

W co inwestować w 2012 roku?

EFIX
DOM MAKLERSKI

Patron medialny



Spis treści

I. Kluczowe wnioski

II. Analiza makroekonomiczna

Strefa euro – wyboista i kręta ścieżka w kierunku stabilności

USA – brak powodów do niepokoju

Chiny - ponownie odporne na kryzys

Ropa

Miedź

Złoto

III. Analiza techniczna

Rynek kapitałowy

UJĘCIE GLOBALNE: The Global DOW

EUROPA: DAX – oko cyklonu?

WIG – druga faza wzrostowej korekty?

AMERYKA: S&P500 i Nasdaq100 – silne indeksy dotychczas odporne na kryzys

AZJA: SHANGHAI B-SHARE - szansa na duży wzrost?

Rynek Towarowy

Złoto: rynek dotarł do kluczowych wsparć

Ropa: sygnałów zakończenia wzrostów póki co brak

Miedź: jeszcze jedna faza wzrostowej korekty możliwa

Rynek walutowy

Dolar amerykański: siła może wynikać z różnych przyczyn

EUR/USD: w długoterminowym kanale spadkowym

USD/JPY: czy zbliża się odwrócenie trendu spadkowego ?

PLN: czy rynki zauważą różnicę między walutami krajów rozwijających się?

Rok 2011 to okres, w którym kraje rozwinięte znacząco utraciły zaufanie rynków. Dotyczy to przede wszystkim zadłużonej i niezdolnej do porozumienia się Europy, w której widmo niewypłacalności padało na kolejne kraje. Problem utraty wiarygodności tyczy się również Stanów Zjednoczonych, których zadłużenie jest równie wysokie jak strefy euro, a spory pomiędzy Demokratami i Republikanami uniemożliwiają prowadzenie polityki budżetowej w horyzoncie dłuższym niż kilka miesięcy. Pewnym symbolicznym potwierdzeniem coraz mniejszego zaufania inwestorów do krajów rozwiniętych, może być pierwsza w historii obniżka ratingu amerykańskich obligacji skarbowych. Chociaż wydarzenie to w żaden sposób nie zachwiało pozycji papierów dłużnych USA jako podstawowej „bezpiecznej przystani”, to jednak stanowi ono poważną rysę na reputacji największej gospodarki świata. Coraz większą rolę na globalnych rynkach odgrywają za to państwa rozwijające się, a w szczególności Chiny. Dynamiczny rozwój tego kraju (a także pozostałych *emerging markets*) pozostaje głównym motorem światowego wzrostu.

Niestety problemy, z którymi wchodziliśmy w 2011 rok pozostają nadal aktualne. Europa w dalszym ciągu nie zdołała przekonać inwestorów, że leniwe kraje Południa są w stanie rozwijać się w takim tempie, aby obsłużyć swoje wysokie zadłużenie. Stany Zjednoczone, wprowadziły odsunęły ryzyko drugiego dna recesji, ale nadal rozwijają się w tempie poniżej oczekiwań, a wysokie zadłużenie pozostaje kulą u nogi tej gospodarki. Chińska lokomotywa, wprowadziła nadal pędzi, ale pytania o jej możliwe wyhamowanie pozostają aktualne.

W pierwszej części niniejszego raportu omówiliśmy największe szanse i zagrożenia dla światowej gospodarki w 2012 roku. Następnie przedstawiliśmy projekcje techniczne dla kluczowych instrumentów, na które naszym zdaniem należy zwrócić uwagę planując portfel na najbliższe 12 miesięcy.

Życzymy miłej lektury i satysfakcjonujących zysków w 2012 roku.

Dział Analiz EFIX Dom Maklerski

I. Kluczowe wnioski

Analiza makroekonomiczna

- W Europie obok kolejnych planów oszczędnościowych, potrzeba przede wszystkim reform, które ożywią wzrost gospodarczy oraz zaangażowania się EBC na rynku długu.
- Problemy ze sprzedażą włoskich obligacji w pierwszej połowie roku, wymuszają naszym zdaniem oczekiwane decyzje polityczne oraz zwiększenie roli banku centralnego w walce z kryzysem, co poprawi sentyment na rynku.
- Prognozy amerykańskiego PKB oraz dane z rynku pracy sugerują, że sytuacja gospodarcza w Stanach Zjednoczonych będzie się systematycznie poprawiać w 2012 roku.
- Wysoki poziom inflacji stanowi przeszkodę do dalszego luzowania polityki monetarnej przez FED.
- Podniesienie limitu zadłużenia do 16,4 bln USD powinno rozwiązać problem finansowania rządu USA przynajmniej do listopada 2012 roku.
- Spowolnienie światowego wzrostu wpłynie w pierwszej połowie obecnego roku na spadek dynamiki PKB Chin.
- Spadek inflacji wywołany spowolnieniem umożliwi władzom Państwa Środka zastosowanie szerokiego wachlarza narzędzi stymulacyjnych, co w konsekwencji pozwoli ponownie uniknąć chińskiej gospodarce tzw. „twardego lądowania”.
- Napięcia polityczne w krajach członkowskich OPEC (Iran, Irak, Libia, Nigeria) oraz w Rosji przyczyniają się do petryfikacji geopolitycznego narzutu na ceny ropy (szacowanego na ok. 15 – 20 USD).
- Stany Zjednoczone mogą za pośrednictwem Arabii Saudyjskiej wykorzystać narzędzia spadku cen ropy przynajmniej o kilkanaście dolarów, np. do poziomu 80 – 85 USD/bbl.
- Ewentualny kilkunastoprocentowy spadek cen ropy, byłby ekwiwalentem kolejnego pakietu stymulującego gospodarkę USA.
- Oczekiwane spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego Chin poniżej 8%, powinno przyczynić się do dalszego spadku cen miedzi, oscylujących na poziomie nie wyższym niż 7 tys. USD/t.
- Pomimo licznych oczekiwanych w 2012 r. napięć politycznych „efekt bezpiecznego portu”, za jaki zwykle się uważa złoto, będzie dużo mniejszy.
- W przypadku dotarcia kryzysu do Indii, można oczekiwać zwiększonej fizycznej podaży kruszcu w obrocie światowym.
- Średnioroczne ceny złota mogą nie zdołać obronić zeszłorocznego poziomu i zejść poniżej 1500 USD/oz.

Projekcje techniczne

- Analiza techniczna sugeruje, iż zachowanie głównych indeksów giełdowych będzie w 2012 roku zróżnicowane.

- Słabość europejskich giełd powinna być moim zdaniem w dalszym ciągu widoczna i pogłębienie wrześniowych minimów w perspektywie roku jest możliwe, choć jego początek będzie zapewne wzrostowy.
- Indeksy amerykańskie mogą w pierwszej połowie 2012 roku atakować swoje maksima z ostatnich miesięcy, a ich naruszenie jest możliwe.
- Moim zdaniem najbardziej optymistycznie pod względem stosunku potencjał/ryzyko prezentuje się indeks chiński (Shanghai B-Share), którego zwyżka w przypadku poprawy nastrojów może przekroczyć 20%.
- Rynek towarowy ma szanse na wzrosty w pierwszych miesiącach 2012 roku. Naszym zdaniem ciekawą inwestycją mogą być dotychczasowi liderzy, czyli złoto i ropa naftowa.
- Jeśli chodzi o rynek walutowy, to wiele narzędzi analizy technicznej sugeruje znaczące umocnienie dolara amerykańskiego, chociaż początek roku może przynieść deprecjację tej waluty.
- Eurodolar powinien pozostawać w trendzie spadkowym, choć duże korekty są możliwe.
- Para USD/JPY może być „czarnym koniem” 2012 roku, choć póki co sygnałów odwrócenia nie ma.
- Polski złoty ma szanse na duże umocnienie, jednak może się to dokonać tylko w przypadku zmiany postrzegania naszego kraju przez inwestorów portfelowych.

