# Czy to już koniec hossy w Japonii?

**Adam Łaganowski, CFA**

NN Investment Partners Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



Z książek do egzaminu na certyfikat CFA doskonale pamiętam książkę Franka Reilliego i Keitha Browna „Investment analysis and portfolio management”. Po 15 latach w pamięci zostało mi kilka oczywistych twierdzeń, z których jedno warto sobie przypomnieć w kontekście inwestowania w Japonii i inwestowania w ogóle - „dobra spółka = dobra inwestycja” jest punktem wyjścia i oczywistą nieprawdą. Istnieje wiele przykładów, że bardzo dobra firma działająca w sprzyjającym otoczeniu makroekonomicznym i konkurencyjnym może być fatalną inwestycją. Pytanie, które można sobie zadać przyglądając się jednemu z najciekawszych rynków akcji – Japonii brzmi, czy może być na odwrót? Czy przy niekorzystnym otoczeniu akcje

mogą rosnąć? Czy kraj z osłabioną latami kryzysu gospodarką i niesprzyjającą demografią może być miejscem atrakcyjnego inwestowania?

Obecna sytuacja Japonii jest nie do pozazdroszczenia - wzrost gospodarczy jest ponownie w stagnacji, inflacja na nowo spadła do poziomów bliskich zera (0,2%), a mimo solidnych zysków spółek pensje nie drgnęły w górę. Inwestorzy nie wytrzymali i choć japońskie spółki nie zostały dotknięte w ubiegłym roku przez spowolnienie w Chinach, akcje od listopada potaniały o 30%, znosząc praktycznie całe wypracowane od 2014 roku zyski. Ustanowienie dołka zbiegło się w czasie z obniżką stóp procentowych do -0,1% i spadku - po raz pierwszy w historii 10-letnich rentowności obligacji - do ujemnych wartości. Japonia dołączyła tym samym do krajów de facto opodatkowujących oszczędności. Alternatywą dla japońskiego kapitału są więc pewne straty wynikające z posiadania obligacji bądź akcje – których stopy zwrotu są oczywiście zagadką.

Spójrzmy na podstawowe fakty odnośnie japońskich akcji z perspektywy. Inwestując w akcje dużych

japońskich spółek kupujemy stopę zysku (wypracowany zysk/cena akcji) na poziomie 6,2%, z czego 2% jest wypłacane inwestorom jako dywidendy (czyli około 1/3 zysku). Po prawdziwym boomie w zyskach spółek od końca 2011 roku wywołanym skokowym osłabieniem jena przyszedł moment stabilizacji i wyczerpywania się możliwości dalszego, szybkiego wzrostu zyskowności eksporterów. Od szczytów z jesieni 2015 roku rynek w szybkim czasie zdyskontował ten czynnik i ponow-

nie jesteśmy w sytuacji wyjścia. Dlaczego obecnie być może warto kupować japońskie akcje (bez ryzyka walutowego)? Dlatego że: są tanie, BoJ jest jednym z najbardziej zdeterminowanych banków centralnych na świecie, spółki – a zwłaszcza eksporterzy – są nad wyraz rentowni. Japonia jest pełna paradoksów, choćby takiego, że wraz ze wzrostem zadłużenia spadają rentowności obligacji. Ryzyko inwestowania w tym kraju jest jednak wysokie.



Niniejszy materiał został przygotowany przez NN Investment Partners Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. (dalej NN IP TFI) i jest upowszechniany w celu reklamy lub promocji świadczonych przez nie usług. NN IP TFI posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności.

Niniejszy materiał został przygotowany przez NN IP TFI przy dołożeniu należytej staranności i zgodnie z jego najlepszą wiedzą oraz przekonaniem. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą z źródeł własnych NN IP TFI lub źródeł zewnętrznych uznanych przez NN IP TFI za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. NN IP TFI nie może jednak zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jej przeznaczeniem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami NN IP TFI lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy opartej na informacji z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzenia. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia.

