

## Szanowni Czytelnicy,







*W szumie informacyjnym, docierającym różnymi środkami przekazu, niejednokrotnie ciężko wysnuć konkretny wniosek. Nie inaczej ma się rzecz z wiadomościami z rynków finansowych - dobiegające zewsząd na przemian złe i dobre newsy, spadki bądź wzrosty wskaźników i indeksów nie ułatwiają nam w żaden sposób dokonania miarodajnej oceny sytuacji, jaka panuje na danym rynku. Dlatego tego zadania podjęli się eksperci w aktualnym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion i starają się udzielić odpowiedzi na pytanie, jak to właściwe jest z tą polską i światową gospodarką?*

*Bieżące wydanie to także kontynuacja, trwającego już od kilku numerów, cyklu artykułów o obligacjach. Tym razem pod lupę bierzemy obligacje amerykańskie oraz niemieckie w kontekście wzrostu ich rentowności - co taka sytuacja oznacza i czego mogą spodziewać się inwestorzy?*

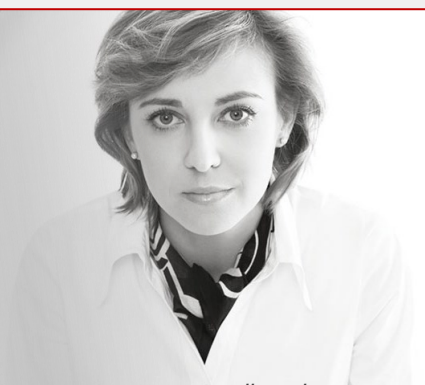
*I jak co miesiąc, na rynek swoim okiem spogląda Piotr Kuczyński, a Paweł Mielcarek, Analityków Domu Inwestycyjnego Xelion, zapewnia kolejną porcję wiedzy na temat rynków finansowych.*

*Zachęcamy do lektury!*

### W numerze:

-  o obligacjach niemieckich i amerykańskich Piotr Zagała z Nordea Investment Management AB,
-  stan polskiej i światowej gospodarki ocenia Paweł Małyńska z TFI Allianz Polska S.A.,
-  wyboru pomiędzy akcjami a obligacjami pomoże dokonać Piotr Szulec z Pioneer Pekao Investment Management S.A.,
-  źródło słabości rynku polskiego stara się zidentyfikować Paweł Cymcyk z ING TFI S.A.,
-  z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Marzec poprzedzi korektę na Wall Street?
-  technicznie o złocie opowiada Paweł Mielcarek, Analityk Domu Inwestycyjnego Xelion.

***Istniejemy po to, aby ludzie mogli  
we właściwym czasie podejmować  
dobre decyzje dotyczące ich pieniędzy.***



## Czy wzrost rentowności amerykańskich i niemieckich obligacji jest sygnałem istotnej zmiany trendu na tych rynkach?

**Trwająca już 30 lat hossa na obligacjach emitowanych przez rząd USA dobiega końca.** Dobiega końca, gdyż - w przeciwieństwie do akcji - kursy obligacji nie mogą rosnąć w nieskończoność. Pewnie, gdyby to było możliwe FED drukowałby pieniądze do czasu aż rentowność wyniosłaby minus 5%, ale niestety nie jest to możliwe. Znacznie wyższy dochód, czyli 0% przyniosłoby trzymanie gotówki w sejfie. Oczywiście, niemieckie obligacje rządowe notowane były z rentownością niższą od 0%, lecz wynikało to głównie z chęci inwestorów do posiadania obligacji, które w przypadku rozpadu strefy EUR, byłyby obligacjami denominowanymi w marce niemieckiej.

Jesteśmy więc u kresu możliwości... I co dalej? Czy czeka nas scenariusz japoński? Czy takie stopy rentowności są do utrzymania w dłuższym okresie? Wydaje się to niemożliwe. Scenariusz japoński możliwy był jedynie w kraju, którego waluta była notorycznie silna, gdzie impulsy inflacyjne niweczone były przez spadek cen towarów importowanych. Pozostaje więc tylko pytanie: kiedy trend ulegnie zmianie? I czy ostatnie ruchy są już oznaką zmiany trendu czy też mamy do czynienia jedynie z korektą?

**Jeśli spojrzymy na stan budżetów państw krajów rozwiniętych, widzimy, że nie stać ich na wyższe stopy pro-**

**centowe.** W sytuacji gdy w Japonii zadłużenie budżetu Państwa przekracza 200% PKB, a w USA czy Europie wskaźniki te są zbliżone do 100%, stopy na poziomie 5% byłyby zbyt kosztowne. Już teraz zresztą mówi się, że Hiszpanii czy Włoch nie stać na koszty obsługi zadłużenia na poziomie 5-6%. Banki centralne będą więc przeciwdziałać wzrostowi stóp procentowych - czy to przy wykorzystaniu ultra niskich stóp krótkoterminowych czy też operacji podobnych do FED-owskiej operacji TWIST.

Inflacja jeszcze jakiś czas pozostanie pod kontrolą dzięki strachowi, który zniechęca ludzi do wydawania oszczędności.

**Akceleratorem inflacji może być jednak, wbrew pozorom, dalsze... zagrożenie kryzysu.** Obecnie klienci funduszy obligacyjnych w pogoni za jakąkolwiek stopą zwrotu przerzucają środki do funduszy obligacji korporacyjnych. Dopóki źródło płynie, wszystko się układa. Lecz gdy najsłabsze spółki nie zrolują obligacji, potoczy się domino. Co nam pozostanie? Kupować wszystko, co drożeje wraz z inflacją. Obligacje staną się bardzo, ale to bardzo niepopularne. I jak to zazwyczaj w historii bywało, inflacja w średnim terminie okaże się lekiem na całe zło.