II. Analiza makroekonomiczna

Prognozy wzrostu gospodarczego na 2012 rok

Źródło / Kraj	Świat	USA	Chiny	Euroland
OPEC	3,6	1,7	8,7	0,4
IFW*	3,4	1,9	8,0	-0,1
Morgan Stanley	3,5	2,0	8,4	-0,2
Goldman Sachs	3,2	1,5	8,6	-0,8
Deutsche Bank	3,5	2,3	8,3	0,4
BNP Paribas	3,1	1,5	8,5	0,0
Scotiabank	3,7	1,8	8,9	0,0
The Economist**	3,3	1,3	8,2	-0,3
Średnia prognoz	3,4	1,8	8,5	-0,1

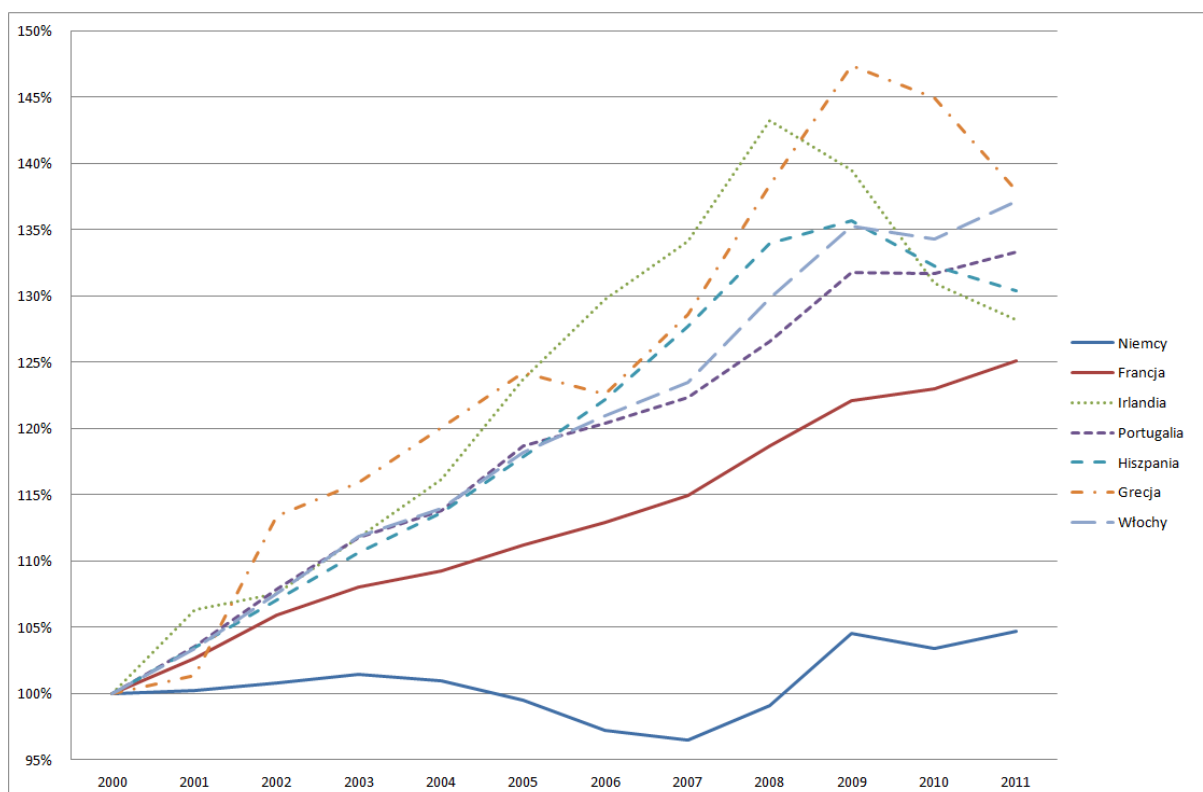
Tabela 1. Prognozy dynamiki PKB na 2012 rok

*IFW - Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel

**The Economist - Economist Intelligence Unit

Strefa euro – wyboista i kręta ścieżka w kierunku stabilności

Wbrew obiegowej opinii, obecne problemy państw południa Europy nie sprowadzają się jedynie do wysokiego zadłużenia. Istotny jest nie tyle poziom długu publicznego, co negatywna ocena perspektyw gospodarczych, która powoduje, że rynki nie wierzą w zdolność tych państw do spłaty zadłużenia w przyszłości. Na złe postrzeganie południa Europy wpływa co najmniej kilka czynników. Pierwszym i najważniejszym problemem zarówno włoskiej, jak i hiszpańskiej gospodarki jest ich niska konkurencyjność. Jednostkowy koszty pracy latach 2000-2011 wzrósł w tych państwach odpowiednio o 34% i 32%, podczas gdy w Niemczech wzrost ten wyniósł 3% (wykres nr 1). W przypadku państw posiadających własną walutę, naturalnym procesem dostosowawczym jest dewaluacja (osłabienie rodzimego pieniądza), powodująca podniesienie konkurencyjności eksportu. Tu pojawia się kolejny poważny problem strefy euro. Wspólna waluta jest zbyt mocna dla takich krajów, jak Włochy i Hiszpania (co utrudnia im wyjście z kryzysu) i zbyt słaba dla Niemiec (co stanowi formę subsydiowania eksportu). Nierównowagę pomiędzy krajami strefy euro najlepiej obrazuje ich bilans płatniczy: w 2010 roku nadwyżka na rachunku bieżącym Niemiec wyniosła 188 mld USD, podczas gdy Włochy i Hiszpania miały razem ponad 136 mld USD deficytu. Trzecim problemem strefy euro są ograniczone kompetencje banku centralnego, który nie może sobie pozwolić na taką aktywność na rynku jak Bank Anglii czy amerykański FED.



Wykres 1. Jednostkowy koszt pracy, źródło: OECD.

Czy to połączenie wieloletnich zaniedbań części państw oraz ułomności strefy euro oznacza, że czeka nas jej rozpad? Według nas nie, gdyż przywódcy europejscy nie zrezygnują tak łatwo ze wspólnej waluty, dzięki której stanowią drugą gospodarkę świata. Co muszą zrobić aby odzyskać wiarę rynków w powodzenie polityczno-gospodarczego projektu unii monetarnej? Po pierwsze, obok oszczędności budżetowych, państwa PIIGS muszą wdrożyć reformy strukturalne, aby odzyskać konkurencyjność i wrócić na ścieżkę wzrostu gospodarczego (potrzebnego do poradzenia sobie z problemem zadłużenia). Powinny one przeprowadzić również tzw. dewaluację fiskalną (wewnętrzną), która polega na równoczesnym podwyższeniu podatków pośrednich oraz obniżeniu podatków, które zwiększają koszty produkcji. Żyjące dotychczas ponad stan społeczeństwo zubożeje (wynagrodzenia nominalne nie zmieniają się, a ceny wzrosną), dzięki czemu będzie można obniżyć koszty produkcji trafiającej za granicę.

