

Szanowni Czytelnicy,

**„W poszukiwaniu motorów wzrostów w 2012 roku. Rynki i regiony.”**. Właśnie takie motto przyświecało uczestnikom i prelegentom jednego z najciekawszych wydarzeń ekonomicznych stolicy, Kongresu Inwestycyjnego Xelion, który odbył się 8 listopada. Już po raz piąty, najbardziej cenieni polscy i europejscy ekonomiści spotkali się, aby wymienić się poglądami na temat sytuacji na rynkach finansowych i przedstawić aktualne trendy rynkowe oraz przewidywania na przyszłość. W tym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion zapraszamy Państwa do zapoznania się z wybranymi zagadnieniami poruszonymi w trakcie Kongresu.

Zapraszamy do lektury.

### Konstruując portfel inwestycyjny, weź pod uwagę...

Atrakcyjność inwestycji w rynek akcji wynika w pierwszej mierze ze słabości alternatyw inwestycyjnych.

**Od kulminacji poprzedniej fali kryzysu minęły zaledwie trzy lata i oto doświadczamy przysłowiowego déjã vu, gdzie problem nadmiernego zadłużenia znowu stanowi zagrożenie dla światowych rynków akcji.** Inwestorzy w sierpniu pokazali, jak poważnie traktują obecne ryzyko nawrotu kryzysu i zareagowali w sposób znany nam od lat – wyprzedzą akcje i zamianą na obligacje rządowe wąskiej grupy krajów wciąż uznawanych za bezpiecznych emitentów (grono to systematycznie maleje).

Moim zdaniem, w związku ze skalą problemów i przede wszystkim rodzajem zaaplikowanej „kuracji” przez banki centralne, powielanie tego schematu może doprowadzić do poważnego rozczarowania z osiąganego wyniku inwestycyjnego. Możliwość popełnienia błędu nie wynika tylko z tego, że, jak to już nieraz bywało, akcje wyprzedzają zdarzenia zachodzące w sferze realnej i mogą po prostu wyceniać już zbyt czarny scenariusz; **mój olbrzymi sceptycyzm w kreśleniu**

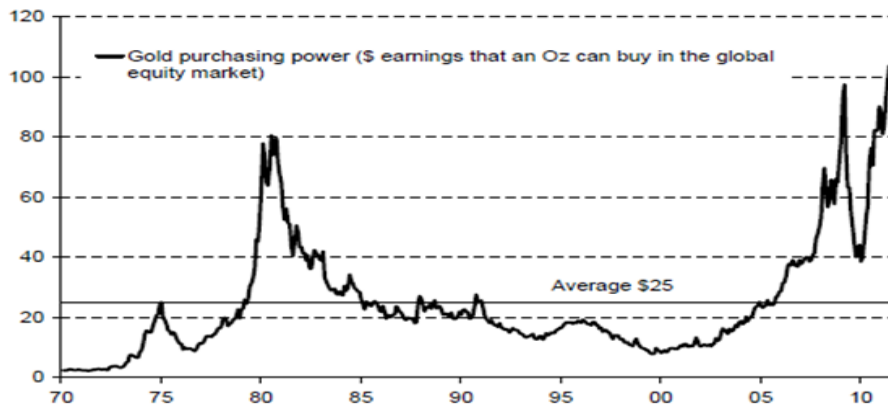
**pesymistycznych scenariuszy wynika jednak tym razem z bliższego przyjrzenia się alternatywom inwestycyjnym, które wcale już nie gwarantują przetrwania sztormu bez uszczerbku dla wartości portfela, a mogą nawet stanowić źródło wielokrotnie wyższych strat, zamieniając strategię ograniczania ryzyka na strategię „wpadania z deszczu pod rynnę”.**

W „normalnych czasach”, antycypując nadchodzącą recesję, sprawny inwestor przesunął środki z rynków akcji na obligacje i jeżeli zrobił to z odpowiednim wyprzedzeniem czasowym, nie dość, że nie tracił wraz ze spadkiem kursów akcji, to jeszcze mógł odnotować wysoką stopę zwrotu na długoterminowych obligacjach, których ceny w tym czasie zazwyczaj ostro szły do góry. Spójrzmy, jak sytuacja wygląda teraz. W elitarnym gronie krajów-emitentów uznawanych wciąż za bezpiecznych (czasami chyba już tylko z tytułu wieloletnich zaszczości i przyzwyczajenia), do których zaliczamy jeszcze między innymi USA, Niemcy, Szwajcarię, Japonię i Wielką Brytanię, na 10-letnich obligacjach możemy otrzymać poniżej lub około 2-procentową rentowność. O zyskach w przy-

**W numerze:**

- co należy wziąć pod uwagę przy konstruowaniu portfela inwestycyjnego, wskaże Mariusz Błachut z Noble Funds TFI S.A.,
- w co inwestować po krachu w 2011 r., odpowie Krzysztof Stupnicki z Amplico TFI S.A.,
- Rosję, Turcję oraz Polskę jako regiony inwestycyjne przedstawi Grzegorz Zatoryb ze Skarbiec TFI S.A.,
- rynki wschodzące po kryzysie wg Andersa Svendsena z Nordea Markets,
- z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Rynkami rządzą politycy,
- ciąg dalszy cyklu o rynkach towarów rolnych autorstwa Pawła Mielcarka, Analityka Xelion. Doradcy Finansowi.

