






## Szanowni Czytelnicy,

Październik 2013 r. był nie tylko miesiącem oszczędzania, ale również czasem, kiedy już po raz szósty odbył się Kongres Inwestycyjny Xelion - wydarzenie, które od kilku lat wpisuje się w kalendarz ciekawych wydarzeń środowiska finansowego, stanowiąc platformę wymiany doświadczeń i poglądów cenionych ekspertów rynku polskiego oraz zagranicznych. W tym roku na odbywającym się pod hasłem „Szach-Mat” spotkaniu, podczas którego DI Xelion świętował 10-lecie swojej obecności na rynku, uczestnicy mieli okazję poznać opinie w kwestii aktualnych trendów inwestycyjnych czy spraw gospodarczych nurtujących opinię publiczną. W bieżącym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion pragniemy przedstawić Państwu niektóre z poruszonych na Kongresie tematów.

A na koniec, jak co miesiąc, zapraszamy na wspólny z Piotrem Kuczyńskim rzut oka na ostatnie wydarzenia gospodarcze.

Zachęcamy do lektury!

### W numerze:

-  w przyszłość spogląda Piotr Bujak z Grupy Nordea,
-  w ryzykowne aktywa inwestuje Anna Bąkała z TFI Allianz Polska S.A.,
-  działania Fed ocenia Tomasz Smolarek z Noble Funds TFI S.A.,
-  o wychodzeniu z luzowania ilościowego opowiada Paweł Mizerski z Grupy AXA,
-  z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Tylko politycy mogą zaszkodzić bykom.



## Platforma Xelion

na bieżąco sprawdzaj  
swoje inwestycje...

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

## Żniwa czy rzeź? Uwarunkowania makroekonomiczne sytuacji na rynkach w 2014 roku

Jeden z najbardziej skutecznych inwestorów na świecie, Warren Buffett, powiedział kiedyś, że „dopiero podczas odpływu okazuje się, kto pływał nago”. **Rok 2014 będzie rokiem „odpływu”, czyli wygaszania programu zakupu aktywów przez amerykański bank centralny.** Proces ten obnaży słabości poszczególnych klas aktywów i gospodarek. Czy w takiej sytuacji na GPW i rynkach wschodzących czekają nas żniwa czy rzeź?

Wiele zależy od rozwoju sytuacji w najważniejszych gospodarkach rozwiniętych. Bez solidnego wzrostu gospodarczego w USA i kontynuacji rozpoczętego niedawno ożywienia w strefie euro trudno sobie wyobrazić warunki do utrzymania hossy na krajowym rynku akcji i odbicie na mocno przecenionych ostatnio rynkach wschodzących.

Fundamenty makro amerykańskiej gospodarki zostały w ostatnich latach po prostu wzmocnione. Na rynku nieruchomości trwa nowy boom, który tylko częściowo może zostać schłodzony przez wzrost długoterminowych stóp procentowych wywołanych przez wygaszanie QE3. Rynek kredytowy odżywa po skutecznej reanimacji amerykańskich banków i oczyszczeniu sektora prywatnego

z nadmiaru zadłużenia. Rynek pracy jest na dobrej drodze, aby wrócić do stanu przedkryzysowego. **Wskazane trzy obszary mogą się wzajemnie pozytywnie wzmocnić i składają się na podstawę do przyspieszenia wzrostu gospodarczego w USA.** Te fundamenty nie są na tyle kruche, aby mógł je zdmuchnąć podmuch w postaci umiarkowanego zaostrzenia polityki fiskalnej nawet w połączeniu z dysfunkcjonalnością procesu politycznego w Waszyngtonie.

Eurogeddon został odwołany i nawet peryferia strefy euro zaczęły ostatnio wracać do życia. Pojawiają się rezultaty nie tylko łagodnej polityki pieniężnej oraz mniejszego nacisku na dyscyplinę w finansach publicznych, ale również przeprowadzanych od kilku lat bolesnych reform strukturalnych. To może być fala, która uniesie polską gospodarkę.