Ale papierowe zyski to tylko uprzątnięcie śmieci pod dywan. Na całym świecie

problemy strukturalne załatwia się drukiem pieniądza. A ktoś kiedyś będzie musiał posprzątać. I choć Piotr Kuczyński już nie raz mówił mi, iż jestem zbyt wielkim populistą, to twierdzę, że narastająca polaryzacja społeczna (vide Hiszpania z 25% bezrobociem) doprowadzi do wrzenia. A gdy para bucha, wokół zawsze robi się gorąco. Już ponad 20 lat temu się udało. Nawis inflacyjny w krajach komunistycznych pękł. Stracili posiadacze gotówki. Rozruchy społeczne towarzyszące upadkowi nieefektywnej struktury polityczno-gospodarczej okazały się bezkrwawe. Wszystko wskazuje że i tym razem będzie podobnie.

Podsumowując... Co zwiastuje ostatni wzrost rentowności obligacji? Mówi nam, iż w garnku już wrze. **Czeka nas jeszcze jeden mini kryzys, po którym pojawi się okres wzrostu nie tylko na giełdach, ale i w gospodarce.** I dopiero w 2020 nastąpi koniec świata. Majowie się mylili.

### Piotr Zagala

Dyrektor Inwestycji Akcyjnych

Nordea Investment Management AB  
Oddział w Polsce

## Jaki jest stan polskiej i światowej gospodarki?

W 2012 roku uniknęliśmy twardego lądowania gospodarki chińskiej, rozpadu strefy euro, udało się też rozwiązać/odłożyć w czasie negatywny wpływ tzw. klifu fiskalnego na gospodarkę amerykańską. **Z tej perspektywy, stanu gospodarki światowej w roku 2013 nie należy już rozpatrywać w tyłu czarnych scenariuszach, jakie mogły być formułowane jeszcze rok temu.**

Jej kondycję, rozbijając na największe gospodarki, można opisać w następującym schemacie: USA – kontynuacja ożywienia, Chiny – umiarkowanie ożywienie, strefa euro – szanse na trwałe ożywienie. **Poprawa wskaźników makroekonomicznych w gospodarce światowej powinna być widoczna właśnie w II półroczu bieżącego roku.**

Gospodarka amerykańska już obecnie wykazuje stabilne oznaki ożywienia. Wskazują na to wskaźniki wyprzedzające, poprawa na rynku pracy, przyspieszający rynek nieruchomości czy też rosnące wydatki konsumenckie. Najlepszym dowodem dla tezy ożywienia USA są składowe PKB za IVQ 2012 roku, który pomimo spadku 0,1% (patrz Tabe-

Tabela nr 1: Realny wzrost PKB (w ujęciu q/q).

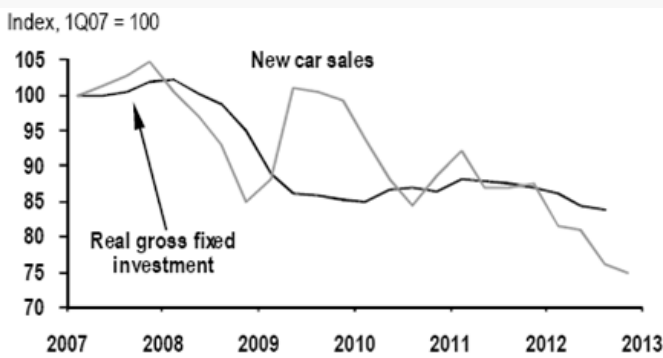
	4Q 12	IQ 13	IIQ 13	IIIQ 13	IVQ 13
USA	-0,1	1,5	1,5	2,0	2,5
Chiny	9,4	8,0	8,2	8,2	8,0
Strefa euro	-2,3	0,0	0,8	1,3	1,5
Niemcy	-2,3	1,5	2,0	2,5	2,5
Hiszpania	-2,8	-2,5	-1,5	0,0	0,0
Włochy	-3,7	-0,5	0,5	1,0	1,0
Polska	-0,5	1,3	2,3	3,0	2,3

Źródło: Opracowanie własne, JP Morgan.

la nr 1), wykazał ponad 1,5% wzrost wydatków konsumenckich.

Z drugiej strony, podniesienie podatków i cięcia w wydatkach publicznych powiązane z koniecznością zarządzania limitem zadłużenia (debt ceiling) to duże wyzwanie stojące przed gospodarką amerykańską w całym roku. Na dzień

Wykres nr 1: Euro area spending on durables.



Źródło: Eurostat, ECB and JP Morgan.

dzisiejszy wydaje się, że kumulacja negatywnych zjawisk związanych z tzw. klifem fiskalnym nastąpi w I półroczu br. Ryzykiem jest również obarczony proces umiejętnego wycofywania się FED-u z polityki „quantitative easing”, co będzie nieuniknione w sytuacji wyraźnego wzrostu gospodarczego.

**Stopniowy powrót na ścieżkę wzrostu dotyczy, jak wspomnieliśmy, praktycznie wszystkich ważniejszych gospodarek i niestety, na tym tle najslabiej wygląda strefa euro chorośliwie unikająca strukturalnych reform, liberalizacji rynku pracy, etc.** Pomimo uniknięcia rozpadu strefy, głównie dzięki determinacji EBC, europejska klasa polityczna nie zdaje egzaminu –

dalali temu wyraz Włosi idąc do urn i głosując np. na komika Beppe Grillo. Gospodarka europejska wskazuje, co prawda, na pewne symptomy poprawy widoczne chociażby w publikowanych danych o PMI, consumer confidence, relatywnie niskim poziomie zapasów oraz wyraźnym spadku zadłużenia przedsiębiorstw. Opisane czynniki w środowisku niskich stóp procentowych stwarzają podstawy do odbicia gospodarczego, ale twarde dane są jeszcze jednak dalekie od optymizmu (patrz Wykres nr 1). Ciężać będą w dalszym ciągu

kraje peryferyjne i, moim zdaniem, negatywnie może zaskoczyć Francja. Dlatego strefa euro, mówiąc kolokwialnie, „załapie się” na wzrost gospodarczy, ale zapewne z drugiego rzędu (przyspieszenie nie będzie znaczne i raczej odłożone w czasie).