Prognozowane stopy zwrotu są oparte na przedstawionych założeniach, które niekoniecznie muszą się spełnić. Zmiana sytuacji ekonomicznej lub warunków rynkowych mogą spowodować, że rzeczywiste stopy zwrotu będą niższe od prognozowanych. NN IP TFI S.A., Fundusz, NN Investment Partners International Holdings B.V. ani żaden inny podmiot nie udzielają żadnej gwarancji, że przedstawione prognozowane stopy zwrotu zostaną rzeczywiście osiągnięte.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i został sporządzony wyłącznie dla tego celu do wyłącznego użytku adresata. Nie stanowi on oferty, doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, nie zwalnia adresata z konieczności dokonania własnej oceny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych.

# Wszystko dobre, co się dobrze kończy?

**Cindy L. Sweeting, CFA**

Dyrektor ds. zarządzania portfelami inwestycyjnymi, Templeton Global Equity Group



Załamanie cen ropy ewidentnie wywołało pewne zaburzenia równowagi finansowej, a wśród producentów o nadmiernym lewarowaniu i wysokich kosztach produkcji można spodziewać się przypadków upadłości i problemów z zadłużeniem. Ta sytuacja może jednak okazać się korzystna dla lepiej dokapitalizowanych przedsiębiorstw naftowych, które mogą przejmować pogrążonych w kłopotach konkurentów i w ten sposób gromadzić zapasowe aktywa, zamiast prowadzić własne poszukiwania nowych złóż ropy.



Inwestorzy obecnie niemal jednoznacznie uznają, że wydarzenia przybierają niekorzystny obrót zgodnie z zasadą „błędnego koła”: spadki cen ropy wywołują globalne spowolnienie, które przekłada się na jeszcze słabszy popyt i dalszą przecenę na rynku ropy. Zarówno doświadczenia historyczne, jak i analizy ekonomiczne dają jednak podstawy, aby liczyć na proces samoczynnej stabilizacji: tania ropa sprzyja większej dynamice w biznesie i stymuluje umiarkowany wzrost popytu na energię. Niższe ceny ropy i ich wpływ na ograniczenie inflacji także sygnalizują, według nas, że ogólnoswiatowe banki centralne utrzymają rozluźnioną politykę pieniężną. Ostry spadek cen ropy niewątpliwie zaburzył zatem równowagę rynkową, ale stabilizacja następująca po osiągnięciu skrajnie niskich poziomów odbicia powinna być korzystna dla wzrostu gospodarczego, nawet jeżeli cena baryłki nie powróci do szczytowych poziomów z 2014 r. przekraczających 100 USD.

Ceny ropy są symptomem ciągłych rynkowych zmartwień dotyczących stagnacji w obszarze produkcji, handlu

**Tony Docal, CFA**

Zastępca dyrektora ds. Badań, Templeton Global Equity Group

**Chris Peel, CFA**

Zarządzający portfelami inwestycyjnymi, Analityk, Templeton Global Equity Group

i wydatków kapitałowych, utrzymującej się mimo potężnych zastrzyków płynności finansowej ze strony banków centralnych w świecie rozwiniętym. W rzeczywistości, a przynajmniej z naszego punktu widzenia, globalna gospodarka wciąż powoli neutralizuje deflacyjny wpływ utylizacji nadmiarowych zdolności produkcyjnych i nadpodaży. Nie jest to nic nowego. Nadwyżki zdolności produkcyjnych nagromadziły się na całym świecie w reakcji na nieproporcjonalnie duży popyt wynikający ze zbyt dużego lewarowania, a bolesne konsekwencje korekty tych nadwyżek są powoli absorbowane przez różne obszary globalnej gospodarki. Taka sytuacja, według nas, utrzyma się także w przyszłości.

W warunkach w najlepszym razie umiarkowanego globalnego odbicia ekonomicznego po traumatycznych doświadczeniach związanych z ogólnoswiatowym kryzysem finansowym w latach 2008–2009 ryzyko nieprzewidywalnych wstrząsów w oczywisty sposób skupia na sobie uwagę rynków, zwłaszcza że nieprzerwana ekspansja gospodarek rozwiniętych trwa już prawie siedem lat. Te możliwe wstrząsy to m.in. twarde i niespokojne lądowanie w Chinach czy potencjalna recesja w Stanach Zjednoczonych w obliczu trudnej sytuacji w przemyśle naftowym i sektorze produkcji oraz braku rządowego wsparcia dla ceny pieniądza.