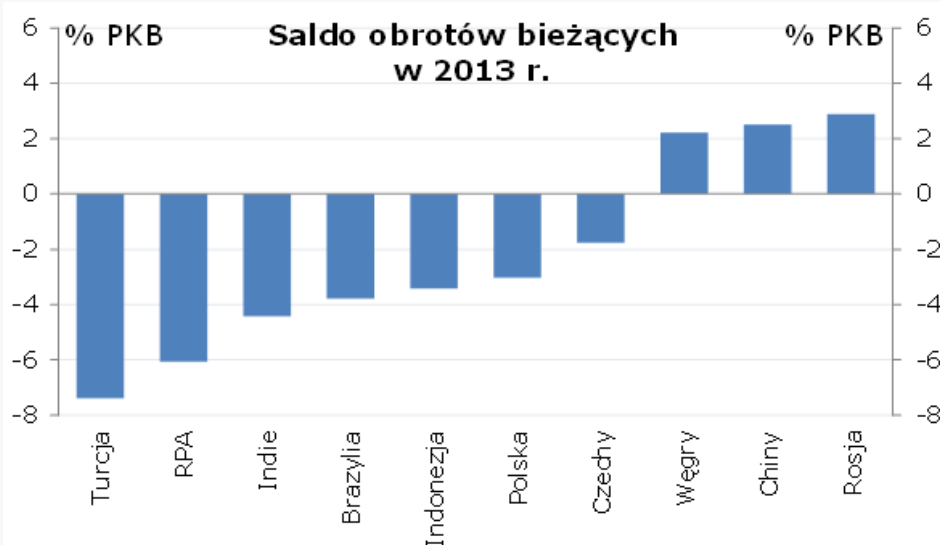
Do niedawna nastawienie do perspektyw polskiej gospodarki było wyraźnie negatywne. Na początku roku niektórzy widzieli pierwszą od 20 lat recesję, a później straszono bardzo rachitycznym ożywieniem. **Ostatnio widać coraz bardziej wyraźnie, że przed nami solidne ożywienie, które oprócz poprawy koniunktury w strefie euro będzie podsycało łagodniejszą mieszanką krajo-**

**wej polityki makroekonomicznej.** Stopy procentowe NBP co najmniej do połowy przyszłego roku pozostaną rekordowo niskie (sprzyjając rozwojowi akcji kredytowej), a po zmianach w OFE rząd będzie miał duże środki na stymulację gospodarki wydatkami inwestycyjnymi.

Czy wygaszanie QE3 nie podmyje fundamentów polskiej gospodarki? Raczej może pomóc. **Negatywny wpływ wygaszania QE3 na krajowe obligacje i złoto będzie zapewne umiarkowany, tak jak dotychczas zapowiedzi początku końca QE3 zaszkodziły złotemu i polskim obligacjom znacznie mniej niż walutom i papierom dłużnym innych rynków wschodzących.** Po zmianach w OFE udział inwestorów zagranicznych wśród posiadaczy polskich obligacji co prawda wzrośnie, ale potrzeby pożyczkowe będą znacznie niższe niż dotychczas i nawet przy sporym wzroście rentowności Ministerstwo Finansów sobie poradzi. Z kolei hamowanie umocnienia złotego przez efekt wygaszania QE3 będzie sprzyjało utrwaleniu pozytywnych tendencji w polskim eksporcie i historycznie najlepszej sytuacji w bilansie płatniczym.

**To właśnie sytuacja w bilansie płatniczym jest czynnikiem, który rozstrzygnie o losie poszczególnych rynków wschodzących w trakcie 2014 roku.**

To bilans płatniczy pokazuje, które gospodarki są najbardziej uzależnione od dolarów „drukowanych” w ostatnich latach przez Fed. Polska, przechodząc w 2013 roku z deficytu do nadwyżki na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego, jest po bezpiecznej stronie. Ale nie wszystkie gospodarki z dużymi deficytami na rachunku obrotów bieżących są skazane na pożarcie. Część z nich już doświadczyła mocnej przeceny waluty (dla części z nich to była prawdziwa „rzeź”), co wraz z reformami strukturalnymi może zaowocować odbudową koniunktury w trakcie 2014 roku. Chociaż



Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

## Gospodarka



balnego wzrostu gospodarczego będzie sprzyjać rynkom akcji. Geograficznie sytuacja na rynkach akcji może być jednak mocno zróżnicowana ze względu na bardzo różne poziomy wycen oraz bardzo niejednorodną sytuację w zakresie fundamentów makro.

**Piotr Bujak**  
Główny Ekonomista  
Grupa Nordea

przyszły rok niekoniecznie będzie dla nich okresem żniw, to może być okresem udanych inwestycyjnych zasiewów. Tam gdzie deprecjacja krajowej waluty nie zostanie odpowiednio spożytkowana i obudowana głębokimi reformami pobu-

dzającymi wzrost gospodarczy, tam wygaszanie QE3 przyniesie bolesne doświadczenia.