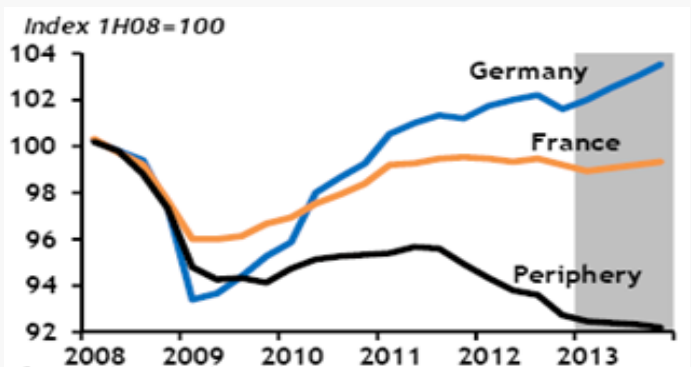
Polska wchodzi obecnie w fazę wyraźnego spowolnienia gospodarczego, na co wpływ ma coraz słabszy popyt wewnętrzny (słabe odczyty dotyczące sprzedaży detalicznej czy też rekordowe bezrobocie, które w I kwartale br. przekroczy zapewne 14%).

Ma to ewidentnie negatywny wpływ na finanse publiczne i wpływy budżetowe (tylko po styczniu realizacja zakładanego deficytu budżetowego na cały rok wynosi

blisko ¼). Wszystko to powoduje, że w najbliższych miesiącach trudno będzie znaleźć powody do optymizmu, a po drodze czeka nas zapewne autopoprawka budżetu.

**Warto natomiast z optymizmem spojrzeć na drugą część roku.** Istotny wpływ na perspektywy naszej gospodarki ma i będzie miało otoczenie zewnętrzne i tu należy upatrywać naszych szans na poprawę. Jak pisaliśmy, nie oczekujemy, że kraje strefy euro, gdzie lokujemy ponad połowę naszego eksportu, będą „okazem zdrowia”. Jednak w ramach tej grupy Niemcy (nasz największy partner handlowy odpowiadający za ¼ eksportu) powinny radzić sobie relatywnie dobrze (patrz: Tabela nr 1, Wykres nr 2). Odbudowywanie eksportu powinno stopniowo być widoczne już w II półroczu br.

Wykres nr 2: Euro area real GDP.



Źródło: Eurostat and JP Morgan.

**Z kolei na wzrost popytu wewnętrznego i inwestycji będziemy musieli poczekać parę miesięcy dłużej.** W tym przypadku znaczenia nabiera również środowisko niskich stóp procentowych (cięcie stóp przez RPP o kolejne 50 bp i utrzymanie w długim okresie miałyby jednoznacznie pozytywny wpływ na wspomniane dane) oraz skala wsparcia ze strony Inwestycji Polskich.

**Paweł Małyska**

Zarządzający Allianz Akcji Plus i Allianz Selektywny

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.



## Obligacje czy akcje? Czas podjąć decyzję

**Za nami bardzo dobry rok – zarówno na rynku obligacji, jak i akcji. Rok, w którym inwestorzy niezależnie od wspomnianych klas aktywów mogli osiągnąć na swoich inwestycjach kilkunastoprocentowe stopy zwrotu.**

O ile jednak na rynku polskich obligacji osiągnęliśmy historycznie niski poziom rentowności, o tyle na rynku akcji do historycznych rekordów brakuje nam jeszcze bardzo wiele. Czy w takiej sytuacji inwestorzy, nieposiadający dotychczas w swoim portfelu akcji, powinni nadal kurczowo trzymać się rynku długu? Czy jednak powinni pomyśleć o zdwersyfikowaniu swojego portfela oszczędności o np. fundusze akcyjne lub fundusze mieszane? Odpowiedź, w kontekście tego, co nas czeka po stronie wysokości stóp procentowych, oprocentowania depozytów bankowych czy rentowności obligacji i możliwych do zrealizowania w tym roku na obligacjach stopach zwrotu jest tylko jedna – tak.

Rok 2012 był rokiem silnej hossy na rynku obligacji skarbowych. Rentowności obligacji spadły do rekordowo niskich poziomów – co oznacza, że obecnie obligacje skarbowe są relatywnie drogie. W kontekście trwającego cyklu obniżek stóp procentowych, który jest realizowany przez RPP i prawdopodobnie ostatniej w marcu obniżki stóp procentowych, potencjał do ewentualnych dalszych wzrostów na tym rynku jest nieporównywalnie mniejszy w stosunku do tego, co

możliśmy zaobserwować w 2012 roku, o ile w ogóle istnieje. **Kluczowym czynnikiem dla tego rynku pozostaje dalsze zachowanie inwestorów zagranicznych.** To oni w ostatnim czasie, dzięki wzmożonym zakupom, wspierali wzrosty cen polskich obligacji. Postrzeganie przez inwestorów zagranicznych polskiego rynku obligacji nie uległo zmianie, jednak nie widać już takiego popytu, z jakim mieliśmy do czynienia jeszcze dwa - trzy miesiące temu. Trudno się temu jednak dziwić – rentowność 3,5% to nie do końca to samo, co 5,5%.

