

## Szanowni Czytelnicy,

*Za nami długo wyczekiwane emocje Euro 2012. To niecodzienne wydarzenie, a także przygotowania do niego odbiły się głośnym echem nie tylko w świecie sportu, ale również w gospodarce i na rynkach kapitałowych. W bieżącym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion spróbujemy ocenić, czy inwestorzy mają powody do satysfakcji. Ponadto, eksperci postarają się odpowiedzieć na zawsze aktualne pytania: w co i gdzie teraz inwestować?*

*Zachęcamy do lektury!*

### **Euro 2012 okiem rynków kapitałowych – wykorzystana szansa czy niesłusznie rozbudzone nadzieje?**

**Gdy 18 kwietnia 2007 r. w Cardiff Michel Platini ogłaszał, że gospodarzem Euro 2012 będą wspólnie Polska i Ukraina, warszawski parkiet ogarnęło szaleństwo. Agresywnie kupowano akcje spółek, które w jakikolwiek sposób kojarzyły się z tym wydarzeniem.** Rosły zatem wyceny Orbisu - bo kibice muszą gdzieś mieszkać, oraz Amrestu (sieć KFC) - bo muszą przecież coś jeść. To, że Euro trwa trzy tygodnie i będzie miało miejsce dopiero za pięć lat najwyraźniej nie miało dla inwestorów znaczenia. Wzrosty na spółkach spożywczych czy hotelarskich były jednak skromne w porównaniu z tym, co działo się w sektorze budowlanym. Zasadniczo w kolejnych dniach dynamicznie rosły wszystkie spółki z sektora, nawet jeżeli specjalizowały się w budowie bloków mieszkalnych czy spalarni śmieci.

Największe wzrosty stały się naturalnie udziałem takich spółek jak Polimex, Budimex i Mostostal Warszawa - firm, które miały kompetencje i zasoby, by budować stadiony oraz realizować, jak się wówczas wydawało, lukratywne kontrakty w segmencie drogowym.

Po latach z tamtego szaleństwa pozostał jedynie ostry ból głowy. Na trzy dni przed pierwszym gwizdkiem zarząd PBG zgłosił wniosek o upadłość. W ciągu kilku dni kurs spadł do poziomu 5,4 PLN. Tym samym akcje PBG, największej polskiej spółki z sektora budowlanego, w ciągu pięciu lat, jakie minęły od przyznania Polsce organizacji Euro, przecenili się o 98%...

Inwestorzy natychmiast zaczęli niepokoić się sytuacją w pozostałych firmach budowlanych. Postrzegany jako konserwatywny zarząd Budimex-u stwierdził, że ponosi straty na wszystkich realizowanych przez siebie kontraktach autostradowych. W trudnej sytuacji płynnościowej znalazł się Polimex a rynek obawia się, czy spółka ta nie podzieli losu PBG. Już pod koniec lipca br. spółka będzie musiała spłacić obligacje o wartości 100 mln PLN, a w październiku kolejne 194 mln PLN.

**Problemy z płynnością największych graczy ze zdwojoną siłą przełożyły się na podwykonawców, dla których opóźnienia w płatnościach oznaczać mogą szybką drogę do bankructwa.**

## W numerze:

- Andrzej Domański z Noble Funds TFI S.A. o Euro 2012 - czy inwestorzy mają powody do zadowolenia,
- o polskich obligacjach skarbowych jako części portfela inwestycyjnego opowiada Leszek Auda z AXA TFI S.A.,
- rozważania nad najbardziej atrakcyjnymi obecnie obszarami inwestycyjnymi prowadzi Michał Karewicz z TFI Allianz Polska S.A.,
- z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Czekamy na wyniki amerykańskich spółek,
- o złocie Paweł Mielcarek, Analityk Domu Inwestycyjnego Xelion.

Prawdą jest, że w dużej mierze spółki budowlane same ponoszą odpowiedzialność za sytuację, w jakiej się znalazły. To, że w kontraktach na budowę autostrad i dróg szybkiego ruchu ukryte są potężne ryzyka nie mogło już wtedy budzić wątpliwości. **Ponieważ jedynym kryterium oceny była de facto cena, spółki budowlane przedstawiały bardzo niskie oferty, często znacznie poniżej kosztorysu inwestorskiego.** Kolejny raz wygrało chyba jednak myślenie, że „jakoś to będzie”. Spółki budowlane przyzwyczajone były, że w trakcie trwania kontraktów otrzymują kolejne podzlecenia i to najczęściej już na wyższych marżach. Liczono również, że część prac da się wykonać taniej, oszczędzić na podwykonawcach, użyć tańszych materiałów zastępczych itp.