**Na poziomie głównych klas aktywów wygaszanie QE3 przyniesie dożyzanie obligacji, co wraz z ożywieniem glo-**

**Jedyną drogą do osiągnięcia wyższych zysków jest inwestowanie w ryzykowne aktywa**

**Jedyną drogą do osiągnięcia wyższych zysków jest inwestowanie w ryzykowne aktywa.**

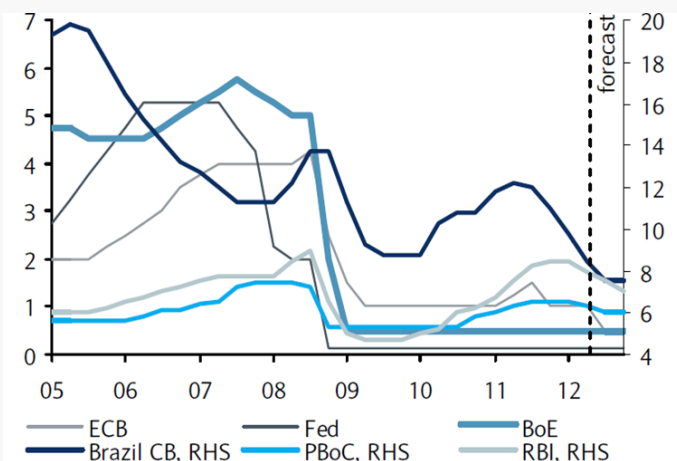
Andreas Ulterman,  
Dyrektor Inwestycyjny  
Allianz Global Investors (Global Strategic Outlook – 4<sup>th</sup> Quarter 2013)

Ostatnie trzy miesiące były ponownie okresem, w którym opłacało się posiadać ryzykowne aktywa, takie jak akcje, w porównaniu do aktywów postrzeganych jako bezpieczne. Akcje europejskie, japońskie oraz rynków wschodzących odnotowały atrakcyjne wzrosty. Globalne rynki akcji wzrosły o prawie 10%, natomiast niemieckie obligacje przyniosły

stopy zwrotu niższe niż ich kupon, a w niektórych przypadkach osiągnęły ujemne stopy zwrotu. Lepsze wyniki przyniosły inwestycje w obligacje korporacyjne oraz obligacje rynków wschodzących.

**Głównymi czynnikami wspierającymi ryzykowne aktywa pozostają łagodna polityka monetarna kluczowych banków centralnych, oznaki przyspiesze-**

Wykres nr 1: Poziomy stóp procentowych głównych banków centralnych.



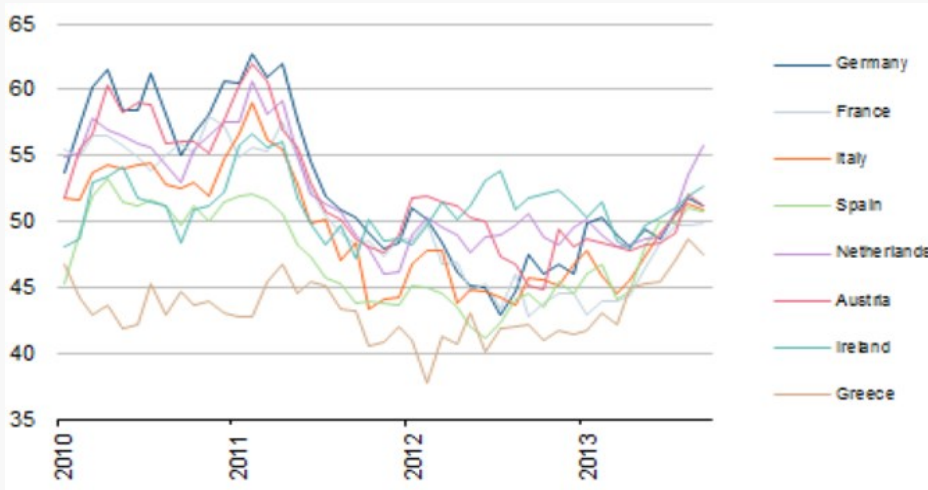
Źródło: Barclays.

Wykres nr 2: Bilans Fed vs. S&P 500 .