**Rynkom akcji sprzyjają nie tylko niskie stopy procentowe czy rekordowo niskie rentowności polskich obligacji. Sprzyja również sytuacja okolicy gospodarki na świecie - nierównomierna, ale poprawa.** Zakładam, że dopóki sytuacja kryzysowa nie zostanie w pełni zażegnana, najważniejsze banki centralne będą nadal prowadziły luźną politykę monetarną. W dobie dużej płynności na rynku i taniego pieniądza, sytuacja w globalnej gospodarce nadal może się poprawiać. Tym bardziej, że dotychczasowe czynniki ryzyka powoli przestają być aktualne. Przede wszystkim dochodzi do zawarcia kompromisowego porozumienia w sprawie polityki budżetowej w USA. Gospodarka Chin prawdopodobnie dołek ma już za sobą, co bardzo dobrze obrazują ostatnie dane makroekonomiczne z Chin i pierwszy od 8 kwartałów wzrost tempa chińskiego PKB. Kryzys zadłużeniowy w UE też powoli nie budzi już większych obaw, ponieważ EBC wraz z europejskimi politykami zdecydował się na poważnie przeciwdziałać dotychczasowej sytuacji kryzysowej.

Polski rynek akcji w 2012 roku zachował się bardzo dobrze. Nadal jednak wiele nam brakuje, aby choć zbliżyć się do

tęgo, co mogliśmy obserwować w latach 2006 – 2007. Taka sytuacja oznacza, że potencjał rynku akcji wygląda bardziej atrakcyjnie niż rynku obligacji. Co w takim razie powinno wspierać ten rynek w 2013 roku? Jest wiele czynników, z których wymienię kilka moim zdaniem najważniejszych:

- \* relatywnie niskie wyceny polskich spółek, wskaźnik c/z (cena/zysk) czy c/wk (cena/wartość księgową) dla indeksu WIG znajduje się cały czas poniżej średniej historycznej,
- \* malejący poziom głównej stopy procentowej wpływający korzystnie na wycenę polskich spółek,
- \* duża ilość oszczędności przechowywana na rachunkach bankowych (lokaty, depozyty) i w obligacjach skarbowych, co w kontekście niskich stóp procentowych i niskiej rentowności obligacji daje szansę na przepływ części kapitału na rynek akcji,
- \* wysoka średnia stopa dywidendy, którą wypłacą spółki giełdowe (5-6%) w kontekście rekordowo niskich rentowności obligacji 2-, 5-, czy 10-letnich (3-4%).

**Korekta notowań na rynku akcji, którą obserwujemy od początku tego roku stanowi bardzo dobry moment do tego, aby zastanowić się nad strategią, rozważyć za i przeciw (rynek akcji obciążony jest w końcu nieporównywalnie większym ryzykiem niż rynek obligacji) i dokonać przebudowy portfela oszczędności.**

### Piotr Szulec

Dyrektor ds. Komunikacji Inwestycyjnej  
Pioneer Pekao Investment Management S.A.

#### Informacja natury prawnej

Niniejszy materiał został sporządzony w celu informacyjnym oraz reklamowym. Nie należy go traktować jako oferty funduszy inwestycyjnych lub towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W materiale wykorzystano źródła informacji, które Pioneer Pekao Investment Management S.A. analizując z najwyższą starannością, uważa za rzetelne i wiarygodne. Nie istnieje jednak gwarancja, iż są one w pełni wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym materiale wyrażają jedynie opinie autorów. Pioneer Pekao Investment Management S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie niniejszego opracowania. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału ponoszą wyłącznie inwestorzy.

## Skąd słabość polskiego rynku?



Po listopadowo-grudniowym giełdowym rajdzie Św. Mikołaja apetyty inwestorów kazały oczekiwać, że kolejna fala wzrostów jest tylko kwestią czasu, i to krótkiego. Tymczasem, zamiast tak wyczekiwanego efektu stycznia zobaczyliśmy defekt, który rozciągnął się na 8 długich korekcyjnych tygodni. Skąd zatem taka słabość krajowego parkietu?

Amerykański indeks Russel 3000 grupujący 98% amerykańskiego rynku kapitałowego dokładnie 19 lutego przebił swój historyczny szczyt z 2007 roku. Dla pozostałych amerykańskich indeksów dystans do rekordów jest kosmetyczny, a niemiecki rynek też podchodzi pod swoje maksima. W takim otoczeniu warszawski parkiet wypada niezwykle blado, skoro WIG-owi do poziomów z października 2007 brakuje ponad 30% i od początku roku traci ponad 3%.

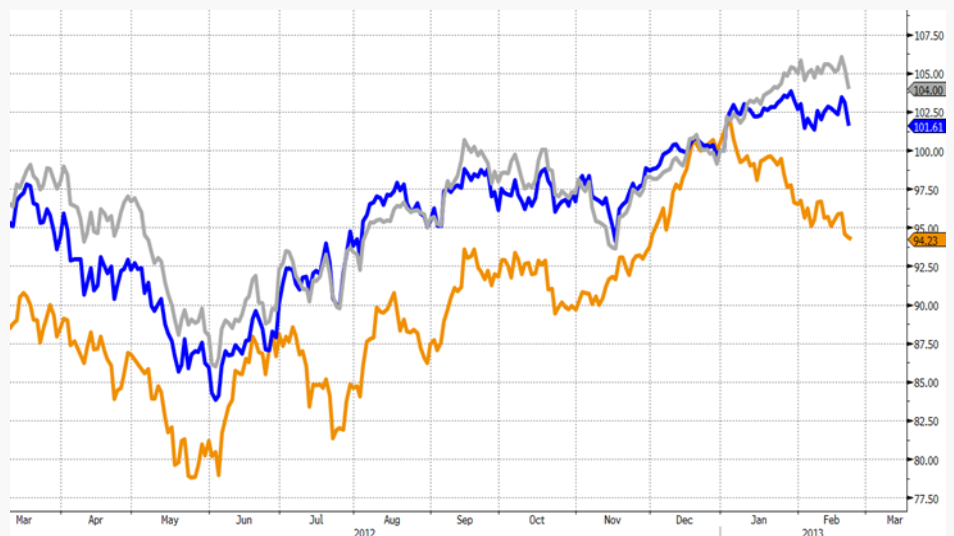
## Od ogółu do szczegółu

Słabsze zachowanie krajowego rynku można przypisać kilku czynnikom. Część z nich ma charakter strukturalny, a część jednorazowy. Zaczynając od tych pierwszych, należałoby zauważyć, że polska gospodarka jest opóźniona w globalnym cyklu gospodarczym. W