W międzyczasie przyszły jednak potężne wzrosty cen materiałów budowlanych wywołane, z jednej strony, rosnącymi cenami surowców, a z drugiej... przygo-



towaniami do Euro. W tym samym czasie prace budowlane powstawały w całym kraju. Wszyscy chcieli kupić piasek, stal, kruszywa i asfalt. Ponieważ wielkość podaży trzymała się na w miarę stałym poziomie, potężny popyt wywindował ceny, podnosząc tym samym koszty wykonania autostrad i stadionów. Koszty, które, zgodnie z kontraktami, ponieść musiały firmy budowlane, a nie zamawiający.

Euro 2012 już za nami. Na placu boju pozostały poległe spółki drogowe. Z drugiej strony zmiany w sieci polskich dróg widoczne są gołym okiem. Po Polsce jeździ się dziś wyraźnie lepiej niż jeszcze kilka miesięcy temu. Choć jakość wykonanych prac może pozostawiać wiele do życzenia, to autostrady i drogi szybkiego ruchu wybudowane w związku z Euro 2012 pozostaną z nami na dekady. O firmach, które ich budowę przypłaciły bankrutem, wkrótce nikt nie będzie pamiętał.

#### Andrzej Domański

Zarządzający funduszami

Noble Funds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Główne determinanty wpływające na ceny obligacji skarbowych. Czy jest to odpowiedni czas na wyjście z funduszy polskich obligacji skarbowych?

Jest kilka teorii wyjaśniających strukturę krzywej rentowności. **W największym skrócie można powiedzieć, że rentowności obligacji skarbowych o różnych terminach do wykupu zależą od oczekiwań inwestorów odnośnie kształtowania się w przyszłości stóp procentowych.** W obecnych czasach nie bez znaczenia jest też postrzeganie przez inwestorów ryzyka kraju emitenta obligacji. Wreszcie, ceny obligacji zależą od układu sił popytu i podaży.

Aby odpowiedzieć na pytanie, czy obecnie jest dobry czas na wyjście z polskich obligacji skarbowych, należy zastanowić się nad sytuacją, w jakiej obecnie się znajdujemy. Przeanalizujmy więc trzy główne czynniki:

- oczekiwania kształtowania się stóp procentowych w przyszłości,
- ryzyko kraju,

- podaż – popyt na obligacje.

**W mojej ocenie i zgodnie z wcześniejszymi prognozami polska gospodarka spowalnia.** Spowolnienie to przeciągnie się też na przyszły rok. Jego powody są różne:

- spowolnienie konsumpcji prywatnej wywołane brakiem wzrostu płac realnych, niską dynamiką zatrudnienia i kredytu dla gospodarstw domowych,
- ograniczanie wydatków rządowych,
- prawdopodobne osłabienie wydatków inwestycyjnych w drugiej połowie bieżącego roku i w roku przyszłym.

Spowolnienie w gospodarce najprawdopodobniej przełoży się na spadek inflacji w czwartym kwartale. Podwyżka stóp procentowych dokonana przez NBP w maju w mojej ocenie nie była potrzebna

i może się okazać, że jeszcze przed końcem roku NBP się z niej wycofa.

Drugi czynnik to ryzyko kraju. **Wskaźniki zadłużenia są w Polsce na zupełnie innym poziomie niż w krajach południa Europy - ciągle odnotowujemy wzrost gospodarczy i, co równie ważne, nasz system bankowy jest w dobrej kondycji.** Inwestorzy mogą postrzegać więc Polskę jako kraj w miarę bezpieczny. Wystarczy spojrzeć, jak zachowują się rentowności polskich obligacji skarbowych w porównaniu do włoskich czy hiszpańskich.

Trzeci czynnik to układ popytu i podaży. W końcu ubiegłego roku obawiałem się, że konieczność wyemitowania obligacji za około 100 mld złotych w tym roku może zachwiać rynkiem obligacji oraz złotym. Ministerstwo Finansów stanęło na wysokości zadania i wykorzystało poprawę nastrojów na rynkach w pierw-

szym kwartale do przyspieszenia emisji obligacji skarbowych. W efekcie prawie 75% potrzeb pożyczkowych na ten rok jest zaspokojone. **Pomimo tak dużych emisji rentowności są na bardzo niskich poziomach.** Myślę że można tłumaczyć to małym apetytem na ryzyko, zarówno wśród krajowych jak i zagranicznych inwestorów. W sytuacji gdy wzrost gospodarczy spowalnia, ceny akcji i surowców nie zachowują się najlepiej, inwestorzy poszukują aktywów, które mogą dać przewidywalne stopy zwrotu. Dopóki nie nastąpi powrót apetytu na ryzyko, inwestorzy będą głównie

inwestować w obligacje skarbowe krajów o niskim ryzyku. Apetyt na ryzyko powróci jeśli wzrost gospodarczy na nowo znacznie przyspiesza, co spowoduje powrót obaw o możliwy wzrost inflacji.