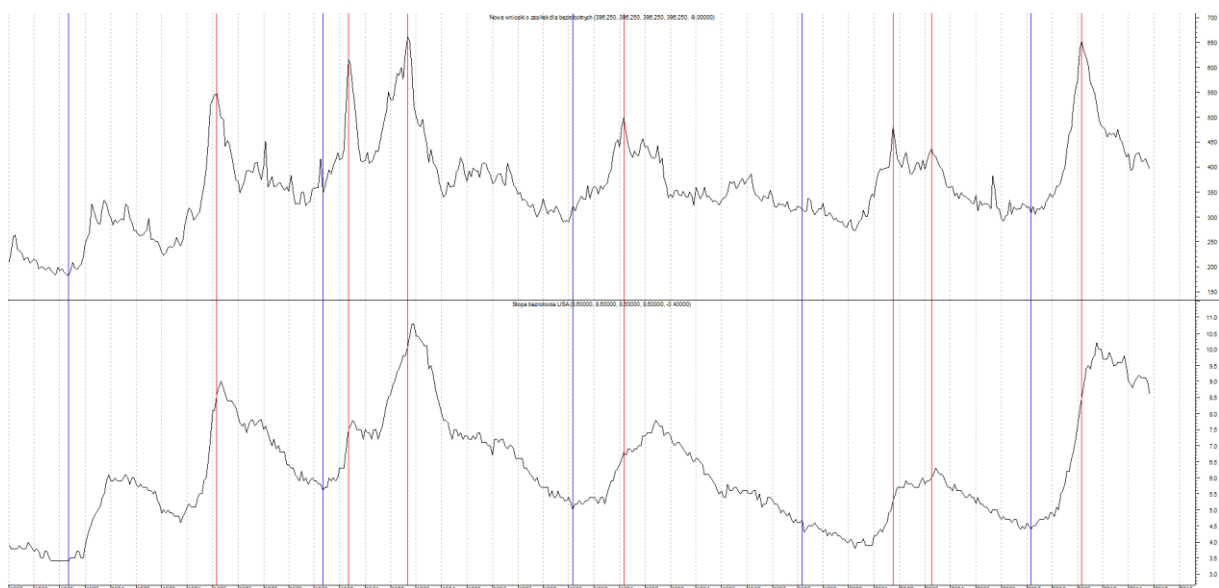
Same reformy, których skutki są mocno rozłożone w czasie, nie będą naszym zdaniem w stanie radykalnie zmienić sentymentu na giełdach. Rynki finansowe kierują się w dużym stopniu emocjami, dlatego potrzebne są doraźne działania, które uspokoją sytuację i dadzą Włochom czas na wdrożenie reform. Znaczące zaangażowanie się Europejskiego Banku Centralnego (bezpośrednie lub pośrednie) na rynku długu, jest warunkiem do zmiany sentymentu na rynku. Naszym zdaniem jest to tylko kwestia czasu. Katalizatorem staną się zapewne potrzeby pożyczkowe Włoch, związane z zapadalnością obligacji. Prawdopodobne problemy z pozyskaniem kapitału wywołają wzrost napięcia na rynkach, co wymusi decyzje polityczne w zakresie reform oraz zwiększenia zaangażowania banku centralnego w walkę z kryzysem. Zarysowany powyżej przebieg wydarzeń w pierwszej połowie roku, pozwoliłby odsunąć problemy strefy euro na dalszy plan, co dla rynków oznaczałoby poprawę

sentymentu w drugiej połowie roku. Należy jednak pamiętać, że gdy przyszłość rynków zależy od politycznej układanki, prognozowanie obarczone jest większym niż zwykle ryzykiem.

USA – brak powodów do niepokoju

Obawy o kondycję największej światowej gospodarki nie powinny spędzać snu z powiek inwestorom w 2012 roku. Prognozy wzrostu gospodarczego Stanów Zjednoczonych na ten rok, zaprezentowane przez czołowe instytucje finansowe (patrz Tabela 1), wahają się w przedziale od 1,3 do 2,3 proc., ze średnią na poziomie 1,8 proc. Są to zatem wartości porównywalne z tymi z minionego roku, a w wariancie optymistycznym nawet lepsze od ostatnich odczytów.

Zdecydowanie mniej powodów do niepokoju powinna przynieść w tym roku sytuacja na rynku pracy. Analizując długoterminowy wykres stopy bezrobocia warto zauważyć, że charakteryzuje się ona cyklicznością, z długością cyklu wahającą się od 7 do 11 lat. Bardzo podobną charakterystyką cechują się również odczyty nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA, których maksima najczęściej wyprzedzają spadek stopy bezrobocia przynajmniej o 2-4 miesiące. Bezrobocie za oceanem spada już od końca 2009 roku, a dynamika wzrostu zatrudnienia w sektorze pozarolniczym była rosnąca przez większą część minionego roku. Zmniejszająca się liczba nowych wniosków stanowi kolejny czynnik potwierdzający poprawę sytuacji na rynku pracy. Można zatem wysnuć tezę, że w 2012 roku tendencje te będą kontynuowane.



Wykres 2. Porównanie odczytów stopy bezrobocia i miesięcznej średniej z odczytów tygodniowych nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych z danego miesiąca w latach 1967-2011.

Naszym zdaniem w ciągu najbliższych 12–stu miesięcy posunięcia Rezerwy Federalnej w ramach prowadzonej polityki monetarnej nie będą zaskakiwać rynków finansowych. Zgodnie z deklaracją FED stopy procentowe pozostaną w przedziale 0-0,25% przynajmniej do połowy 2013 roku. Do czerwca 2012 potrwa natomiast „operacja Twist”, polegająca na zamianie posiadanych przez bank centralny krótkoterminowych obligacji na długoterminowe. Obecne poziomy inflacji konsumenckiej i produkcyjnej stanowią skuteczną przeszkodę na drodze do kolejnej odsłony luzowania ilościowego

pieniądza. Dynamiczny wzrost inflacji CPI rozpoczął się w grudniu 2010 (na początku listopada uruchomione zostało QE2) notując szczyt we wrześniu tego roku na poziomie 3,9%. Choć przez ostatnie miesiące zaczęła ona już spadać, nadal znajduje się powyżej 3%. Prognozy wzrostu gospodarczego oraz oczekiwana poprawa sytuacji na rynku pracy nie będą stanowiły asumptu do luzowania polityki monetarnej przez Rezerwę Federalną.

Pewnym zagrożeniem dla pozytywnych nastrojów giełdowych jest natomiast poziom zadłużenia. Szacuje się, że limit zadłużenia wynoszący obecnie 15,2 bln USD zostanie osiągnięty w pierwszej połowie stycznia – jego zwiększenie jest zatem niezbędne do dalszego funkcjonowania państwa. W wyniku przyjętej 2 sierpnia ustawy budżetowej limit ten został zwiększony o 400 mld, do 14,7 bln dolarów, a we wrześniu na prośbę prezydenta o kolejne 500 mld USD. Fiasko tzw. „superkomisji”, której zadaniem było wypracowanie kompromisu w sprawie oszczędności budżetowych do 23 listopada zeszłego roku, uruchamia automatyczne cięcia wydatków rządowych 2 stycznia 2013 roku. W latach 2013-2021 cięcia te mają wynieść 1,2 bln, po połowie z wydatków na zbrojenia i programy socjalne. Zgodnie z sierpniową ustawą, pozwoliłoby to podnieść limit zadłużenia do poziomu 16,4 bln USD. Oczekuje się, że wniosek w tej sprawie zostanie złożony przez prezydenta Obamę do Kongresu na początku roku. Z uwagi na małe prawdopodobieństwo odrzucenia wniosku przez amerykańskich parlamentarzystów, prognozujemy że problem zadłużenia zostanie odsunięty w czasie do listopada tego roku. Ewentualna batalia w Kongresie może zatem dotyczyć zmiany struktury cięć wydatków w kolejnej dekadzie lub ich złagodzenia. W związku ze zbliżającymi się wyborami obie partie mogą być bardziej skłonne do kompromisu.

Obecnie największe zagrożenie dla gospodarki Stanów Zjednoczonych stanowią problemy strefy euro i ewentualny kryzys sektora bankowego. Prognozy danych makroekonomicznych sugerują, że sytuacja w USA będzie się systematycznie poprawiać w 2012 roku. Uchwalenie nowego limitu zadłużenia powinno rozwiązać problem przynajmniej na najbliższe dziesięć miesięcy. Automatyczne cięcia wydatków nie wpłyną na zmniejszenie popytu wewnętrznego w tym roku, ponieważ zostaną uruchomione dopiero w 2013 roku. Nie powinniśmy się zatem obawiać o wyhamowanie tempa wzrostu gospodarczego (wydatki konsumpcyjne stanowią ponad 70% PKB).

