

Szanowni Czytelnicy,

Zbliża się koniec pierwszego kwartału 2012 r., a zapewne wielu z nas nadal zastanawia się, w jakim kierunku podąży świat inwestycji w najbliższych miesiącach. Co dalej z kryzysem zadłużeniowym? Czy początkowo roczne wzrosty będą kontynuowane? Na tego typu i inne pytania postarają się odpowiedzieć eksperci rynków finansowych.

Zachęcamy do lektury!

### Rok obligacji za nami i co dalej?

**Miniony rok możemy bez wątplenia nazwać rokiem obligacji.** Ostatnia odsłona kryzysu finansowego koncentrowała się wokół problemów związanych z nadmiernym zadłużeniem na poziomie poszczególnych państw. Rynki finansowe poruszały się w takt doniesień z zagrożonej niewypłacalnością Grecji, a informacje o udanych bądź nieudanych aukcjach obligacji poszczególnych krajów strefy euro determinowały zmiany głównych indeksów giełdowych. **Na rynku bardzo wyraźnie zarysował się podział na „bezpieczne” obligacje, stanowiące schronienie w niepewnych czasach (tak zwane „safe heaven”), oraz „ryzykowne” papiery dłużne, które były niepożądane w portfelach inwestorów.**

**Pierwsza grupa obligacji to przede wszystkim amerykańskie i niemieckie papiery dłużne.** W obliczu globalnej awersji do ryzyka, inwestorzy poszukujący bezpiecznego miejsca dla swoich kapitałów, lokowali środki w obligacje państw o relatywnie najlepszej sytuacji gospodarczej. Naturalnym wyborem były obligacje Stanów Zjednoczonych, których obraz makroekonomiczny uległ widocznej poprawie, a ceny obligacji były wspierane przez zakupy banku centralnego. W strefie euro zdecydowanym liderem były Niemcy, które przejęły stery Unii Eu-

ropejskiej, decydując o programach pomocowych dla zagrożonych państw oraz przyszłości wspólnej waluty. W wyniku wzmożonych zakupów, w skali całego 2011 roku, indeks obligacji amerykańskich, obliczany przez Citigroup, wzrósł o 9,61%, a indeks obligacji niemieckich o 9,60%.

Dzięki fundamentalnemu podejściu inwestorów do inwestycji w obligacje, ubiegły rok był bardzo dobry dla polskich obligacji skarbowych. **Jesteśmy jednym z najmniej obciążonych długami państw w Europie, a konstytucyjny limit zadłużenia do PKB na poziomie 60% w połączeniu z relatywnie wysokim wzrostem gospodarczym i stabilnością polityczną, skutecznie zachęcił inwestorów do zakupów naszych obligacji.** W 2011 roku inwestorzy zagraniczni kupili polskie obligacje za prawie 28 mld PLN, skupiając w swoich rękach prawie 30% naszego zadłużenia. Cały rynek obligacji skarbowych, mierzony indeksem Citigroup, zyskał w minionym roku 6,04%.

**Druga grupa obligacji, to papiery dłużne państw, których bieżąca sytuacja, bądź też perspektywy makroekonomiczne, rodzą obawy o możliwość przyszłej obsługi ich zadłużenia.** Niechlubnym liderem tej grupy jest Grecja, która praktycznie zbankrutowała, a jej funkcjo-

W numerze:

- Marek Kuczalski z TFI Allianz Polska S.A. wspomina rok obligacji i zastanawia się co dalej,
- o papierach dłużnych (i polskich, i zagranicznych) pisze Remigiusz Pruszczyk z Amplico TFI S.A.,
- wzrostowy początek roku analizuje Piotr Zagąła z Nordea Investment Management AB,
- zachowanie w ostatnim czasie sWig80 prześwietla Wojciech Zych z QUERCUS TFI S.A.,
- z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: ECB wyręcza polityków w obronie strefy euro,
- o wskaźniku C/WK Paweł Mielcarek, Analityk Xelion. Doradcy Finansowi.