Czy zatem wychodzić z polskich obligacji skarbowych? Spojrzenie na wykres rentowności obligacji może do tego skłaniać, ale powstanie od razu problem, co zrobić z gotówką? Czy mamy lepsze alternatywy? Jaki horyzont inwestycyjny rozważamy? Jakie ryzyko możemy zaakceptować? To są tak naprawdę pytania jakie konkretny inwestor powinien sobie zadać, aby zdecydować, czy wychodzić

z obligacji skarbowych. Uwzględniając również, że większość inwestorów powinna zawsze mieć część aktywów ulokowaną w obligacje skarbowe, wydaje się, że w obecnej sytuacji inwestorzy opowiedzą się za trzymaniem obligacji skarbowych w portfelach.

**Leszek Auda**

Członek Zarządu

AXA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Stany Zjednoczone, Europa, a może zapomniany BRIC, czyli które rynki wydają się być najatrakcyjniejsze w perspektywie drugiego półrocza?

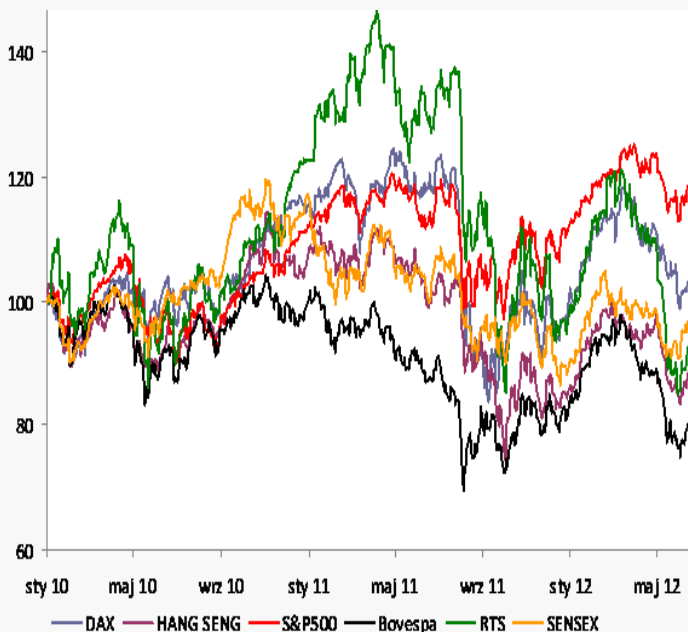
**Pierwsza połowa roku nie była zbyt łaskawa dla inwestorów, cechując się znaczną zmiennością indeksów giełdowych. Obronną ręką wyszli ci, którzy postawili na bardziej rozwinięte rynki.** W przypadku gdybyśmy zainwestowali nasze środki proporcjonalnie w indeksy akcji USA (S&P500) oraz Europy (DAX), uzyskalibyśmy stopę zwrotu nieco powyżej 3%. Taka sama inwesty-

cja w krajach BRIC zakończyłaby się ok. 2,5% stratą naszego kapitału.

Oczywiście zasadniczym pytaniem jest to, czy druga połowa roku przyniesie jakąś zmianę tej tendencji. Warto przyrzeć się wykresom, które obrazują zachowanie się poszczególnych indeksów akcji w krótkim (Wykres nr 1) oraz dłuższym (Wykres nr 2) horyzoncie czasu. Z

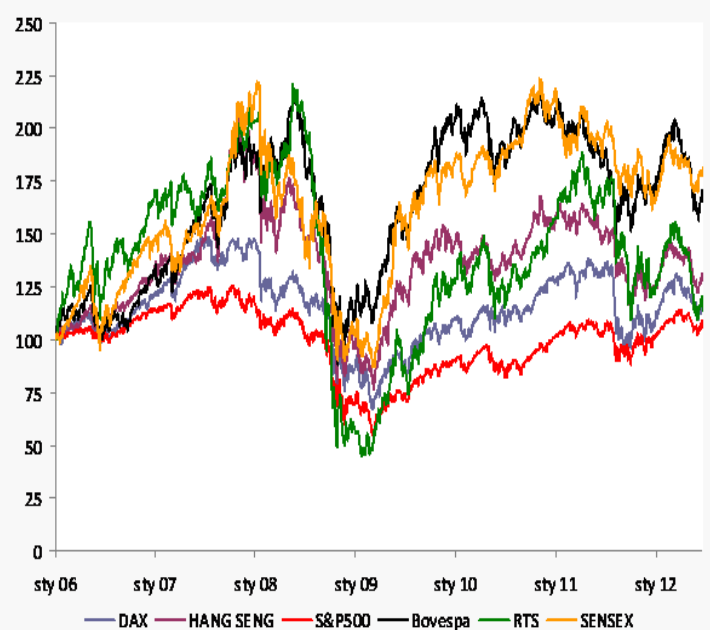
wykresów tych wynika, co nie powinno być dużym zaskoczeniem, że **indeksy krajów BRIC są zdecydowanie bardziej zmienne niż indeksy krajów rozwiniętych.** Zazwyczaj lepiej zachowują się one w okresach hossy na rynkach akcji, jednakże przynoszą większą stratę w niepewnych czasach, kiedy inwestorzy uciekają od ryzyka do bardziej bezpiecznych i płynnych aktywów.