Chiny - ponownie odporne na kryzys

Kolejny rok z rządu Chiny rozwijały się w tempie nieosiągalnym dla gospodarek Zachodu. Szacuje się, że PKB Państwa Środka w 2011 roku wzrosło o 9,2%, a prognozy na 2012 wahają się od 8 do 9%. Jako główne zagrożenia dla tamtejszej gospodarki w nadchodzącym roku wymienia się: eskalację kryzysu na świecie, silne uzależnienie PKB od eksportu oraz słabnący wewnętrzny rynek nieruchomości.

Przed chińskimi władzami stoją ogromne wyzwania. Wzrost wciąż zależy w głównej mierze od eksportu (konsumpcja wewnętrzna stanowi jedynie 36% PKB), a tym samym na tamtejsze prosperity rzutować będzie sytuacja na świecie. Planowane spowolnienie w Eurolandzie nie będzie stanowić kluczowego problemu dla Państwa Środka, dopóki nie zrealizuje się czarny scenariusz zakładający rozpad całej strefy euro. Niemniej jednak zahamowanie globalnego wzrostu w pierwszej połowie przyszłego roku wpłynie na eksport, a co za tym idzie dynamika PKB Chin również zwolni. Taki obrót wydarzeń doprowadzi do spadku inflacji (już w poprzednim roku wskaźnik cen towarów i usług

konsumpcyjnych obniżył się z 6,5% w lipcu do 4,2% r/r w listopadzie). Szacuje się, że inflacja w 2012 roku wyniesie średniorocznie 3,4%, a to otworzy drogę Ludowemu Bankowi Chin do luzowania polityki monetarnej (pierwszym krokiem była obniżka stopy rezerw obowiązkowych). Przed decydentami stoi również problem zwiększenia udziału konsumpcji w PKB celem uniezależnienia się od koniunktury zewnętrznej. W tej chwili Chińczycy mają znacznie wyższą stopę oszczędności, aniżeli Europejczycy, o Amerykanach nie wspominając. Rozwiązaniem tej sytuacji ma być eskalacja wydatków na urbanizację, zwiększenie pakietów socjalnych oraz inwestycji w opiekę medyczną w taki sposób, aby ludność nie obawiała się „jutra”, a tym samym chętniej wydawała zarobione pieniądze. Nowy, 12-sty z kolei plan 5-letni zakłada, że do 2015 roku Chiny staną się drugim po USA największym rynkiem konsumenckim na świecie. Ostatnim zagrożeniem dla wzrostu jest ewentualne pęknięcie bańki w sektorze mieszkaniowym. Warto zwrócić jednak uwagę, że sytuacja nie jest analogiczna do ostatniego krachu na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Chiński bank centralny w porę zwiększał stopy procentowe, stosował górne pułapy dla cen nowych nieruchomości, a zasady udzielania kredytów hipotecznych były znacznie bardziej restrykcyjne (odsetek złych kredytów w czterech największych bankach kształtuje się poniżej 2%).

Reasumując, w naszej opinii tzw. „twarde lądowanie” chińskiej gospodarki w 2012 nie powinno grozić. Owszem, spowolnienie światowego wzrostu wpłynie w pierwszej połowie obecnego roku na spadek dynamiki PKB, ale w konsekwencji, przy niższej inflacji, władze Państwa Środka będą dysponować takim wachlarzem narzędzi stymulacyjnych, iż większego „hamowania” nie należy się spodziewać.

Ropa

U progu 2012 r. klimat inwestycyjny petryfikujący „geopolityczny narzut” na ceny ropy naftowej (szacowany na ok. 15 – 20 dolarów) budowany jest wokół napięć politycznych w kilku krajach członkowskich OPEC (zwłaszcza: Iraku, Libii, Iranu i Nigerii) oraz kryzysu społeczno - politycznego w Federacji Rosyjskiej. Wymieniony kwartet oraz Rosja dostarczają światu ok. 23% ropy (mniej więcej po połowie).

W przypadku Iraku i Libii wpływ tych czynników na notowania ropy wynika ze złożoności i nieuchronności problemów, jakie zazwyczaj towarzyszą odradzającej się państwowości. Po przeprowadzonych w listopadzie ub.r. wyborach parlamentarnych w Iraku i opuszczeniu tego kraju przez armię amerykańską, proces demokratyzacji życia społeczno – politycznego pozostaje niewiadomą. Z kolei Libia znajduje się na nieco wcześniejszym etapie, obejmującym tworzenie zapisów konstytucyjnych, a następnie przeprowadzenia wyborów parlamentarnych oraz prezydenckich. Pod koniec 2011 r. zakładano, że cele te mogą zostać zrealizowane w perspektywie od sześciu do ośmiu miesięcy. Rok 2012 będzie też upływał pod znakiem odbudowania się mocy wytwórczych w libijskim przemyśle naftowym, gdzie w wyniku działań wojennych nastąpiło skurczenie się podaży libijskiej ropy z ok. 1,6 mln b/d do ok. 600 tys. b/d.

Do ponownej eskalacji napięć związanych z Iranem doszło w końcówce starego roku. Nad rynkiem ropy zawisła groźba próby zamknięcia przez Teheran - Cieśniny Ormuz (ok. 20% transportu światowej

ropy), jako formy retorsji na ewentualne sankcje nałożone na ten kraj w wyniku kontynuowania prac nad programem jądrowym.

O ile prozostowe względem notowań ropy oddziaływanie postreżimowych rzeczywistości w Iraku i Libii, a także mimo wszystko nuklearnych ambicji Iranu, są już w znacznym stopniu uwzględnione w bieżących cenach, to nieco inaczej jest w przypadku Nigerii. Największy afrykański producent ropy (ok. 2 mln b/d) stoi w obliczu poważnego zagrożenia stabilizacji kraju. Terrorystyczne ataki nigeryjskich fundamentalistów z ruchu Boko Haram, (ok. 200 ofiar bożonarodzeniowych zamachów na chrześcijan) traktowane są przez władze Nigerii jako akty bandytyzmu. Podczas gdy część ekspertów zwraca uwagę na systematyczny wzrost wpływów politycznych tego odłamu w północnej (muzułmańskiej) części kraju oraz możliwość osiągnięcia przez niego zdolności w artykulacji swych żądań za granicą. Ewentualne upodmiotowienie się Boko Haram na forum międzynarodowym oznaczałoby już poważny problem dla świata zachodniego. Ponadto zwraca się uwagę, że władze w Abudży wraz z prezydentem Goodluckiem Jonathanem (doktorem zoologii) wywodzącym się z chrześcijańskiego południa, nie mają specjalistów w zakresie przewyżniania tego rodzaju zagrożeń. Sprawdzających się nie tylko do zapobiegania terroryzmowi i zapewnieniu bezpieczeństwa, ale także do zwalczania społecznych efektów wrogiej propagandy, podsycającej nastroje buntu wśród muzułmańskiej społeczności kraju. Istnieje również obawa, że wprowadzony z dniem 31 grudnia ub. r. na północy Nigerii – stan wyjątkowy, nie przyczyni się do rozwiązania problemów, jeśli ich w ogóle nie spotęguje.

Nowym i poniekąd niespodziewanym także dla kremlinologów zjawiskiem stała się fala powyborczych (do Dumy) protestów społecznych, poprzedzających jednocześnie marcowe wybory prezydenckie. W obecnej sytuacji nie można wykluczyć, że kampania prezydencka w Rosji obfitować będzie w wiele burzliwych wydarzeń, a same wybory zaplanowane na 4 marca br. nie przyniosą w I turze rozstrzygnięcia. Dotychczas taka sytuacja zdarzyła się w dziejach Federacji Rosyjskiej jedynie w wyborach z 1996 r.