## ISTOTNE CZYNNIKI GEOPOLITYCZNE

Czynników ryzyka geopolitycznego jest ewidentnie coraz więcej, a sytuacja na Bliskim Wschodzie jest dziś niespokojna. Lista problemów, z jakimi boryka

się obecnie ten region, jest niewątpliwie długa: trwają konflikty w Syrii, Jemenie i Libii, zagrożenie terroryzmem narasta, a napięcie między Iranem a Arabią Saudyjską zaczęło się ostatnio nasilać. Załamanie cen ropy wywiera znaczną presję na bliskowschodnią geopolitykę. Niższe przychody krajów eksportujących ropę naftową ze sprzedaży surowca skłaniają rządy do podejmowania działań mających na celu utrzymanie dotychczasowej kondycji budżetowej. W centrum uwagi znalazły się także waluty o stałym kursie w stosunku do dolara amerykańskiego. Mówi się o możliwości odchodzenia od stałego kursu w przypadkach niektórych spośród tych walut, jeżeli ceny ropy będą wciąż spadać. Większość dużych bliskowschodnich krajów eksportujących ropę naftową zdołała jednak zgromadzić spore rezerwy finansowe w czasach wysokich cen ropy i ma niskie zadłużenie w stosunku do produktu krajowego brutto (PKB), sądzimy zatem, że ci eksporterzy powinni być w stanie przetrwać okres niższych cen, o ile nie będzie on trwał w nieskończoność.

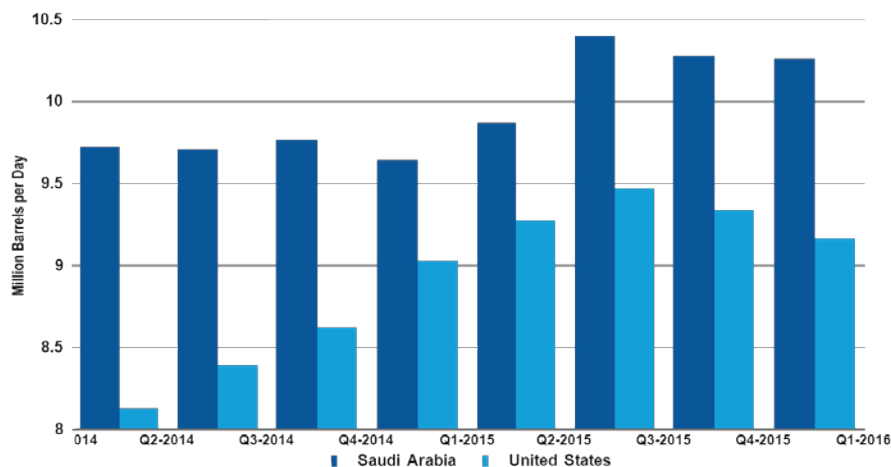
Irak, Iran, Libia i Arabia Saudyjska łącznie odpowiadają za mniej więcej 20% całkowitej światowej produkcji ropy naftowej. Aktualne ceny ropy najwyraźniej uwzględniają niewielką (lub wręcz zerową) premię związaną z czynnikami geopolitycznymi. W przypadku eskalacji napięć, która doprowadzi do wyeliminowania części podaży z rynku ropy, obecna globalna nadpodaż może zostać dość szybko zniwelowana. Nie jest to wprawdzie nasz podstawowy prognozowany scenariusz, jednak takie ryzyko na rynku ropy niewątpliwie istnieje i nie jest dziś, według nas, odpowiednio uwzględnione w cenie surowca.

## JAK NISKO MOŻE SPAŚĆ CENA ROPY?

Wpływ na obecną nadpodaż na rynku ropy ma szereg różnych czynników. Prężna produkcja surowca pochodzącego ze złóż łupkowych w USA, połączona z decyzją Organizacji Krajów Eksportujących Ropę Naftową (OPEC), a w szczególności Arabii Saudyjskiej, o powstrzymaniu się przed ograniczeniem produkcji, dodatkowo powiększyła nadwyżkę podaży na rynku. Potencjalnego wzrostu podaży można oczekiwać także w związku ze spodziewanym powrotem Iranu na rynek po zniesieniu nałożonych na ten kraj sankcji. Aby ceny ropy powróciły do normalnych poziomów, te nadwyżki produkcji będą musiały zostać w jakiś sposób zniwelowane.