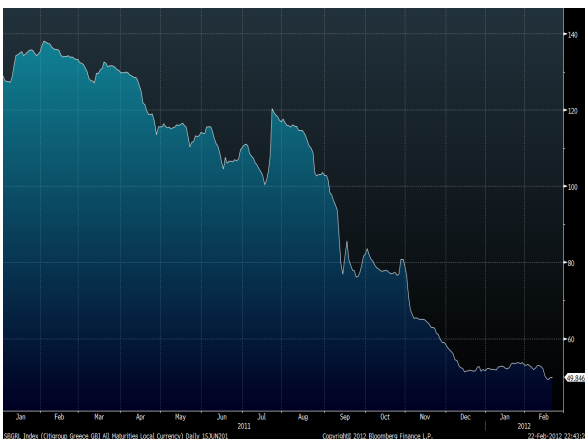
Citigroup US Government Bond Index



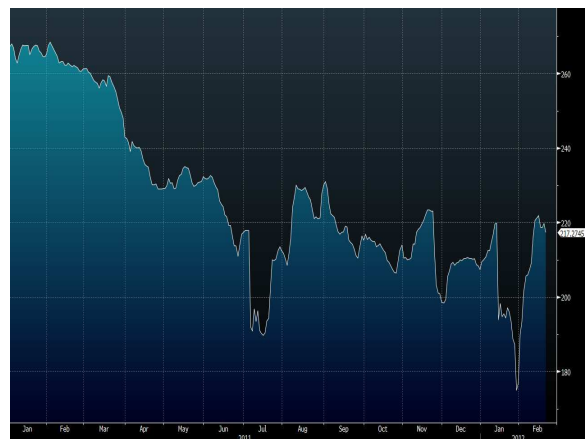
Citigroup Germany Government Bond Index



Citigroup Greece Government Bond Index



Citigroup Portugal Government Bond Index



nowanie opiera się wyłącznie o pożyczki międzynarodowe. Zaufanie inwestorów nadwyrężyły także Włochy, trzecia gospodarka UE, której zadłużenie do PKB zbliżyło się do 120%, a zapowiadane reformy pozostały tylko na papierze. Inwestorów zaniepokoiły też problemy pozostałych państw peryferyjnych strefy euro, głównie Portugalii, a także Hiszpanii i Irlandii, które nie spieszą się z reformą swoich finansów. W efekcie obligacje greckie straciły ponad 60% w ubiegłym roku, a papiery dłużne Portugalii ponad 22%.

**Początek 2012 przyniósł zdecydowaną zmianę postrzegania ryzyka przez rynki finansowe. Dotychczasowe obawy o przyszłość strefy euro i wpływ kryzysu zadłużeniowego na globalny wzrost gospodarczy zostały rozwiane przez dynamiczne zwyki praktycznie wszystkich klas aktywów.** Poprawę sentymentu wywołały przeprowadzone przez Europejski

Bank Centralny (ECB) operacje LTRO (Long-Term Refinancing Operation), czyli nisko oprocentowane trzyletnie pożyczki dla banków komercyjnych. Prawie 500 mld EUR dodatkowej płynności rozlało się po rynkach finansowych, powodując dynamiczne wzrosty, zwłaszcza obligacji skarbowych. Co ciekawe, za wyjątkiem Grecji, najbardziej zyskały te obligacje, które mocno spadały w ubiegłym roku.

Wydaje się, iż cały bieżący rok pozostanie pod wpływem operacji płynnościowych. 29 lutego ECB przeprowadził drugą turę LTRO, która, choć nieznacznie, była większa od poprzedniej. **Jeżeli dodatkowa płynność nadal będzie sprzyjać wzrostowi skłonności do ryzyka, to obligacje amerykańskie i niemieckie mogą ulec przecenieniu w bieżącym roku.** Ucieczka od ryzyka doprowadziła ceny tych papierów dłużnych do historycznych maksimów, które na dłuższą metę wydają się nie do

utrzymania. Na wykresach formują się kilkumiesięczne formacje szczytowe, jednoznacznie sugerujące zmianę trendu. W tej sytuacji lepiej skoncentrować uwagę na obligacjach państw, które oferują lepsze rentowości, a ich sytuacja makroekonomiczna nie budzi większych zastrzeżeń. Do tej grupy można zaliczyć nasze obligacje skarbowe, które od początku roku cieszą się niesłabnącym zainteresowaniem. Silne fundamenty i umacniająca się złotówka powinny sprzyjać dalszym zakupom, zwłaszcza przez inwestorów zagranicznych, jednakże ciężko będzie powtórzyć ubiegłoroczny wynik.

