

Szanowni Czytelnicy,

Choć jesień pełną parą, na rynkach finansowych nie można odczuć październikowego marazmu. Wręcz przeciwnie, trzecia runda luzowania ilościowego w USA daje pole do popisu ekonomistom, analitykom i inwestorom. I właśnie dlatego QE3 stał się motywem przewodnim najnowszego wydania Biuletynu Inwestycyjnego Xelion.

Zachęcamy do lektury!

Małe i średnie czy największe blue chipy? Które spółki wydają się być atrakcyjniejsze w perspektywie najbliższych 6 miesięcy?

Polska gospodarka spowalnia, podobnie jak europejska i, jak się ostatnio okazało, także amerykańska. W kontekście rewizji dynamik amerykańskiego PKB z 1,7% do 1,3% (kwartał do kwartału, dane urocznione), decyzja Rezerwy Federalnej o uruchomieniu programu skupu obligacji hipotecznych jest jak najbardziej trafiona. Dobór aktywów, które będą skupowane wskazuje, że nadal bardzo ważny dla Fed'u jest rynek mieszkaniowy. Odbarczenie bilansów instytucji finansowych z papierów służących jego finansowaniu pozwoli im podnieść aktywność w tym obszarze. Działania te są dodatkowo wspierane kontynuowaniem „Operacji Twist”, której celem jest obniżenie kluczowych dla rynku kredytów hipotecznych rentowności długoterminowych obligacji. Ponieważ horyzont czasowy nie został określony, władze monetarne USA mają dość dużą swobodę w działaniu. Co prawda, jako kryterium zakończenia QE3 określono spadek bezrobocia, nadal jednak bez konkretnych liczb.

Jest jeden bardzo ważny czynnik, który musi być wzięty pod uwagę podczas analizowania wpływu QE3 na globalne rynki finansowe. W

odróżnieniu od poprzednich dwóch faz, tą poprzedziło długotrwałe wyczekiwanie. **Trzeci etap luzowania ilościowego urósł do rangi symbolu wszechmocy banków centralnych w ratowaniu rynków finansowych.** W rezultacie, im większa była szansa na ogłoszenie QE3, tym lepsza była koniunktura na giełdach. Pytanie, czy przypadkiem cały wpływ luzowania ilościowego nie został już zdyskontowany, nasuwa się samo.

Polski rynek akcji jest tradycyjnie już niedoważany w portfelach inwestorów zagranicznych w stosunku do benchmarków. Na przykład waga Polski w indeksie MSCI EMEA to 8,2%, zaś udział w portfelach funduszy EM to 6,5%. Jest to w znacznym stopniu rezultat dojrzałości polskiej gospodarki, co stawia ją bliżej rynków rozwiniętych niż rozwijających się. **W efekcie w portfelach, które mają wykorzystać potencjał wzrostowy wschodzących rynków, polskie akcje muszą ustąpić miejsca tureckim.** W takiej sytuacji warszawska giełda nie może liczyć na poważny napływ środków w związku z QE3, choć z drugiej strony ustanie tego impulsu nie grozi nam gwałtowną ucieczką kapitału.

W numerze:

- Grzegorz Zatryb ze SKARBIEC Holding Sp. z o.o. wskaże, które spółki mogą okazać się atrakcyjne dla inwestorów,
- o wpływie QE3 na światowe rynki Leszek Auda z AXA TFI S.A.,
- do poprzednich QE wraca Wojciech Wasilewski z Amplico TFI S.A.,
- jak QE3 wpłynie na złoto stara się przewidzieć Leszek Milczarek z TFI Allianz Polska S.A.,
- z cyklu „Okieł Piotra Kuczyńskiego”: Banki centralne wspomagają obóz byków,
- o złocie Paweł Mielcarek, Analityk Domu Inwestycyjnego Xelion.

Rozpatrując strategię inwestowania na GPW trzeba więc wziąć pod uwagę przede wszystkim to, co dzieje się w polskiej gospodarce. **To co zwraca ostatnio uwagę, to wzrost znaczenia eksportu.** Według danych za II kwartał, tylko dzięki dodatniej kontrybucji eksportu netto, dynamika PKB była wyższa od zera. Comiesięczne informacje o saldzie rachunku obrotów bieżących potwierdzają to zjawisko. Bilans ten jest systematycznie lepszy od oczekiwań i potwierdza dobre dynamiki eksportu i słabnący import. **Z punktu widzenia inwestora giełdowego jest to wskazówka, iż należy zwrócić uwagę przede wszystkim na spółki – eksporterów.** W 2009 roku mogliśmy obserwować podobny scena-

riusz. Wydaje się, że teraz sytuacja jest lepsza, gdyż istnieje jeszcze miejsce na korzystne dla eksporterów osłabienie złotego, zaś nasz główny partner handlowy (27% eksportu), Niemcy, znajduje się w lepszej kondycji niż 4 lata temu.

Niższy wzrost gospodarczy to wyzwanie dla firm. Okres gorszej koniunktury stanowi naturalny element cyklu koniunkturalnego, w którym słabsi wypadają z gry. **Dlatego też poszukując ciekawych inwestycji należy wyszukiwać spółki o silnych fundamentach, nie wystawionych na takie ryzyka jak problemy z uzyskaniem finansowania.**

Biorąc powyższe pod uwagę, w każdej grupie spółek, czy to małych, czy

blue chipów można znaleźć ciekawe pomysły na ciężkie czasy. Na pewno jednak w przypadku WIG20 trudniej będzie popełnić poważną inwestycyjną pomyłkę. Duże spółki mają swoje zalety podczas spowolnienia. Jak mówi przysłowie, „nim gruby schudnie, chudego diabli wezmą”.