## Siła nabywcza złota w kontekście globalnego rynku akcji w latach 1970-2010.



Źródło: Citi Investment Research and Analysis.

padku dalszego spadku rentowności możemy już sobie raczej pomarzyć, bo te z definicji poniżej zera nie spadną. To na co możemy liczyć w najlepszym wypadku, to wycofanie się z takiej inwestycji bez strat, jeżeli zrobimy to zanim rentowności zaczną ponownie rosnąć, co akurat jestem Państwu w stanie zagwarantować – pytanie tylko kiedy ten proces się rozpocznie.

**Wzrost stóp procentowych to nie jedynie zagrożenie, o czym przekonali się ostatnio posiadacze obligacji greckich.**

Ryzyko niewypłacalności krajów rośnie wraz z wielkością zadłużenia i kosztami obsługi długu. W przypadku krajów, które zostały powyżej wymienione jako bezpieczna przystań, poziom długu liczony do PKB jest rekordowo wysoki i

wciąż rośnie, a tymczasem inwestorzy przy rosnącym ryzyku godzą się na coraz niższe rentowności. **Przychyłam się do opinii części analityków twierdzących, że największy bąbel spekulacyjny napompowany przez ostatnie interwencje banków centralnych ma w obecnej chwili miejsce na rynku obligacji i, jak wszystkie poprzednie, w spektakularny sposób pewnego dnia pęknie.**

**Najciekawszą alternatywą w świecie rosnącej awersji do ryzyka pozostaje gotówka, choć depozyty w większości krajów nadal są nieoprocentowane i nie dają nadziei na ochronę przed inflacją.** Pozostaje jeszcze kwestia bezpiecznego przechowania wolnych środków, co jest możliwe jeszcze tylko i wy-

łącznie dzięki interwencjom banków centralnych (miejmy nadzieję, że będą one w stanie zapewnić płynność systemu finansowego w nadchodzących latach).

**Po okresie 10 lat trendu wzrostowego jako jeden z kandydatów na idealne antidotum na nadchodzące turbulencje wskazywane jest złoto.** Największa jego zaleta, czyli pozostawanie w mocnym trendzie wzrostowym przez tak długi okres czasu, jest równocześnie największym zagrożeniem. Tak długi okres wzrostu kursu tego kruszcu wywindował jego cenę dość wysoko w relacji do innych aktywów, a przede wszystkim akcji.

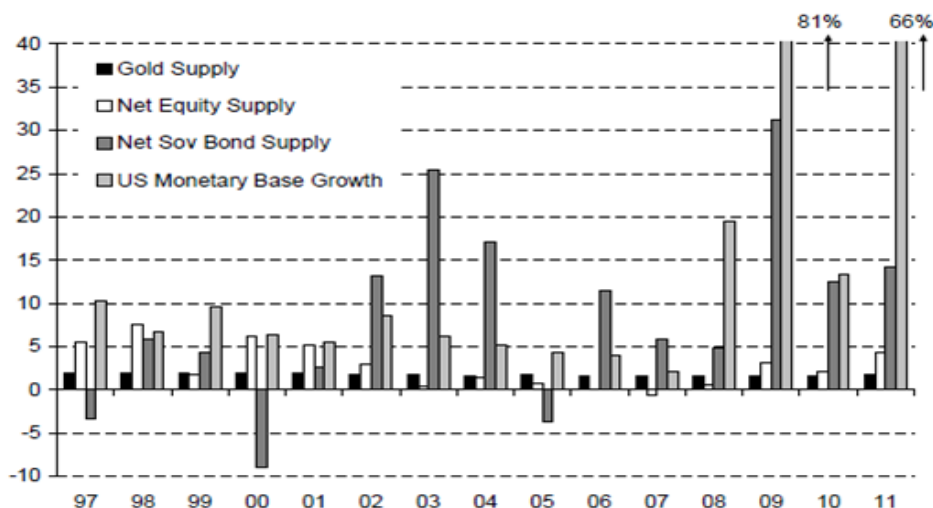
Na powyższym wykresie widzimy, jak dużo zysku w globalnym rynku akcji możemy kupić za jedną uncję złota. Przeciętnie, za ostatnie 40 lat za jedną uncję można było kupić 25 USD zysków. Dzięki ostatnim wzrostom cen złota możemy już kupić 100 USD – najwięcej w historii i o 20 USD więcej niż przy ostatnim szczycie rynku byka na początku lat 80-tych.