**Marek Kuczalski**

Zarządzający Funduszami

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych  
Allianz Polska SA

## Polskie czy zagraniczne papiery dłużne? Który rynek jest bardziej atrakcyjny w perspektywie najbliższych miesięcy?

Polskie obligacje, podobnie jak polskie akcje od kilku kwartałów podążają w tym samym kierunku – gdy następują zawirowania na rynkach akcji, powodując ich spadek, również obligacje zachowują się podobnie. Wówczas ich ceny również spadają, powodując wzrost rentowności. **Z punktu widzenia klienta, który posiada jednostki funduszu inwestującego w papiery dłużne, istotne jest właśnie to, czy cena tych papierów rośnie, a nie to, czy rośnie rentowność (dlatego, że są to miary odwrotnie proporcjonalne do siebie – jeżeli jedna rośnie to druga automatycznie spada).**

W ciągu ostatnich 2 miesięcy, rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych spadła o 40 punktów bazowych, z 5,9 % do 5,5 %, co przełożyło się na wzrost cen tych papierów o ponad 3 %. Najslabiej wypadły obligacje o terminach zapadalności od 1 roku do 3 lat, rosnąc około 1% procent. Przełożyło się to na wzrost wartości jednostek funduszy obligacyjnych średnio o 2%. Należy w tym miejscu przypomnieć, że w całym 2011 roku fundusze obligacyjne zarobiły średnio niewiele ponad 5% w skali całego roku. Gdy z tej perspektywy spojrzymy na dotychczasowy tegoroczny wynik (za 1,5 miesiąca), to jest on imponujący.

**Czy zatem jest możliwe, aby fundusze obligacyjne zyskały średnio w 2012 roku ponad 10 %?**

Obecna rentowność polskich obligacji 10-letnich (5,5 %) to moim zdaniem dość niski poziom. W styczniu mogliśmy zaobserwować gwałtowne spadki rentowności praktycznie na wszystkich rynkach, a szczególnie w krajach zaliczanych do tzw. rynków wschodzących. Wydaje się, że jest to reakcja rynków na program europejskiego banku centralnego (LTRO), który oferuje bankom tanie (1

%) finansowanie na 3 lata. Ten tani pieniądz popłynął na rynki w poszukiwaniu rentowności.

Aby zobrazować skalę i tempo umocnienia obligacji na świecie, wystarczy spojrzeć na indeks obligacji rządowych krajów wschodzących - JPMorgan GBI - EM Global Diversified Composite. W ciągu zaledwie jednego miesiąca zyskał on 9%. Nie można wykluczyć oczywiście, że Indeks dalej będzie zyskiwał i osiągnie nowe maksima. Jednak tempo tego wzrostu było tak szybkie, że dalsza aprecjacja jest w najbliższych miesiącach chyba jednak mało prawdopodobna - oznaczałoby to, że problemy z finansowaniem na rynkach finansowych są z nami. A tak oczywiście nie jest.

### Który rynek obligacji wybrać?

W obecnej sytuacji na tak postawione pytanie ciężko odpowiedzieć, bo od pewnego czasu korelacja pomiędzy tymi samymi klasami aktywów jest bardzo silna. To znaczy, że obligacje drożeją równocześnie we wszystkich krajach. Dobrze zobrazowane jest to na przykładzie obligacji polskich i węgierskich. Jeszcze rok wcześniej ta zależność nie była tak wysoka. Jednak od początku roku oba te rynki zachowują się identycznie. Obserwujemy gwałtowny spadek rentowności zarówno w Polsce, jak i na Węgrzech.

Podobny kierunek wykazują inne klasy aktywów: akcje czy surowce. W sytuacji, gdy aktywa ryzykowne typu akcje czy surowce zyskują rynek finansowy posługuje się terminem „risk-on”. Lecz tu mamy do czynienia z czymś więcej niż „risk-on”. Obecnie widzimy pogoń za wszelkimi klasami aktywów.

**Obecnie należy nie kierować się tylko i wyłącznie sentymentem, ale ważne są**

**też fundamentalne wskaźniki makro: tempo wzrostu PKB, bezrobocie, płace czyli to wszystko, co przekłada się na potrzeby pożyczkowe danego państwa i inflację, której kierunek jest wyznacznikiem zmian cen obligacji.** Spadająca inflacja powoduje wzrost cen obligacji, czyli wzrost wartości jednostek uczestnictwa. Na tle tych wskaźników bardzo dobrze wypada rynek polski, gdzie w kolejnych miesiącach możemy mieć do czynienia ze spadkiem tempa wzrostu cen towarów i usług (czyli inflacji), co będzie istotnym wsparciem dla rynku długu.