Grzegorz Zatryb

Główny Strateg

SKARBIEC Holding Sp. z o.o.

Co dla globalnych inwestorów rzeczywiście oznacza trzecia runda luzowania ilościowego w USA?

Odpowiadając na tak postawione pytanie, trzeba zastanowić się, dlaczego luzowanie ilościowe jest przeprowadzane. Tradycyjny środek polityki pieniężnej, jakim są stopy procentowe, jest już na poziomie zerowym i trudno go obniżyć jeszcze bardziej. FED, ale też inne banki centralne, stara się nie dopuścić do powstania deflacji oraz spadku cen aktywów, gdyż podniosłoby to realne stopy procentowe. Deflacja i rosnące realne stopy procentowe sprawiłyby, że konsumenci mogliby wstrzymać się z zakupami, a zadłużenie w kategoriach realnych rosłoby. **Programy luzowania ilościowego służą temu, aby zwiększać płynność w systemie, utrzymywać ceny aktywów oraz produktów na odpowiednim poziomie, tzn. nie dopuszczać do gwałtownych spadków.**

Co więc oznacza trzecia runda luzowania ilościowego? **Ten program, inaczej niż poprzednie, będzie skoncentrowany w segmencie papierów hipotecznych.** Nowością jest też to, że FED nie dał jasnego przedziału czasowego działania programu, a zapowiedział jedynie, że będzie on prowadzony do czasu po-

prawy na amerykańskim rynku pracy. Jakie będą efekty programu? Myślę że najbardziej mogą one być widoczne w segmencie papierów hipotecznych, ewentualnie korporacyjnych. Spready kredytowe mogą dalej spadać. Kilkadzie-

niało przełożenie na rynek pracy? Na pewno nie bezpośrednio i nie w oczywisty sposób. Segment nieruchomości w USA, a szczególnie rynek nieruchomości mieszkaniowych, najgorsze ma chyba za sobą. Widać, że pojawiają się tam pie-



siąt miliardów dolarów nowych środków plus poczucie innych inwestorów, że „ktoś duży” też kupuje na tym rynku, może podziałać. Czy jednak będzie to

niądzę prywatnych inwestorów, aktywność się zwiększa, a ceny zaczynają rosnąć. Mam wrażenie, że FED chce przyspieszyć to ożywienie albo

„podłączyć się” do trendu, który się rozpoczyna. Rosnąca aktywność w budownictwie może mieć spory wpływ na amerykański rynek pracy.

Myśląc o wpływie luzowania ilościowego trzeba jeszcze zastanowić się nad wpływem na inne instrumenty finansowe oraz dolara. **Duża płynność przy niskiej aktywności gospodarczej moim zdaniem doprowadzi do tego, że małe iskiarki w postaci pozytywnych informacji będą w stanie wprowadzić jakiś lokalny rynek w stan bliski bąbla spekulacyjnego.** Pieniądze cały czas szukają możliwości inwestycyjnych i jeśli akurat gdzieś takowe się pojawiają, będą

się tam pojawiać lokalne hossy. Może to być ropa, pszenica, akcje Apple, a może znaczki pocztowe albo samochody Ferrari z 1958 roku. Do hossy na całym rynku akcji brakuje jednak wzrostu w gospodarce.

Jest jeszcze jeden efekt – kursy walutowe. Tu większość banków centralnych z krajów rozwiniętych przeprowadza jakieś programy luzowania ilościowego bądź je zapowiada. **Trudno więc wyrokować, jakie efekty będą mieć te programy na wzajemne relacje walut.** Najbardziej oczywisty wniosek jest taki, że umacniać się powinny waluty tych krajów emerging markets, które mają płynne kursy waluto-

we i dobre fundamenty gospodarcze. Z jednej strony to elastyczne, konkurencyjne gospodarki, a z drugiej dodatnie realne stopy procentowe, które będzie można obniżyć, jeśli wzrost zaczyna hamować.

Leszek Auda

CIO, Członek Zarządu AXA TFI

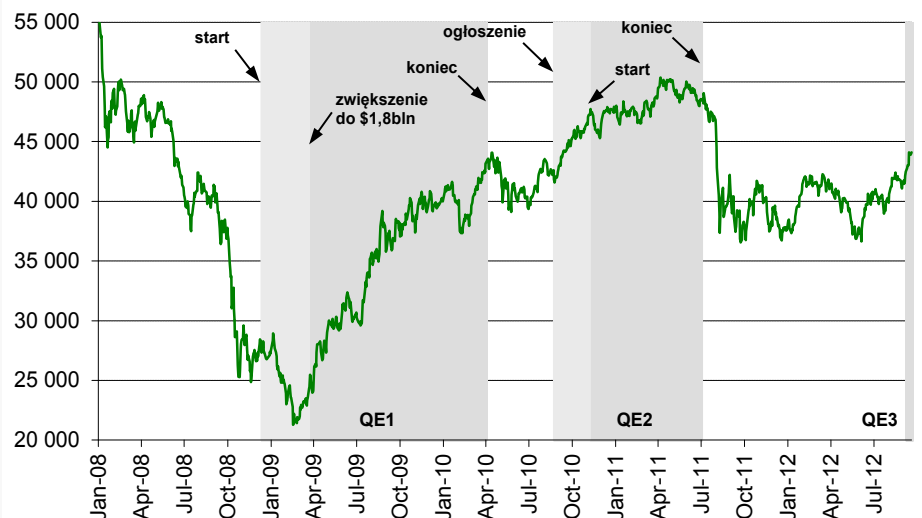
Główny Ekonomista grupy AXA w Polsce

AXA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Jak historycznie programy „luzowania ilościowego” (QE) wpływały na wyceny ryzykownych aktywów. Czy jest to dobry czas na zwiększanie pozycji w akcjach?