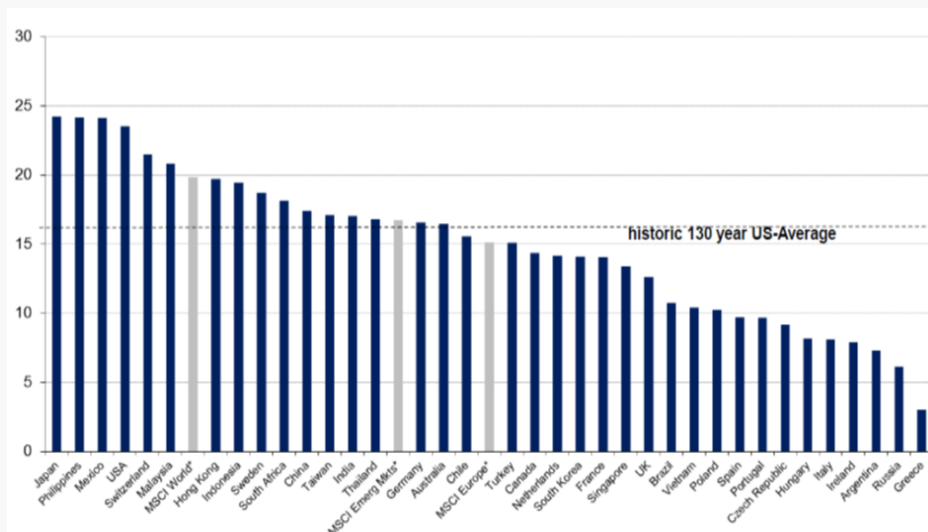
Źródło: Datastream, Allianz GI, październik 2013.

Wykres nr 3: Poprawa indeksów PMI w Europie.



Źródło: Markit.

Wykres nr 4: Globalne Rynki Akcji, wskaźnik cena/zysk.



Źródło: Datastream, Allianz GI, październik 2013.

**nia tempa wzrostu gospodarczego, spadek ryzyka na rynkach finansowych i ciągle jeszcze stosunkowo atrakcyjne wyceny poszczególnych walorów.**

Prowadzenie łagodnej polityki monetarnej przez Rezerwę Federalną (Fed), Europejski Bank Centralny (ECB) i inne banki centralne oraz dostarczanie płynności dla rynków finansowych wspiera globalny wzrost gospodarczy oraz stwarza podstawy do wzrostu światowej gospodarki w najbliższej przyszłości. (Wykresy nr 1 i nr 2).

Drugim pozytywnym czynnikiem dla ryzykownych aktywów są wspierające dane

makroekonomiczne. W ciągu ostatnich kilku miesięcy dane z rozwiniętych gospodarek zaczęły wykazywać znaczną poprawę (Wykres nr 3). Wskaźniki wzrostu gospodarczego są jeszcze jednak poniżej poziomów obserwowanych przed kryzysem finansowym. Jest to głównie spowodowane przez delewarowanie zarówno sektora prywatnego jak i publicznego oraz zacieśnienie polityki fiskalnej przez kraje południa Europy.

Trzecim czynnikiem wspierającym ryzykowne aktywa są ciągle atrakcyjne wyceny akcji. Globalne akcje (poza akcjami amerykańskimi) są zbywane na poziomach wskaźników cena/zysk niższych od

długoterminowych średnich. Rynki południowoeuropejskie nadal są rynkami najbardziej przecenionymi. Akcje na rynkach wschodzących traktowanych jako jedna grupa wyceniane są niżej od akcji globalnych. Rynek amerykański, po dynamicznych wzrostach cen akcji w ostatnich miesiącach, jest rynkiem wycenianym relatywnie wysoko (Wykres nr 4).

**Podsumowując, łagodna polityka monetarna prowadzona przez najważniejsze banki centralne na świecie w połączeniu z dostarczaną na rynki płynnością dają powody do optymizmu ponieważ redukcją ryzyka zawirowań na głównych światowych rynkach.** Oczywiście nie można wykluczyć nieprzewidzianych wydarzeń, które mogą mieć negatywny wpływ na rynki kapitałowe w krótkim okresie. Brak porozumienia w sprawie górnej granicy amerykańskiego zadłużenia, jak również ryzyka geopolityczne (Syria, Iran) są najbardziej oczywistymi kandydatami na przyczyny potencjalnych szoków dla globalnych rynków i wzrostu gospodarczego. Jednakże mając na uwadze gotowość banków centralnych do wspierania globalnego systemu monetarnego odpowiednią płynnością, możemy oczekiwać, że takie wydarzenia będą miały tylko przejściowy negatywny wpływ na rynki finansowe.

**Anna Bąkała**

Dyrektor Departamentu Sprzedaży i Obsługi Uczestników Funduszy

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

*W artykule wykorzystane zostały materiały z posiedzenia Komitetu Polityki Globalnej Allianz Global Investors (Global Strategic Outlook 4th Quarter 2013).*



**(Nie)konwencjonalna polityka Fed drogą do kolejnego kryzysu?**

Od czasu, kiedy amerykański bank centralny (Fed) zaczął stosować w 2008 roku narzędzia, które nie są uznawane za narzędzia tradycyjne w polityce monetarnej, nieustannie trwa dyskusja: dokąd nas ta polityka zaprowadzi. W tym krótkim artykule zamierzam pokazać, że polityka Fed z założenia jest polityką odpowiednio dostosowaną do obecnych czasów oraz że proces wyjścia z niej, choć może to być droga wyboista, to w odpowiedni sposób zarządzany nie powinien być źródłem kolejnego kryzysu.