Największą zaletą złota pozostaje jego „rzadkość” – nie można go dodrukować, a poziom wydobywania zwiększa jego ilość jedynie o 1,5% rocznie.

**Okazuje się jednak, że istnieje jeszcze jedna klasa aktywów, która jest w ostatnich latach dobrem równie rzadkim – są to akcje.** Po odjęciu od nowych emisji wartości przeprowadzanych buy-backów okazuje się, że przybywa ich równie mało w skali roku. Zdecydowanie więcej na rynek trafia obligacji rządowych, nie mówiąc już o masowej produkcji pieniądza przez banki centralne, w którym mierzymy wartość pozostałych klas aktywów.

Na pewno nadchodzące lata przyniosą ze sobą dużą zmienność na rynkach kapitałowych, które nie zawsze efek-

## Roczna podaż netto jako % klasy aktywów.



Źródło: Citi Investment Research and Analysis, Datastream, 2011 Annualised.

tywnie wyceniają aktywa, a dodatkowo interwencje rządów i banków centralnych zaburzają ten proces. **Budując portfel przy spodziewanej zmienności i niepewności powinno się go oprzeć na bardzo szerokiej dywersyfikacji pomiędzy różne klasy aktywów.** Przy budowie portfela akcje powinny być jego podsta-

wą, a ze znacznie większą ostrożnością powinniśmy podchodzić do rynku długu rządowego i pieniężnego, które utraciły przypisywany im charakter bezpiecznych lokat. **Przy wyborze alternatywnych inwestycji, a zwłaszcza tych pozostających od dłuższego czasu w modzie, powinniśmy też zachować ostrożność i**

**traktować je jedynie jako uzupełnienie portfela, a nie jego fundament.**

**Mariusz Błachut**

Wiceprezes Zarządu

Noble Funds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## W co inwestować po krachu 2011 r.?

**Przed odpowiedzią na tak postawione pytanie warto zastanowić się: czy naprawdę mieliśmy krach w 2011 roku?**

W ciągu ostatnich 3 miesięcy polski rynek kapitałowy przeszedł finansowe załamanie, rynek akcji spadł o ponad 25%, złotówka straciła ponad 10% w stosunku do dolara i euro. Przyczyn tego załamania należy szukać poza naszym krajem. Brak rozwiązania problemu zadłużenia krajów peryferyjnych Europy, zwolnienie wzrostu gospodarczego w USA i Europie oraz obawy o spowolnienie wzrostu gospodarczego Chin powodują pozbywanie się ryzykownych aktywów przez inwestorów na świecie.

Pierwsze oznaki problemów pojawiły się już ponad rok temu, w maju 2010 r., kiedy Grecja ogłosiła, że może mieć problem ze spłatą zapadających zobowiązań. Spiętrzenie problemów nastąpiło jednak ponad rok później: oprócz problemu zadłużenia rządów Grecji, Irlandii, Portugalii, Hiszpanii i Włoch – pojawiły się oznaki istotnego spowolnienia w USA, połączone z nadmierną inflacją w Chinach. **Sugerowało to, że gospodarka światowa ponownie pograży się w recesji, a rynki wschodzące nie staną się buforem bezpieczeństwa, gdyż same muszą walczyć z nadmierną kreacją pieniądza.** Spowodowało to ostatnie załamanie na prawie wszystkich giełdach i spadki o 20%-30% od lokalnych szczytów. Oprócz indeksów giełdowych

znaczne ruchy obserwujemy również na walutach czy rentownościach obligacji.

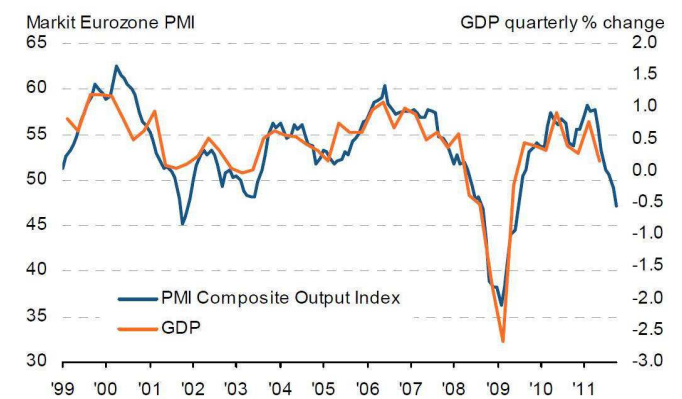
**Wskaźnik VIX, który nazywany jest potocznie „indeksem strachu”, ma obecnie wartość w okolicach 40 pkt., czyli dwa razy wyższą niż przed 2007 rokiem.** Wartość

wskaźnika VIX sugeruje podwyższony stres inwestorów, a taki poprzedzał panikę na jesieni 2008, kiedy wskaźnik VIX wzrósł do 80 pkt. Prognozy makroekonomiczne z początku roku, przewidujące dalszy szybki wzrost gospodarki światowej w tempie 4%, okazały się nadmiernie optymistyczne. Obserwując gorsze dane, pojawiające się w drugiej połowie roku, zmodyfikowaliśmy nasze prognozy ekonomiczne i rekomendacje inwestycyjne.