W połowie zeszłego miesiąca prezes FED ogłosił długo oczekiwaną decyzję o odnośnie przeprowadzanie trzeciej rundy programu „ilościowego luzowania” polityki pieniężnej (tzw. QE3). **Program ten będzie polegał na skupowaniu przez FED z rynku instrumentów MBS za 40 mld dolarów miesięcznie.** Dotychczas FED skupił 13% z wartego 5,1 biliona rynku MBS. Obecny program przyniesie wzrost interwencji FED na rynku MBS, którego miesięczne emisje wynoszą około 115 mld dolarów. Skupowanie instrumentów MBS ma większy bezpośredni wpływ na koszt kredytów hipotecznych w USA niż skupowanie obligacji skarbowych. MBSy będą kupowane do momentu, aż FED będzie usatysfakcjonowany sytuacją na amerykańskim rynku pracy. Można więc założyć, że program ten będzie miał długi horyzont czasowy. Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) jednocześnie utrzymał w mocy operację twist, która będzie kontynuowana do końca 2012 roku. W ramach operacji twist FED kupi długoterminowe obligacje (od 6 do 30 lat), jednocześnie sprzedając krótkoterminowe obligacje (poniżej 3 lat). **Poprzednie**

Wykres nr 1: Wpływ programów QE1 i QE2 na indeks WIG.



Źródło: Bloomberg, analizy własne.

dwa programy (QE1 i QE2) pozytywnie wpłynęły na stopy zwrotu na rynkach akcji. W trakcie trwania pierwszej rundy „luzowania ilościowego”, podczas której FED kupił papiery o wartości 1,8 biliona dolarów, WIG wzrósł o prawie 60 procent. Drugi program „luzowania ilościowego” o wartości 600 mld dolarów, przyniósł jednak wzrost wartości WIG tylko o 4%.

Wpływ programów QE1 i QE2 na rynek akcji w USA również był pozytywny. W trakcie trwania pierwszej rundy luzowania ilościowego w USA indeks S&P500 wzrósł o prawie 40%. Podczas drugiej rundy luzowania ilościowego, S&P 500 wzrósł zaledwie o 10%.

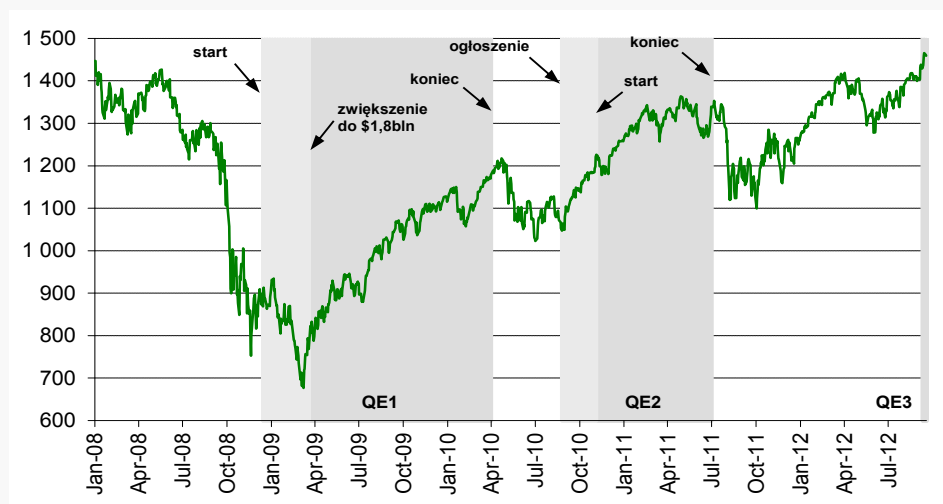
Programy „luzowania ilościowego” przyczyniły się również do hossy na rynkach surowców, czego najlep-

szym przykładem jest wykres cen miedzi, która podczas trwania programu QE1 wzrosła o ponad 100%. Podczas programu QE2 ceny miedzi wzrosły zaledwie o 13%.

Decyzja FED o uruchomieniu trzeciej rundy programu „luzowania ilościowego” nie była zaskoczeniem dla rynków finansowych, ponieważ większość ankietowanych przez Bloombergu analityków prognozowała, że FED we wrześniu ogłosi program QE3. Pomimo braku zaskoczenia rynki akcji zareagowały jednak pozytywnie na ogłoszenie przez FED programu QE3. Zapowiedź programu QE3 w połowie września sprawiła, że WIG wybił się z rocznej konsolidacji osiągając najwyższy poziom od sierpnia zeszłego roku. Z punktu widzenia analizy technicznej dalsze wzrosty na GPW będą stanowić potwierdzenie, że mamy do czynienia ze zmianą trendu z bocznego na wzrostowy na polskim rynku akcji.