**Wytlumaczenie dlaczego Fed stosuje niekonwencjonalne metody w polityce monetarnej jest proste: amerykański system finansowy jest skomplikowany jak nigdy dotąd, więc użycie samych narzędzi tradycyjnych byłoby daleko niewystarczające na obecne**

**czasy.** Tradycyjne narzędzia, jakie od dekad Fed miał do dyspozycji to: operacje otwartego rynku (bank centralny poprzez operacje otwartego rynku stara się kontrolować podaż pieniądza w systemie bankowym oraz kształtować stopę procentową, po jakiej banki pożyczają sobie nawzajem środki w ramach systemu Rezerwy Federalnej), stopa depozytowa (stopa po jakiej Fed może udzielić pożyczki bankowi komercyjnemu) oraz stopa rezerw obowiązkowych (miernik kwoty rezerw obowiązkowych, jaką banki komercyjne są zobowiązane wpłacić do banku centralnego w celu zabezpieczenia ich wypłacalności). Są to narzędzia dobrze sprawdzające się w normalnych warunkach rynkowych, kiedy nie mamy do czynienia z kryzysem zadłużenia sektora prywatnego, a przede wszystkim dobrze sprawdzające się w tradycyjnym systemie finansowym, gdzie największą rolę odgrywa bankowość tradycyjna. Jednak taki system w USA to już odległa przeszłość. W latach 30-tych, kiedy USA doświadczyły Wielkiej Depresji, tradycyjne banki tworzyły 60% systemu finansowego. Obecnie jest to zaledwie niecałe 30%, a współzależność pomiędzy po-

szczególnymi instytucjami tworzącymi cały system jest ogromna. To m.in. efekt tworzenia w ostatnich dekadach najrozmaitszych instrumentów finansowych, w tym przede wszystkim instrumentów pochodnych, przez co tak naprawdę bardzo trudno jest określić, jakie rzeczywiste ryzyko tkwi w całym systemie. Fed odpowiadając na kryzys z końca poprzedniej dekady tylko tradycyjnymi mechanizmami mógł oddziaływać na banki komercyjne, ale doskonale zdawał sobie sprawę, że nie wywarłby wpływu na pozostałe ponad 70% aktywów/instytucji tworzących system finansowy. Pominięcie tej ogromnej części rynku mogłoby być katastrofalne w skutkach dla całej gospodarki na skutek efektu domina. Dlatego po wyczerpaniu narzędzi trady-



cyjnych Fed szybko zaczął wdrażać mechanizmy określane jako niekonwencjonalne. Uświadamiając sobie jednak jeszcze raz złożoność całego obecnego systemu, można je uznać za nowe narzędzia tradycyjne. Rezerwa Federalna użyła wielu mechanizmów, które ogólnie miały na celu:

- poszerzenie grona instytucji, z którymi Fed może przeprowadzać operacje i które może wspierać;
- poszerzenie zakresu aktywów, które Fed był skłonny zaakceptować jako zabezpieczenia (już nie tylko papiery skarbowe i federalne);
- wydłużenie czasu trwania programów wsparcia (już nie tylko operacje krótkoterminowe).

**Pamiętajmy z jaką sytuacją mieliśmy do czynienia w latach 2008-09. Był to najgorszy kryzys finansowy od lat 30-tych ubiegłego stulecia, a Fed chciał uniknąć błędów, które ten bank wówczas popełnił (bierne obserwowanie, jak upadają kolejne banki, gwałtownie spada podaż pieniądza, a w efekcie następuje potężna deflacja, załamuje się gospodarka, bezrobocie dramatycznie rośnie).** Ówczesna reakcja Fed była mocno opóźniona, mimo że miał wystarczające mechanizmy, by temu wszystkiemu zapobiec. Kolejnym błędem była nieodpowiednia, zbyt wczesna strategia wyjścia z ekspansywnej polityki, kiedy już została ona przez Fed przyjęta. Mając w pamięci tamte błędy odpowiedź Fed na ostatni kryzys była już zdecydowana i bardzo agresywna. Jak pokazuje teraz czas, działania Fed były słuszne. Gospodarka doświadczyła wprawdzie silnej recesji w latach 2008-09, ale przy ewentualnej biernej postawie Fed mogła być ona o wiele, wiele dotkliwsza, a odbieranie strat po kryzysie zajęłoby bardzo dużo czasu (tymczasem PKB USA w ujęciu realnym wróciło na maksymalne poziomy z końca 2007 roku, tj. sprzed recesji, w połowie 2011 roku, a obecnie jest prawie 5% powyżej tych poziomów). Ożywienie/ekspansja w USA jest wyraźnie poniżej standardów obserwowanych w przeszłości, jednak też natura ostatniej recesji była inna niż wszystkie poprzednie (z wyjątkiem lat 30-tych).