Obecnie nasze rekomendacje inwestycyjne bazują na następujących założeniach:

- gospodarka światowa zwalnia i w najbliższych kwartałach będzie rosła wyraźnie wolniej niż w roku 2010 i w pierwszej połowie 2011,
- gospodarka USA ociera się o recesję,
- kraje strefy euro w 4. kwartale 2011 r. weszły w stan recesji która potrwa

**Indeks PMI oraz PKB dla strefy euro w latach 1999 - 2011 r.**



Źródło: M. Ramsey King Securities

do 1. połowy 2012 r.,

- Włochy są postrzegane przez inwestorów jako bardziej ryzykowny emitent obligacji niż Hiszpania.

**Pomimo tych negatywnych uwarunkowań zewnętrznych, gospodarka polska nadal rozwija się w tempie około 4% w pierwszych trzech kwartałach 2011 r., tj. w tempie, które na tle krajów strefy euro można uznać za imponujące. Motorem napędowym wzrostu pozostaje konsumpcja wewnętrzna, a nie eksport do strefy euro, a to pozwala formułować optymistyczne prognozy co do utrzymania dodatniego tempa rozwoju gospodarczego w przyszłym roku, nawet gdy nasi sąsiedzi będą w stanie recesji.**

Pozostając optymistą co do średnio i długoterminowych dobrych perspektyw wzrostu wartości akcji polskich spółek,

uważam, że niepewność w kwestii skuteczności rozwiązywania problemów strefy euro powoduje, że w krótkim terminie zalecam ochronę kapitału, a nie inwestycje w ryzykowne aktywa - przynajmniej do czasu, kiedy zadłużenie Grecji wobec sektora prywatnego nie zostanie zredukowane, a włoski rząd profesora M. Monti podejmie działania, które zwiększą zaufanie inwestorów do obligacji tego kraju.

Aktualnie z naszej oferty polecam Subfundusz Amplico Obligacji Światowych, Amplico Obligacji lub Amplico Pieniężny. W bieżącym roku Amplico Obligacji i Amplico Pieniężny notują atrakcyjne stopy zwrotu i spodziewam się, że ten trend będzie kontynuowany.

**Fundamenty polskiej gospodarki i polskich firm pozostają mocne, chociaż**

**ten rok dla rynku akcji jest już praktycznie stracony.** Ktoś, kto zainwestował na początku roku z pewnością zakończy go stratą. Jednak istotne jest to, co może się pojawić w latach następnych. **Istnieje bowiem sporo przesłanek, aby twierdzić, że w 2012 czeka nas powtórka z 2009 r., a to oznacza możliwość dwucyfrowych zysków na akcjach przez przynajmniej kilka kwartałów.**

Podstawą do tych wzrostów będą następujące czynniki:

- niskie stopy procentowe w USA i w strefie euro,
- przyspieszenie wzrostu gospodarki światowej i wyjście strefy euro z recesji,
- wzrost zaufania do europejskiego systemu bankowego po kontrolowa-

nym bankructwie Grecji,

- atrakcyjna wycena akcji, znacznie poniżej długoletnich średnich.

Katalizatorem wzrostu cen akcji, w sposób podobny, jak to było w 2009 i 2010 roku, będzie polityczne rozstrzygnięcie w strefie euro, które odwróci narastający kryzys zaufania inwestorów do zdolności liderów Unii Europejskiej wyjścia z obecnego kryzysu zadłużenia. Rozstrzygnięcia polityczne w strefie euro są nadal przed nami, a termin realizacji kluczowych decyzji pozostaje nieznanym.

Należy zachować ostrożność.

**Krzysztof Stupnicki**

Prezes Zarządu

Amplico Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Rosja, Turcja , Polska - nadal top tematami

**Budując portfel inwestycyjny na następny rok należy zwrócić szczególną uwagę na czynniki fundamentalne.**

Wynika to z faktu, iż wszystkie rynki będą poddawane silnym wstrząsom pod wpływem wydarzeń makroekonomicznych i politycznych, zwłaszcza związanych z sytuacją w strefie euro. Po obniżeniu ratingu Stanom Zjednoczonym kapitał szuka przede wszystkim prawdziwej jakości, w mniejszym stopniu kierując się utartymi stereotypami. Rynki o silnych fundamentach będą miały więc znacznie większy potencjał wzrostowy. Proponujemy zwrócić uwagę na rynki akcji trzech krajów z naszego regionu.