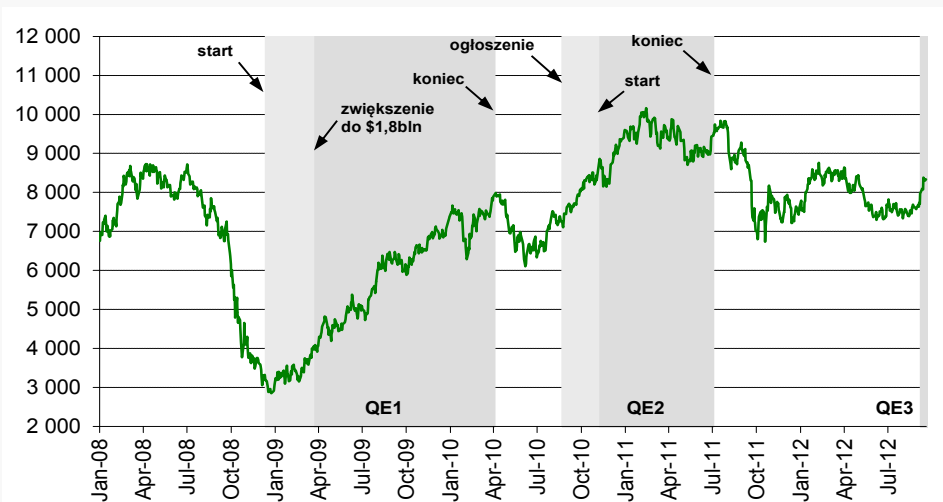
Luzowanie polityki pieniężnej przez banki centralne jest działaniem, które poprawia sentyment na rynkach akcji. Naszym zdaniem program QE3 nie będzie miał jednak tak dużego wpływu na stopy zwrotu na rynkach akcji jak program QE1, ponieważ wielkość tego programu będzie najprawdopodobniej znacznie mniejsza. Dodatkowo, rynki akcji są obecnie na dużo wyższym poziomie niż w 2009 roku. Indeks WIG wzrósł od marca 2009 roku o 100%, a amerykańska giełda odrobiła straty po krachu z lat 2007-2009. Program QE3 jest już naszym zdaniem częściowo zdyskontowany przez indeksy giełdowe, które od czerwca bieżącego roku zanotowały dwucyfrowe stopy zwrotu. **Krótkoterminowo uważamy więc, że przy obec-**

Wykres nr 2: Wpływ programów QE1 i QE2 na indeks S&P 500.



Źródło: Bloomberg, analizy własne.

Wykres nr 2: Wpływ programów QE1 i QE2 na ceny miedzi (w USD).



Źródło: Bloomberg, analizy własne.

nych poziomach potencjał wzrostowy dla rynków akcji jest ograniczony. Wątpliwości rządu hiszpańskiego, czy wystąpić o pomoc finansową do Unii Europejskiej, niepewna przyszłość Grecji w strefie euro oraz pogłębiająca się recesja w niektórych krajach strefy euro może naszym zdaniem negatywnie wpływać na sentyment na rynkach akcji w najbliższych tygodniach. Pomimo wymienionych wcześniej czynników ryzyka, inwestorom posiadającym dłuższy niż półroczny horyzont czasowy rekomendujemy jednak zwiększenie

ekspozycji na rynki akcji poprzez zakup funduszy akcyjnych. Fundusze te naszym zdaniem powinny przynieść wysokie stopy zwrotu w horyzoncie kilku kwartałów, ponieważ spółki notowane na GPW mają obecnie atrakcyjne poziomy wycen.

Wojciech Wasilewski

Zarządzający funduszami

Amplico Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Złoto a QE3, czyli czy złoty kruszec ponownie może święcić triumfy?

Złoto jest jednym z najstarszych i najpewniejszych sposobów ochrony i mnożenia majątku, co szczególnego znaczenia nabiera w niepewnych czasach. Kiedy upadają rządy, zmieniają się ustroje, ceny walut wykazują dużą zmienność - złoto jest wieczne.

Jest poszukiwanym surowcem o wielu zastosowaniach w branży jubilerskiej, przemyśle, ostatnio wróciło również do łask jako lokata kapitału, stając się hitem inwestycyjnym ostatnich lat. **Gorączka**

złota w zasadzie trwa do dziś, chociaż były okresy, kiedy nie cieszyło się ono specjalnym zainteresowaniem.

Lata 80. i 90. - to w zasadzie całkowite odwrócenie od kruszcu. Hossa na tym metalu rozpoczęła się w 2001 roku i trwa w najlepsze do dziś. Argumentów za kontynuacją nie brakuje: od niepewnej sytuacji na rynkach finansowych do obaw o kondycję światowej gospodarki i oczekiwań na inflację. Banki centralne na świecie prześcigają się w drukowaniu

pieniądza, co jak do tej pory słabo przekłada się na poprawę na rynku pracy i koniunktury gospodarczej. Za to rynki finansowe mają paliwo do wzrostu na rynkach, gdzie o bazowe aktywa oparte są kontrakty terminowe.

Ponadto, modne ostatnio ETF-y generują dodatkowy popyt na złoto, wychodząc naprzeciw klientom, którzy kupują ich jednostki (Wykres nr 1). Największy wzrost zapasów złota w funduszach ETF miał miejsce w 2009 r. (o 650 ton), kiedy FED ogłosił pierwszy program QE. Kolejne dwa lata również cechowały się wzrostami, a zainteresowanie inwestorów ponownie przyspieszyło podczas oczekiwań na działania banków centralnych w sierpniu i wrześniu 2012.

Obawy o sytuację w Europie i długoletnia hossa na rynku złota oraz mnóstwo rekomendacji, które sugerują dalsze wzrosty na tym rynku powoduje, że np. w Niemczech wartość złota w posiadaniu obywateli ma większą wartość niż wartość zgromadzona w funduszach akcyjnych. Zasoby osób fizycznych, według ostatnich badań, to ponad dwa razy więcej niż Bundesbank.

Rynki akcji po pięciu latach wróciły w pobliże swoich maksimów, natomiast wartość złota wzrosła o 145% (Wykres nr 2).