sytuacji kiedy w USA ożywienie gospodarcze nabiera rozpędu i znajduje potwierdzenie w informacjach makroekonomicznych od rynku nieruchomości przez indeksy rozwoju, a na zaufaniu konsumentów kończąc, w Polsce mówimy o ubijaniu gospodarczego dna. Kiedy niemieckie dane (IFO) wskazują na przyspieszenie ekonomiczne rządu 3-4% PKB, w kraju RPP rozważa czy potrzebne są dalsze obniżki stóp procentowych. Taka rozbieżność jest niestety typowa dla naszej gospodarki i tak jak wcześniej nie było to przeszkodą, bo globalny kapitał widział potencjał w rynkach wschodzących, tak teraz jesteśmy postrzegani jako rynek będący za daleki od rozwijających się Stanów i za bliski jeszcze niepewnej stabilizacji w Europie.

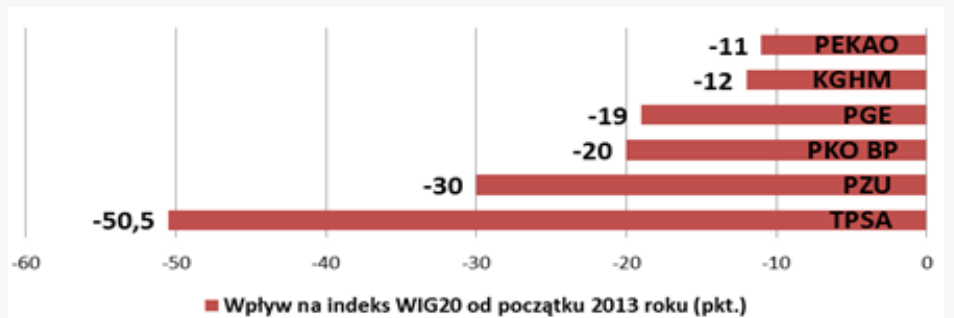
Drugą strukturalną słabością, która jest zdecydowanie bardziej namacalna, są duże oferty publiczne i wtórne w 2013 roku, które mają miejsce w branżach silnie ważących w WIG-u. W ciągu zaledwie 2 tygodni przeprowadzona została szybka sprzedaż akcji dwóch największych polskich banków (PKO, Pekao) łącznie w kwocie 9 mld PLN. Chętnych nie brakowało, co pokazuje, że zainteresowania polskimi akcjami nie brakuje, ale kupujący uaktywniają się, gdy można kupić dużo i z dyskontem. Widząc w kilkumiesięcznym horyzoncie dalszą sprzedaż sektora bankowego (BZ WBK, Alior) oraz energetycznego (Energa), a dodatkowo prywatyzacje wspomagające budżet (PZU, PGE), nie dziwi, że gotówka woli poczekać na okazje. **Przesunię-**

Wykres nr 1: Siła rynków MSCI World (rynkı rozwinięte), MSCI Europe (rynkı europejskie) oraz WIG20 znormalizowane na 2.01.2013 r.



Źródło: Bloomberg.

Wykres nr 2: Wpływ zmiany kursu spółki na indeks WIG20 od początku 2013 roku.



Źródło: Bloomberg.

**cie w gospodarczym cyklu sprawia, że nie mamy jeszcze do czynienia z sytuacją gdy leżący kapitał „parzy w ręce”.**

Poza wymienionymi strukturalnymi słabościami nie można zapomnieć o przynajmniej dwóch jednorazowych powodach. Polski rynek w końcówce 2012 był jednym z najlepszych na świecie i zdecydowanie pobił zachodnich konkurentów (Wykres nr 1). Obecne odreagowanie to efekt wcześniejszej euforii. Zbyt szybkie wzrosty zawsze kończą się relatywną słabością w kolejnym okresie.

Innym niespodziewanym i negatywnym zaskoczeniem były zapowiedzi obniżenia dywidend w największych spółkach. WIG20 w 2012 był giełdowym dywidendowym liderem ze stopą dywidendy bli-

ską 7%, a w tym czasie na całym świecie strategie inwestujące w dywidendy zyskiwały na popularności i przyciągały kapitał. Po rozczarującym (kolejnym po październiku) komunikacie TPSA o spadku dywidendy z 1,5 złotego do 50 groszy rynek dowiedział się o identycznym kierunku zmian w PGE. W efekcie „jak można zobaczyć na Wykresie nr 2, tylko od początku roku z WIG20 spadek kursu TPSA zabrał indeksowi ponad 50 pkt., a spadek PGE 20 pkt. Sprzedawane dwa banki odjęły kolejne 31 pkt., a korekta na obligacjach ściągnęła kurs PZU, które zdjęło z indeksu aż 30 pkt. Łącznie tylko 6 spółek „zabrało” z WIG20 aż 143 punkty, czyli 5,7%.

### Zwrot kapitału czy zwrot na kapitale?

**Choć przytoczone argumenty będą aktualne przez kilka miesięcy i mogłyby sugerować, że krajowy rynek pozostanie przez ten czas słabszy, to sądzę, że gdy tylko w głowach (i portfelach) inwestorów zapanuje przekonanie, że ryzyko w Europie się normalizuje, to również na nasz rynek popłynie gotówka.** Rentowności obligacji bezpiecznych krajów już rosną, a tani kapitał szuka zysku.

#### Paweł Cymcyk

Manager Komunikacji Inwestycyjnej  
ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Okiem Piotra Kuczyńskiego: Marzec poprzedzi korektę na Wall Street?