### Rosja

**Rosja to rynek funkcjonujący pod determinującym wpływem ceny ropy naftowej.** Posiadanie największych na świecie zasobów tego surowca stało się

błogosławieństwem w sytuacji braku odpowiednich przemian systemowych i politycznych. Można wskazać na Białoruś, jako potencjalny przypadek tego, co stałoby się z Rosją bez ogromnych zasobów naturalnych.

Rosja, jako poważny eksporter wielu surowców, stała się klasyczną gospodarką uzależnioną od koniunktury na rynku kopalin. Sektor wydobywczy, zwłaszcza naftowy, ma więc ogromne znaczenie dla gospodarki i jest w odpowiednim stopniu reprezentowany na giełdzie. Można, nie popełniając wielkiego błędu, wskazać na cenę ropy naftowej jako parametr kluczowy dla rozwoju sytuacji na rosyjskim rynku akcji.

Starając się przewidzieć przyszłą sytuację na rosyjskim rynku należy wziąć pod uwagę cenę ropy naftowej. Większość dostępnych szacunków wskazuje, iż nie należy spodziewać się istotnego

wzrostu jej ceny, zaś przedział 100-110 USD za baryłkę ropy Brent stanowi konsensus prognoz. Odpowiada to obecnemu poziomowi ceny tego surowca. Skąd więc giełda w Moskwie miałaby wziąć potencjał do wzrostów? Odpowiedź leży w wycenach spółek notowanych na tym parkiecie. Aktualnie wskaźnik ceny do zysku, P/E, kształtuje się na poziomie zaledwie 5x w porównaniu do przeciętnego 8x w okresie ostatnich 5 lat. Jest to efekt głębokiej przeceny, jaka dotknęła rynek rosyjski w sierpniu i wrześniu. Obecne wyceny spółek naftowych implikują cenę ropy naftowej w okolicach 65 USD za baryłkę.

### Turcja

**Gospodarka Turecka należy do najszybciej rozwijających się w naszym regionie.** W 2010 r. tempo wzrostu PKB wyniosło 8,9%, w tym będzie to zapewne

około 7,5%. Ma to miejsce przy bezrobociu poniżej 9%, deficycie budżetowym na poziomie 1% PKB i inflacji zbliżonej do 6%. Perspektywy wzrostu gospodarczego na przyszły rok są słabsze, wiąże się to jednak z wpływem otoczenia: spadkiem popytu zewnętrznego i potencjalnym problemem z finansowaniem zagranicznym. Jeżeli jednak popatrzymy na wyliczony przez EBRD wskaźnik wrażliwości na problemy strefy euro, to okaże się, że należy on do najniższych w naszym regionie i wynosi 25. Dla porównania, ten sam wskaźnik dla Polski wynosi 57, zaś dla Węgier 117. Jednak to, co zwraca uwagę na rynek Turecki, to duży potencjał związany ze wzrostem poziomu życia. Nakazuje to położyć nacisk na sektory z tym związane, czyli spółki operujące w sektorze konsumenta czy usług finansowych. Jeżeli poddamy analizie takie wskaźniki jak liczba metrów kwadratowych wielkopowierzchniowych sklepów, czy penetracja produktami bankowymi, to należą one do najniższych (notabene podobna sytuacja jest w Rosji).

## Polska

**Polska gospodarka podczas wybuchu kryzysu na przełomie 2008/2009 wykazała się ponadprzeciętną odpornością na wpływ szoków zewnętrznych.** Złożył się na to relatywnie mniejszy udział eksportu w PKB niż w krajach regionu, stabilny i silny popyt wewnętrzny oraz osłabienie złotego, które pozwoliło zamortyzować spadek popytu zewnętrznego. Co ważne, przedsiębiorstwa wyciągnęły naukę z tamtego kryzysu. Wiele z nich dokonało gruntownej restrukturyzacji i optymalizacji kosztów. Wzrosły także rezerwy gotówki. Saldo depozytów przedsiębiorstw zwiększyło się w stosunku do września 2008 o 28%. Pozwala to zakładać, iż kryzys w strefie euro odbije się na polskiej gospodarce w znacznie mniejszym stopniu niż na Węgrzech czy w Czechach. Przy utrzymaniu się tempa wzrostu popytu wewnętrznego na dobrym poziomie, ryzyko recesji czy istotnego spowolnienia jest małe. Ostatnie dni przyniosły także

dobre informacje na temat polityki budżetowej. Podczas expose premiera przedstawione zostały planowane zmiany w zakresie systemu emerytalnego oraz podatkowego, które powinny przyczynić się do stabilizacji finansów publicznych. Wszystko to pozwala dość optymistycznie podchodzić do kondycji polskich spółek, zwłaszcza że od początku tego roku ich wyceny rynkowe zostały poddane poważnej korekcie.

**Podsumowując, rynek polski i turecki są bardzo silne fundamentalnie, szczególnie w przypadku tego drugiego długoterminowe perspektywy są znakomite. Rosja może być pozycją o charakterze krótkoterminowym, związanym z niską wyceną spółek naftowych. Każdy jednak z tych rynków wydaje się być godny polecenia.**

### Grzegorz Zatryb

Dyrektor Departamentu Analiz  
Skarbiec TFI S.A.

