

# Biuletyn Inwestycyjny Xelion

NR 10(44) 2 października 2014 r.

E K S P E R C I

T R E N D Y

A K T U A L N O Ś C I

I N W E S T Y C J E

E M E R Y T U R A

**Szanowni Czytelnicy,**

*W bieżącym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion spojrzymy na proces inwestycyjny nieco inaczej—mianowicie przez pryzmat sztuki, głównie tej współczesnej. Dzieła najwybitniejszych malarzy alternatywą dla innych form lokowania wolnych środków, np. w akcje małych i średnich spółek? Tego typu tematy są obszarem, po którym będą się poruszać zaproszeni do współpracy przy tworzeniu tego wydania Biuletynu eksperci.*

*A Piotr Kuczyński podsumuje miesiąc wrzesień, który co roku budzi niepokój wśród inwestorów, na parkietach światowych i polskim.*

*Zachęcamy do lektury!*

## W numerze:



o inwestowaniu w sztukę opowie Juliusz Windorbski z Domu Aukcyjnego DESA Unicum,



późne przebudzenie „misiów” oceni Grzegorz Zatrzyb ze Skarbiec TFI S.A.



potencjał małych i średnich spółek przedstawią W.Zych i B.Cendecki z Quercus TFI S.A.,



o deflacyjnych oczekiwaniach rozprawi Adam Łaganowski z ING TFI S.A.



miejsca USA w cyklu koniunkturalnym poszuka Anna Bąkała z TFI Allianz Polska S.A.



z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Wrzesień nie był groźny... dla GPW.

**Przełom w opłatach  
na FW20**

Stała opłata miesięczna

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

## Inwestowanie w sztukę – trendy i wskazówki

142,2 mln dolarów – to suma, która robi wrażenie. Tyle osiągnął w zeszłym roku tryptyk Francisca Bacona „Three studies of Lucian Freud”, zyskując miano najdroższej wylicytowanego dzieła sztuki na świecie. Sztuka budzi emocje, na szczęście nie tylko przy spektakularnych sprzedażach, które – choć się zdarzają – nie są jednak codziennością.

## NOWOŚCI I TRENDY

**Zainteresowanie rynkiem sztuki dynamicznie rośnie.** Sztuka przyciąga coraz większą publiczność, staje się atrakcyjna przez pojawiające się nowe projekty aukcyjne. W tym roku, w lutym, po raz pierwszy odbyła się aukcja poświęcona wyłącznie sztuce komiksu. Odbiór rynku

był bardzo pozytywny, zorganizowaliśmy więc – również z sukcesem - kolejną w maju i planujemy następne. Warto wspomnieć, że na pierwszej aukcji padł znamieny rekord, o którym chętnie informowały media – szkic okładki komiksowej do Kajtka i Koka „Zwariowana wyspa 2” Janusza Christy został wylicytowany za 25,3 tys. zł. Niemalym zainteresowaniem cieszyły się też oryginalne plansze do komiksu o przygodach Hansa Klossa oraz ilustracje Papcia Chmiela, autora historyjek z Tytusem, Romkiem i A'Tomkiem w rolach głównych.

**Segmentem, który dynamicznie rośnie jest sztuka współczesna (czyli powstała po 1945 r.).** Ubiegły rok (2013) był dla niej rekordowy – pod względem

pojedynczych sprzedaży, ale także całościowo – jak podaje Artprice.com, po raz pierwszy w historii obroty dziełami sztuki artystów urodzonych po 1945 r. na świecie ogółem przekroczyły magiczną kwotę miliarda euro. Natomiast w domu aukcyjnym DESA Unicum wylicytowanych zostało 359 obiektów sztuki powojennej za kwotę ponad 11 mln złotych. Wykres nr 1 obrazuje, jak rokrocznie zwiększają się obroty w tym segmencie na naszych aukcjach.

Wzrosty obserwować można m.in. na pracach tzw. polskich klasyków współczesności – np. Jerzego Nowosielskiego, Tomasza Tatarczyka, Tadeusza Dominika, Tadeusza Kantora, Jana Tarasina. Warto też zwrócić uwagę na pojawiające się na aukcjach w Polsce prace najlepszych światowych artystów tworzących w nurcie op-art: Juliana Stańczka czy Victora Vasarely'ego. Zainteresowanych szerzej tym tematem odsyłam do wyczerpującego [artykułu na temat op-artu przygotowanego przez mojego współpracownika Michała Bolkę dla magazynu Forbes Life](#).