Wykres nr 1: Zmiana wartości indeksów - okres bazowy: 1 stycznia 2010 r.



Źródło: Opracowanie własne.

Wykres nr 2: Zmiana wartości indeksów - okres bazowy: 1 stycznia 2006 r.



Źródło: Opracowanie własne.

W celu wybrania najatrakcyjniejszego regionu przyjrzymy się pokrótce każdemu z branych przez nas pod uwagę obszarów.

## Europa

Wydarzenia na świecie oraz napływające w ostatnich tygodniach dane makroekonomiczne sugerują, że II półrocze będzie równie trudne jak pierwsza połowa roku, a problemy trapiące globalną gospodarkę nadal nie zostaną rozwiązane. Słabe dane makroekonomiczne, wskaźniki koniunktury gospodarczej oraz sentymentu są rozczarowujące w większości krajów. Warto zwrócić uwagę, że czerwiec okazał się już piątym miesiącem z rzędu kiedy wskaźniki PMI dla strefy euro obrazujące aktywność gospodarczą są poniżej poziomu 50 punktów, co oznacza pogarszającą się koniunkturę w przemyśle i usługach. Niższy odczyt, „zaledwie” 44,7 pkt. odnotowały również Niemcy - dotychczas najlepiej radząca sobie gospodarka strefy euro. Dodatkowo, wciąż nierozwiązany kryzys zadłużeniowy krajów starego kontynentu oraz możliwe wyjście Grecji ze strefy euro pogarsza sentyment na rynkach finansowych.

## Stany Zjednoczone

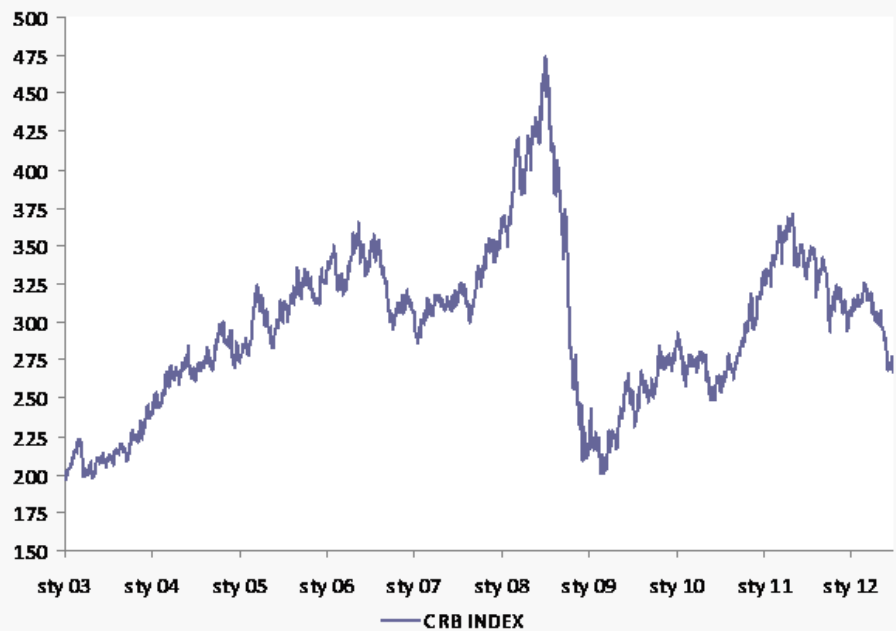
Wieści zza oceanu również nie napawają optymizmem w kwestii powrotu indeksów giełdowych do szybkich wzrostów w drugim półroczu. Rezultatem czerwcowego posiedzenia Rezerwy Federalnej było obniżenie prognoz PKB w tym oraz w kolejnych latach, jak również przedłużenie operacji Twist do końca roku (jej wartość szacowana jest na 267 mld USD), której celem jest dalsze obniżanie długoterminowych stóp procentowych i wspieranie gospodarki USA. Na konferencji prasowej prezes FED-u, Ben Bernanke, wskazał, że rynek pracy, kluczowy dla konsumpcji prywatnej, nadal pozostaje słaby, a FED ma w zanadru przygotowaną „amunicję” do walki z kryzysem.

## BRIC

Analizując kraje BRIC warto podzielić je na dwie grupy. Do pierwszej z nich zaliczyłbym Brazylię i Rosję, których gospodarki są mocno uzależnione od eksportu surowców, zmian ich cen i popytu na nie. Tutaj z pomocą przychodzi nam Wykres nr 3 pokazujący zachowanie się indeksu CRB (Commodity Research Bureau Index) i obrazujący ogólny kierunek ruchu rynków towarowych.