Szczególne znaczenie w tym czasie miał 2008 rok, kiedy wartość indeksu S&P500 spadła o 38,5%, podczas gdy cena złota wzrosła o 5%. **Jeśli ceny utrzymają się na obecnych poziomach, to pod koniec 2012 roku złoto odnotuje dwanaście lat nieprzerwanych zysków.**

Złoto a inflacja

Powszechnie uważa się, że złoto jest antidotum na inflację. Jak widać, w ostatnich dziesięciu latach wzrost jego ceny ma mało wspólnego z inflacją, która jest pod kontrolą. Co prawda, ma zabezpieczać przed jej skutkami, ale jak na razie, w latach 80. i 90. inflacja była

Wykres nr 1: Cena złota (l-oś) vs. zapasy złota w funduszach ETF mierzone w tonach (p-oś).



Źródło: Bloomberg.

Wykres nr 2: S&P 500 (l-oś) vs. cena złota (p-oś)



Źródło: Bloomberg.

na wyższym poziomie, a złoto nie było w kręgu zainteresowań inwestorów. Jednak z uwagi na olbrzymie operacje banków centralnych w Japonii, Chinach, USA czy krajach Eurolandu inflacja może być dużym problemem w niedalekiej przyszłości.

Z drugiej strony, te kilkanaście lat nieprzerwanych wzrostów powinno zastanowić nad fair value ceny złota - być może ten poziom to już duże przewartościowanie. A co do inflacji - jej pojawienie może być też skutkiem poprawy ekonomicznej. Wówczas inwestorzy mogą skierować swą uwagę na rynki akcji, ponieważ udziały w spółkach też mogą być pewną formą zabezpieczenia przed inflacją. Potencjał wzrostowy, porównując ostatnie dziesięć lat, przemawia raczej na korzyść rynków akcji. Oczywiście pod warunkiem poprawy w gospodarce światowej.

Jakie są możliwości, aby osoba fizyczna mogła korzystać na wzroście cen złota?

Jest kilka sposobów - najprostsza to kupno złota w formie fizycznej. Złote

monety lub sztabki można nabyć w kanторze, od drugiej osoby, w Mennicy Polskiej lub NBP.

Formy inwestycji w złoto

skiej lub NBP.

Innym sposobem inwestycji w złoto, obciążonym jednakże większym ryzykiem, jest nabycie akcji kopalni złota. Ważnym elementem takiej inwestycji jest analiza kondycji firmy, która jest zależna od wielu czynników niezwiązanych bezpośrednio z samym surowcem...

Trzeci sposób to kupno ETFu, który jest powiązany ze złotem, lub kupno funduszu, którego polityka inwestycyjna zakłada inwestycje na rynku złota. W tym wypadku istotne jest to, czy fundusz spekuluje na rynku złota niekoniecznie obstawiając tylko zwyżki, czy w założeniu ma posiadać ekspozycję na wzrosty.

Każda z tych form inwestycji ma swoje wady i zalety. Kupno sztabek czy biżuterii wiąże się z problemem przechowania. Poza tym kupno fizycznego złota to ra-

czej inwestycja długoterminowa ze względu na bardzo duże koszty transakcyjne.

Kupno jednostek uczestnictwa odpowiedniego ETFu ma dużą przewagę, jeżeli chodzi o płynność, łatwo otworzyć i zamknąć taką inwestycję, dość istotnym kosztem jest jednak prowizja przy nabyciu funduszu.

Jeżeli inwestor oczekuje kontynuacji wzrostu cen złota, a ma długi horyzont inwestycji, to rozsądną wydaje się dywersyfikacja zakładająca zarówno inwestycje bezpośrednio w kruszec, kupno ETFu i nabycie jednostek funduszy, które mają długą pozycję na złocie.

Leszek Milczarek

Zarządzający funduszami

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Banki centralne wspomagają obóz byków



Pierwsze dwa tygodnie września mogły

być dla rynków finansowych i losów euro krytyczne. Odbywało się bowiem bardzo istotne sympozjum Fed w Jackson Hole, posiedzenie zakończył ECB, orzeczenie wydał Trybunał Konstytucyjny Niemiec (TKN) i zakończyło się posiedzenie amerykańskiego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC). W zasadzie wszystkie te wydarzenia pomagały by-

Jako pierwszy pojawił się Ben Bernanke, szef Fed. W swoim wystąpieniu podczas sympozjum potwierdził, że Rezerwa Federalna zrobi wszystko, co będzie konieczne dla ratowania gospodarki. Wszyscy czekali potem na wynik posiedzenia ECB. Okazało się być w pewnym sensie przełomowe. Dowiedzieliśmy się od Mario Draghiego, prezesa ECB, że powstał plan skupu obligacji na rynku wtórnym (OMT). Uwarunkowany będzie przez jego połączenie z działaniem funduszy EFSF/ESM oraz z wypełnieniem przez kraje korzystające z tych funduszy bardzo surowych warunków. Transakcje będą dotyczyć obligacji o zapadalności od 1 do 3 lat i będą sterylizowane. Bank nie podał, jaki będzie limit tego skupu.

Nic dziwnego, że pojawił się optymizm, bo taki program może na pewien czas pomóc krajom takim jak Włochy czy Hiszpania. Nie jest to bazo-oka, czyli nieograniczone kupowanie obligacji bez sterylizacji, ale emitując krótkoterminowy dług odsuną od siebie zagrożenia niewypłacalności i dadzą sobie czas na reformy. Jednak, po pierwsze zwiększą proporcje długu krótkoterminowego do długu ogółem, co zawsze jest bardzo niebezpieczne. Po drugie zaś z pewnością rynki spróbują jeszcze zaatakować długoterminowe obligacje.

12 września odbyło się posiedzenie Trybunału Konstytucyjnego Niemiec (TKN) w sprawie funduszu ESM. Trybunał wy-

dał orzeczenie wystarczające do uznania ratyfikacji paktu fiskalnego. W tej sytuacji to co 13 września zrobił amerykański Komitet Otwartego Rynku (FOMC) miało decydujące znaczenie. Na pozór wydaje się, że zapowiedź skupu 40 mld USD miesięcznie aktywów bazujących na rynku kredytów hipotecznych z przedłużeniem programu TWIST i przedłużenie czasu, do którego stopy pozostaną na niskim poziomie (z 2014 na 2015 rok) nie było niczym nadzwyczajnym, skoro QE1 i QE2 dały w sumie 2.300 mld USD.

FOMC postanowił też jednak, że nie ograniczy QE3 ani czasem ani wartością. Komunikat stwierdzał, że program

będzie kontynuowany do momentu uzyskania trwałej poprawy na rynku pracy i tak długo jak długo inflacja będzie pod kontrolą.

Jak widać, banki centralne doprowadzały do sytuacji, z której obóz byków może się tylko cieszyć. Nic dziwnego, że amerykańskie indeksy szturmowały pięcioletnie szczyty, a europejskie podążały za nimi. To jednak już przeszłość. Co nas teraz czeka? W październiku rozpoczyna się sezon raportów kwartalnych amerykańskich spółek, a to od wielu kwartałów doprowadzało do wzrostu indeksów. Potem obawa przed przepaścią fiskalną w USA (w końcu roku wy-

gasają zwolnienie podatkowe ery Busha i wchodzi automatyczne cięcia wydatków budżetowych) oraz przed atakiem Izraela na Iran (w 2013 roku) powinny doprowadzić do poważniejszej korekty. Byłaby to jednak okazją do kupna akcji, bo banki centralne i rządy nie są jeszcze pozbawione amunicji.

Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

Przegląd sytuacji na rynku złota

Wraz z ogłoszeniem trzeciego programu skupu aktywów w Stanach Zjednoczonych (QE3) na rynkach kapitałowych zapanowała konsternacja. Jedni mówili, że kolejne drukowanie dolarów będzie napędzać dalszy wzrost cen aktywów, wskazując, że najbardziej skorzystają na tym surowce, z kolei inni zwracali uwagę na fakt, że każda kolejna runda luzowania ma coraz mniejsze znaczenie i nie będzie już tak silnym stymulantem do dalszych wzrostów. **W takich okolicznościach szczególnie uważnie warto**

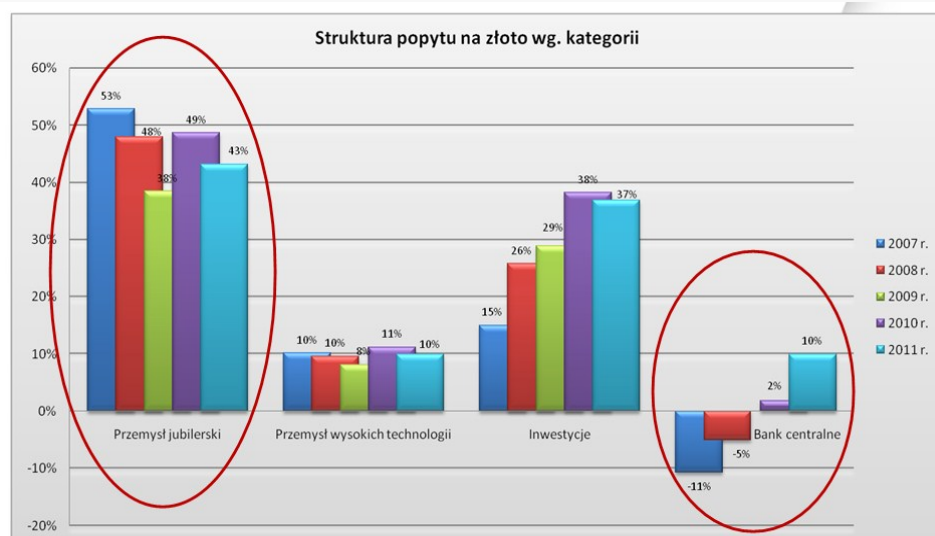
przyrzeć się złotu, które jako aktywo uznawane za najlepiej chroniące przed inflacją powinno w warunkach kolejnej rundy quantitative easing zyskiwać najbardziej.

Zanim zaczniemy analizować wpływ luzowania ilościowego na wycenę złoto-kruszcza, warto przyrzeć się kilku fundamentalnym parametrom. Analizując strukturę popytu, szczególną uwagę należy zwrócić na popyt ze strony przemysłu jubilerskiego oraz banków centralnych. Dwie pozostałe gałęzie wydają się

mieć mniejsze znaczenie. Złoto wykorzystywane w przemyśle stanowi zaledwie ok. 10% popytu i na przestrzeni ostatnich pięciu lat zachowywało się bardzo stabilnie, nawet pomimo obaw o stan globalnej gospodarki. Podobnie wygląda sytuacja popytu inwestycyjnego. Pomimo docierających głosów o bańce spekulacyjnej na złocie, inwestorzy w dalszym ciągu chętnie kupują sztaby, monety czy inwestują w fundusze ETF.