Zakładana w rosyjskim budżecie na 2012 r. cena ropy naftowej wynosi 100 dolarów. Jeszcze w roku 2010 budżet konstruowany był w oparciu o cenę 58 dolarów, a rzeczywista średnioroczna cena baryłki ropy *Brent* wyniosła wtedy ok. 80 dolarów. W roku ubiegłym relacje te kształtowały się na poziomie 75 USD/bbl oraz ok. 110 USD/bbl. Rosnące potrzeby oraz wizja zrównoważenia budżetu znalazły więc swoje ujście w planie finansowym opartym o trzycyfrową cenę ropy. Osobliwie na tym tle wygląda fakt, że Aleksiej Kudrin, autor poprzednich projekcji budżetowych z lat 2010 – 2011, nie jest już ministrem finansów, a stoi w jednym szeregu m.in. obok Garri Kasparowa czy Michaiła Gorbaczowa, domagając się tak jak wielotysięczne rzesze demonstrantów - nowego ładu politycznego w Rosji. Rezygnacja A. Kudrina z funkcji szefa resortu finansów stała się oznaką dezaprobaty dla polityki finansowej państwa, a zarazem utraty wiary w jej dalszą skuteczność.

Na tle rosyjskich zapisów budżetowych oczekiwania cenowe OPEC względem tegorocznych cen ropy prezentują się bardziej wstrzemięźliwie. Kartel, w którym wraz z nastaniem „Arabskiej Wiosny” zatarty się różnica na „jastrzębie” i „gołębie”, ubiegłoroczne ceny i w tym roku przyjąłby zapewne w ciemno. Niemniej szacuje się, że w przypadku najważniejszych producentów poziom ukontentowania się ceną ropy znajduje się już na poziomie 80 dolarów plus, czyli mniej więcej takim jaki na 2012 r. prognozował np. rząd Azerbejdżanu.

Jeśli Rosja łamać będzie prawa obywatelskie i znajdzie się z tego powodu w konflikcie z USA, a Iran nie przestanie straszyć blokadą Cieśniny Ormuz wówczas Stany Zjednoczone w porozumieniu z Arabią Saudyjską mogą przyczynić się do „zepchnięcia” cen ropy do poziomu ok. 80 USD za baryłkę. Prawdopodobieństwo wykonania takiego ruchu wysoko ocenia m.in. „The Economist”, zwracając jednocześnie uwagę, że obok aspektów geopolitycznych byłby to *de facto* dla gospodarki amerykańskiej także kolejny pakiet stymulacyjny, ograniczający zarazem efekt nadmiernej aprecjacji dolara. W tej sytuacji w wymiarze rocznym uśrednioną cenę ropy (obejmującą notowania *OPEC Basket*, *WTI* oraz *Brent*) prognozować można w granicach 80 - 85 USD/bbl.

Miedź

Im bliżej było do końca ubiegłego roku, tym bardziej ceny „czerwonego metalu” zbliżały się do prognozowanego przez nas na 2011 r. poziomu 6600 – 6900 USD/t. Zeszłoroczna projekcja oparta została na oczekiwaniach wyraźniejszego już tempa rozwoju gospodarczego w Azji, w tym także w Chinach, generujących przynajmniej ok. 30% globalnego popytu na miedź. Obawy dotyczące tego regionu świata nie straciły u progu 2012 r. na aktualności. W przypadku gospodarki Państwa Środka podstawowe pytanie ekspertów brzmi teraz nie czy, ale kiedy i przede wszystkim w jakiej skali Chiny zaznają znacznego pogorszenia koniunktury. Na razie *gros* sformułowanych pod koniec zeszłego roku prognoz przewiduje ok. 8% wzrost chińskiego PKB. Swoich zwolenników mają także „czarno-tąbędziowe” przewidywania Saxo Banku, zakładające progresję na poziomie ok. 5,5%, co w przypadku Chin mogłoby oznaczać poważny kryzys. Warto zauważyć, iż scenariusz tzw. „twardego lądowania” Chin pojawia się w wariantowych prognozach innych instytucji, postrzegających *hard landing* przy PKB na poziomie 6,5%. Najprawdopodobniej dynamika gospodarki Państwa Środka będzie w tym roku „kompromisem” pomiędzy najczęściej wymienianymi 8% a „czarno-tąbędziowymi” oczekiwaniami Saxo Bank (tj. 5,5%), co w sumie dawałoby ok. 7%. Wówczas cena miedzi powinna wynieść nie więcej niż 7 tys. dolarów, prawdopodobnie w przedziale 6600 – 6900 USD/t.

Przyglądając się rynkowi miedzi należy zauważyć, że także od strony podaży brakuje wcześniejszych przesłanek, na podstawie których można by identyfikować kontynuację impulsów przemawiających za stałym wzrostem cen tego metalu. Po trzech kwartałach 2011 r. globalny rynek miedzi znajdował się w stanie dość rzadko w ostatnich latach oglądanej równowagi (z lekką nawet nadwyżką podaży, rzędu 18 mln ton). Miało to miejsce przy globalnym wykorzystaniu branżowych mocy produkcyjnych na poziomie ok. 78% i przy znacznej ilości miedzi pochodzącej ze źródeł wtórnych (tj. z odzysku). W tej sytuacji potencjalnych pro wzrostowych czynników cenowych upatrywać należałoby głównie w sferze wewnętrznych problemów Chile i Peru. Oba te latynoamerykańskie kraje stanowią, odpowiednio: ok. 35% oraz 8% światowej podaży miedzi. Pomimo dobrej koniunktury (tegoroczny wzrost PKB w Chile szacowany jest na 4,7%, a w Peru na 5,0%) dotknięte są one poważnymi konfliktami społecznymi związanymi przede wszystkim z wadliwą redystrybucją dochodów oraz sporami płacowymi w sektorze wydobywczym, będącymi skądinąd immanentnymi cechami tej branży. Z drugiej strony, eksperci branży miedziowej sygnalizują dynamiczny wzrost znaczenia przemysłu wydobywczego Mongolii, która w 2013 r. może stać się jednym z najważniejszych oferentów „czerwonego” i „żółtego metalu” w świecie.

Złoto

W 2011 r. wartość uncji złota ustalanej na londyńskim fixingu zwiększyła się z 1388,5 USD/oz do 1605,5 USD/oz, czyli o 15,6%. W wymiarze średniorocznym cena „żółtego metalu” osiągnęła na tym rynku wartość 1571,52 USD/oz i w porównaniu do roku poprzedniego wzrosła o 28,3%. Tak znaczna skala wzrostu cen złota, zwłaszcza w wymiarze średniorocznym, stała się już na przełomie trzeciego i czwartego kwartału zeszłego roku przyczyną zamykania pozycji (*vide casus* J. Paulsona). Z drugiej strony, to co uważano przez większą część zeszłego roku za podstawową przyczynę dynamiki wzrostu wartości „żółtego metalu” tj. obawy o stan gospodarki światowej, z czasem uderzyło w zachodnioeuropejski sektor bankowy, który zaczął odczuwać chroniczny brak gotówki, w tym zwłaszcza dolarów. Z kolei spadające w ostatnim kwartale ubiegłego roku ceny złota, którym towarzyszyły dość enigmatyczne przekazy z kolejnych unijnych szczytów poświęconych ratowaniu strefy euro, po raz kolejny dowiodły, że przypisywany kruszcowi efekt „bezpiecznego portu”, tak naprawdę jest, jeśli nie mitem, to znaczną nadinterpretacją. Do utrwalenia zmian „złotego paradygmatu” posłużono się sporą dozą empirii, wykazujących, że w różnych dramatycznych okolicznościach okresu 1982 – 2010, złoto zachowywało się niemal tak samo jak każdy inny walor, podlegający przecenie podyktowanej rynkową paniką.