Oprócz obligacji skarbowych i funduszy inwestujących w ten segment atrakcyjne mogą być również fundusze inwestujące w obligacje przedsiębiorstw. Należy jednak pamiętać, że niektóre fundusze, które powstały kilka lat temu mogą mieć znaczną ekspozycję na instrumenty, których emitenci na ówczesne czasy płacili wysoki procent, ale w obecnej sytuacji, gdy jednak spowolnienie gospodarcze w Europie jest faktem, mogą mieć problemy z bieżącym regulowaniem płatności.

Podsumowując, w perspektywie kilku miesięcy rekomendowałbym krajowe fundusze obligacji skarbowych bądź obligacji komercyjnych, ale tylko te, które dość rygorystycznie podchodzą do jakości emitentów w portfelu.

### Remigiusz Pruszczak

Makler Papierów Wartościowych  
Dyrektor Sprzedaży

Amplico Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Główne czynniki odpowiadające za wzrosty indeksów w pierwszych miesiącach 2012 r. Jakie są szanse na kontynuowanie zwyżek w kolejnych miesiącach...

Kupuj plotki, sprzedawaj fakty. Choć powiedzenie to było już powtarzane wielokrotnie, to jest wciąż aktualne. Indeksy giełdowe, szczególnie w naszym regionie, znalazły się na najniższym poziomie w momencie kulminacji obaw co do przyszłości strefy EUR. Pierwszy strach minął w momencie, gdy Europejski Bank Centralny zdecydował się na wprowadzenie programu LTRO, programu będącego faktycznie drukiem pieniądza, takim jak Quantitative Easing w USA czy Wielkiej Brytanii.

Najważniejszy w tym wydarzeniu był nie sam fakt dodruku pieniądza, ale jego akceptacja przez Niemcy. Skoro ten kraj zdecydował się na zwiększenie bilansu EBC (a co za tym idzie ciężaru, który musiałyby ponieść Niemcy w przypadku rozpadu strefy EUR), to oznacza to, iż całkowicie zrezygnował z pomysłu opuszczenia strefy EUR.

Teraz, gdy ostatecznie zaakceptowano plan pomocy dla Grecji, wiemy, że znacznie spadło prawdopodobieństwo wyjścia tego kraju ze strefy EUR. Nawet jeśli ono nastąpi – odpisy zostały już dokonane i wpływ na rynki finansowe będzie nieznaczny. Scenariusz najbardziej optymistyczny dla strefy EUR się dokonał, Chiny luzują politykę monetarną, a w USA widzimy dobre dane z rynku pracy. **Nie ma się czego obawiać, a więc... nie ma już kto kupować. To scenariusz najbardziej sprzyjający nadziei globalnej korekty.**

W międzyczasie nasz rynek zachowywał się dość słabo. Początkowo winien był rząd, który sprezentował nam wzrost ryzyka politycznego, zmieniając co chwila opinię w sprawie podatku od kopaliny. Później problemem stała się... siła naszego rynku. Prawie 30% indeksu WIG to sektor bankowy, a ten jest zdecydo-

wanie droższy niż podobne banki w Europie. KGHM męczył się z podatkiem, PGNiG wciąż stara się o taryfę, a PKN i Lotos są zarządzane jak typowe spółki państwowe (nieefektywnie). **Jedynie co**



**mogło dynamicznie rosnąć, to małe i średnie spółki, na które wpływ decyzji rządowych jest najmniejszy.**

Pozostaje jednak pytanie, co do jakości spółek najbardziej rosnących. Dynamiki cen akcji rządu ponad 100% wykazały spółki dotknięte największymi problemami z zadłużeniem, zysownością, nie płacące dywidend. Oczywiście nie możemy takim spółkom odmówić wzrostów. Skoro w poprzednim okresie były nielubiane, teraz należała się chwila oddechu.