## INWESTOWAĆ Z GŁOWĄ

**Inwestowanie w sztukę jest jedną z alternatywnych form lokowania kapitału i pozwala na dywersyfikację ryzyka. Dzieła sztuki są dobrą inwestycją pod warunkiem, że zna się prawa i zasady rządzące rynkiem sztuki.** Przede wszystkim ten rodzaj inwestycji należy oceniać w długiej perspektywie czasu i w takowej praktycznie nie można na niej stracić. Spektakularne wzrosty wartości na dziełach sztuki zdarzają się także na naszym polskim rynku. Przykładowo, w marcu 2013 roku na aukcji dzieł Jerzego Nowosielskiego sprzedaliśmy w domu aukcyjnym DESA Unicum wyjątkową pracę „Dziewczyny na statku”. Obraz powrócił na rynek aukcyjny po 17 latach – w 1996 roku dzieło sprzedano na aukcji za 45 000 zł, a w marcu 2013 nowy



Wykres nr 1.



właściciel zapłacił za nie 414 000 zł, co oznacza średnioroczną stopę zwrotu na poziomie 48%.

**Warto też pamiętać, że polska sztuka jest wciąż niedoszacowana i jeżeli kupuje się mądrze i rozsądnie, to można zyskać – zarówno emocjonalnie, jak i finansowo.** Przede wszystkim jednak kupowanie dzieł sztuki motywowane powinno być posiadaniem tego, co nam się podoba. Siła sztuki leży nie tylko w jej wartości finansowej, ale przede wszystkim w tym, że dostarcza wielu wrażeń estetycznych. Przy tworzeniu kolekcji ukierunkowanej na inwestycję doradzam natomiast rozmowy z ekspertami i dywersyfikację portfela dzieł sztuki.

**Juliusz Windorbski**

Prezes Zarządu

Dom Aukcyjny DESA Unicum

## Późne przebudzenie „misiów”

Zastanawiając się nad przyszłością i perspektywami funduszy potocznie zwanych „misiami” trzeba najpierw spojrzeć wstecz. Pozwoli to zrozumieć mechanizm napędzający wzrost wartości ich jednostek. **Fundusze małych i średnich spółek to, jak pokazuje historia, ulubione fundusze, tych którzy przegapili początek hossy.** Poważne środki zaczynają napływać do nich, gdy rynek akcji na dobre wejdzie już w okres wzrostów w danym cyklu. Tak właśnie wyglądał rok 2013, kiedy to mimo widocznego już pogorszenia koniunktury giełdowej na rynku dużych i płynnych spółek, „misie” były rekordy. Inwestorom nie przeszkodziły ani wysokie wyceny, ani ujemne dynamiki zysków. Historyczne stopy zwrotu skutecznie kusily do zainwestowania w ten segment rynku. Był też jeszcze jeden czynnik zachęcający do inwestowania w szybko drożące akcje. W drugiej połowie roku zaczęły rosnać rentowności obligacji i stopy zwrotu z fundu-

szy obligacji stały się nieatrakcyjne dla wielu inwestorów.

Tu mała dygresja dotycząca optymalnego poziomu stóp procentowych w Polsce, o którym od pewnego czasu, wraz z deflacją, znowu zaczęto dyskutować. Analiza zachowania oszczędzających Polaków pokazuje, że niskie stopy zwrotu postrzegają oni w oderwaniu od inflacyjnych realiów, kierując się raczej przyzwyczajeniami. Te zaś zakorzenione są w okresie, kiedy prosty depozyt złożony w banku na trzy miesiące dawał 7% w skali roku. Bezpieczna stopa zwrotu na poziomie 2% to coś, czego większość Polaków jeszcze długo nie zaakceptuje. Z tego względu Rada Polityki Pieniężnej musi być ostrożna obniżając stopy procentowe – nasza skłonność do oszczędzania może zostać mocno nadszarpnięta przez niskie oprocentowanie lokat.

Wracając do głównego tematu – nie wiadomo ile czasu potrwałaby jeszcze hos-

sa na rynku małych i średnich spółek, gdyby nie ostateczne ustalenie zasad wypłat emerytur z ofe i wprowadzenie „suwaka”. Restrukturyzacja portfeli przeprowadzona przez fundusze emerytalne w celu zwiększenia ich płynności oznaczała koniec wsparcia dla „maluchów” ze strony ich tradycyjnego sponsora.

Jak ta analiza historyczna przekłada się na bieżącą sytuację? **Trudno na razie mówić o hossie na rynku akcji, jednak brak hossy to efekt czynników zewnętrznych dla rynków takich jak ryzyko geopolityczne czy zamieszanie wokół ofe.** Fundamentalnie rzecz biorąc hossa należy się: gospodarka rośnie w przyzwoitym tempie, spółki zaczęły poprawiać wyniki, a międzynarodowy kapitał zaczął interesować się rynkami wschodzącymi. Nie powinno nikogo zdziwić, że na koniec roku inwestycja w WIG przyniesie kilkunastoprocentową stopę zwrotu. Można powiedzieć, że wzrosty indeksów dokonają się, tyle, że w bardzo

nierównomierny sposób. Mamy więc pierwszy warunek wzrostu „misiów”. Mamy też i drugi. Co bowiem, jeśli nie akcje, może dać stopy zwrotu odpowiadające oczekiwaniom Polaków? Raczej nie obligacje, tu bowiem mamy bardzo niski poziom rentowności i nawet jeśli spadną one wraz obniżkami stóp NBP, nie będzie to inwestycyjne eldorado. Zresztą, rynek ma 100% pewność, że RPP obniży stopy, a gwałtownych wzrostów cen obligacji jakoś nie widać. Ponadto zniknęła niepewność wokół ofe. Może nie do końca, ale wiele kwestii jednak wyjaśniło się, a co najważniejsze portfele funduszy emerytalnych już zostały przebudowane.