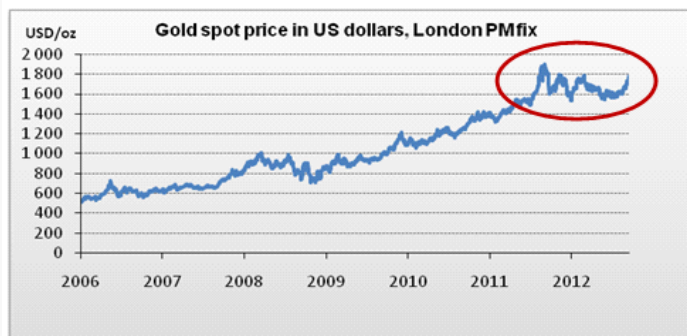
Spoglądając na wykres nr 1 pewien niepokój może budzić dość mocny spadek popytu jubilerskiego w 2011 r., który jeszcze w 2010 r. odpowiadał za blisko połowę globalnego popytu, a w 2011 r. już tylko za 43 proc. Za tę sytuację odpowiedzialne są głównie Indie, które generują ponad 40 proc. całego popytu jubilerskiego, a w 2011 r. odnotowano w tym kraju blisko 15-proc. spadek zapotrzebowania na złoto jubilerskie. Za taki stan rzeczy odpowiada jednak wyłącznie cena. Podczas gdy inwestorzy w Europie czy USA postrzegali sytuację na złocie tak jak na wykresie nr 2, czyli obserwowali pewnego rodzaju konsolidację pod historycznymi szczytami, to w Indiach cena złota za 10 g przekroczyła 30 tys. rupii i osiągnęła najwyższą cenę w historii (wykres nr 3). Sytuacja ta spowodowana była bardzo dużą przeceną walut

Wykres nr 1: Struktura popytu na złoto wg kategorii.



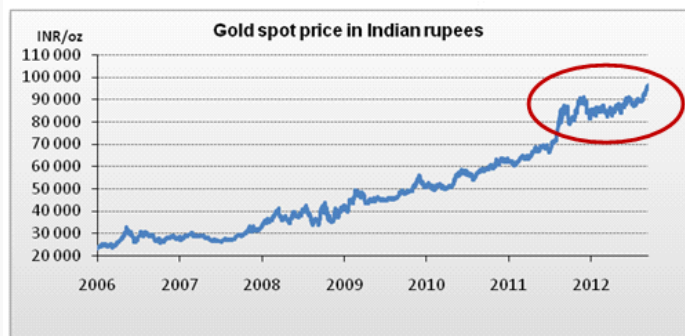
Źródło: LBMA, Thomson Reuters GFMS, World Gold Council.

Wykres nr 2: Gold spot price in US dollars, London PMfix.



Źródło: Reuters Datastream, LBMA, World Gold Council.

Wykres nr 3: Gold spot price in Indian rupees.



Źródło: Reuters Datastream, LBMA, World Gold Council.

krajów emerging market, które w okresie niepewnej sytuacji gospodarczej na świecie uległy ogromnej deprecjacji (rupia w pierwszym półroczu 2012 r. straciła do dolara ponad 18 proc.). Pomimo tej nie najlepszej sytuacji przyszłość popytu w Indiach rysuje się w znacznie jaśniejszych barwach. W drugim półroczu w Indiach rozpoczyna się sezon ślubów, a na przełomie października i listopada trwać będzie festiwal Diwali, czyli jednym słowem rozpoczyna się tradycyjny okres, w którym Hindusi obdarowywują się złotem. Dodatkowo, z czasem powinni się oni przyzwyczaić do wysokich cen złota, a zatem czynnik psychologiczny powinien zanikać.

Zdecydowanie więcej dzieje się wśród banków centralnych, które dopiero od niedawna zaliczać można do źródeł popytu na złoto (w 2010 r., po raz pierwszy od 21 lat, banki centralne stały się kupcami netto złota). Ale

prawdziwy rekord osiągnięty został w 2011 r., banki kupiły wówczas blisko 460 ton złota (+490% r/r), czyli najwięcej od 1964 r. Wcześniej, w latach 1989 – 2007 banki centralne sprzedawały średnio od 400 do 500 ton złota rocznie.

Można sobie zadać pytanie, po co tak właściwie banki kupują złoto, skoro wcześniej masowo się go pozbywały. Wśród najważniejszych powodów wymienić należy chęć zdywersyfikowania rezerw walutowych, zabezpieczenia się przed ujemnymi realnymi stopami procentowymi, czy chęć uzyskania odpowiedniego balansu pomiędzy walutami a złotem w swoich rezerwach walutowych. Ten ostatni argument przyświeca przede wszystkim bankom centralnym mniejszych krajów, które posiadają niewiele złota w swoich rezerwach (mniej niż 10 proc.), a chcą dążyć do średniej krajów wysoko rozwiniętych (średni udział złota w rezerwach na poziomie 40 proc.). Spo-