W ostatnim tekście pisałem, że niedługo powinniśmy zobaczyć niegroźną korektę i wszystko jej rzeczywiście sprzyjało, ale widzieliśmy ją tylko na rynku europejskim, mimo że powodów do korekty było sporo.

W USA politycy nie mogli się dogadać i nie dogadali się w sprawie automatycznych cięć wydatków. Weszły w życie 1 marca. We Włoszech koalicja pod przywództwem Partii Demokratycznej wygrała znikomą przewagą w izbie niższej. Drugie miejsce miał Lud Wolności pod wodzą Silvio Berlusconi. Reformator, czyli Mario Monti, zebrał około 10 pro-

cent (PD i LW po około 30 proc., a M5S około 25 proc.).

W senacie koalicja prowadzona przez PD też ma większość senatorów, ale nie ma większości. Blokada LW i M5S, partii chcących zmniejszenia cięć Montiego, a może nawet referendum w sprawie pozostania w strefie euro blokują senat, bez którego nie da się rządzić. Problemy polityczne pozostaną z nami przez czas dłuższy. Zarówno Partia Demokratyczna jak i Lud Wolności boją się powtórnych wyborów, bo boją się wygranej M5S komika Beppe Grillo.

Sytuacja nadal jest bardzo niepewna i w dłuższym terminie może doprowadzić do dramatu. Znosi się na powtórne wybory albo na nietrwały rząd z wyborami w niedalekiej przyszłości (6-12 miesięcy).

**Okazało się jednak, że rynki akcji (ale nie walutowy i surowcowy) powiedziały sobie, że będą się tym martwiły później.** Pokazało to zarówno zachowanie rynku akcji jak i rynku długu, gdzie obligacje włoskie sprzedawane były z wyższą rentownością, ale jednak nie

było widać poważnego niepokoju. Pewnie, przez 6 miesięcy można bardzo dużo zarobić.

**Trochę zamieszania dokonała publikacja ostatniego protokołu z posiedzenia FOMC, w którym opisano wypowiedzi niektórych członków Fed podważających sens stosowania poluzowania ilościowego lub sugerujących szybsze zakończenie programu.** Jednak w Kongresie, z półrocznym zeznaniem na temat polityki monetarnej, pojawił się Ben Bernanke, szef Fed. Powiedział, że większość członków FOMC popiera politykę prowadzoną przez FOMC. Tym zdecydowanie pomógł bykom i temat spadł z wokandy. Nie ma najmniejszej szansy, żeby Fed w bliskim czasie zmienił politykę monetarną na niekorzystną dla byków.

Z końcem lutego wejść w życie miały też w USA automatyczne cięcia wydatków. Rynki się tym w ogóle nie przejmowały. Może jedynie zahamowało to atak indeksu DJIA i S&P 500 na szczyt wszechczasów. Cięcia można jeszcze ograniczyć,

bo nie uderzą w gospodarkę z całą siłą w kolejnych tygodniach. Gracze uważają, że politycy z pewnością się porozumieją, bo muszą to zrobić, a dużo ważniejszy jest limit zadłużenia, czym zajmujemy się albo w kwietniu, albo za około 4 miesiące.

Kongres zgodził się bowiem, żeby do połowy kwietnia (mimo przekroczenia

limitu zadłużenia) administracja amerykańska się zadłużała. Można w ciemno założyć, że Departament Skarbu zgromadzi do tego czasu środki, które wystarczą do lipca. **Przerażenia więc w kwietniu nie będzie, ale jeśli znowu spotkają się kwestie cięcia wydatków z limitem zadłużenia, to wrócimy do sytuacji z grudnia 2012, co doprowadzi do korekty.** Bezpiecznie jest zało-

żyć, że w marcu indeksy mogą dalej rosnąć, ale że będzie to wzrost przed korektą.

**Piotr Kuczyński**

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

## Magiczny luty na złocie

**Złoto w ostatnim okresie zdecydowanie nie ma dobrej passy. Spoglądając na notowania żółtego kruszcu, można odnieść wrażenie, że już tylko jeden wariant możliwy jest do realizacji – spadkowy.** Złoto od początku roku straciło na wartości ponad 6 proc., a od lokalnego szczytu z października ubiegłego roku prawie 13 proc. Seria mocnych spadków w bieżącym roku doprowadziła do wyraźnego skomplikowania się również sytuacji technicznej. Media chętnie podchwyciły temat i w artykułach prasowych pojawiały się już wyłącznie mało korzystne informacje dla posiadaczy długich pozycji w złocie.

**Warto jednak zwrócić uwagę, że silna przecena złota ma miejsce pomimo niezmienionej sytuacji fundamentalnej. Dodajmy, że korzystnej sytuacji fundamentalnej.** Banki centralne (głównie krajów Emerging Markets) w dalszym ciągu kupują złoto w ogromnych

ilościach (w czwartym kwartale odnotowano drugi najwyższy kwartalny wynik od II kw. 2009 r.). W drugim półroczu 2012 r. wyraźnie poprawiła się też sytuacja w Indiach (największym konsumencie złota), gdzie po zapaści z pierwszych 6 miesięcy 2012 r. popyt konsumencki wyraźnie odżył (w drugim półroczu 2012 r. popyt był o 23 proc. wyższy w porównaniu z 2011 r., a w samym tylko czwartym kwartale popyt był wyższy aż o 27 proc. od średniej z ostatnich 5 lat).