Teraz jednak mniej już mówi się o tym, co Fed więcej może zrobić dla gospodarki, ale o tym, jak i kiedy można z tej polityki bezboleśnie się wycofać. **Skala interwencji Fed była i jest na tyle duża, że sama myśl o wycofaniu się z nich, które kiedyś nastąpi, naturalnie rodzi szerokie obawy na rynkach.**

Z pewnością dobranie odpowiedniego momentu wyjścia (timing) będzie kluczowe. Nie mam tu na myśli rozpoczęcia „wygaszania” programu QE, które rozpocznie się w przyszłym roku (choć to

jest ważny pierwszy krok w celu normalizacji polityki), ale już ten właściwy proces, kiedy Fed zacznie zmniejszać wielkość swojego bilansu, czyli rozpocznie się rzeczywiste wycofywanie z ekspansywnej polityki. Fed doskonale wie, że decyzja o wyjściu z ekspansywnej polityki w latach 30-tych była zbyt pochopna, a także zbyt gwałtowna, co w efekcie doprowadziło do kolejnej silnej recesji.

**Co zatem będzie determinowało proces wychodzenia Fed z obecnej polityki?** Przede wszystkim są to:

- trendy na inflacji,
- oczekiwania inflacyjne,
- stopa bezrobocia, choć ostatnio Fed w większym stopniu skupia się – słusznie – na całociowych procesach w gospodarce, a nie tylko na rynku pracy.

Strategia wyjścia będzie oczywiście procesem skomplikowanym, ale Fed ma do tego odpowiednie narzędzia. Kluczową rolę będzie odgrywać możliwość płacenia przez bank centralny odsetek od rezerw banków komercyjnych zdeponowanych w Fed (nowe narzędzie nadane przez Kongres w 2008 r.), którą można wykorzystać do odpowiedniego motywowania

lub demotywowania banków. Same operacje otwartego rynku, tradycyjne narzędzie banku centralnego, w takiej sytuacji nie wystarczyłyby. Środki, które Fed „wpompował” w system finansowy w dużym stopniu trafiły z powrotem na bilans banku centralnego, w postaci nadwyżkowych rezerw banków komercyjnych. Tym samym Fed ma dużą część tych środków „pod kontrolą”. Jeśli będzie uważał, że oczekiwania inflacyjne niebezpiecznie rosną (co z kolei byłoby potwierdzeniem siły gospodarki), to podniesienie stawki oprocentowania dla banków komercyjnych od zdeponowanych w Fed rezerw ściągnie z rynku odpowiednią ilość pieniędzy, by w rezultacie stłumić oczekiwania inflacyjne i aktywność gospodarczą. Mechanizm jednak też działać może w drugą stronę, by zachęcać banki do wspierania gospodarki.

**Na pewno „wychodzenie” Fed powinno być stopniowe i istotnie rozłożone w czasie.** Niewielu zauważyło, że Fed do marca 2010 roku wycofał się z krótkoterminowych operacji wdrożonych po upadku Lehman Brothers, wartych ok. 1.5 bln USD. To, że obecne programy Fed skupiają się na instrumentach dłu-

goterminowych powinno pozwolić na jeszcze łagodniejsze i bardziej rozłożone w czasie wychodzenie z obecnej polityki.

Weźmy jednak pod uwagę też to, że aktywa banku centralnego, które silnie wzrosły w ostatnich latach do wartości 3.8 biliona USD obecnie z niecałego 1 biliona USD na koniec 2007 r., w skali całego sektora finansowego USA (74 bln USD na koniec 2012 r.) stanowią ciągle niewielki jego procent. **Polityka Fed wyznacza w istotnym stopniu trendy w wielu aspektach życia gospodarczego i rynków kapitałowych, ale często skala tych działań jest tak wyolbrzymiana, że w mediach tworzony jest obraz Fed, jako podmiotu, który absolutnie dominuje nad całym sektorem finansowym i jego najmniejsze potknięcie może być źródłem potężnego kryzysu. A tak nie jest.**

**Tomasz Smolarek**

Doradca inwestycyjny

Noble Funds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Strategia wyjścia z luzowania ilościowego. Czy Fed zaskoczy rynki i kto na tym skorzysta?