Niemniej jednak uważamy, że kwestię nadpodaży należy rozpatrywać w odpowiednim kontekście. Według rozmaitych szacunków skala globalnej nadpodaży to przedział od 1 mln do 1,5 mln baryłek ropy dziennie. Ze względu na to, że na całym świecie zużywa się łącznie ok. 94 mln baryłek surowca dziennie, ta nadpodaż odpowiada mniej więcej 1–2% całkowitej konsumpcji (amerykańska agencja rządowa US Energy Information Administration, dane z czwartego kwartału

Produkcja ropy: Arabia Saudyjska vs. USA. 1 kw. 2014 r. – 4 kw. 2015 r. (kwartalnie).



Źródło: FactSet, Oxford Economics, Departament Energii Stanów Zjednoczonych. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

2015 r.) czy też rocznemu wzrostowi popytu przy jego obecnym tempie. To znacznie mniej niż w latach 80. ubiegłego wieku, gdy OPEC i Arabia Saudyjska stosowały podobną strategię walki o udział w rynku.

Przy zrównoważonym tempie spadku wydobywania ropy z aktualnie eksploatowanych złóż na poziomie 4–5% oraz spadających inwestycjach w branży powrót do równowagi między podażą a popytem na rynku ropy na jakimś etapie w przyszłości jest, według nas,

nieunikniony. Istnieje jednak możliwość, że w krótkiej perspektywie cena ropy będzie musiała spaść do poziomu, który wyeliminuje nadpodaż z rynku. Takie zjawisko obserwujemy obecnie, choć jego przebieg jest dłuższy, niż powszechnie oczekiwano. Wielu inwestorów zastanawia się, jak nisko mogą spaść ceny ropy. W naszej ocenie, im niżej spadną ceny ropy w najbliższej przyszłości, tym szybciej powinien nastąpić proces powrotu do równowagi, ponieważ nawet utrzymanie produkcji na dotychczas-

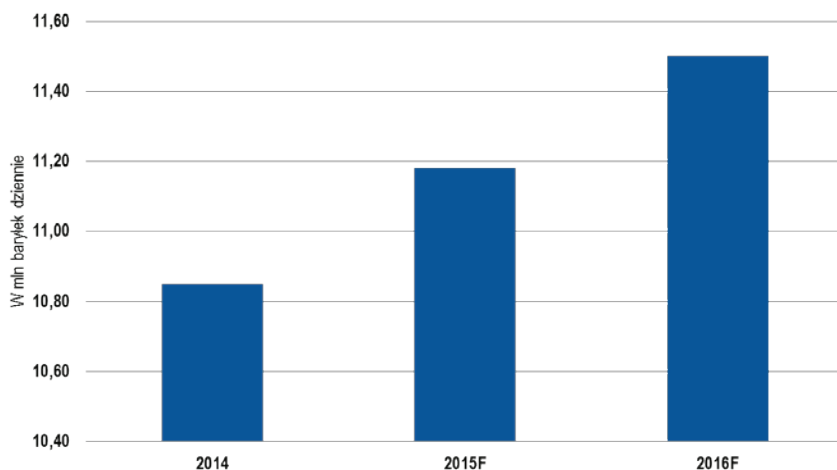
sowym poziomie staje się dla niektórych producentów nieuzasadnione ze względów ekonomicznych. Niektóre prognozy przewidują spadek cen do poziomu 20 USD za baryłkę. To oczywiście możliwe, jednak przy takim poziomie spora część ropy sprzedawana byłaby ze stratą, zatem reakcja po stronie podaży byłaby z pewnością silniejsza niż dotychczas.