**Sytuacja ta rodzi jednak pytania co do trwałości obecnego ruchu. I choć poprzednie zdania tego artykułu mogły sugerować wyrok negatywny, to jednak tak nie jest.** Poprzednio mieliśmy do czynienia z podobną sytuacją w roku 2003. Wówczas to rynek w okresie od marca do sierpnia wzrósł ok. 50%, a spółki stały się relatywnie dość drogie. Przez około 1,5 roku można było mówić o trendzie bocznym na indeksie, aż weszliśmy w okres dynamicznych wzrostów. Spółki stały się w 2005 r. tanie, gdyż wyraźnie poprawiły się wyniki finansowe.

I właśnie na poprawę wyników finansowych trzeba liczyć, by spodziewać się dalszych wzrostów szerokiego rynku. Optyzmem może napawać zwyżka wskaźników PMI na całym świecie. Globalne poluzowanie polityki monetarnej powinno poprawić dostępność kredytu dla przedsiębiorstw. Potencjalnie niższa dynamika cen surowców powinna skutkować niższym obciążeniem kosztami dla przedsiębiorstw.

Pesymiści twierdzą że zaciskanie pasa przez budżety strefy EUR może zniweczyć te nadzieje. A jest właśnie przeciwnie. Wszyscy wiemy, że pieniądze rozdysponowane przez rządy są wydawane nieefektywnie. Dotacje otrzymują zaprzyjaźnione firmy, podmioty, którym nie chce się pracować. Budżety zakłócają efektywność gospodarki rynkowej, a obciążenia podatkowe dotyczą tych, którzy uczciwie pracują. Działania krajów strefy EUR są więc krokiem w dobrym kierunku.

Jeśli naprawdę w strefie EUR udział sfery publicznej w gospodarce się zmniejszy, to będzie to tylko i wyłącznie błogosławieństwem dla gospodarki. Kto wie? Może po korekcie, która nas czeka, wejdziemy w okres dłuższej hossy wynikającej już z poprawy sytuacji gospodarczej, a nie „odbitki” po bessie.

### Piotr Zagała

Dyrektor Inwestycji Akcyjnych

Nordea Investment Management AB  
Oddział w Polsce



## W pierwszych tygodniach 2012 r. odnotowano duże wzrosty małych i średnich spółek. Jest to początek trendu czy skuteczna pułapka?

**W pierwszych tygodniach bieżącego roku odnotowano istotne wzrosty kursów akcji wielu mniejszych i średnich spółek. Indeks WIG20 zyskał jedynie 9,7%, a wzrost wartości sWIG80 wyniósł aż 24% (do 21 lutego bieżącego roku).**

**Z jednej strony jest to odreagowanie słabego zachowania się kursów akcji z tego segmentu w roku 2011, kiedy to sWIG80 stracił ponad 30%, a szeroki rynek był „lepszy” o około 10 punktów procentowych (WIG stracił wówczas 20,8%).** Kursy akcji wielu mniejszych i średnich spółek zostały mocno przecenione, nie w pełni uwzględniając sytuację fundamentalną tych przedsiębiorstw. Dynamika wzrostu PKB w polskiej gospodarce utrzymuje się od wielu kwartałów na wysokim poziomie w porównaniu z wieloma krajami Europy Zachodniej. W całym 2011 roku dynamika wzrostu PKB w Polsce wyniosła ponad 4%, a w roku bieżącym i kolejnym powinna wynieść minimum 2,5%. Kryzys z roku 2009 spowodował, że firmy zrestrukturyzowały swoją działalność, a lata 2010-2011 nie spowodowały istotnego wzrostu kosztów ich działalności. Oznacza to, że sytuacja fundamentalna tych spółek nie pogorszyła się aż tak, jak nastroje wielu europejskich inwestorów. Zyski tych podmiotów w wielu przypadkach nie pogarszały się, a często były one zwiększane, zatem można powiedzieć, że spadek ich kursów w 2011 roku o średnio 30% nie był w pełni uzasadniony i bardziej oparty na obawie o strefę euro i jej problemy. Dodatkowo, w drugiej połowie 2011 roku część inwestorów instytucjonalnych sprzedawała akcje średnich i mniejszych spółek na skutek konwersji środków z funduszy akcyjnych i mieszanych w kierunku tych o charakterze gotówkowym i obligacyjnym. To wszystko spowodowało, że w

rok 2012 weszliśmy z wycenami wielu mniejszych i średnich spółek przy poziomie wskaźnika cena do zysku (P/E) około 6-10 przy dobrej sytuacji fundamentalnej tych spółek. Taki poziom wskaźnika należy ocenić jako atrakcyjny.