Ugruntowanie w społeczności inwestorów „towarowości” złota, czyli podważenie jego specjalnego „immunitetu”, może stać się niuansiem ważącym zachowanie się cen kruszcu w pierwszej połowie tego roku. W tym to bowiem okresie zapaść ma kilka szczególnie istotnych decyzji politycznych, których wpływu na bieżącą sytuację ekonomiczną globu, a zwłaszcza nastroje inwestorów, przecenić póki co nie sposób. Wystarczy wymienić przypadające na ten czas: ponowne głosowania w amerykańskim Kongresie na temat podatków i przedłużenia ulg fiskalnych (luty), podpisanie międzyrządowej umowy w sprawie tzw. „unijnej stabilności” (marzec) oraz jej ratyfikacja do połowy br., wybory prezydenckie w Rosji (4 marca – nie wiadomo czy nie będzie konieczna II tura), wybory prezydenckie we Francji (22 kwietnia - I tura, 6 maja - II tura). Nie ulega wątpliwości, że wydarzeniom tym towarzyszyć będą istotne wahania rynków finansowych. W obliczu tego co powyżej napisano mało prawdopodobnym jest, aby zasadniczym beneficjentem zakładanej w tym czasie zmienności stało się złoto. Przynajmniej w takim zakresie, w jakim do niedawna budowano wokół niego mit „bezpiecznego portu”. Poza tym, pierwsze sześć miesięcy tego roku to okres, w którym utrzymywać się będą jeszcze problemy zachodnioeuropejskich banków z dostępem do amerykańskiej waluty. Tego rodzaju sytuacje nie sprzyjają angażowaniu się banków w ryzykowną grę na zwykłą cen kruszcu, ale raczej skłaniają do wykorzystywania transakcji typu *gold carry trade*, przyczyniających się z reguły do spadku cen złota.

O ile pierwszą połowę roku cechować będzie w znacznej mierze dyktat i supremacja polityki nad gospodarką, to w drugiej połowie 2012 r. role te mogą się odwrócić, pomimo listopadowego terminu wyborów do Białego Domu. Rok 2012 może być też tym, w którym efektu globalnej korekty doświadczy Azja. Newralgicznym dla kruszcowego rynku byłby moment, w którym kryzys silniej uderzyłby w Indie. Będące, jak wiadomo, globalnym zagłębiem złota (głównie w formie biżuterii) zdeponowanego w rękach tamtejszych gospodarstw domowych. W takiej sytuacji masowa konwersja rodzinnych kosztowności na amerykańskie banknoty mogłaby na dłużej cofnąć ceny złota do poziomu trzycyfrowego. Cena 1500 dolarów za uncję (średniorocznie) była atrakcyjną w 2011 r. i taką zapewne pozostanie dla jego posiadaczy w 2012 r.

III. Analiza techniczna

Rynek kapitałowy

UJĘCIE GLOBALNE: The Global DOW

The Global DOW jest indeksem reprezentującym notowania 150 największych spółek z 25 krajów, które należą do 10 głównych sektorów gospodarki.



- Wzrosty od marca 2009 do maja 2010 przybrały strukturę korekcyjną ze skróconą falą „C”.
- Połączenie powyższego faktu z impulsowym charakterem dużej fali w dół z lat 2007-2009 sugeruje, iż oglądany w drugiej połowie br. ruch w dół był z dużym prawdopodobieństwem początkiem nowej fali bessy na rynkach kapitałowych.
- Przy takich założeniach kontynuacja tego trendu w średnim i długim horyzoncie czasowym jest wysoce prawdopodobna.
- Od października 2010 na wykresie omawianego indeksu znajdujemy się w korekcie wzrostowej, która nie wydaje się być wykończona.
- W wariacie optymistycznym indeks ten może wykształcić jeszcze jedną sekwencję wzrostową, która mogłaby podnieść jego wartość do strefy 2015-2120 (wzrost od 12 do 17% w porównaniu do ostatnich notowań 2011 roku), gdzie znajdują się kluczowe opory.
- Dopóki ww. opory nie zostaną pokonane, wariantem preferowanym w długim terminie dla globalnego rynku akcji będzie wariant z kontynuacją spadków.
- Sygnałem do kontynuacji trendu spadkowego będzie wybicie dołem z budującej się od października 2011 konsolidacji, co stanie się faktem po pokonaniu okolic 1708 pkt.
- W takim przypadku celem dla tego rynku byłaby strefa 1377-1130 pkt, gdzie znajdują się ważne wsparcia.
- Odrzucając warianty ekstremalne ww. strefa byłaby minimum możliwej deprecjacji globalnego rynku kapitałowego na 2012 rok.

EUROPA: DAX – oko cyklonu?



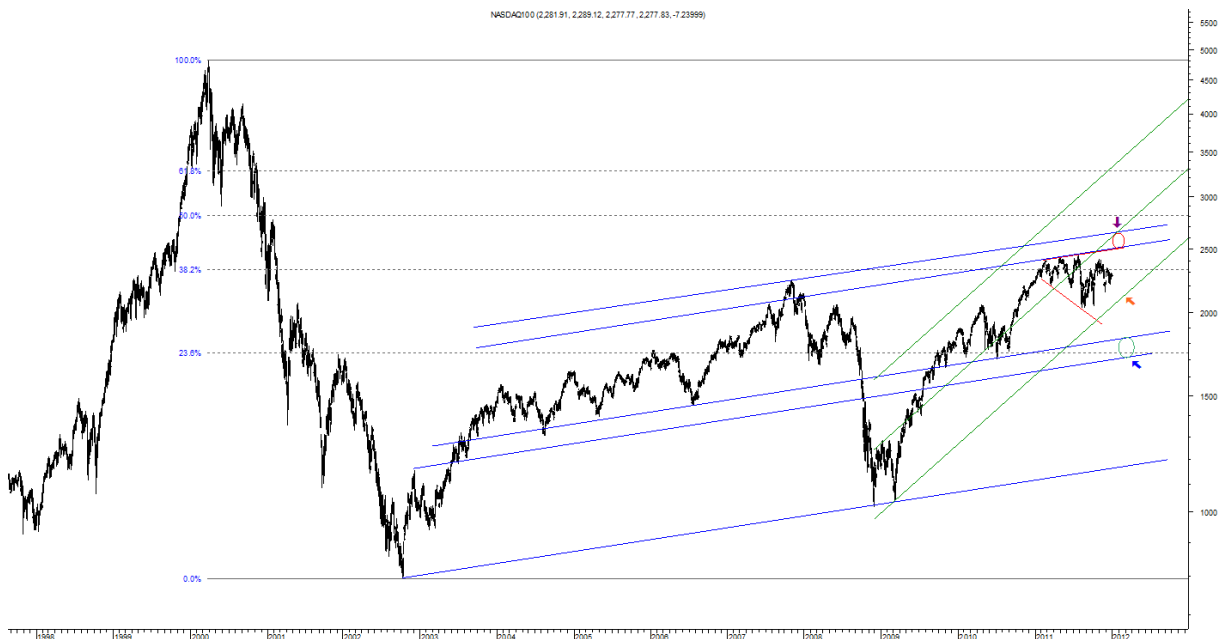
- Skala, dynamika i struktura silnych spadków DAX-a oglądanych w 2011 roku sugerują, iż jest to początek większej sekwencji spadkowej.
- Od września 2010 roku jesteśmy na tym rynku w korekcie wzrostowej, która obecnie znajduje się w trzeciej fazie.
- W sprzyjających okolicznościach obecna „noga” wzrostowej korekty może dotrzeć do okolic 6590-6800, po czym do głosu powinna dojść strona podażowa.
- Jeśli warunki okołorynkowe będą sprzyjające, można w połowie 2012 roku oczekiwać kolejnej wyraźnej fali spadkowej, której potwierdzeniem byłoby pokonanie ważnej strefy wsparć rozciągającej się między 5340 a 4950.
- W skrajnym przypadku celem dla DAX-a w nadchodzącym roku może być strefa 3700-3050, gdzie znajdują się bardzo ważne wsparcia.
- Poziom obrony dla scenariusza spadkowego znajduje się nieco powyżej 7300 pkt.

WIG – druga faza wzrostowej korekty?