Jeżeli chodzi o ogólne inwestycje w branży, nasze analizy pokazują, że wydatki kapitałowe w obszarze poszukiwania złóż i produkcji ropy na świecie najprawdopodobniej zanotowały spadek w 2015 r. i zapewne ponownie pójdą w dół także w 2016 r. Byłby to pierwszy od co najmniej trzech dziesięcioleci przypadków spadku inwestycji w tej branży drugi rok z rzędu.

Jak wspominaliśmy wcześniej, kraje zaliczane do najważniejszych producentów ropy nie mają dostatecznych zasobów finansowych, aby tolerować niskie ceny surowca w nieskończoność. Arabia Saudyjska, Rosja, Brazylia i Wenezuela (ważni eksporterzy ropy) zmagają się z poważnymi trudnościami budżetowymi w związku z niskimi cenami ropy. Choć niektóre kraje mają większe rezerwy finansowe w porównaniu z innymi, na rynku już odczuwalne są napięcia.

Prognozowane zużycie ropy w Chinach (P)\*. Od stycznia 2014 r. do grudnia 2016 r.

\* Prognozy na okres od września 2015 r. do grudnia 2016 r. Realizacja jakichkolwiek prognoz nie jest w żaden sposób gwarantowana.



Źródła: FactSet, Departament Energii Stanów Zjednoczonych. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).



Z czasem rynkowa nadpodaż powinna zostać zatem skorygowana do stanu równowagi, aby później potencjalnie przejść w niedobór podaży w stosunku do popytu. Cena ropy będzie musiała wówczas wzrosnąć do poziomu stymulującego zwiększenie produkcji wyrównujące naturalne uszczerplenie złóż i zaspokajające przyszły wzrost popytu. Kiedy może to nastąpić? Przewidujemy, że w 2016 i 2017 r. dysproporcje między podażą a popytem będą stopniowo niwelowane pod wpływem ograniczenia produkcji i coraz szybszego wzrostu popytu.

## POSZUKIWANIE WARTOŚCI W SEKTORZE ENERGETYCZNYM

W warunkach presji na spadek rynkowych cen ropy podobne napięcia obserwujemy także wśród przedsiębiorstw naftowych. W sektorze energetycznym dostrzegamy spore pokłady wartości, a wyceny w niektórych przypadkach spadły do poziomów, jakich nie notowano od dziesięcioleci. Są duże koncerny naftowe, mające solidne bilanse i wypłacające sporą dywidendę, które powinny być w stanie przetrwać okres rynkowej niepewności, a może wręcz skorzystać na deflacji kosztów i większej dyscyplinie kapitałowej w dłuższej perspektywie. Z drugiej strony mamy amerykańskie spółki zajmujące się poszukiwaniem złóż i produkcją surowca oraz przedsiębiorstwa obsługujące pola naftowe,

których wyniki są silnie skorelowane z cenami ropy i które powinny odczuć ogromne korzyści wynikające z normalizacji stosunku między podażą a popytem, a branża łupkowa w USA skorzysta, według nas, na tym trendzie jako pierwsza. Niezależnie od powyższego utrzymujemy obecnie bardzo selektywne podejście do tego sektora, ponieważ chcemy mieć eks-

pozycję na spółki, które przetrwają ten trudny okres.

Otrzymaliśmy ostatnio sporą dawkę noworocznego pesymizmu, wzmocnioną dodatkowo strachem przed kilkoma zagrożeniami, które niektórym uczestnikom rynków wydawały się nieuchronne. Wahania nastrojów mają jednak wpływ na sytuację ryn-

kową tylko w krótkiej perspektywie. Niezmiennie aktualne wyzwania to powstrzymanie się od emocjonalnych reakcji, zachowanie zrównoważonego i obiektywnego podejścia, koncentracja na długofalowych czynnikach fundamentalnych oraz oczekiwanie na pozytywne niespodzianki i korzystne zmiany nastrojów.



CFA® i Chartered Financial Analyst® to zastrzeżone znaki handlowe stanowiące własność CFA Institute.