Światowa gospodarka oraz globalne rynki finansowe powoli wchodzą w nową erę. Jej głównymi atrybutami będą lepsze dane makroekonomiczne i zakończenie programu skupu aktywów. **Jeśli spełni się marzenie ekonomistów o wyższym wzroście gospodarczym, czasy taniego pieniądza pewnie się skończą. Nie powinien jednak być to koniec nagły i prawdopodobnie nie nastąpi on w tym samym czasie na całym świecie.**

Aktualnie najlepsza sytuacja makroekonomiczna cechuje Stany Zjednoczone. I to właśnie ze strony amerykańskiego Banku Rezerwy Federalnej powinniśmy

usłyszeć najszybciej o zakończeniu luzowania ilościowego. Sytuacja na amerykańskim rynku pracy systematycznie się poprawia, rynek kredytów detalicznych odbudował się po kilkuletnim załamaniu, a rynek nieruchomości ponownie wrócił do wysokich dynamik wzrostu wolumenów sprzedaży i cen, choć są to poziomy dużo niższe niż jeszcze kilka lat temu. Zauważyli to inwestorzy, dlatego nikogo nie dziwią dwucyfrowe stopy zwrotu z akcji na amerykańskiej giełdzie.

Nieco inaczej sytuacja wygląda w strefie euro. Tutaj bezrobocie utrzymuje się ciągle na niebezpiecznie wysokim poziomie, a sytuacja gospodarcza, choć nieco

lepsza niż w poprzednich latach, ciągle nie daje pewności na trwałe i mocne odbicie. Europejski Bank Centralny będzie pewnie zmuszony jeszcze przez dłuższy czas do ostrożnej retoryki i utrzymywania rynków w przekonaniu, że luźna polityka monetarna nie dobiegła końca.

**Tak czy inaczej, beneficjentami luzowania ilościowego dokonanego w ostatnich na masową skalę przez główne banki centralne świata, są dzisiaj przede wszystkim gospodarki krajów rozwiniętych.** Tym razem to wskaźniki wyprzedzające na tych rynkach jako pierwsze zaczęły wskazywać

na możliwe ożywienie gospodarcze. Gospodarki krajów rozwijających się pozostały nieco w tyle.

Rynkami rozwijającymi się warto zająć się nieco dokładniej. Brak wyraźnego ożywienia gospodarczego i znaczne uzależnienie od nastrojów inwestorów zagranicznych w ostatnich latach, są największymi wyzwaniem, z którymi te gospodarki dzisiaj się mierzą. Tym razem to rynki rozwinięte wyciągają gospodarkę globalną z recesji i właśnie dlatego to na rynkach rozwiniętych polityka monetarna jako pierwsza będzie musiała być zacieśniana. **Problem polega jednak na tym, że w dzisiejszym globalnym świecie bardziej restrykcyjna polityka monetarna w gospodarce, która jest eksporterem kapitału, przekłada się na ograniczenie dopływu pieniądza także na inne rynki.** Nie trzeba szukać daleko. Wystarczy przeanalizować, jak bardzo polski rynek obligacji skarbowych uzależnił się w ostatnich latach od zagranicznych inwestorów. Aktualnie rekordowo niskie rentowności

mogą być powodem do dumy dla Ministerstwa Finansów. Rodzi się jednak pytanie, jak zatrzymać zagraniczny kapitał, jeśli stopy zwrotu z bezpiecznych amerykańskich aktywów zaczną rosnąć.

Dlaczego zatem warto skupić swoją uwagę na rynkach rozwijających się? Hipoteza wydaje się prosta. **Zakładając, że globalne ożywienie potrwa dłużej i przełoży się na wzrost globalnej wymiany handlowej, rynki rozwijające się powinny być przynajmniej częściowym beneficjentem takiej sytuacji.** Wtedy jednak niemal pewny wydaje się odpływ kapitału związany z zakończeniem programu skupu aktywów. Stąd tak ważne wydaje się tym razem selektywne podejście do grupy krajów rozwijających się. Po pierwsze, warto spojrzeć na te regiony, których perspektywy wzrostu wydają się największe i najszybsze. Dobrze wypadają pod tym względem kraje Europy Środkowo-Wschodniej, które mogą zyskać dzięki poprawiającej się sytuacji gospodarczej Niemiec oraz kraje azjatyckie, których gospodarki bar-

dzo silnie nastawione są na eksport. Po drugie, warto wybierać te regiony, które w mniejszym stopniu uzależnione są od kapitału zagranicznego. Dotyczy to gospodarek z mniejszym deficytem na rachunku obrotów bieżących i mniejszym udziałem krótkoterminowego finansowania kapitałem zagranicznym w ogólnym zadłużeniu. Tutaj ponownie nieźle wypadają rozwijające się kraje europejskie.