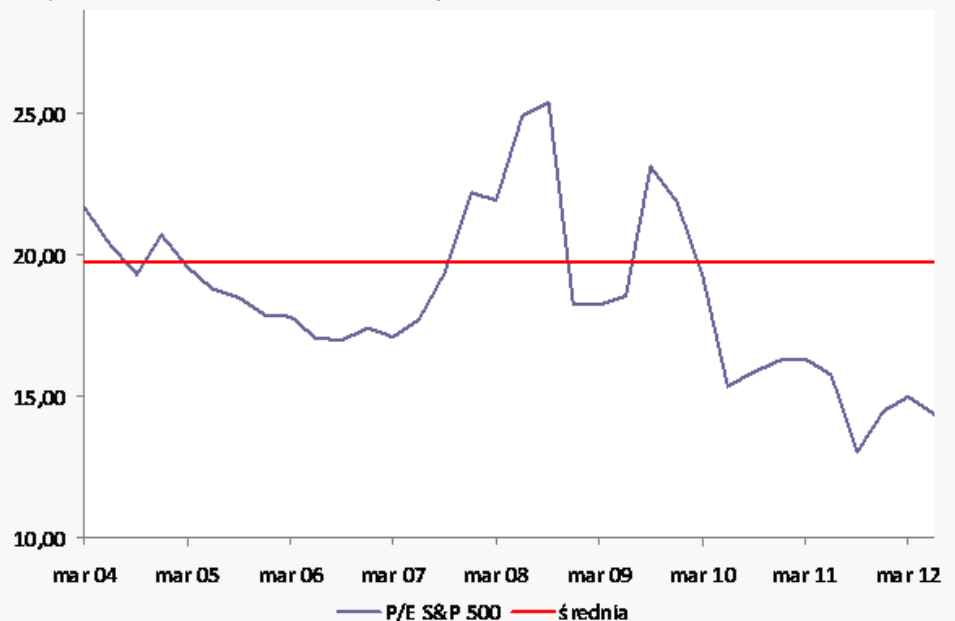
Na wykresie widać wyraźny spadek cen surowców w ostatnich miesiącach, który przyczynił się do znacznie gorszego zachowania indeksów giełdowych obu krajów w pierwszym półroczu w porównaniu do reszty krajów rozwijających się. Ze względu na fakt, iż wspomniane wcześniej dane wskazują na dalsze spowolnienie globalnej gospodarki oraz spadek popytu nie spodziewam się wyraźnego odreagowania cen surowców w drugiej połowie roku. Oznacza to, że

Wykres nr 3: Commodity Research Bureau Index



Źródło: Reuters.

Wykres nr 4: Wskaźnik Price to Earnings S&P 500



Źródło: Opracowanie własne na podst. Standard&Poor's.

inwestycje w akcje na tych rynkach będą prawdopodobnie w dalszym ciągu osiągały najgorsze wyniki.

Druga grupa krajów, wchodząca w skład BRIC, to Indie i Chiny. W Chinach już ósmy miesiąc z rzędu wskaźnik PMI pozostaje poniżej 50 pkt, co wraz z pierwszą od 2008 roku obniżką stóp procentowych sugeruje, iż okres największej prosperity chińskiej gospodarki jak na razie dobiegł końca. Z kolei Indie, których indeksy giełdowe zachowywały się w pierwszym półroczu najlepiej z krajów BRIC, muszą w najbliższej przyszłości ujarzmić inflację, która w maju wyniosła ok. 7,5% r/r, co może negatywnie odbić się na tamtejszym rynku akcji.

Podsumowując dotychczasowe rozważania, należy stwierdzić, że w drugiej połowie roku sen z powiek inwestorom

wciąż będą spędzały wydarzenia, które już dobrze znamy: kryzys zadłużeniowy w strefie euro, nasilające się spowolnienie gospodarcze w największych gospodarkach świata oraz możliwe przyszłe zwroty akcji w polityce światowej.

**Moim zdaniem na niepewne czasy lepszym wyborem są rynki rozwinięte, z przeważaniem USA względem Europy.** Jeżeli spojrzymy na wskaźnik P/E dla amerykańskich spółek, w porównaniu do historycznych odczytów, to znajduje się on nadal na atrakcyjnym poziomie (Wykres nr 4), co sugeruje, że akcje spółek wciąż nie wyczerpały potencjału do wzrostu. Zakładając oczywiście, że zyski amerykańskich spółek nie ulegną istotnemu pogorszeniu. Dodatkowo, spółki amerykańskie to duże międzynarodowe firmy, operujące na wielu ryn-

kach zbytu, dzięki czemu są one relatywnie lepiej przygotowane na ewentualne dalsze pogorszenie koniunktury. Ostatnim argumentem jest zapowiedź prezesa Rezerwy Federalnej o podjęciu działań w przypadku eskalacji napięć w gospodarce, a, jak pokazała historia, FED jest skłonny do wyciągania większych „dział” (w postaci np. kolejnego QE), które na razie znajdują się w odwodzie.