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Wartość inwestycji może rosnąć lub spadać i istnieje ryzyko utraty części zainwestowanych środków. Ceny akcji podlegają wahaniom (często nagłym i gwałtownym) wywołanym czynnikami dotyczącymi poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólnymi warunkami panującymi na rynkach. Wycena papierów selekcyjowanych według kryterium ukrytej wartości może nie rosnąć tak bardzo, jak oczekujemy, lub może wręcz spadać. W zależności od tymczasowej koncentracji portfela na wybranych krajach, regionach, branżach, sektorach czy typach inwestycji, portfel może być narażony na wyższe ryzyko niekorzystnych wydarzeń dotyczących tych obszarów większego zaangażowania w porównaniu z portfelem utrzymującym ekspozycję na szersze spektrum krajów, regionów, branż, sektorów czy typów inwestycji. Inwestowanie w fundusz koncentrujący się na sektorze surowcowym wiąże się ze szczególnym ryzykiem, związanym z takimi czynnikami, jak większa podatność na niekorzystne trendy ekonomiczne i zmiany regulacji mających wpływ na ten sektor. Inwestowanie na rynkach zagranicznych wiąże się ze szczególnym ryzykiem, m.in. dotyczącym wahań kursów wymiany, niestabilności gospodarczej czy zmian na arenie politycznej; inwestowanie na rynkach wschodzących wiąże się z podwyższonym ryzykiem związanym z tymi samymi czynnikami.

Informacje zawarte w tym artykule nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu czy rynku. Komentarze, opinie i analizy zawarte w tym artykule odzwierciedlają poglądy autora i są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych. Z uwagi na zmienne warunki rynkowe i ekonomiczne, komentarze, opinie i analizy są aktualne wyłącznie na dzień publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia. Stwierdzenia zawarte w tekście mają na celu przedstawienie informacji dotyczących kwestii makroekonomicznych, a niniejszy komentarz w żadnym wypadku nie stanowi indywidualnej porady lub rekomendacji inwestycyjnej ani zachęty do nabycia, sprzedania lub utrzymywania jakichkolwiek papierów czy stosowania jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej. Czytelnik może podejmować decyzje w oparciu o zawarte w artykule informacje wyłącznie na własne ryzyko. Przed podjęciem jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych, zalecamy skonsultowanie ich z profesjonalnym doradcą.

Dane pochodzące z zewnętrznych źródeł mogły zostać wykorzystane na potrzeby opracowania niniejszego komentarza. Takie dane nie zostały odrębnie zweryfikowane, potwierdzone ani poddane jakiegokolwiek kontroli przez autora ani Franklin Templeton Investments i nie gwarantujemy, że są one w pełni precyzyjne.

Franklin Templeton Investments i autor nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z wykorzystania zawartych w artykule informacji, opinii lub szacunkowych danych.

Określone produkty, usługi i informacje mogą nie być dostępne pod niektórymi jurysdykcjami i są oferowane przez inne podmioty powiązane z Franklin Templeton Investments i/lub przez dystrybutorów w zależności od lokalnie obowiązujących przepisów. Aby dowiedzieć się, czy dane produkty i usługi są dostępne pod określoną jurysdykcją, należy skonsultować się z profesjonalnym doradcą finansowym.

# Okiem Piotra Kuczyńskiego:

## Lutowe odreagowanie

Styczeń 2016 roku zakończył się przeceną, a początek lutego nie był lepszy. Indeksy dalej nurkowały i dopiero w połowie miesiąca nastroje zaczęły się wyraźnie poprawiać. Oprócz problemów banków europejskich i spadków cen surowców bardzo inwestorów martwiło to, że w Chinach gwałtownie spadały rezerwy walutowe (w ciągu sześciu miesięcy spadły z 4.000 mld dolarów do 3.230 mld).

Chiny broniły się przed ucieczką kapitałów (w styczniu blisko 100 mld dolarów), a świat na to patrzył z lekkim przerażeniem. Dopiero w poniedziałek 15 lutego nastąpiło olbrzymie umocnienie juana przez Ludowy Bank Chin (aż o 1,5%), co zmniejszyło obawy. I to stało się przyczyną zmiany nastrojów na globalnych giełdach akcji.