Stąd warto bliżej przyjrzeć się gospodarcom z naszego regionu. Być może w najbliższej przyszłości będzie można tutaj odnaleźć ciekawe propozycje inwestycyjne.

**Paweł Mizerski**

Główny Ekonomista

Grupa AXA

## Okiem Piotra Kuczyńskiego: Tylko politycy mogą zaszkodzić bykom



W październiku do powrotu hossy wystarczyło, że politycy amerykańscy zawarli porozumienie, które odsuwa problemy USA w (nieodległą) przyszłość. Finansowanie rządu zapewnione jest do 15 stycznia, a limit zadłużenia USA zostanie przekroczony 7 lutego. Większość analityków uważa, że w styczniu i lutym może czekać rynki finansowe trudny

okres, bo powtórka z paraliżu rządowego i obaw o (chwilową) niewypłacalność USA będą szkodziły posiadaczom różnych aktywów. **Na pozór to rzeczywiście tak wygląda, ale w interesie Republikanów jest szybkie dogadanie się z Demokratami po to, żeby w jesiennych wyborach do Kongresu nie dostać lania.**

Zostaje jeszcze zmiana na stanowisku szefa Rezerwy Federalnej i kwestia redukcji skupu aktywów (redukcji QE). Jak wiemy, Janet Yellen, która w lutym obejmie fotel szefa Fed, jest bardziej gołębia niż Ben Bernanke, obecny szef Fed. Pamiętać jednak trzeba, że jest też bardzo niezależna, działa ściśle w zgodzie z przepisami i potrafi wyprzedzać wydarzenia gospodarcze - podobno wielokrotnie okazywało się, że lepiej oceniała

zagrożenia dla gospodarki niż Allan Greenspan czy właśnie Ben Bernanke.

Prawdziwym zagrożeniem dla rynków byłoby, gdyby Janet Yellen doszła do wniosku, że USA grozi zbyt duża inflacja, bo wtedy zaskoczyłaby inwestorów swoją „jastrzębiością”, co znalazłoby potężne, negatywne przełożenie na rynki. Na razie jednak takiego zagrożenia na horyzoncie nie widać. **Można założyć, że w marcu Fed zacznie zmniejszać skup aktywów. Być może wywoła tym ruchem w okolicach maja typową, dużą korektę.** Jeśli jednak reakcja rynków będzie bardzo negatywna, a to zaszkodzi realnej gospodarce, to co zrobi wtedy Fed? Oczywiście wznowi zakupy i to być może na wyższym poziomie.

Jeśli chodzi o polską gospodarkę, to pełny rozwój Polskich Inwestycji Rozwojowych (PIR), o którym to programie wspierania gospodarki kwotą 40 miliardów złotych mówi w swoim tzw. „drugim expose” premier, będzie miał miejsce w 2014 roku. Od połowy 2014 gospodarce pomagać już będą nowe środki unijne. Zmiany w OFE umożliwią większe zaangażowanie budżetu w inwestycje publiczne. **Z tego wynika, że gospodarka będzie w pełnym rozkwicie na rok przed wyborami.** Oczywiście szybszy rozwój Polski (liczę na około 4 proc. w drugim półroczu 2014) jest możliwy tylko przy założeniu, że w globalnej gospodarce nie zagości znowu kryzys.

Zakładam, że nie zagości, o ile nie dojdzie do kryzysu w Chinach. A propos Chin, to w listopadzie odbyć się ma plenum Komunistycznej Partii Chin, na którym to plenum mają zostać podjęte bardzo ważne decyzje zmieniające, reformujące finanse i gospodarkę Chin. Ma to doprowadzić do wygenerowania potężnego impulsu wzrostowego. Warto to wydarzenie obserwować, bo jeśli rynki uznają, że reformy rzeczywiście Chinom pomogą, to rynki finansowe zareagują kończącą rok euforią.

**Z tego, co napisałem powyżej wynika, że w okresie kolejnych 12 miesięcy tylko prawdziwy czarny łabędź może**

**wykoleić giełdy. I to jest najbardziej niepokojące.** Prawdziwa hossa jest wtedy, kiedy indeksy wspinają się po ścianie strachu. Kiedy tego strachu nie ma, to znaczy, że czegoś nie bierze się pod uwagę...

**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)