**Z drugiej strony mamy problemy z zadłużeniem wielu europejskich krajów - z Grecją, Portugalią, Włochami i Irlandią na czele.** Kraje te korzystały przez wiele lat z relatywnie niskich stóp procentowych oraz gotowości wielu inwestorów do pożyczania środków w formie obejmowania kolejnych emisji obligacji skarbowych. Zadłużenie osiągnęło taki poziom, że w okresie dekonjunkury gospodarczej jego obsługa staje się dużym obciążeniem, szczególnie, jeśli towarzyszy temu wzrost rentowności obligacji, a to oczywiście ma miejsce w okresach zwiększonej niepewności. Kraje te podejmują bardzo powolne działania, a politycy obawiając się o spadek poparcia wśród wyborców nie przystępują do zdecydowanych działań, które mogłyby spowodować obniżkę deficytów budżetowych i ogólnego zadłużenia poszczególnych krajów. Grecja jako jedyna podejmuje takie działania, ale są one spóźnione i przeprowadzane przy mocno kurczącej się gospodarce, co tylko potęguje ich negatywny wpływ.

Należy jednakże uwzględnić jeszcze kilka czynników. Oprócz tego, że na zachowanie się giełd ma wpływ sytuacja gospodarcza, to bardzo ważne są działania banków centralnych. Obecnie w Europie odbywa się proces analogiczny do quantitative easing (QE) przeprowadzonego wcześniej przez Fed w USA. Europejski Bank Centralny (EBC) przeprowadza

program LTRO (Long-Term Refinancing Operations). EBC pożyczka środki bankom komercyjnym pod zastaw posiadanych przez nich aktywów, a pożyczki te są nisko oprocentowane. Różni się to nieco od QE w USA, kiedy to Fed dokonywał wykupu obligacji od działających na tamtym rynku banków, poprawiając



im płynność i wpływając na wielkość ich akcji kredytowej. W Europie są to pożyczki pod zastaw i jeżeli wartość zastawu spadnie poniżej pewnej wartości Europejski Bank Centralny może wnioskować o uzupełnienie zabezpieczenia, jednakże ostatecznie osiągnany cel powinien być podobny. Banki otrzymują nowe środki, które są relatywnie nisko oprocentowane, poprawia się ich płynność, a środki używają do zakupu obligacji skarbowych poszczególnych krajów, obniżając ich rentowności. Działania te istotnie wspierają gospodarkę. Rynki mogą spekulować o następnych rundach LTRO (najbliższe zaplanowane jest na 29 lutego).

Należy także pamiętać, że o ile sytuacja gospodarcza w Europie Zachodniej jest słaba, to dużo lepiej wygląda ona w USA i w Azji.

**Podsumowując, wyceny mniejszych i średnich spółek pozostają na racjonalnym poziomie, mając na uwadze ich sytuację fundamentalną, nawet uwzględniając ostatni wzrost cen akcji.**

Wprawdzie problemy zadłużeniowe Europy Zachodniej nie zostały rozwiązane i mogą do nas wrócić ze zdwojoną siłą, to działania EBC w zakresie LTRO będą wspierać płynność i gospodarkę. W krótkim terminie może mieć miejsce pewne odreagowanie ostatnich wzrostów i realizacja zysków przez inwesto-

rów, którzy czekali na przeprowadzenie LTRO (29 luty). Jednak w okresie najbliższych kilku miesięcy optymizm może brać górę nad obawami wraz z kolejnymi rundami LTRO. Za pozytywnym scenariuszem przemawiają na rynkach także takie czynniki, jak brak istotnych napływów do polskich funduszy akcyjnych

czy zwiększony limit inwestycji w akcje w OFE (45% w br.).

#### Wojciech Zych

Dyrektor ds. Instrumentów Udziałowych QUERCUS Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Okiem Piotra Kuczyńskiego... ECB wyręcza polityków w obronie strefy euro



**Grudniowa akcja ECB (aukcja LTRO) z dostarczeniem bankom nieograniczonej płynności na 3 lata z**

**niewielkim, jednoprocentowym, oprocentowaniem dała pożądane efekty.**

Byłem nieco zaskoczony tym, że naciski polityczne zmusiły banki do kupowania obligacji krajów PIIGS, ale jak widać połączenie polityki z finansami jest bardzo silne. W końcu przecież na konferencji prasowej po nocnym zakończeniu szczytu UE 9.12 prezydent Nicolas Sarkozy mówił, że jeśli rządy poproszą banki, to pewnie te banki dług państwowy będą kupowały (sic!).