Co jeszcze? Dzięki przecenie mniejszych spółek zrobiło się tanio. Według naszych szacunków wskaźnik cena/zysk spadł dla indeksu WIG50 do poziomu 13x. Jeśli dodamy do tego szybszą poprawę wyników w tym indeksie, fundamenty dla wzrostów staną się naprawdę solidne.

Dla mnie wnioski są dość oczywiste. **Jeszcze w tym roku możemy zobaczyć wzrost WIGu50 o 15%. Trudniej powiedzieć coś o indeksie WIG250 – spółek tu wiele i bardzo różnej jakości. Ale jeżeli zastanawiamy się nas perspektywami „misiowych” fundu-**

**szy, to sprawa jest prostsza, bo można zdać się na selekcje spółek przeprowadzaną przez zarządzających. Fundusze małych i średnich spółek to dobry pomysł na najbliższe miesiące.**

**Grzegorz Zatrzyb**

Główny Strateg

Skarbiec Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Okazji szukaj wśród średnich i mniejszych spółek

Warto na początku zwrócić uwagę, iż to właśnie segment małych i średnich spółek jest najbardziej podatny na zmiany bieżącej koniunktury gospodarczej. Dobrze obrazuje to ich zachowanie od początku obecnego roku, kiedy to wraz z pogarszaniem się odczytów makroekonomicznych indeks mniejszych i średnich spółek (WIG250) zanurkował o 12%.

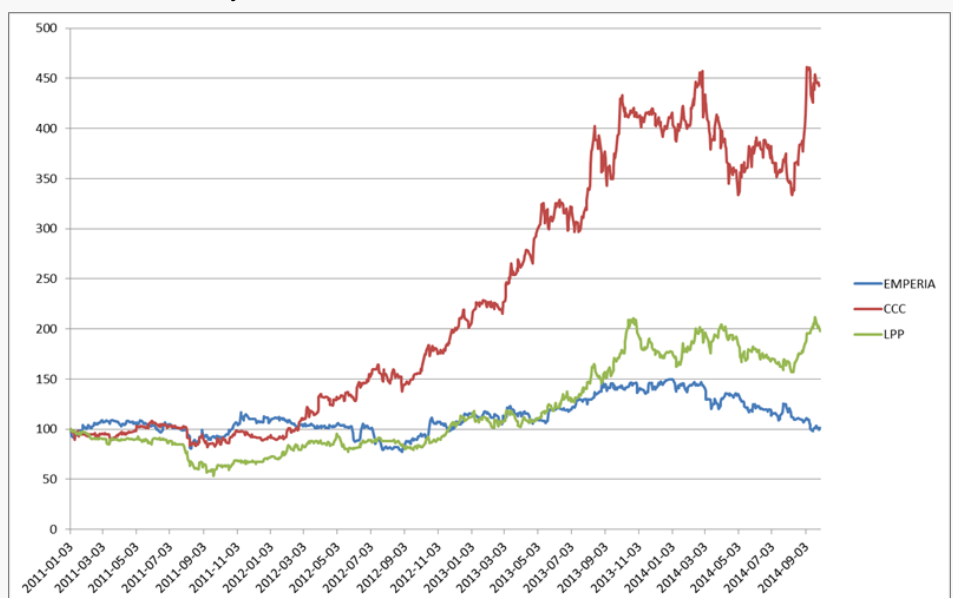
**Sektorem, w którym akcje spółek są relatywnie wysoko wycenione, są banki.** Wskaźniki cena do zysku na bazie prognoz na 2014 rok kształtują się na poziomie 14-18. Natomiast wskaźniki te spadają do poziomu 13-16 dla 2015 roku. Patrząc w dłuższej perspektywie należy uznać poziom tych wskaźników jako relatywnie wysoki. Dodatkowo, w krótkim okresie czasu dalsze obniżki stóp procentowych mogą negatywnie wpływać na marżę odsetkową, a następnie na poziom wyniku netto banków. Ponadto dynamika kredytów w obecnej sytuacji gospodarczej nie jest tak wysoka i nie uzasadnia do końca tak optymistycznych wycen polskich banków.