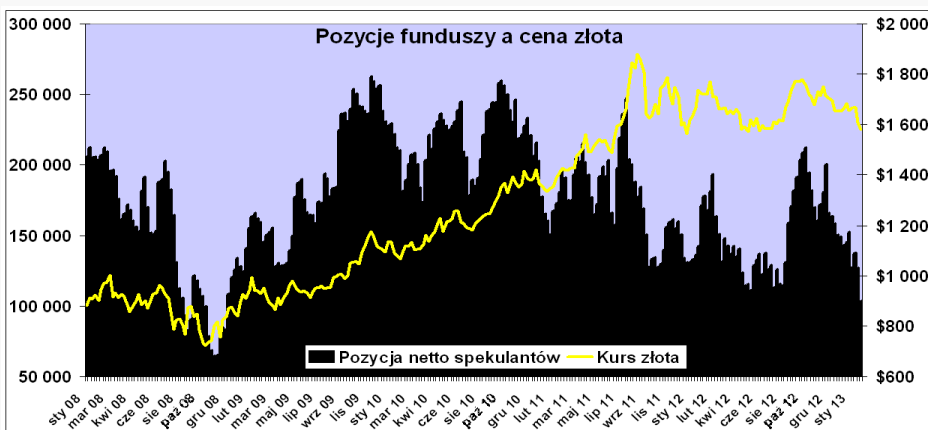
Niezmienna, lekko pozytywna sytuacja fundamentalna na złocie tym bardziej prowokuje pytanie: dlaczego złoto tak mocno w ostatnim czasie straciło na wartości? Odpowiedzialne za taki stan wydają się być fundusze hedgingowe, których długa pozycja netto w kontraktach na złoto zmalała w ostatnim czasie o blisko połowę (Wykres nr 1). Podejście zarządzających wydaje się być poniekąd słuszne, gdyż zwiększone obawy o ry-



chy koniec luzowania ilościowego w Stanach Zjednoczonych czy hossą na rynkach akcyjnych nie zachęca specjalnie do zwiększania ekspozycji na rynku złota. Skoro skutecznie można zarabiać na płynnych akcjach, zapewniających dodatkowo dywidendę, po co dodatkowo wkląć się w pasywne z natury złoto.

Na rynku są oczywiście w dalszym ciągu wielu zwolennicy złota jako jedynego aktywa, które w trakcie zawirowań rynkowych jest w stanie utrzymać swoją wartość, jak również wielu przeciwnicy wskazujący, że złoto oprócz sztucznie nadanej mu wartości nie prezentuje sobą nic wartościowego dla inwestora. Bez względu na to do której grupy się zaliczamy, warto dokładniej przyjrzeć się obecnej sytuacji, lecz nie pod kątem długoterminowych tendencji, ale właśnie krótkoterminowych spadków, które w

Wykres nr 1



Źródło: Dane CFTC. Opracowanie: Bankier.pl.

moim odczuciu istotnie zwiększając atrakcyjność metali szlachetnych.

Pomimo krótkoterminowego (kilkumiesięcznego) podejścia do analizy rynku złota, jak każdą analizę w oparciu o wykres, dobrze jest rozpocząć od bardzo szerokiego spojrzenia na sytuację. Wykres nr 2 przedstawia koniunkturę na rynku złota w ujęciu tygodniowym. Główny, blisko 12-letni trend wzrostowy wyraźnie w ostatnim czasie wyhamował, a na wykresie wyznaczyć można formację symetrycznego trójkąta. Zgodnie z wiedzą książkową jest to formacja kontynuacji trendu, a zatem można postawić hipotezę, że jeśli cena złota przekroczy górne ograniczenie (poziomy ok. 1750 USD), trend powinien być kontynuowany. Takie podejście jest oczywiście długoterminowe, gdyż sama formacja trójkąta wyrysowywała się blisko 1,5 roku, jednak należy podkreślić, że ewentualne ryzyko jest w tym podejściu ograniczone. Kurs znajduje się aktualnie przy dolnej linii trójkąta, a zatem stawiając zlecenia obronne poniżej wspomnianej linii, można uzyskać ciekawą pozycję, która będzie korzystać z ewentualnych wzrostów i szybko utnie straty, jeśli podejście okaże się błędne.

Podejście miało być krótkoterminowe, a zatem przyjrzyjmy się bliżej sytuacji technicznej na wykresie dziennym (Wykres nr 3). Spoglądając na wykres można zauważyć nagromadzenie wielu negatywnych informacji, które zapewne powodują, że złoto nie ma w ostatnim czasie najlepszej prasy. Duża formacja trójkąta formowana od września 2009 r. do lipca 2012 r. nie przyniosła spodziewanego silnego wybicia górą, a kurs kruszcu rozpoczął tworzenie kanału spadkowego. Każdy kolejny dołek był na coraz niższym poziomie, a kreślone poziomy wsparcia okazywały się wyjątkowo kruche. Jakby tego było mało, 50. sesyjna średnia przecięła od góry średnią 200. sesyjną, a zatem uformował się tzw. „krzyż śmierci” - sygnał zapowiadający dalsze spadki. Kurs złota w lutym nabrał szybszej dynamiki i w konse-

Wykres nr 2



Źródło: [www.stooq.com](http://www.stooq.com).

Wykres nr 3



Źródło: [www.stooq.com](http://www.stooq.com).