Chiński rząd ma przed sobą diabelską alternatywę – umacniać juana (lub hamować jego osłabienie) zatrzymując ucieczkę kapitałów z Chin, co może drastycznie zmniejszyć rezerwy walutowe, ale zaszkodzić gospodarce, czy zrezygnować z tej obrony i wprowadzić juana na wolny rynek, co doprowadzi do drastycznego zmniejszenia rezerw? Oba rozwiązania są dla świata niekorzystne.

Osobnym tematem była sprawa Brexit-u. Wielka Brytania 23 czerwca przeprowadzi referendum na temat obecności tego kraju w Unii Europejskiej – odbędzie się ono, jeżeli David Cameron, premier Wielkiej Brytanii, porozumie się ze wszystkimi pozostałymi 27 krajami Unii w sprawie zaakceptowania przez nie żądań Wielkiej Brytanii. Na razie większość

obywateli Zjednoczonego Królestwa jest za wyjściem z UE, ale rynki ten problem odkładają sobie na później (na czerwiec).

Nadal wszyscy wpatrywali się w to, co dzieło się na rynku ropy. Arabia Saudyjska prowadziła rozmowy z Rosją o sytuacji na rynku, co mogło zapowiadać zbliżenie się do umowy OPEC-Rosja w sprawie obniżenia wydobycia. Okazało się jednak, że Rosja, Arabia Saudyjska i Katar oraz Wenezuela zgodziły się tylko na zamrożenie limitów wydobycia, co nie było wielkim sukcesem.

Dlatego też cena ropy zanurkowała. Następnego dnia już jednak mocno wzrosła, bo okazało się, że Iran będzie wspierał akcje mające na celu uspokojenie sytuacji na rynku ropy (ale nie zapowiedział zamrożenia wydobycia). Widać było jednak, że OPEC i Rosja zrobią teraz wszystko, żeby rynek ustabilizować, a to będzie pomagało obozowi byków na rynku akcji.

Jeśli spojrzysz się na wykresy na przykład w USA w skali wieloletniej, to widać, że trwała po prostu korekta sześciolatniej hossy, a 38,2% zniżenia Fibonacciego było w okolicach 1.600 pkt., czyli około 10% niżej niż zakończenie sesji 9.02, przed półrocznym wystąpieniem Janet Yellen, szefowej Fed w Kongresie USA. Z tego można było wnioskować, że trwa normalna korekta i nic wielkiego się nie dzieje. To nie jest prawda, jeśli spojrzysz się na inne giełdy, ale one najczęściej świecą światłem odbitym promieniującym z Wall Street.

Nic więc dziwnego, że w połowie lutego na rynkach zapanowała mini

euforia. Indeksy rosły jak szalone. GPW długo się opierała, bo inwestorzy zastanawiali się, czy nie obserwują po prostu odbicia w trendzie spadkowym, ale w środę, 17 lutego, nie wytrzymali i indeks WIG20 zyskał 3,6 procent (najwięcej od czterech lat), pokonując górne ograniczenie idące od września 2015 kanału trendu spadkowego i generując mocny sygnał kupna.

Co dalej? Zakładam, że rozpoczął się lepszy okres dla akcji. Czekanie na pomoc Banku Japonii (posiedzenie 14-15.03) i ECB (posiedzenie 10.03) powinny teraz przez dłuższy czas pomagać obozowi byków. Inwestorzy szybko zapominają o przeszłości – nie będą też już pamiętali tego, że ostatnie posunięcia banków centralnych tylko na chwilę poprawiały nastroje. Może nawet inwestorzy to wiedzą, ale chcą wykorzystać grę przed posiedzeniami i chwilę po nich, żeby zarobić. Stąd możliwa kontynuacja zwyżek – oczywiście o ile coś nowego, złego nie wydarzy się na świecie.

Warto spoglądać na to, co mówi analiza techniczna indeksu S&P500. Na poziomie 1.950 pkt. jest tam mocny opór. Gdyby został przełamany, to na wykresie świeczkowym pojawiłoby się podwójne dno, która to formacja zapowiada dłuższą fazę wzrostów. Falę, która mogłaby doprowadzić indeks nawet w pobliże szczytów wszechczasów.



**Piotr Kuczyński**

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.





**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 jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej.