

# Biuletyn Inwestycyjny Xelion

NR 01(35) 28 stycznia 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,**

„Jaki styczeń, taki cały rok” - tę ludową mądrość słychać często nie tylko w codziennym życiu, ale również w środowiskach finansowych i na giełdowych parkietach. Pojawia się ono również kilkakrotnie w aktualnym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion. Czy nasi eksperci wierzą w to powiedzenie i jak oceniają jego sprawdzalność dowiemy się już na kolejnych stronach Biuletynu. Ponadto, w tym numerze wyruszamy w poszukiwanie czarnego łabędzia, który może zaskoczyć nas w nadchodzących 12 miesiącach.

A na koniec, jak zwykle, poobserwujemy finansową rzeczywistość okiem Piotra Kuczyńskiego.

Zachęcamy do lektury!

## W numerze:

-  w poszukiwanie czarnego łabędzia udaje się Adam Łaganowski z ING TFI S.A.,
-  o ożywieniu gospodarczym opowiada Artur Jusiński z TFI Allianz Polska S.A.,
-  prawdziwość „mądrości ludowych” sprawdza Tomasz Hońdo z Quercus TFI S.A.,
-  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)

## Poszukując "czarnego łabędzia", czyli co może zaskoczyć inwestorów w 2014 roku

**Czarny łabędź to zdarzenie bardzo mało prawdopodobne, które jest zaskoczeniem dla obserwatorów i ma istotne konsekwencje dla rynków finansowych.** Z czasem takie zdarzenia ocenia się jako wytłumaczalne i dające się przewidzieć.

**Tutaj dość łatwo można wskazać anty-łabędzia, czyli to co jest bardzo prawdopodobne i nie będzie zaskoczeniem dla rynków.** Szeroko oczekuje się dalszego stymulowania gospodarek przez banki centralne – zwłaszcza przez ECB, który odniósł najmniejsze sukcesy w skuteczności programu LTRO zapoczątkowanego na dużą skalę w 2012 roku. Nie będzie wielkim zaskoczeniem wprowadzenie ujemnej stopy procentowej w strefie euro, która, jak się można domyślać, spowoduje szybsze krążenie pieniądza w gospodarce i wymusi konsumpcję i inwestycje. Konsensus rynkowy to także niechęć do rynków wschodzących – które są naturalnymi ofiarami wzrostu rentowności amerykańskich obligacji i niskich cen surowców. W 2013 roku mieliśmy już trzeci rok relatywnej słabości rynków wschodzących i kilka epizodów paniki na giełdach oraz rynkach walutowych.

Ewidentne czarne łabędzie ostatnich lat to upadek Lehman Brothers, AIG, program TARP (2008), kryzys PIIGS (2010), wybuch wulkanu w Islandii (2010) i tsunami w Japonii (2011), a także obniżenie ratingu USA i kryzys związany z limitem zadłużenia (oba w 2011). Kilka mniejszych związanych jest przede wszystkim z Grecją, Cyprzem i rynkami obligacji w Hiszpanii i we Włoszech.

**Obecnie, na początku 2014 roku można odnieść wrażenie, że inwestorzy nie czują strachu.** Indeks VIX, mierzący zmienność dla S&P500, jest na bardzo niskich poziomach. Dodatkowo, inwestorzy chętnie wyprzedają złoto, a stopy

procentowe na całym Zachodzie są bliskie zera. Gdy inwestorzy nie czują strachu, giełdy stoją przed szansą na wejście w najbardziej zyskowną część handlu – euforię. Nie widzieliśmy tego zjawiska już dawno, bo chociaż w Europie Zach., USA i Japonii mamy ewidentną hossę, po wskaźnikach wycen ani dynamice wzrostów nie widać stóp zwrotu znanych z końca baniek spekulacyjnych. P/E dla S&P500 na poziomie 19 nie straszy w sytuacji, gdy zyski amerykańskich spółek powinny wzrosnąć o 10% w 2014 roku.

**Przyłot czarnych łabędzi w 2014 roku – poza ich naturalnym występowaniem wśród zjawisk naturalnych takich jak trzęsienia ziemi czy ataki terrorystyczne - może nastąpić z kierunku rynku obligacji skarbowych.** Mimo olbrzymich zakupów obligacji przez FED i BoJ w ostatnich latach, rentowności obligacji weszły w dość zdecydowaną hossę – czyli ich ceny w bessę. Poziom historycznego minimum na 10-letnich obligacjach wyemitowanych przez rząd USA 1,62% to już zamierzchła przeszłość. Stratedzy ING IM International spodziewają się z obecnego poziomu 2,88% dalszego wzrostu i osiągnięcia pułapu maksymalnie 3,5% w 2014 roku. Co jednak, gdy FED zdecyduje się na mocniejsze ograniczenie programu skupienia aktywów? Już w obecnej chwili odpływy z funduszy amerykańskich obligacji są najwyższe w historii, choć nie ma powodów do określania ich jako niekontrolowane. A gdy zobaczymy rentowności amerykańskich 10-latek na poziomie 5%? Będzie to niewątpliwie czarny łabędź, a jedynym pewnikiem inwestycyjnym będą inwestycje oparte o zmienną stopę procentową lub krótkoterminowe depozyty. Po tym wzroście analitycy uznają jednak, że nie był to czarny łabędź, ale zjawisko dające się dobrze przewidzieć. Amerykanie żyli już prze-



cież w czasach 2-cyfrowych rentowności obligacji i nie są to czasy tak bardzo odległe. Ich 50-letnia średnia to około 6,6% - poziom, do którego powrót zdecydowanie pozmienia układ sił na rynkach finansowych.

### Adam Łaganowski

Manager ds. Dystrybucji, CFA

ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Debiuty giełdowe w 2014 r. - czyli jak pod względem IPO może wyglądać nowy rok

Miniony rok można zaliczyć do udanych pod względem aktywności rynku ofert publicznych (wzrost w stosunku do ubiegłego roku wyniósł około 25%).

Tradycyjnie już pierwsze miejsce w tej kategorii należy do rynku amerykańskiego, na którym wartość transakcji wyniosła 283 mld USD. Największą pod względem wielkości była oferta nowych akcji banku Barclays o wartości 10 mld USD.

Na polskim rynku miały miejsce debiuty 23 spółek o łącznej wartości ponad 5 mld zł (o ponad połowę więcej niż w 2012 roku). Największe oferty rynkowe związane były tradycyjnie z procesami prywatyzacyjnymi. Prywatyzacja Energi za 2,4 mld zł oraz PKP Cargo za 1,4 mld zł, były kluczowymi z punktu widzenia znaczenia dla rynku. Średnia wartość pozostałych ofert IPO (z wyłączeniem wspomnianych Energi i PKP) wyniosła około 50 mln zł. W tej grupie do największych należała oferta Newagu (398 mln zł), Polskiego Holdingu Nieruchomości (239 mln zł) oraz grupy Capital Park (136 mln zł).

Ubiegły rok był także okresem relatywnie wzmoczonej aktywności ofert w ramach tak zwanej przyspieszonej budowy księgi popytu. Było tak w przypadku sprzedaży akcji PKO (5,2 mld zł), Pekao (3,7 mld zł), Azotów Tarnów (0,6 mld zł), Kruka (0,25 mld zł) oraz wielu pomniejszych. Szacunki wskazują, iż rynek polski (instytucje oraz inwestorzy indywidualni) partycypowali w ofertach sprzedaży zarówno spółek nowych, jak i istniejących na kwotę około 15 mld zł.

**Zasoby prywatyzacyjne Skarbu Państwa szacowane są, uwzględniając wszystkie możliwe projekty, na 10-15 mld zł z zastrzeżeniem, że na chwilę obecną żadne informacje nie są jeszcze potwierdzone.** W grę wchodzi kolejne pakiety PKOBP (potencjalnie 3 mld zł), PZU (3,5 mld zł), Energi (0,6 mld zł), JSW (0,6 mld zł), PGE (3 mld zł). Również sektor górniczy wciąż czeka na pry-

watyzację, MSP może rozważać oferty Węglokosu, Katowickiego Holdingu Węglowego (KHW) lub Kompanii Węglowej. Wydaje się jednak, że niskie ceny węgla nie sprzyjają wynikom sektora górniczego i prywatyzacja może zostać odłożona na kolejne lata.



**Powołując się na szacunki prasowe Pulsu Biznesu, w chwili obecnej około osiemdziesięciu spółek jest na różnym etapie przygotowań do debiutu. Są wśród nich spółki notowane już na NewConnect, spółki należące do notowanych grup kapitałowych, emitenci zagraniczni oraz potencjalni kandydaci do prywatyzacji.** Przykładami mniejszego „kalibru” w stosunku do ofert prywatyzacyjnych są upublicznienie Polskiej Grupy Farmaceutycznej zapowiadane przez Pelion, wprowadzenie na GPW Inpostu sygnalizowane przez Integer, debiut Krakowskiego Kredensu z grupy Alma. Kolejnymi podmiotami mającymi aspiracje giełdowe są także: Siódemka, operator kablowo-telekomunikacyjny Multimedia Polska, sieć odzieży dziecięcej Wójcik Fashion Group, deweloper Murapol, bukmacher STS, dystrybutor sprzętu mobilnego Manta Multimedia, dostawca Biedronki - U Jędrusia, Polski Bank Przedsiębiorczości, CTL Logistics, Iplex, Targi Kielce, StoneMaster, Grupa Medort, Wroclavia-Bio, Oxycrom, Oshee, Szpitale Tczewskie, Iglotex, EP Service, P4 (operator sieci Play), Nitroerg, Grupa XTB, Hotele Diament, Celon

Pharma, Instalexport, Deni Cler, Oceanic, Grupa Meble.pl, Gremi Media (dawniej Presspublica), Sefako, Icon Real Estate.

Powodzenie tych „ambitnych” planów zależy głównie od koniunktury panującej na rynkach giełdowych. **Perspektywa trendu wzrostowego na GPW powinna być utrzymana, jeśli nadal poprawiać się będzie tempo wzrostu gospodarczego.** Utrzymanie niskich stóp procentowych będzie istotnym warunkiem przepływu kapitałów z rynku długu/depozytów na rynek akcyjny. Niewiadomą pozostaje wpływ zmiany istniejącego systemu otwartych funduszy emerytalnych (w drugiej połowie roku system znajdzie się w sytuacji odpływu środków).

Warto jednak zauważyć, że pomimo dużej liczby potencjalnych debiutów, ich ogólna wartość może być dużo niższa w sytuacji braku dużych prywatyzacji. Zakładając około 40 debiutów o średniej wartości 50 mln zł, oferta nowych emisji wyniosłaby raptem 2 mld zł. Taka podaż powinna z powodzeniem zostać przyjęta przez rynek, nawet w sytuacji braku napływu świeżej gotówki do otwartych funduszy emerytalnych. Dla przykładu, w połowie stycznia 2014 rynek zaabsorbował transakcję sprzedaży pakietu Enei o wartości 1 mld zł. **A zatem wydaje się, że rynek pierwotny będzie w bieżącym roku wciąż bardzo aktywny.** Prawdopodobnie ceny w pierwszych ofertach publicznych będą także atrakcyjne. Inwestorzy, w szczególności OFE, będą dużo bardziej selektywni pod względem jakości oferowanych spółek oraz będą oczekiwać „zauważalnego” dyskonta w stosunku do spółek notowanych.

#### Artur Jusiński

Zarządzający Allianz Stabilnego Wzrostu Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

## Giełdowe „ludowe mądrości” – czy warto im ufać?

**Jaki styczeń/pierwszy tydzień,  
taki cały rok.**

**Sell in May and go away.**

Czy tego rodzaju popularne „zalecenia” giełdowe mają sens?

Co roku inwestorzy giełdowi mogą usłyszeć powtarzane przez media popularne powiedzenia, które mają ponoć stanowić kierunkowskaz na pozostałą część roku. W styczniu, przykładowo, często słychać o tym, że „jaki początek roku, taki cały rok”. Z kolei późną wiosną do gry wchodzi powiedzenie „sell in May and go away”.

Czy te zaczerpnięte z Wall Street powiedzenia mają jakąkolwiek użyteczność dla polskich inwestorów?

Zacznijmy od pierwszej ze wspomnianych reguł, która zwana bywa „barometrem styczniowym”. Według niej kierunek zmian indeksów giełdowych w

styczniu stanowi prognozę na cały rok, czyli innymi słowy – styczeń wyznacza kierunek trendu na pozostałe miesiące.

**Z naszej analizy wynika niestety, że działanie barometru styczniowego na warszawskim parkiecie pozostawia sporo do życzenia.** W dotychczasowej historii GPW zadziałał w 12 spośród 22 lat (9 razy trafnie zapowiadał kontynuację trendu wzrostowego, 3 razy przewidywał kontynuację bessy, zaś 10 razy prognoza okazała się błędna).

Słabo wypada też taka wersja barometru, która zakłada, że „jaki pierwszy tydzień, taki cały rok”. W przeszłości WIG kończył pierwsze pięć sesji roku na minusie osiem razy. Tylko w połowie przypadków trafnie zapowiadało to spadek indeksu w całym roku.

Może lepiej wypada pod tym względem popularna, co rok powtarzana przez media maksyma: „sell in May and go away”, co można by przetłumaczyć jako: „sprzedaj w maju i uciekaj/jedź na wakacje”? Według popularnej interpretacji

oznacza to w praktyce, że akcje należy sprzedać na koniec maja i odkupić je na początku listopada (w okolicach Halloween – z tego względu zalecenie to bywa zwane też „wskaźnikiem Halloween”). Ponoć pozwala to uniknąć okresu słabszej koniunktury giełdowej w lecie i słynącym z krachów październiku.

**Jeśli słabszą koniunkturę zdefiniujemy jako spadek WIG, to okazuje się, że z taką sytuacją w okresie czerwiec-październik inwestorzy mieli do czynienia w 11 latach, czyli ... dokładnie w połowie wszystkich przypadków. Użyteczność omawianej reguły można by zatem porównać do wyniku rzutu monetą...**

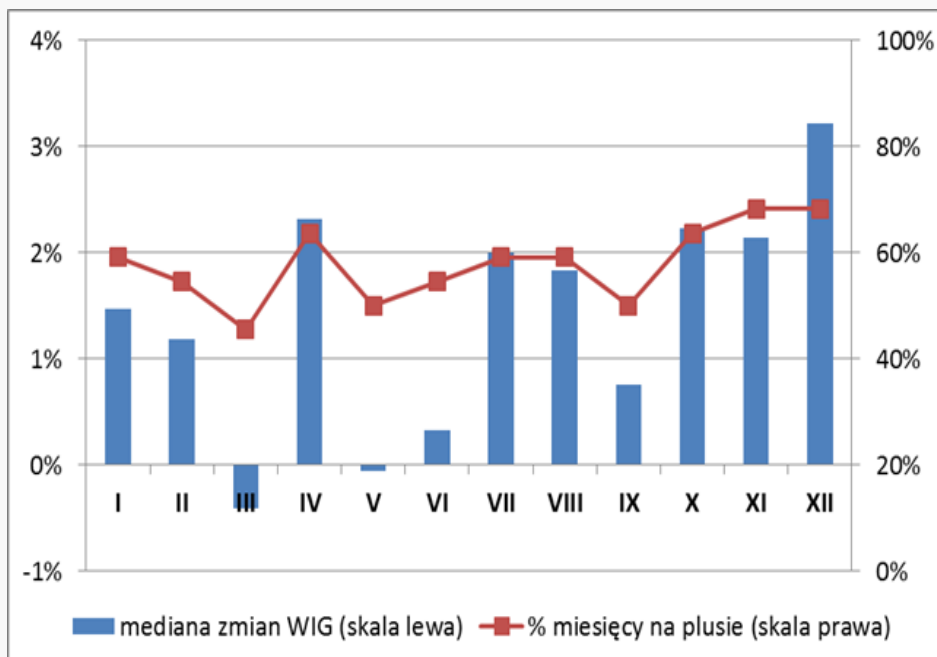
Czy oznacza to, że zasadę „sprzedaj w maju i odkup na Wszystkich Świętych” można wyrzucić do kosza? Zanim to zrobimy, spróbujmy rozebrać ją na części pierwsze, badając zmiany WIG w poszczególnych miesiącach roku.

Okazuje się, że zgodnie z omawianą zasadą do najbardziej udanych miesięcy roku należały listopad i grudzień. WIG zyskiwał wówczas przeciętnie odpowiednio 2,1% i 3,2% (mediana). Oba miesiące należały przy tym do najbardziej przewidywalnych – zyski pojawiły się w niemal 70% przypadków (tak przewidywalny nie był żaden inny miesiąc).

Oczywiście owe 70% - choć to relatywnie wysoka wartość – oznacza jednak, że pozostałe 30% przypadków przyniosło straty. Do tej grupy zaliczył się choćby listopad-grudzień 2013 r.

W miarę dobre wyniki w listopadzie-grudniu to zresztą jedyna zauważalna prawidłowość. Wbrew temu, co zaleca zasada „sprzedaj w maju”, całkiem niezłe historycznie były miesiące letnie. Niezgodny z omawianą „ludową mądrością” okazuje się również fakt, że najslabszym miesiącem roku historycznie był marzec, który przyniósł średnio straty na poziomie 0,4% (WIG spadł w tym miesiącu w

Wykres nr 1: Jak zmieniał się WIG w poszczególnych miesiącach roku w przeszłości (dane dla lat 1992-2013).



Źródło: Qnews.pl.

55% przypadków – to również najslabszy wynik na przestrzeni całego roku).

**Ogółem rzecz biorąc, wydaje się, że na podstawie zależności sezonowych, których wyrazem są znane giełdowe powiedzenia, trudno byłoby zbudować niezawodną strategię inwestycyjną.** Wystarczy wspomnieć, że w ubiegłym roku zalecenie „sell in May” okazało się zupełnie nietrafne: akcje zamiast sprzedawać opłacało się kupować w końcu maja, zaś historycznie zwykle udany okres listopad-grudzień tym razem oka-

zał się zaskakująco słaby. **Naszym zdaniem dużo istotniejsze jest analizowanie czynników fundamentalnych, takich jak cykl koniunkturalny, stopy procentowe i wyceny akcji oraz wskaźników sentymentu rynkowego.**

**Tomasz Hońdo**

Starszy Analityk

Quercus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Okiem Piotra Kuczyńskiego: Niejednoznaczny początek roku



W okresie naszej polskiej przerwy świątecznej (te nieliczne dni, w których nasze rynki pracowały można określić mianem nieistotnych dla szerszego obrazu) na rynkach amerykańskich i europejskich w końcu roku trwało delikatne podciąganie indeksów (swoiste window dressing), ale początek roku rozpoczął się od przeceny.

Potem było lepiej, ale nastroje na giełdzie zmieniały się jak w kalejdoskopie.

Powód początkowej przeceny był w zasadzie jeden – ogólne oczekiwanie na korektę. W komentarzach mówiło się przede wszystkim o tym, że rynek przeszedł za daleko. **Tyle tylko, że jeśli tak wielu mówi o korekcie, to zazwyczaj ona się nie realizuje.** W momencie pisania komentarza wyglądało na to, że właśnie ta mniejszość będzie miała rację. Rozpoczął się bowiem sezon ra-

portów kwartalnych amerykańskich spółek, a to od wielu kwartałów pomagało bykom.

Co prawda czeka nas 6 lutego sprawa podniesienia limitu zadłużenia USA, ale Jack Lew, sekretarz skarbu, nie mogła szkodzić rynkowi w styczniu. **Mówi się, że jaki początek stycznia, taki będzie też i jego koniec, a jaki styczeń taki też będzie cały rok, ale ja bym nie radził polegać na tych statystycznych prawidłach.** Często jest zupełnie na odwrót. Dlatego też nie uważam, żeby do zakończenia stycznia należało przywiązywać większą wagę.

Na przełomie roku Senat USA zatwierdził kandydaturę pani Janet Yellen na stanowisko szefa Rezerwy Federalnej. To ważna decyzja i już od marca będzie miała znaczenie dla rynków finansowych. Yellen uważana jest za jeszcze bardziej „gołębio” nastawioną do polityki monetarnej niż Ben Bernanke, obecny szef Fed, więc rynki finansowe są z tego wyboru zadowolone. Nie znaczy to jednak, że Yellen gwarantuje kontynuację skupu aktywów (druku dolarów) na obecnym poziomie.

Ben Bernanke nieco ułatwił Yellen zadanie, bo Komitet Otwartego rynku (FOMC) w grudniu podjął decyzje o zmniejszeniu

zakupów o 10 mld dolarów (z 85 mld) miesięcznie. Janet Yellen będzie teraz musiała (ze swoimi kolegami, ale to ona będzie miała głos decydujący) skrupulatnie obserwować to, co dzieje się w gospodarce. Szczególnie ważne jest to, co dzieje się na rynku pracy. **Zakładam, że Fed nieco zmodyfikuje warunki zmuszające FOMC do zaostrzenia polityki monetarnej.** Uważam też, że droga przyjęta przez Komitet nie jest jednokierunkowa. Jeśli gospodarka znowu ugrzęźnie na mieliźnie to Fed natychmiast zwiększy skalę zakupów aktywów.

Na GPW okres świąteczny był okresem znacznego spadku aktywności graczy. Obroty były kosmetyczne. Kosmetyczna była też zmiana WIG20 – lepiej zachowały się indeksy mniejszych spółek. W żadnym wypadku nie można było traktować tych sesji jako prognostycznych. Drugi tydzień stycznia był jednak do czwartku dla GPW znowu bardzo słaby. W piątek, 10 stycznia, indeksy dużych spółek zakończyły dzień neutralnie i zobaczyliśmy światełko w tunelu – obrót był bardzo duży. Często taki obrót pojawia się w kluczowych dniach odrotu. Tak było i tym razem – indeksy w kolejnych dniach rosły. Rosły mimo tego, że Wall Street zachowywała się niejednoznacznie.

Było to zachowanie logiczne, bo nasz rynek dużych spółek nie ma czego korygować (w dół) w odróżnieniu od rynków rozwiniętych. Poza tym inwestorzy zakładali, że OFE już przygotowały portfele do czekającej je rewolucji i więcej agresywnie sprzedawać nie muszą. Sytuacja z pewnością zmieniłaby się na gorsze, gdyby inwestorzy uwierzyli, że na giełdach globalnych rozpoczęła się większa

korekta. To nie jest jednak ten przypadek, a skoro tak, to styczeń powinien być dla GPW niezłym miesiącem.

**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)