- Impulsowy charakter silnego ruchu w dół oglądanego między kwietniem a wrześniem 2011 sugeruje, iż obecne ożywienie jest z dużym prawdopodobieństwem tylko wzrostową korektą.
- Przy takich założeniach obecne odbicie byłoby drugą fazą takiej korekty, która mogłaby podnieść podstawowy indeks naszej giełdy do strefy 41135-42900, gdzie znajdują się istotne opory.
- W wariantcie bardzo optymistycznym omawiany indeks mógłby wzrosnąć do okolic 45000 pkt.
- Niestety po takiej korekcie strona podaźowa powinna się zdecydowanie uaktywnić i możemy być świadkami kolejnej fali w dół analogicznej pod względem stopnia i zasięgu do ruchu oglądanego między kwietniem a wrześniem 2011.
- Przy takim założeniu zejście do okolic 28500-27000 pkt, gdzie znajduje się dolne ograniczenie długoterminowego kanału wzrostowego byłoby w 2012 roku możliwe.

AMERYKA: S&P500 i Nasdaq100 – silne indeksy dotychczas odporne na kryzys



- Indeksy amerykańskie okazały się bardzo odporne na kryzys i jako jedne z nielicznych zakończyły rok 2011 w pobliżu poziomów z jego początku.
- **Nasdaq100** przez cały roku budował konsolidację, która z obecnej perspektywy wygląda na formację poziomego trójkąta rozszerzającego się.
- Tego typu trójkąt należy do formacji dwukierunkowych, co oznacza, iż szanse na ruch w górę czy w dół są podobne.
- Decydujący będzie kierunek wybitcia, na który obecnie czekamy. Punkty brzegowe usytuowane są na 2520 oraz na 2100, gdzie biegnie linia ograniczająca od dołu średnioterminowy kanał wzrostowy.

- W perspektywie pierwszych miesięcy 2012 roku wydaje się, iż indeks reprezentujący amerykański rynek technologiczny powinien zmierzać w kierunku pierwszego z ww. poziomów.
- O dalszym trendzie zadecydują nastroje, które będą panować na rynku pod koniec pierwszego kwartału 2012 roku.
- **Indeks S&P500** znajduje się w drugiej części sekwencji wzrostowej rozpoczętej w październiku 2011 roku.
- Wydaje się, iż początek nowego roku przyniesie tutaj kontynuację wzrostów, która może doprowadzić do ataku na strefę ważnych oporów rozciągającą się między 1380 a 1490.
- Na obecnym etapie wydaje się to być maksimum tego, na co stać będzie ten rynek.
- Przełom pierwszego i drugiego kwartału powinien upłynąć na tym rynku pod znakiem wyraźnego kontrataku strony podażowej.
- Jeśli temat zadłużenia USA nie stanie się ponownie tematem z pierwszych stron gazet czy serwisów, to maksymalnym poziomem cofnięcia, które powinniśmy zobaczyć w 2012 roku może być strefa 1150-1100 pkt.
- W szerszym ujęciu budowanie dużej konsolidacji między poziomami 1400 a 1100 jest wariantem jak najbardziej możliwym.

AZJA: SHANGHAI B-SHARE - szansa na duży wzrost?



- Shanghai B-Share był jednym z najniższych indeksów w 2011 roku i od swych maksimum stracił ok. 37%.
- Z technicznego punktu widzenia sytuacja tego indeksu jest obecnie pozytywna, a wiele narzędzi stosowanych przez ten rodzaj analizy sugeruje zbliżanie się co najmniej do sporego odbicia.
- Główne pro wzrostowe sygnały to: pozytywne dywergencje na danych tygodniowych, wypełnienie struktury spadkowej od szczytu z kwietnia 2011, dotarcie przez indeks do

ważnych wsparć oraz wejście przez ten instrument w okno czasowe, w którym powinno wystąpić dno długoterminowego cyklu.

- Najbliższe opory znajdują się tutaj w okolicach 270 pkt, co oznacza, iż nawet przy założeniu, że ewentualna wyżka omawianego indeksu będzie tylko korektą, to jej potencjał można szacować na ok. 25%.

Rynek Towarowy

Złoto: rynek dotarł do kluczowych wsparć



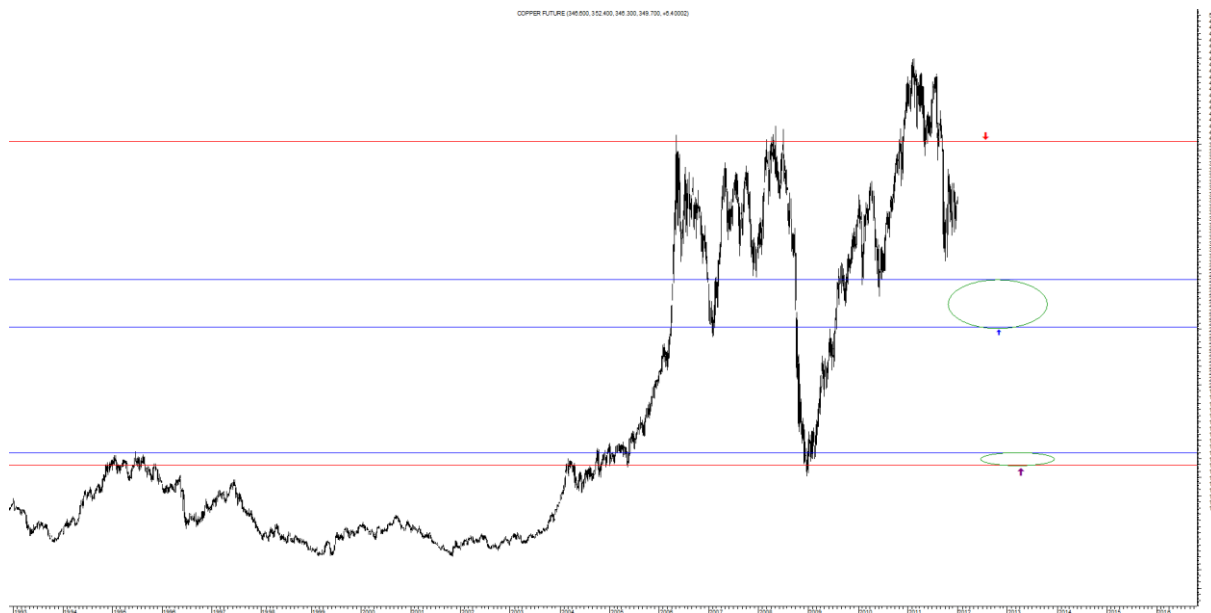
- Spadki na rynku złota z ostatniego kwartału 2011 roku były silne i póki co miały typowo korekcyjną strukturę.
- Druga „noga” tych spadków zdołała doprowadzić kurs tego kruszcu do bardzo silnych wsparć tworzonych przez dwie długoterminowe linie trendu.
- Jak na razie wsparcia te zostały obronione, a tym samym nie mamy sygnałów zakończenia trwającego od 1999 roku trendu wzrostowego.
- Moim zdaniem dopóki strefa kluczowych wsparć rozciągających się od 1500 do 1550 będzie utrzymana, to preferowanym kierunkiem trendu złota będzie trend wzrostowy.
- Potwierdzeniem takiego scenariusza byłoby dotarcie ceny omawianego kruszcu do okolic 1700 USD/oz i w takim przypadku atak na historyczne szczyty byłby możliwy.