#### Michał Karewicz

Analitik Akcji z Zespołu Zarządzających Aktywami

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

## Okiem Piotra Kuczyńskiego: Czekamy na wyniki amerykańskich spółek



Czerwiec był miesiącem bogatym w wydarzenia. W połowie miesiąca

okazało się, że psychologiczna wojna z greckim społeczeństwem doprowadziła do pożądanego skutku. **Grecy wybrali tak, jak chcieli tego rynki finansowe. To w najmniejszym stopniu ich problemów nie rozwiązuje, ale na pewien czas zdejmuje Grecję ze sceny.**

Weszła na nią praktycznie natychmiast Hiszpania. Już przed wyborami w Grecji okazało się, że rząd hiszpański uległ i mimo zapewnień, że nie potrzebuje pomocy, poprosił o nią dla swoich banków. UE pomocy udzieli – wysokość 100 mld euro. **Unia nie będzie domagać się od Hiszpanii planu oszczędnościowego, a pieniądze mają pochodzić z europejskich funduszy ratunkowych EFSF i ESM.** Nadzorować program będzie

MFW, a pieniądze przechodzić będą przez FROB, czyli hiszpański fundusz pomocy bankom.

Hiszpania to był kolejny kraj, który poprosił o pomoc po dłuższym okresie zaprzeczania, że ma zamiar to zrobić. To oczywiście nie była dobra wiadomość, szczególnie, że 100 mld euro to duży ubytek dla funduszy EFSF i ESM – mniej zostaje na ratowanie państw. Nic dziwnego, że reakcje były mieszane. Nie pomogły też specjalnie posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego (ECB) i amerykańskiego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC), ale przed nimi rynki akcji zachowywały się całkiem niezłe.

Okazało się, że zarówno Mario Draghi, szef ECB, jak i Ben Bernanke, szef Fed, nie dostarczyli rynkom tego, czego one najbardziej pożywały, ale obaj zapewnili, że w razie potrzeby podejmą odpowiednie działania. FOMC poinformował, że stopy pozostają bez zmian (0,25 proc.), a operacja TWIST (wymiany obligacji o krótkim okresie zapadalności na te o

długim okresie) będzie kontynuowana do końca 2012 roku (dodatkowe 267 mld USD). Decyzje były określane (słusznie) mianem „skromne” i rzeczywiście takie były.

Czekano też na kończący czerwiec szczyt Unii Europejskiej, ale im bliżej było do niego, tym mniejsze były oczekiwania, bo Niemcy je bardzo skutecznie chłodzili. Oczywiście podziało to na polityków tak, że wystraszeni dostarczyli mniej więcej to, czego rynki chciały. Osiągnięto porozumienie w sprawie jednolitego nadzoru bankowego, ale to jeszcze dość odległa przyszłość. **Najważniejsze było to, że banki będą mogły się dokapitalizować, korzystając bezpośrednio z pomocy funduszy pomocowych EFSF i ESM (miał pomagać tylko państwom).** Poza tym rządy zrezygnowały ze statutu uprzywilejowanego wierzyciela. Niewykluczone też, że fundusze EFSF i ESM będą użyte do stabilizacji rynków długu.

Te informacje wprawiły rynki w stan euforii, dzięki czemu czerwiec zakończył się solidnymi wzrostami indeksów. Obawiam się, że mało kto zadawał sobie pytanie: czy 500 mld euro ESM i resztki pozostałe z EFSF wystarczą na ratowanie państw, dokapitalizowanie banków i skupowanie obligacji? Odpowiedź brzmi: nie wystarczą. Ale o tym

przekonamy się za pewien czas (mierzony zapewne w tygodniach). **Teraz przed nami jest sezon raportów kwartalnych amerykańskich spółek (początek 9 lipca). Oczekuje się, że będą bardzo złe.** Mamy więc sytuację taką, jak przed szczytem UE – oczekiwania potężnie zaniżone, co powinno pomagać bykom. Spodziewam się więc, że

lipiec będzie przedłużeniem czerwcowej zwyżki. .

**Piotr Kuczyński**

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

## Czy inwestycja w złoto może okazać się złą?

**Złoto w ciągu ostatnich kilku miesięcy zanotowało blisko 20-proc. korektę od swoich historycznych maksimów, prowokując tym samym głębszą dyskusję nad dalszą wyceną tego kruszcu.** Warto spojrzeć więc na najważniejsze determinanty wpływające na cenę złota oraz czynniki kreujące jego atrakcyjność w perspektywie najbliższych kilku miesięcy.

**Popyt na złoto generowany jest przede wszystkim przez cztery źródła: przemysł jubilerski, przemysł wysokich technologii, inwestorów oraz banki centralne.** Dwa pierwsze źródła, odpowiadające ze realne zapotrzebowanie na kruszec, w pierwszym kwartale 2012 roku wygenerowały niższy popyt o blisko 5 proc. Główną tego przyczyną były utrzymujące się wysokie ceny złota – średnia cena za uncję w pierwszym kwartale 2012 r. była wyższa o 22 proc. w stosunku do analogicznego okresu rok wcześniej. Uwzględniając ten fakt, jeśli spojrzeć na popyt w ujęciu wartościowym (dolarowym), okazuje się, że obie gałęzie wygenerowały popyt o 14 proc. wyższy niż rok wcześniej.