## Rynki wschodzące po kryzysie



**Obecnie strefa euro znajduje się w błędnym kole.** Z jednej strony niepokojące doniesienia ze świata polityki zaczęły wpływać na rynki i na rzeczywistą gospodarkę, a z drugiej strony znaczne pogorszenie perspektyw gospodarczych wzmaga zamieszanie na rynkach i wywiera coraz większą presję na polityków. Oznacza to, że Euroland prawdo-

podobnie wkroczył już w etap recesji, a oprocentowanie obligacji osiągnęło taki poziom, że w niektórych krajach zaczęto kwestionować możliwość utrzymania długu publicznego.

Uspokojenie rynków będzie zapewne wymagało stabilności politycznej oraz determinacji, a także tego, by wskaźniki ekonomiczne sięgnęły dna. Uważam, że może to nastąpić w pierwszej połowie przyszłego roku, częściowo dlatego, że teraz nie chodzi już o Grecję, ale o Włochy. Włochy są dużo większym i ważniejszym dla strefy euro krajem — prawdopodobnie są zbyt duże, by je ratować. To z kolei oznacza, że sytuacja polityczna we Włoszech będzie musiała

się ustabilizować znacznie szybciej niż w przypadku Grecji. Ponadto, przewidujemy, że pierwszy kwartał przyszłego roku będzie najgorszy pod względem wskaźników aktywności.

## Główne kwestie na rok 2012 i dalej

**Sądzę, że w najbliższych latach najważniejsze będą dwie kwestie: delewarowanie i regulacja.** Obydwa mechanizmy sprzyjają bardziej rynkom wschodzącym niż gospodarkom rozwiniętym; obydwa przyspieszą też zmianę układu sił na korzyść rynków wschodzących. Delewarowanie — ponieważ to zaawansowane gospodarki, a nie te rozwijające się, mają zbyt wysokie zadłużenie, przez co

będą się wolniej rozwijać. Z kolei bardziej surowe regulacje będą oznaczały, że pogłębi się przepaść między liderami i resztą wyścigu. Stanie się tak w przypadku banków — najlepsze z nich uzyskają najtańsze finansowanie, dzięki czemu będą najbardziej konkurencyjne — ale także państw i korporacji. Rynki wschodzące zapewnią sobie wzrost i najniższe zadłużenie.

### Inwestowanie w waluty rynków wschodzących

Waluty rynków wschodzących umożliwiają dokonanie inwestycji w ową globalną zmianę układu sił na korzyść gospodarek rozwijających się — w niektórych przypadkach z ograniczonym ryzykiem. **Inwestorzy powinni jednak zdać sobie sprawę z tego, że rynki wschodzące znacznie różnią się między sobą.**

Waluty, które wydają nam się atrakcyjne to CNY, RUB i TRY.

**Uważamy, że inwestorzy powinni przyjrzeć się chińskiej walucie, juanowi (CNY).** Nawet w czasach Lehmana chińskie władze nie pozwoliły na osłabienie waluty w stosunku do dolara. I o ile globalna gospodarka i światowy system finansowy nie zmierzają w kierunku czarnej dziury, oznacza to ograniczone ryzyko. Nasz obecny scenariusz przewiduje, że w 2012 r. juan wzmocni się w stosunku do dolara o ok. 5%.

**Ciekawie wygląda również rosyjski rubel.** Dzieje się tak częściowo za sprawą wysokich cen towarów, częściowo dzięki temu, że wybór Władimira Putina na prezydenta w marcu obniży stopień niepewności politycznej, a częściowo ponieważ bank centralny nie toleruje

już osłabiania się rubla. Rubel wydaje się być odporny na wszystko, poza bardzo niekorzystnym scenariuszem globalnym.

**Także lira turecka mogłaby zapunktować w naszym scenariuszu.** Jej wartość znacząco się obniżyła, szczególnie w wyniku protestów w krajach arabskich oraz polityki banku centralnego. Należy zauważyć, że inwestycja w liry tureckie jest dużo bardziej ryzykowna.

### Anders Svendsen

Chief Analyst

Head of Emerging Markets Research

Nordea Markets / Nordea Bank Danmark A/S

### Okiem Piotra Kuczyńskiego... Rynkami rządzą politycy



**To, co działo się w listopadzie na amerykańskich rynkach finansowych nadal zależało od**

**działań polityków w strefie euro, a właściwie od tego, co dzieje się na europejskim rynku długu.** Przypomnijmy, że 26 października odbyły się szczyty UE/strefa euro. Zakończyły się zbudowaniem kośćca (planu obrony strefy euro) bez mięsa (szczegółów). Tuż po ustaleniu szczytu grecki premier Jeorjos Papandreu zapowiedział zorganizowanie referendum na temat uzgodnionego tam pakietu pomocy. Nic dziwnego, że rynki wpadły w panikę. Pod naciskiem swoich kolegów z rządzącej partii PASOK, Papandreu zaczął się wycofywać, aż w końcu podał się do dymisji, a jego

miejsce zajął Lucas Papademos.