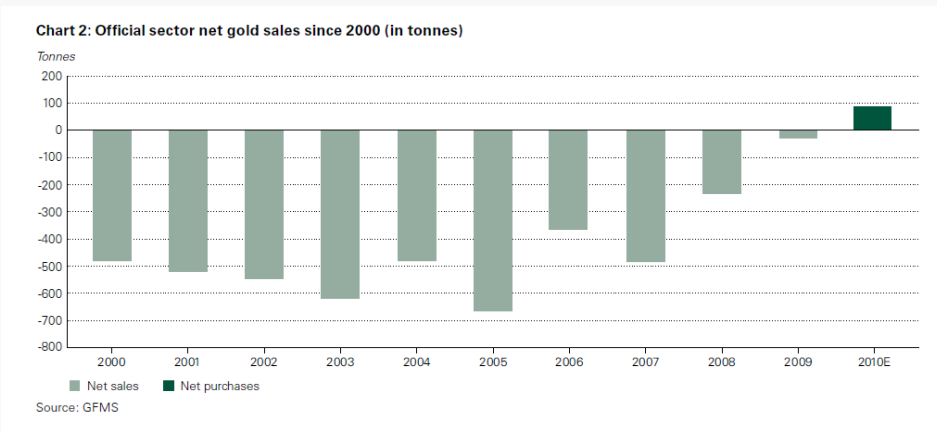
glądając na ostatnie raportowane przez banki zakupy, od razu można zauważyć, że to właśnie one generują zwiększony popyt. Wśród krajów tych wymienić można chociażby Kazachstan, Ukrainę, Serbię czy Gwatemalę. Wydaje się więc, że popyt na złoto ze strony banków centralnych nie jest jednorazowym czynnikiem, a mniejsze kraje świata będą chciały na trwałe uniezależnić się od amerykańskiego dolara.

Wracając do tematu przewodniego, czyli wpływu zapowiedzianej trzeciej rundy luzowania ilościowego w USA na ceny złota, warto przyrzeć się, jak zachowywały się różne aktywa w czasie wcześniejszych rund „drukowania” (wykres nr 5).

Można zauważyć, że każda kolejna operacja otwartego rynku rzeczywiście ma mniejszy wpływ na wycenę akcji i złota, ale co ciekawe spadek dynamiki w przypadku kruszcu jest zdecydowanie wolniejszy niż w porównaniu z amerykańskim indeksem S&P500. Najgorzej w tym zestawieniu wypada rodzimy WIG20, który zachowywał się niemal całkowicie obojętnie w stosunku do prowadzonej przez banki centralne polityki.

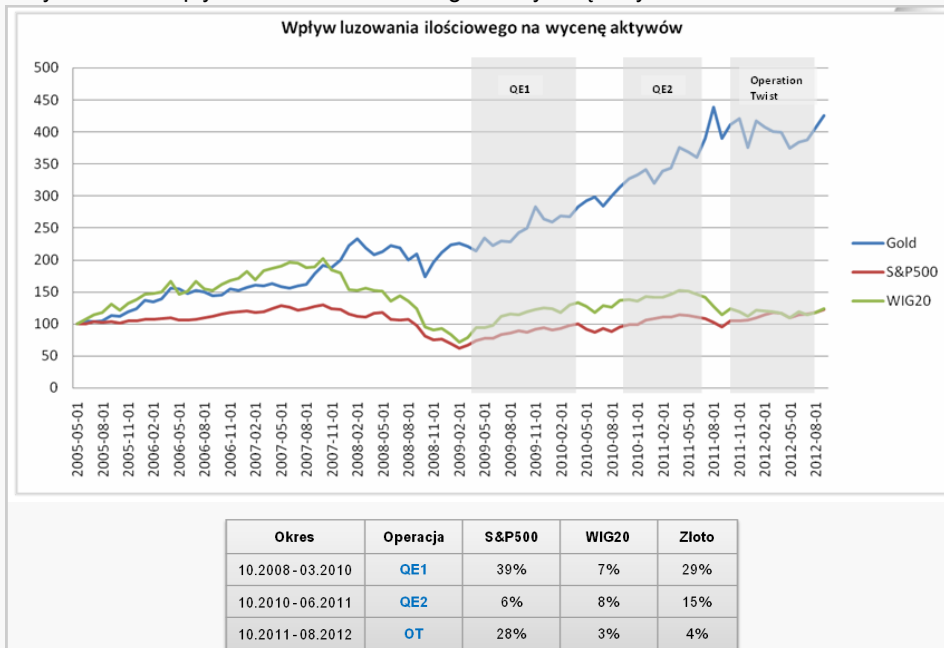
Ta jednak w przyszłości będzie mieć bardzo duże przełożenie na poziom inflacji, a co za tym idzie ochrona wartości zgromadzonego kapitału będzie wówczas zadaniem podstawowym. **Zmiany cen jak na razie pozostają na stabilnych poziomach, jednak jeśli ekspansywna polityka będzie dalej prowa-**

Wykres nr 4: Official sector net gold sales Since 2000 (in tonnes).



Źródło: World Gold Council.

Wykres nr 5: Wpływ luzowania ilościowego na wycenę aktywów.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.stooq.pl.

dzona inflacja w końcu wybuchnie. To czy będzie ona bardzo wysoka czy zaledwie podwyższona nie jest aż tak istotne, gdyż cena złota w ostatnich latach bardziej skorelowana jest z oczekiwaniami

mi przyszłej inflacji niż ją samą. Po zapowiedzi przez szefa Fed skupu aktywów w ramach QE3 oczekiwania te bardzo dynamicznie wzrosły, przez w najbliż-

szych kwartałach należy się spodziewać swoistej „pogoni” ceny uncji złota.

Podsumowując, wydaje się, że na rynku złota skumulowała się duża liczba pozytywnych informacji, które powinny przłożyć się na wzrost jego ceny zarówno w krótkim jak i średnim terminie. Oprócz korzystnej sytuacji technicznej kruszec powinien drożeć z powodu zwiększonego popytu jubilerskiego w Indiach, akumulowaniu złota przez banki centralne czy zwiększonego ryzyka wzrostu inflacji. Nie ma oczywiście stuprocentowej pewności, że złoto ponownie stanie się królem, jednak wydaje się, że ulokowanie ok. 10-15 proc. portfela w złoto, przy obecnych poziomach i oczekiwaniach jest bardzo dobrym zagranem inwestycyjnym.

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 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.