**Kolejnym sektorem, w którym akcje spółek są relatywnie wysoko wycenione, jest branża detaliczna.** Akcje największych polskich spółek handlujących

odzieżą (LPP, CCC) wyceniane są przy wskaźniku cena do zysk na bazie prognoz bieżącego roku na poziomie 25-35, a na bazie kolejnego roku 17-27. Spółki te realizują plany międzynarodowego rozwoju. W ich wycenach uwzględniona jest znaczny sukces na nowych rynkach. Bieżąca sytuacja konsumenta nie powinna być przesłanką do wycen na aż tak wysokim poziomie. Natomiast

nawet wśród spółek z sektora, gdzie ogólny poziom wycen należy uznać jako wysoki, można znaleźć akcje spółki, które z różnych przyczyn można uznać za atrakcyjne. Przykładem mogą być akcje spółki Emperia. Spółka podjęła się budowy magazynu centralnego po sprzedaży swojej hurtowej działalności do grupy Eurocash. Spowodowało to, że ostatnie kwartały były obciążone kosztami uru-

Wykres nr 1. Porównanie kursów akcji wybranych spółek z sektora sprzedaży detalicznej.



Źródło: Opracowanie własne

chamianego centrum logistycznego, które w pierwszych kwartałach nie było w stanie pokazać swojej pełnej efektywności. W krótkiej perspektywie czasowej negatywnie na kurs akcji spółki może także działać słabość na rynku sprzedaży detalicznej, a w szczególności ceny żywności. Po tym jak miną obie przesłanki, kurs akcji ma szansę rosnąć. Na wykresie nr 1 prezentujemy porównanie kursów akcji wymienionych spółek z sektora sprzedaży detalicznej.

**Sektorem rynku, szczególnie wśród mniejszych i średnich podmiotów, który z kolei w obecnej fazie cyklu gospodarczego wydaje się być ciekawym pomysłem inwestycyjnym, jest szeroko rozumiana branża budowlana (spółki budowlane, materiały budowlane, spółki stalowe, dzierżawcy sprzętu budowlanego).** Przed naszym krajem kolejna runda środków unijnych, z których to miliardy złotych mają trafić na szeroko rozumiane inwestycje infrastrukturalne (drogi, koleje, energetyka).

Opóźniające się przetargi powinny ruszyć w przyszłym roku. Dodatkowo z rynku budowlanego, po ostatnich 2-3 latach prawdziwej zapaści, zniknęły podmioty najsłabsze, które nie przetrwały silnej konkurencji. Nastąpiło oczyszczenie rynku i obecnie istnieje duża szansa, iż przy rozstrzygnięciu kolejnych przetargów nastąpi normalizacja rynku, a kryterium cenowe nie będzie jedynym decydującym o zwycięzcy. Na takim przebiegu sytuacji powinni zyskiwać zarówno generalni wykonawcy, podwykonawcy, dzierżawcy sprzętu budowlanego, producenci stali oraz spółki projektowo-inżynieryjne. Spółki z sektora budowlanego charakteryzują się wysokim poziomem dźwigni operacyjnej, tak więc są dobrym typem dla inwestora spodziewającego się odbicia gospodarczego w naszym kraju w 2015 roku.

Również na trwającej od kilku kwartałów lepszej sprzedaży mieszkań na krajowym rynku powinni zyskiwać producenci materiałów budowlanych, których wyce-

ny z różnych względów znajdują się na poziomach atrakcyjnych z długoterminowej perspektywy. Wskaźniki EV/EBITDA oraz ceny do zysku na poziomie odpowiednio 5-7 oraz 9-11 należy uznać za niewygórowane. Niskie stopy procentowe powinny w dalszym ciągu wspierać popyt na rynku mieszkaniowym, tak więc można spodziewać się bardziej długotrwałej poprawy wyników wśród producentów materiałów budowlanych.

**Wojciech Zych**  
CFA

**Bartłomiej Cendecki**  
CFA, Zarządzający Funduszami

Quercus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

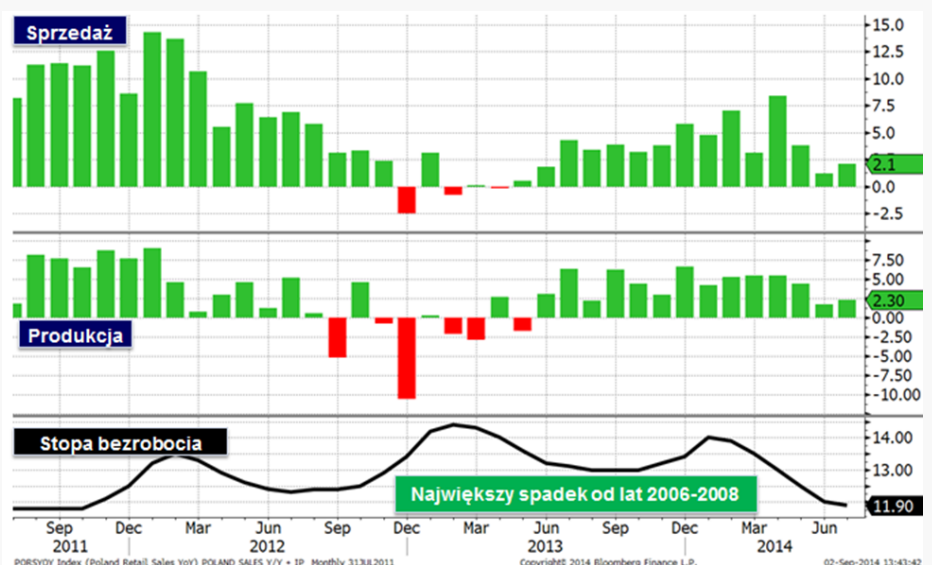
## Niższe stopy nie pobudzą gospodarki. Konsumenci oczekują deflacji

Od ponad roku oczekiwania inflacyjne polskich konsumentów pozostają na poziomie niższym niż dolna granica celu inflacyjnego RPP. Sondaż GUS z początku września wskazuje, że konsumenci oczekują inflacji 0,2% w następnych 12 miesiącach. **Niskie stopy procentowe w połączeniu z mocnym spadkiem bezrobocia nie zdołały pobudzić Polaków do konsumpcji.** Dynamika sprzedaży detalicznej utrzymuje się na bardzo niskich poziomach. W odczytach danych o inflacji pojawiają się kolejne miesiące z ujemnymi wartościami. W takim otoczeniu na myśl nasuwa się jedno słowo – DEFLACJA. **W połączeniu z wciąż relatywnie wysokimi stopami procentowymi otrzymujemy dość atrakcyjne realne oprocentowanie depozytów bankowych.** W tym artykule spoglądamy jednak nie na powody takiej czy innej polityki monetarnej

NBP, ale potencjalny wpływ na zachowania polskich inwestorów i „ciulaczy”.

Odpowiedź na to pytanie najłatwiej udzielić spoglądając na zachowanie naszych zachodnich sąsiadów. Strefa

Wykres nr 1.



Źródło: Bloomberg.

euro to region nękany tendencjami deflacyjnymi w jeszcze większym stopniu niż Polska. Podobna jest demografia, a i tempo wzrostu gospodarczego nie odbiega już znacząco. Minimalne oprocentowanie depozytów w bankach niemieckich i holenderskich obserwujemy już od 2009 roku. Oprocentowanie lokat to 0,5-1%. Nie zniechęca to Niemców do oszczędzania, obserwujemy nawet zjawisko przeciwne. **Skoro pieniądze nie pracują tak jak dawniej, to trzeba więcej ... oszczędzać.**

Część środków krajowych inwestorów zetkniętych z oprocentowaniem depozy-

tów na poziomie 1-2% zacznie spoglądać na alternatywy. Z pewnością niczego ciekawego nie znajdzie w obligacjach skarbowych. Na tym rynku jesteśmy w podobnym miejscu co np. Niemcy – różnica pomiędzy oprocentowaniem krótkoterminowego depozytu i 10-letnich obligacji jest niewielka, w przypadku lepszych depozytów nawet ujemna. Jeśli w polskiej gospodarce utrzymają się tendencje deflacyjne, trudno oczekiwać, by niższe stopy pobudziły rodaków do kupowania mieszkań, działek czy konsumpcji. Efekt będzie podobny jak w Niemczech – wzrosną oszczędności. Zmiana tonu dyskusji będzie możliwa

dopiero po pojawieniu się presji inflacyjnej. Na to nigdzie na Starym Kontynencie nie ma obecnie szans w dającym się przewidzieć horyzoncie czasowym.

**Adam Łaganowski**

Manager ds. Dystrybucji, CFA

ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Gospodarka amerykańska – rozwój do 2020 roku?

### Cykl ekonomiczny

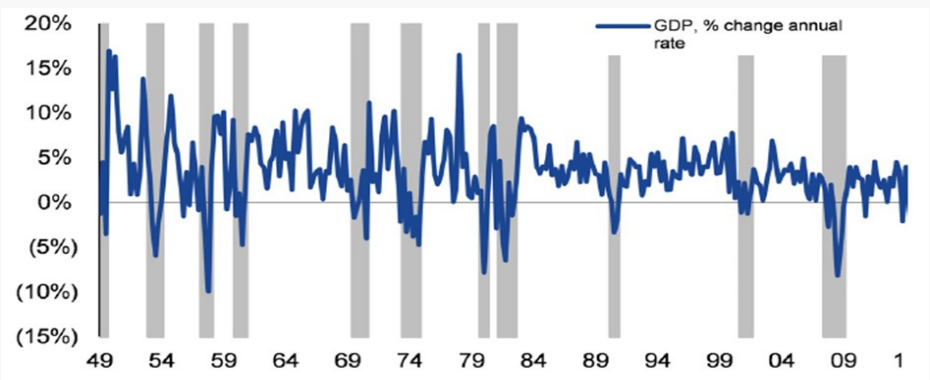
Klasyczny cykl koniunkturalny trwa zazwyczaj od 4 do 11 lat. Średnio okres wzrostu trwa ok. 5 lat, a okres spadku ok. 1 roku. Obecnie gospodarka amerykańska jest w fazie wzrostów od 5 lat. W powojennej historii tego kraju najdłuższy okres rozkwitu trwał 10 lat (od marca 1991 do marca 2001 r.). Na wykresie nr 1 przedstawiamy zmiany PKB USA w okresie powojennym z zaznaczonym najdłuższym dotychczas okresem wzrostowym.