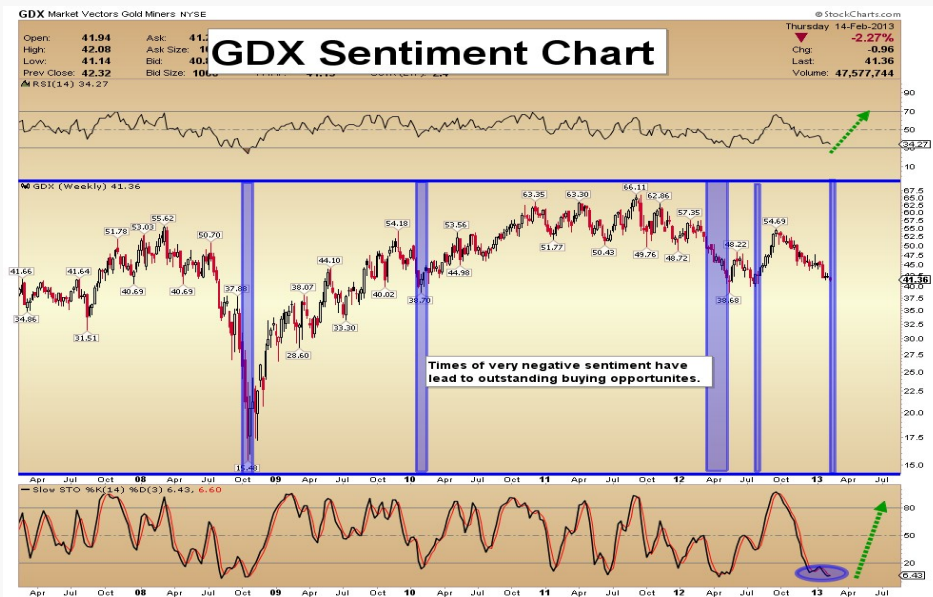
Wykres nr 4



Źródło: [www.stooq.com](http://www.stooq.com).



Wykres nr 5



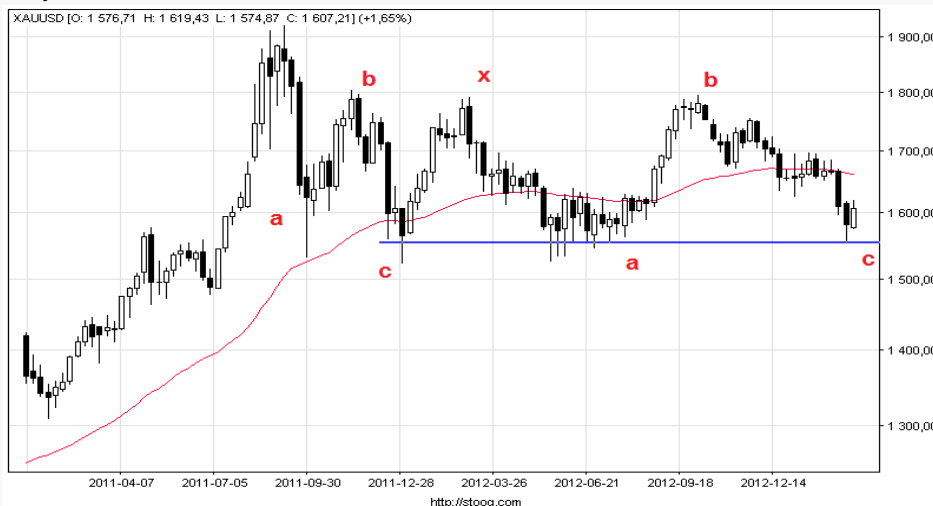
Źródło: [www.321gold.com](http://www.321gold.com).

Wykres nr 6



Źródło: [www.stooq.com](http://www.stooq.com)

Wykres nr 7



Źródło: [www.stooq.com](http://www.stooq.com)

kwencji wypaść z kanału spadkowego, co również nie było dobrym sygnałem.

Tyle informacji negatywnych. Warto przyjrzeć się teraz pozytywom, które wskazują, że obecne poziomy są niemal wymarzone do kupna złota. **Stara zasada rynkowa mówi, że większość nie ma racji, a kupować należy wtedy kiedy leje się krew.** Szczególną uwagę należy zatem położyć na przeanalizowanie postępowania ogółu, by ... postąpić dokładnie na odwrót. Spoglądając na oscylator RSI, czyli wskaźnik pokazujący wykupienie i wyprzedanie rynku, można zauważyć, że rynek złota zdominowany został w ostatnim okresie wyłącznie przez sprzedających. RSI znalazł się na najniższym poziomie od września 2008 roku, kiedy to upadł bank Lehman Brothers (Wykres nr 4).

Ekstremalnie nisko znalazł się również indeks opinii publicznej przygotowywany przez [www.sentimentrader.com](http://www.sentimentrader.com) oraz indeks Stochastic Slow. Jak można zauważyć na Wykresie nr 5 w ciągu ostatnich 5 lat zawsze, kiedy pojawiały się ekstremalnie niskie poziomy wskaźnika Stochastic Slow (duże wyprzedanie), były to zawsze bardzo atrakcyjne poziomy do kupna złotego kruszcu.

Na wykresie tygodniowym warto zwrócić uwagę na jeszcze jedną bardzo ciekawą zależność (Wykres nr 6). Otóż, w ciągu ostatnich 5 lat w okolicach lutego pojawiały się pewne lokalne ekstrema (szczyty lub dołki). W lutym 2008 roku, 2009 roku i 2012 roku ustanowione zostały lokalne szczyty, a w lutym 2010 i 2011 roku na wykresie zostały wykreślone lokalne dołki. Patrząc na wykres, można dojść do wniosku, że również w lutym 2013 r. cykliczność może zostać utrzymana. **Biorąc pod uwagę stosunkowo niskie poziomy, na jakich znajduje się aktualnie złoto, na pewno nie mamy do czynienia z lokalną górką, a zatem można założyć, że formowany jest lokalny dołek.**

Korzystając z analizy technicznej, pokusić się można również o wykorzystanie teorii fal Elliota, zgodnie z którą na wy-

kresie wyrysowałaby się formacja podwójnego zygzaka. Mamy zatem typową korektę spadkową ABC, falę x oraz kolejną korektę ABC. Ostatni punkt C zlokalizowany jest dodatkowo w rejonach wsparcia na poziomie 1550 USD za uncję, a zatem przebicie tego poziomu byłoby wyraźnym sygnałem informującym o zmianie blisko 12-letniego trendu wzrostowego na spadkowy. **Dopóki to jednak nie nastąpi, cały czas mamy do czynienia z rynkiem byka, a każde**

**głębsze korekty należałoby traktować jako okazje do kupna kruszcu na niższych, bardziej atrakcyjnych poziomach.**

**Paweł Mielcarek**

Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

#### **Informacje Prawne**

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

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

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

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

Właściciel:

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