**Nieco inaczej wyglądała włoska epopeja. Tam premier Silvio Berlusconi bardzo długo się opierał. Pogłoski o jego odejściu lub pozostaniu bujały rynkami, niedwuznacznie pokazując, czego chcą giełdowi gracze.** Udało się. Silvio Berlusconi zrezygnował, a fotel po nim przejął technokrata, znany ekonomista, Mario Monti. To doprowadziło do euforii, po czym bardzo szybko wszystko wróciło do normy. Do normy, w której rynki atakują rynki długu krajów strefy euro, osłabiają euro oraz indeksy giełdowe i szkodzą gospodarkom.

**Teraz możliwe są dwa scenariusze.** Pierwszy, który dałby uspokojenie na czas dłuższy, i drugi, który doprowadzi do rozpadu albo do znacznego ograniczenia strefy euro. Pierwszy jest bardzo prosty: nieograniczony druk euro przez

ECB. Być może nie trzeba by było nawet drukować, bo strach przed nieograniczonymi środkami banku centralnego powstrzymałby rynki przed atakowaniem długu krajów PIIGS. Gdyby jednak rzeczywiście trzeba było drukować, to Europa (i nie tylko Europa) zapłaciłaby za parę lat dużym wzrostem inflacji. Tego właśnie boją się Niemcy, ciężko doświadczeni hiperinflacją w latach 20-tych XX wieku.

Interesujące było to, że pod koniec listopada europejskie nieszczęścia w bardzo nieznacznym sposób wpływały na zachowanie europejskich inwestorów. Widać było gołym okiem, że gracze europejscy wręcz cieszą się ze złych informacji, bo przyśpieszają one zgodę polityków na masowy druk euro albo na emisję euroobligacji. Pod koniec listopada nastroje zaczęły się poprawiać. Rynki czekały na unijny szczyt 9 grudnia.

**Podobno Niemcy i Francja mają zaproponować kolejną odsłonę Paktu Stabilizacyjnego, w którym zawarte będą bardzo mocne kary za przekraczanie ustalonych wskaźników.** Żeby przyspieszyć jego stosowanie, poszczególne państwa będą zgadzały się na zawarte w nim warunki w umowach wielostronnych. Jeśli takie lub podobne porozumienie zostanie wdrożony w życie, to w

ECB powstanie większość, która będzie za mocniejszą interwencją na rynkach (czytaj za drukiem euro).

Uważam, że tego typu rozwiązanie będzie w końcu przyjęte, a Niemcy będą musieli się z tym pogodzić. Wtedy hossa powróci na wszystkie parkiety. Nie wykluczam jednak, że sytuacja musi się jednak znacznie pogorszyć żeby tak wła-

śnie się stało, bo niemieccy politycy będą mieli wtedy alibi pozwalające na zgodę na druk euro.

**Piotr Kuczyński**

Główny Analityk

Xelion. Doradcy Finansowi Sp. z o.o.

## Rynki towarów rolnych – alternatywa dla akcji? Cd...

**W** poprzednim wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion zaprezentowałem najważniejsze czynniki wpływające na popyt i podaż na rynku towarów rolnych. **Po zapoznaniu się ze specyficzną charakterystyką tego rynku, warto również zastanowić się, jakie możliwości inwestycyjne ma przeciętny polski inwestor, który chciałby do swojego portfela inwestycyjnego dołączyć produkty oparte na surowcach sektora rolnego.**

**Pierwszym, najbardziej naturalnym podejściem do inwestycji w produkty rolne jest ich zakup w realnym świecie.**

Inwestorom z pomocą przychodzą instytucje takie jak Warszawska Giełda Towarowa czy wyspecjalizowane domy maklerskie zajmujące się wyłącznie obrotem towarami rolnymi. Rozwiązanie takie nie jest jednak optymalne z punktu widzenia inwestora. Zakup realnych towarów wiąże się z problemem ich przechowywania czy utratą ich naturalnych wartości. W związku z tym, kupnem towarów rolnych w realnej gospodarce zainteresowane są wyłącznie podmioty wykorzystujące je do bezpośredniej działalności (młyny, mieszalnice pasz, browary). Inwestorzy chcący wykorzystać przewidywane ruchy cen produktów rolnych powinni skupić się przede wszystkim na rozwiązaniach inwestycyjnych niewiążących się z pro-

blemem realnej dostawy towaru.