Obecnie coraz częściej po zakończeniu ekspansji, okres początku recesji jest definiowany jako okres, gdy kluczowe wskaźniki gospodarcze (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, dochody osobiste i zatrudnienie) znacząco się pogarszają. **Gospodarka amerykańska weszła w okres ożywienia gospodarczego w lipcu 2009 r.** Obecne odczyty tych wskaźników ukazują systematyczną ich poprawę, szczególnie produkcja przemysłowa i zatrudnienie (wykres 2).

### Ekspansja wolniejsza, ale dłuższa

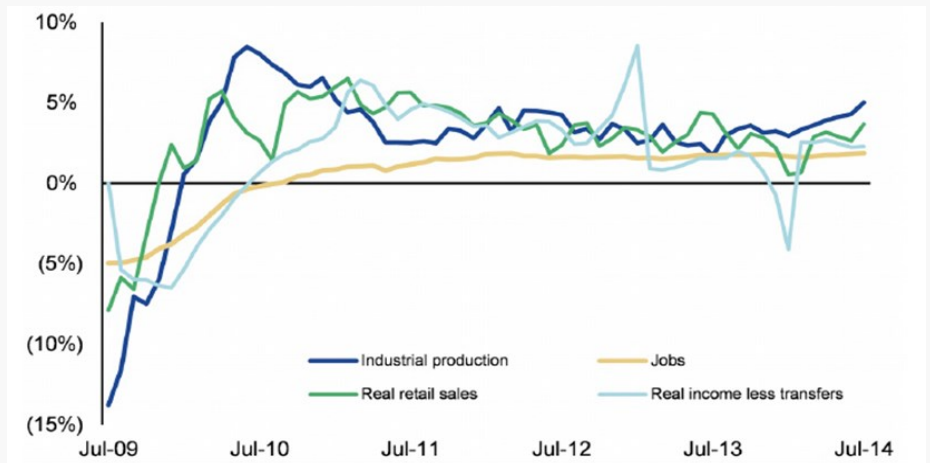
Obecne odbicie gospodarcze nastąpiło po potężnym kryzysie finansowym. Hi-

Wykres nr 1. Zmiany PKB (%) w USA od 1949 roku.



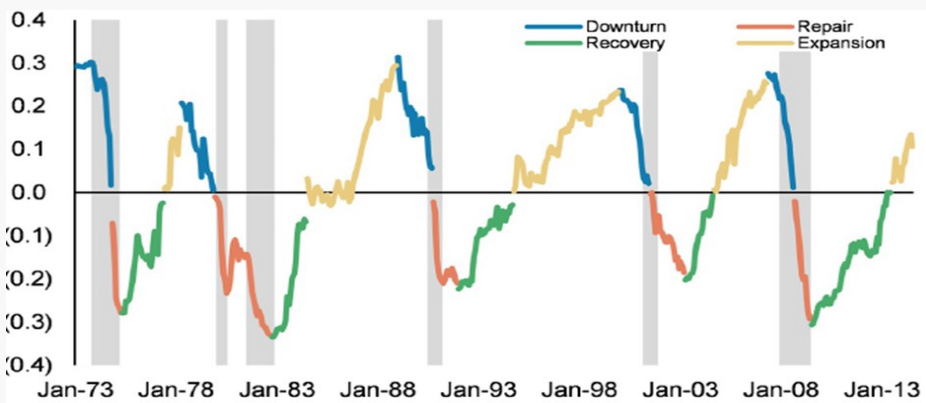
Źródło: Bureau of Economic Analysis, Morgan Stanley Research (zaciemnione na szaro – okresy recesji).

Wykres nr 2. Kluczowe wskaźniki gospodarki amerykańskiej kontynuują wzrost.



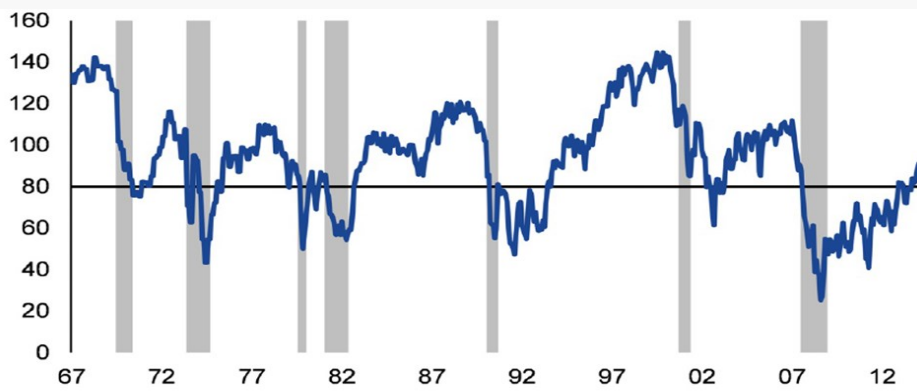
Źródło: Federal Reserve Morgan Stanley Research.