Ropa: sygnałów zakończenia wzrostów póki co brak



- Niepokoje w kluczowych regionach świata utrzymują się, co jest decydującym czynnikiem wspierającym ceny ropy naftowej.
- Również technika wspiera trend wzrostowy tego surowca, a na wykresie jego ceny od połowy listopada budujemy średnioterminową konsolidację.
- Konsolidacja ta wygląda na formację opadającego trójkąta rozszerzającego się, która należy do typowych formacji korekcyjnych. Tym samym z czysto statystycznego punktu widzenia kontynuacja wzrostów „czarnego złota” jest bardziej prawdopodobna.
- Technicznym sygnałem do takiego ruchu byłoby pokonanie okolic 101,5 USD/bbl (gatunek WTI).
- Potwierdzeniem rozpoczęcia nowej fali wzrostowej byłoby dla mnie pokonanie okolic 106,4 USD/baryłka, gdzie biegnie średnioterminowa linia trendu spadkowego. W takim przypadku minimalnym celem takiej hipotetycznej póki co fali byłaby strefa 115-125 USD/bbl.
- Poziom obrony dla scenariusza wzrostowego znajduje się w okolicach 90 USD/bbl.

Miedź: jeszcze jedna faza wzrostowej korekty możliwa



- Po dynamicznej fali spadkowej ukształtowanej między lutym a październikiem 2011 roku na rynku miedzi oglądaliśmy spore odbicie, po którym to zaczęła budować się konsolidacja.
- Taki układ zazwyczaj oznacza, iż czekać nas może jeszcze jedna faza wzrostowej korekty i taki jest preferowany scenariusz dla tego rynku.
- Sygnałem do takiego ruchu będzie pokonanie okolic poziomu 354 c/lb, gdzie znajduje się górne ograniczenie tego trendu bocznego.
- W takim przypadku celem dla ceny miedzi mogłyby być okolice 390-400 c/lb, gdzie znajdują się bardzo ważne opory.
- Moim zdaniem po takiej korekcie strona podaźowa na rynku miedzi powinna ponownie dojść do głosu, a cena tego surowca w średnioterminowej perspektywie może zmierzać w kierunku strefy 285-250 c/lb gdzie moim zdaniem znajdują się bardzo silne wsparcia.

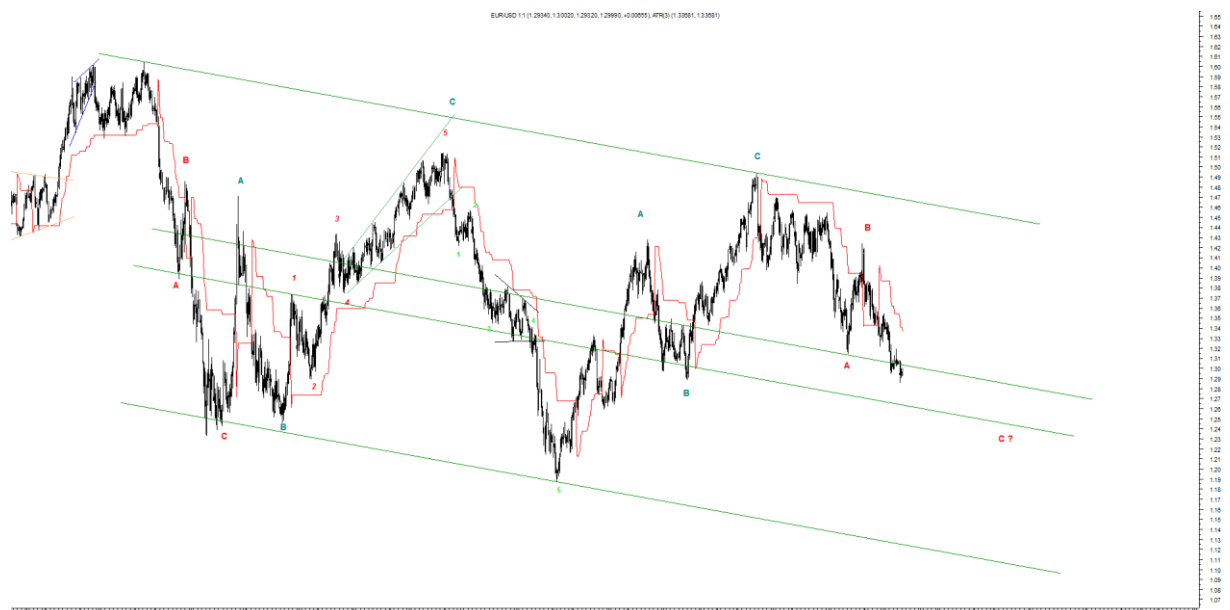
Rynek walutowy

Dolar amerykański: siła może wynikać z różnych przyczyn



- Sytuacje kryzysowe, repatriacja kapitałów, spadki na rynku towarowym, to zazwyczaj główne przyczyny umacniania dolara amerykańskiego.
- Analizując perspektywy zachowania dolara w ujęciu średnioterminowym skupiłem się na różnych indeksach, które w sposób graficzny prezentują siłę USD względem koszyka innych, głównych walut.
- Analiza tych indeksów sugeruje, iż w średnim terminie dolar powinien się umacniać, choć w perspektywie pierwszych tygodni 2012 roku jego wyraźne osłabienie jest możliwe.

EUR/USD: w długoterminowym kanale spadkowym



- W 2012 roku dominującym trendem na rynku eurodolara powinien być trend spadkowy, choć duże korekty będą jak najbardziej możliwe.
- Taka wzrostowa korekta może się pojawić na początku br., jednak w kolejnych miesiącach, w ślad za umocnieniem dolara, nowe średnioterminowe minima powinny być ustanowione.
- W modelowym przypadku celem dla EUR/USD w 2012 roku może być strefa 1,24-1,20.

USD/JPY: czy zbliża się odwrócenie trendu spadkowego ?



- Wiele narzędzi analizy technicznej wskazuje rynek USD/JPY jako ten, na którym w perspektywie najbliższych lat możemy zobaczyć sine wzrosty.
- Jak na razie są to jednak tylko ostrzeżenia, a konkretnych sygnałów póki co nie ma.
- Takim sygnałem byłoby wybiecie ponad poziom 78,0 USD/JPY, gdzie znajdują się kluczowe opory.
- W takim przypadku celem dla tego rynku zapewne w perspektywie roku lub dwóch byłyby okolice 96 USD/JPY, gdzie znajdują się pierwsze długoterminowe opory

PLN: czy rynki zauważą różnicę między walutami krajów rozwijających się?



- Złoty polski reprezentowany przez pryzmat jego indeksu (instrument tworzony na takich samych zasadach jak indeks dolara) znajduje się na bardzo ważnych wsparciach, których utrzymanie jest kluczowe dla dalszego zachowania naszej waluty.
- Na obecnym etapie narzędzia techniczne sugerują dużą szansę na większe umocnienie PLN, a taki trend mógłby trwać nawet przez większość 2012 roku.
- Moim zdaniem takie zachowanie złotego jest możliwe tylko w przypadku dostrzeżenia różnic pomiędzy poszczególnymi walutami naszego regionu przez inwestorów portfelowych, co dotychczas nie miało miejsca.

Karolina Bojko – USA

Dawid Jacek – Chiny

Wojciech Szymon Kowalski – Rynek towarowy

Tomasz Marek – Analiza techniczna

Andrzej Nowak – Europa

Dział Analiz EFIX Dom Maklerski

Przedstawione, w dystrybuowanych przez serwis raportach, poglądy, oceny i wnioski są wyrazem osobistych poglądów autorów i nie mają charakteru rekomendacji autora lub serwisu www.efixdm.pl do nabycia lub zbycia albo powstrzymania się od dokonania transakcji w odniesieniu do jakichkolwiek walut lub papierów wartościowych. Poglądy te jak i inne treści raportów nie stanowią "rekomendacji" lub "doradztwa" w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 o obrocie instrumentami finansowymi. Wyłączną odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne, podjęte lub zaniechane na podstawie raportu lub z wykorzystaniem wniosków w nim zawartych, ponosi inwestor. Autorzy serwisu są również właścicielem majątkowych praw autorskich do raportów. W szczególności zabronione jest kopiowanie, przedrukowywanie, udostępnianie osobom trzecim i rozpowszechnianie raportów w całości lub we fragmentach bez zgody autorów serwisu. Zgodę taką można uzyskać po prostu pisząc na adres biuro@efixdm.pl