W minionym kwartale najlepiej prezentował się popyt ze strony inwestorów. Wzrósł on bowiem o ponad 13 proc. do 389,3 ton, a w ujęciu wartościowym o 38 proc. Pewien niepokój budzić może mniejsze zainteresowanie złotem w Indiach (- 46 proc.), ale był to efekt zmian podatkowych oraz mocnego osłabienia się indyjskiej rupii. Mniejszy popyt indyjskich inwestorów został jednak skom-

pensowany większym zainteresowaniem w Chinach (+13 proc.) oraz na Tajwanie (+23 proc.).

**W dalszym ciągu silne sygnały wzrostowe dla złota płyną z analizy popytu generowanego przez banki centralne.**

Zestawiając 10 krajów posiadających największe rezerwy walutowe w złocie zauważyć można, że większość z nich utrzymała swoje dotychczasowe zaangażowanie. Widoczny jest jednak mocny przyrost złotych rezerw w Rosji. W ciągu roku Rosjanie zakupili blisko 60 ton złota, zbliżając się do 10-proc. udziału wszystkich rezerw. Niemcy jako jedyni zmniejszyli swoje złote rezerwy, jednak, z uwagi, że było to mniej niż 5 ton kruszcu, trudno doszukać się w tej informacji negatywnego przesłania. Spośród

państw spoza pierwszej dziesiątki rezerwy w złocie zwiększył Meksyk (115 ton od początku 2011 roku i aż 16,8 ton w samym marcu) oraz Kazachstan (14,2 ton w pierwszym kwartale 2012 r.). Wszystkie pozostałe banki centralne w pierwszych trzech miesiącach br. kupiły ponad 81 ton złota (w całym 2011 r. było to 440 ton). Z dużym prawdopodobieństwem można więc założyć, że trend skupu złota przez banki centralne powinien być kontynuowany również w następnych miesiącach.

Odrывая się od czynników popytowych, warto zwrócić szczególną uwagę na sentyment, jaki panuje na rynku złota (Wykres nr 1). Większość inwestorów obecnych na rynku to pesymiści, co powoduje, że rynek jest skrajnie wyprzedany.

Tab. nr 1: Złoto w rezerwach walutowych na świecie

Złoto w rezerwach walutowych na świecie				
Państwo	Maj 2011		Czerwiec 2012	
	Tony	% wszystkich rezerw	Tony	% wszystkich rezerw
USA	8 133,5	74,20%	8 133,5	75,30%
Niemcy	3 401,0	71,40%	3 396,3	72,30%
Włochy	2 451,8	71,20%	2 451,8	71,90%
Francja	2 435,4	66,20%	2 435,4	72,00%
Chiny	1 054,1	1,60%	1 054,1	1,70%
Szwajcaria	1 040,1	17,80%	1 040,1	16,90%
Rosja	836,7	7,70%	895,8	9,10%
Japonia	765,2	3,30%	765,2	3,20%
Holandia	612,5	58,90%	612,5	60,20%
Indie	557,7	8,70%	557,7	9,90%

Źródło: World Gold Council.

Wykres nr 1



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

Wykres nr 2



Źródło: Reuters

Wskaźnik sentymentu przebił poziomy z 2008 r. i znalazł się na najniższym pułapie od 1997 r. (!). Zgodnie z zasadami inwestowania kontrariańskiego powinno się postępować przeciwnie do zachowań tłumu, a więc zajmując długą pozycję na złocie. Można zatem oczekiwać, że w perspektywie kilku miesięcy rynek wróci do wyraźnego trendu wzrostowego.

**Bez wątplenia na korzyść inwestorów obecnych na rynku złota przemawia analiza techniczna.** Złoto cały czas znajduje się w silnym, blisko 10-letnim trendzie wzrostowym, ale od września 2011 r. rynek znalazł się w krótkoterminowym trendzie spadkowym, w czasie którego cena złota obniżyła się o blisko 21 proc. (Wykres nr 2).

Widoczna korekta nie przekreśla jednak głównego trendu wzrostowego. Analizując korekty, jakie miały miejsce na rynku złota w ciągu ostatnich 10 lat, dwie z nich przekroczyły granicę 20 proc., a trzy tego poziomu nie pokonały. O wiele ciekawsza jest jednak analiza późniejszych ruchów korekcyjnych. W przypadkach kiedy spadek był większy niż 20 proc. późniejsza 12-miesięczna stopa zwrotu wynosiła średnio 19,8 proc. (w 2006 r.) i aż 39,6 proc. (w 2008 r.). Oczywiście nie ma gwarancji, że taka stopa zwrotu zostanie powtórzona, jednak przykład pokazuje, że 20-proc. korekta nie jest sygnałem odwrócenia trendu, a często bywa doskonałą okazją inwestycyjną (Tab. nr 2).