Wykres nr 3. Wskaźnik cyklu gospodarki USA.



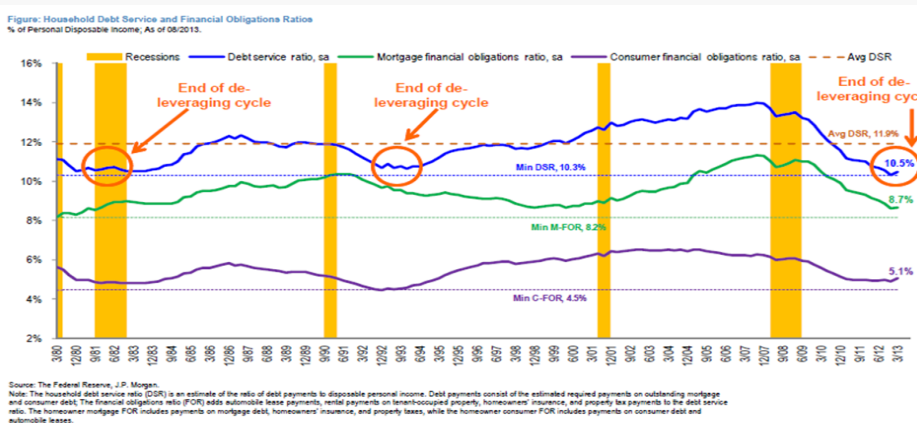
Źródło: Morgan Stanley Research, Bloomberg, NBER.

Wykres nr 4. Zaufanie konsumentów.



Źródło: Morgan Stanley Research, Conference Board.

Wykres nr 5. Wskaźniki obsługi zadłużenia gospodarstw domowych w USA (lata 1980-2013).



Źródło: The Federal Reserve, J.P. Morgan.

storycznie po okresach kryzysów finansowych następowało delewarowanie długu gospodarstw domowych (zmniejszenie zadłużenia z tytułu kredytów). Ten okres trwał zwykle co najmniej 7 lat. Zgodnie z przedstawionym ostatnio (wrzesień 2014) Raportem firmy Morgan

Stanley gospodarka amerykańska jest obecnie w początkowej fazie ekspansji gospodarczej (wykres 3).

Jednak najsilniejszym wskaźnikiem wzrostu gospodarczego jest wskaźnik zaufania konsumentów, który pokazuje odczucia gospodarstw domowych co do

ich sytuacji finansowej. Pomimo pozytywnych odczytów wskaźników gospodarczych przez ostatnie 5 lat, amerykańskie gospodarstwa domowe dotychczas nie odczuły tego wzrostu. Dopiero w ostatnich miesiącach wskaźnik ten wzrósł powyżej średniej.

Dlaczego gospodarstwa domowe w USA nie odczuły wzrostu gospodarczego? Główną przyczyną jest spłacanie zadłużenia. Konsument amerykański przez ostatnie 5 lat spłacał swoje zadłużenie (kredyty hipoteczne i konsumpcyjne). Na wykresie 5 widzimy, że poziom obsługi zadłużenia gospodarstw domowych spadł do historycznie najniższych poziomów (wymagane płatności na spłatę zadłużenia stanowią ok. 10% dochodów rozporządzalnych). Historycznie od tego poziomu następował wzrost zadłużenia, który trwał od kilku do kilkunastu lat.

**Podsumowanie**

Obecny okres ekspansji w USA trwa ok. 5 lat. Jednak cykle gospodarcze nie kończą się z powodu długości ich trwania, lecz z powodu „przeżrzenia gospodarki”.

**Obecne kluczowe wskaźniki gospodarki amerykańskiej i całej gospodarki światowej nie przejawiają oznak przeżrzenia.** Przedstawione powyżej dane wskazują, że obecny cykl gospodarczy w Stanach Zjednoczonych może być jednym z najdłuższych i może trwać ok. 10 lat, co oznaczałoby zakończenie cyklu w 2019 roku. Pamiętajmy też, że obecna ekspansja następuje po jednym z najpoważniejszych i najgłębszych kryzysów gospodarczych w historii świata.

**Anna Bąkała**  
 Dyrektor Departamentu Sprzedaży i Obsługi Uczestników Funduszy  
 Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

W artykule zostały wykorzystane fragmenty Raportu firmy Morgan Stanley & CO LLC „2020 Vision – Long Life The Expansion”, z dn. 2 września 2014 r.

## Okiem Piotra Kuczyńskiego: Wrzesień nie był groźny... dla GPW



**W ostatnim swoim tekście pisałem, że początek września był bardzo korzystny dla obozu byków na rynkach akcji zarówno w Europie jak i w USA oraz w Polsce. Środek miesiąca też był niezły, ale druga jego połowa zaczęła potwierdzać złą sławę tego miesiąca.**

Przypomnijmy, że wrzesień w USA uznawany jest za miesiąc najgorszy dla akcji, mimo że podczas ostatnich pięciu lat cztery razy ten właśnie miesiąc przynosił wzrosty indeksów.