**Inną możliwą formą inwestycji jest zakup akcji spółek rolnych.** W ostatnim okresie na warszawskiej giełdzie pojawiło się wiele przedsiębiorstw (głównie ukraińskich) powiązanych z rynkiem surowców rolnych (m. in. Agroton, Agroliga, Astarta, Kernel oraz Milkiland). Zakup akcji tych spółek umożliwia inwestorom partycypowanie w zyskach, które spółki generują na wzroście cen produktów rolnych. Największą jednak wadą tego typu inwestycji jest dodatkowe ryzyko związane z działalnością spółki oraz samym rynkiem giełdowym, wpływające na cenę akcji. W związku z powyższym decydując się na zakup akcji „spółek rolnych” może się okazać, że pomimo wzrostu cen danego surowca, wycena akcji będzie spadać z powodów zupełnie niezwiązanych z rynkiem towarowym.

**Lepszym rozwiązaniem wydaje się być zakup specjalistycznych funduszy inwestycyjnych, które inwestują bezpośrednio na rynkach rolnych bądź inwestują w spółki działające na tym rynku.** Należy zwrócić szczególną uwagę na to, w co inwestuje dany fundusz – jeśli są to spółki rolne, zyskujemy efekt lepszej selekcji spółek i późniejszego zarządzania portfelem, a jeśli fundusz inwestuje w kontrakty terminowe oparte na towarach rolnych, zyskamy lepsze odwzoro-

wanie zmian cen towarów.

**Wspomniane kontrakty terminowe oraz kontrakty CFD (kontrakty różnic kursowych) umożliwiają inwestorom samodzielne bezpośrednie inwestowanie w produkty rolne.** Należy jednak podkreślić, że rozwiązanie to wiąże się z bardzo dużym ryzykiem oraz wiedzą potrzebną do zrozumienia działania rynków terminowych. Niemniej jednak, kontrakty terminowe umożliwiają inwestorom osiąganie wysokich stóp zwrotu (straty) w bardzo krótkim czasie, co przy wyjątkowo zmiennym rynku może okazać się dużą zaletą.

**Niemal idealnym rozwiązaniem z punktu widzenia inwestora indywidualnego są certyfikaty strukturyzowane na produkty rolne notowane na warszawskiej giełdzie.** Najwięcej takich certyfikatów wyemitował Raiffeisen Centrobank AG, który jednocześnie jest ich animatorem, co eliminuje ryzyko płynności. Inwestorzy mogą kupić certyfikaty dające ekspozycję na kakao czy kawę. Można również zainwestować w cukier, pszenicę, kukurydzę oraz soję. Jeżeli ktoś nie chce inwestować tylko w jeden towar, to ma do wyboru dwa produkty oparte o koszty towarów. Pierwszy oferuje ekspozycję na pszenicę, kukurydzę, rzepak i cukier. Drugi na kawę, kakao, cukier, soję i pszenicę.

Niezależnie od wyboru formy inwestycji należy uwzględnić bardzo ważny, często pomijany czynnik... **Ryzyko walutowe.** Wszystkie produkty rolne notowane są w dolarach, co generuje dodatkowe zyski lub straty w momencie przewalutowania inwestycji. Jeszcze większy problem generują Certyfikaty Raiffeisena, gdyż wyemitowane są w euro, a ich rynkiem podstawowym jest giełda w Wiedniu, więc już na starcie mamy do czynienia z przewalutowaniem. Niestety, jest też kolejne – z euro na złote na giełdzie w Warszawie. Jeżeli złoty się umacnia, to automatycznie spada wartość certyfikatu i pomimo wzrostu cen instrumentu bazowego, inwestor może tracić. Oczywiście może zdarzyć się też sytuacja

odwrotna - w tym wypadku korzystna. Ale ciężko jest w tych warunkach mówić o odwzorowywaniu notowań surowców rolnych – bardziej jest to gra na walutach. Można zabezpieczać ryzyko walutowe poprzez kontrakty terminowe, ale jest to już bardziej skomplikowane i burzy podstawową zasadę inwestowania w certyfikaty, czyli prostotę inwestycji.

Bez względu na to, jakim jesteśmy inwestorem: krótkoterminowym (chcącym wykorzystać niewielkie ruchy przy wykorzystaniu dźwigni) czy też długoterminowym (zakładającym wieloletnie trendy), trzeba pamiętać o kilku podstawowych zasadach i zależnościach. **Inwestu-**

**jąc na rynku towarów rolnych należy zwracać uwagę przede wszystkim na prognozy pogody, prognozy zbiorów, publikowany stan globalnych zapasów, informacje o wielkości areалу upraw, informacje o ograniczeniach w handlu oraz na kursy walutowe.** Czyli, mówiąc krótko, należy zajmować pozycje długie (kupować), gdy rośnie popyt, napływają niekorzystne informacje na temat podaży, zaczynają się anomalie pogodowe, rośnie produkcja biopaliw lub wzrasta zapotrzebowanie na pasze.

**Paweł Mielcarek**

Analitik

Xelion. Doradcy Finansowi Sp. z o.o.

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