Najwięcej obaw i wątpliwości w ostatnim czasie związanych jest z czynnikiem, który wg teorii powinien stanowić największy atut złota, a mianowicie z inflacją. **Szybko rosnące ceny powodują, że zgromadzone oszczędności równie szybko tracą na wartości. W takim przypadku niemal naturalną ochroną jest inwestycja w złoto.** Rosnąca inflacja powinna zatem generować mocne argumenty za wzrostem cen żółtego kruszcu. Problem polega jednak na tym, że inflacja na świecie, pomimo przeprowadzonych dwóch programów QE w Stanach Zjednoczonych czy 3-letnich

Tab. nr 2: Korekty w rynku byka na świecie w latach 2001-2011

Data szczytu	Szczyt \$/oz	Dno korekty \$/oz	Czas trwania korekty (mies.)	% spadku	Średni zwrot w ciągu roku (spadek >20%)	Zakres rocznych zwrotów
Lut 2003	384,5	320,1	2	16,7%		
Kwi 2004	433,0	372,0	1,5	14,1%		
Maj 2006	728,0	561,5	1	22,9%	19,8%	12,0-29,1%
Mar 2008	1033,9	681,0	7	34,1%	39,6%	14,6-59,9%
Gru 2009	1227,5	1044,5	2	14,9%		
Wrz 2011	1923,7	1523,9	3,5	20,8%		

Źródło: [www.investors.pl](http://www.investors.pl).

Tab. nr 3: Poziom inflacji i stóp procentowych w okresie...

	Inflacja	Stopy procentowe (%)	Realne stopy procentowe (%)
USA	1,70%	0,25%	-1,45%
Strefa Euro	2,40%	0,75%	-1,65%
Japonia	0,20%	0,00%	-0,20%
Wielka Brytania	2,80%	0,50%	-2,30%

Źródło: Opracowanie własne.

LTRO w Europie, w dalszym ciągu utrzymuje się na względnie niskim poziomie.

Inflacja nie rośnie, gdyż środki wpompowane przez banki centralne tylko w ograniczonym stopniu zostały skierowane do realnej gospodarki. Wydrukowane dolary zostały w głównej mierze skierowane na rynek surowców, a wzrost ich cen tylko w niewielkim stopniu wpłynął na wzrost inflacji. Aby ta zaczęła rosnać bardziej dynamicznie, potrzebna jest szeroko zakrojona akcja kredytowa. Jednak ta ze względu na utrzymujące się wysokie bezrobocie, brak wzrostu wynagrodzeń i proces delewarowania społeczeństwa nie ma okazji się rozpocząć. Programy

luzowania ilościowego nie wpłynęły w ostatnich latach na wzrost inflacji. **Ale należy podkreślić, że już same oczekiwania względem kolejnego skupu aktywów powodują wzrost oczekiwań inflacyjnych, co w efekcie przekłada się na wzrost cen złota.**

Nie można nie zauważyć też, że pomimo względnie niskiej inflacji realne stopy procentowe w najważniejszych gospodarkach świata są jednak ujemne (Tab. nr 3). **Jeśli taka sytuacja w dalszym ciągu będzie się utrzymywać można oczekiwać powolnego przepływu kapitału z tradycyjnych form lokowania do inwestycji powiązanych ze złotem,**

**co w efekcie powinno wpłynąć na wzrost jego ceny.**

Pomimo wielu zagrożeń i znaków zapytania, jakie pojawiają się dziś przy inwestycji w złoto, wydaje się, że do zakończenia blisko 10-letniej gorączki jest jeszcze daleko. Kruszec w ostatnich miesiącach stracił co prawda jeden ze swoich dotychczasowych atrybutów (bezpiecznej przystani), ale w dalszym ciągu jest wiele czynników, które będą podtrzymywać jego wycenę. Ilość złota na świecie jest ograniczona, a każdą nawet najbezpieczniejszą walutę można w bardzo łatwy sposób zepsuć, puszczając w ruch drukarkę. Dlatego wszelkie zapowiedzi kolejnych programów stymulujących gospodarkę powinny wpływać na wzrost cen uncji złota na giełdach. Nie bez znaczenia jest również względnie stały popyt ze strony przemysłu i banków centralnych oraz skrajnie niskie oczekiwania względem dalszych wzrostów cen złota. **Należy oczywiście zdawać sobie sprawę z istniejącego ryzyka pogłębienia krótkoterminowego trendu spadkowego, jednakże wydaje się, że przeznaczanie części portfela na inwestycje w złoto jest dzisiaj dobrym pomysłem.**

**Paweł Mielcarek**

Analitik

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

*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 jakiejkolwiek 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.*