Tym razem zanosilo się (tekst piszę 30 września przed sesją w USA) na zakończenie miesiąca spadkiem podobnym do tego, który widzieliśmy w lipcu. Był w końcówce miesiąca dzień, który mógł lekko obozowi byków przeszkodzić. Wtedy to zarówno indeks S&P 500 jak i NASDAQ przełamały swoje średnie 50-sesyjne i utworzyły formację podwójnego szczytu. To były sygnały sprzedaży.

Jednak już na kolejnej sesji zobaczyliśmy całkowitą zmianę nastrojów. Indeksy S&P 500 i NASDAQ wróciły nad średnią 50-sesyjną, a formacja podwójnego szczytu na NASDAQ została anulowana. Jak widać, nadal obowiązywała zasada: kupuj każdą przecenę. To, przed rozpoczęciem w październiku (8 października) sezonu raportów kwartalnych amerykańskich spółek, dobrze rokuje obozowi byków.

W przedostatni i dzień września nieco niepokoju spowodowały wydarzenia w Hong Kongu. **Prodemokratyczne protesty w Hong Kongu, gdzie interwenio-**

**wała policja doprowadziły do przeceny indeksu w Hong Kongu (Hang Seng), ale na kontynencie Shanghai Composite wzrósł potwierdzając siłę rynku chińskiego. Pozostawało pytanie: czy Wall Street się tym przejmie?**

Owszem, w poniedziałek po tym burzliwym weekendzie sesja rozpoczęła się od blisko jednoprocentowych spadków. Jednak błyskawicznie zjawili się kupujący spadki inwestorzy i indeksy ruszyły na północ, kończąc dzień mikroskopijnymi jedynie spadkami. W końcu przecież Hong Kong jest daleko, a Chiny kontynentalne tą rebelią nie są zagrożone. To nie jest zagrożenie dla obozu byków na rynkach finansowych.

Bardzo interesująco wyglądała we wrześniu sytuacja na rynku walutowym. Przypominam, że na początku miesiąca pozytywnie zaskoczył rynki Europejski Bank Centralny (EBC), obniżając stopy procentowe praktycznie do zera, jeszcze bardziej zwiększając ujemną stopę depozytową i zapowiadając skup aktywów (druk euro).

Z drugiej strony amerykański Fed poszedł w innym kierunku. Stopy pozostały bez zmian, skup aktywów ograniczony został o kolejne 10 mld USD do 15 mld/miesiąc (skup zakończy się w październiku). Fed opublikował też swoje prognozy makroekonomiczne, a Janet Yellen, szefowa Fed wystąpiła na konferencji prasowej. Tam też nie było żadnego zaskoczenia.

Jak więc widać Fed powoli kończy z ultra-łagodną polityką monetarną, a ECB chcą pomóc gospodarce i zwiększyć inflację (jest bliska zeru, co grozi deflacją). To prowadzi do cichej wojny walutowej między Eurolandem i USA. Nic dziwnego, że kurs EUR/USD uległ we wrześniu potężnej przecenie (im ostrzejsza polityka monetarna, tym lepiej dla waluty).

Globalne umocnienie dolara przełożyło się też na zachowanie polskiego rynku walutowego. Zazwyczaj, jeśli spada kurs EUR/USD, to złoty traci zarówno do dolara jak i do euro. Tym razem stracił we wrześniu do dolara (trend jest bardzo silny), ale zyskał do euro. Osłabienie do dolara pozwoli nam szybciej wyjść z deflacji, bo surowce energetyczne kupujemy płacąc dolarami. Nie będzie to jednak duży wpływ, bo silny dolar przecenił surowce (a wojna ekonomiczna z Rosją ten proces przyspieszała).

**Polski rynek akcji miał fantastyczny początek miesiąca (pomagało zdecydowanie uspokojenie sytuacji geopolitycznej), ale potem, pod wpływem innych giełd sytuacja zaczęła się komplikować. Była to jednak według mnie jedynie niegroźna korekta, a cały miesiąc WIG20 zakończył zwyżką.** Mimo tego, w chwili pisania komentarza, WIG20 nadal walczył z poziomem 2.500 pkt.

**Nie on jest jednak najważniejszy. Najważniejsze jest wybicie indeksu z trzyletniego trendu bocznego.** Przypominam, że potwierdzeniem byłoby przełamanie 2.630 pkt. Wtedy możliwy byłby wzrost nawet do 3.200 pkt. Nasza giełda jest na tle innych giełd bijących rekordy bardzo niedowartościowana. **Jeśli nie pojawią się jakieś bardzo niekorzystne, a nieoczekiwane wydarzenia, to indeksy powinny rosnać.**

**Piotr Kuczyński**  
Główny 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)