Dzięki tej aukcji ECB gwałtownie spadły rentowności obligacji krajów PIIGS, a to znacznie poprawiło nastroje na rynkach finansowych. Przez cały styczeń i część lutego mimo tego, że sprawa pomocy dla Grecji była w centrum uwagi, indeksy rosły. Dopiero w lutym pojawiła się (widoczna w Polsce, ale nie w USA, czy na rynku surowcowym) chęć zrealizowania części zysków.

Jednak 29 lutego odbyła się kolejna au-

kcja LTRO. Zakończyła się przyznaniem 529,5 mld euro kredytów, czyli o 40 mld więcej niż w grudniu. Było to mniej od oczekiwań rynku, ale więcej od uśrednionej prognozy banków amerykańskich (470 mld). Duża część tych środków pójdzie na rolowanie zadłużenia, świeżych pieniędzy będzie pewnie mniej niż pięćdziesiąt procent, a one z pewnością nie wszystkie trafią na rynek długu. Była to jednak znowu suma imponująca, więc po nieznacznej korekcie świadomość krążenie po rynkach tych pieniędzy powinna nadal bykom pomagać.

**Takie ograniczone drukowanie euro przez ECB (bo to jest ograniczone drukowanie) powinno wydłużyć okres zwyżki cen wielu aktywów. Może nawet do kwietnia.** Nic nie zastąpi jednak decyzji o nieograniczonym (to słowo jest ważne) druku euro przez ECB (co niekoniecznie znaczy, że druk zostanie podjęty). Dlatego też kolejna faza kryzysu może się przesunąć nawet na wiosnę /lato tego roku. Wtedy pojawią się napięcia związane z lokowaniem potężnych emisji długu krajów strefy euro i banków. Zobaczymy też, co zrobią nowe rządy po wyborach w Grecji (kwiecień) i kto zostanie prezydentem Francji (maj). W tym ostatnim przypadku rynki wolałyby zwycięstwo Nicolasa Sarkozy'ego.

**Inaczej mówiąc może być tak, że zamiast szybko pojawiającej się, ostrej fazy kryzysu będziemy mieli psującą się sytuację gospodarczą z hossą w tle i powtórne uderzenie niedźwiedzi za kilka miesięcy, kiedy sytuacja gospodarcza w Europie będzie zdecydowanie słabsza.** Wtedy to banki będą dodatkowo obciążone kupowanymi teraz na kredyt z pożyczek ECB obligacjami krajów PIIGS (plus Francji). Plusem byłoby to, że uderzenie nastąpiłoby na poziomach dużo wyższych niż obecnie.

To jest scenariusz pesymistyczny, ale można sobie wyobrazić również optymistyczny. Mario Monti, premier Włoch powiedział, że według niego do końca marca rządy strefy euro osiągną porozumienie w sprawie znacznego zwiększenia wielkości funduszy obronnych. Gdyby tak się rzeczywiście stało, to hossa mogłaby trwać nawet do końca roku. Zapłacilibyśmy za to wszystko inflacją, ale tym będziemy się martwili za 2-3 lata.

#### Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Xelion. Doradcy Finansowi Sp. z o.o.

## Wskaźnik C/WK

W październikowym Biuletynie Inwestycyjnym Xelion w dużym skrócie omówiłem konstrukcję oraz najważniejsze wady i zalety bardzo popularnego giełdowego wskaźnika cena do zysku. **W obecnym numerze chciałbym przedstawić równie popularny wśród inwestorów wskaźnik cena do wartości księgowej.**

Wskaźnik C/WK otrzymujemy dzieląc bieżącą cenę akcji przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję. Aby uzyskać wartość księgową od wszystkich aktywów spółki odejmujemy jej całkowite zadłużenie. **Inaczej mówiąc wartość księgowa jest równa temu, co spółka posiada, minus to, co jest winna innym podmiotom gospodarczym.**

$$C/WK = \frac{\text{Cena akcji}}{\text{Wartość księgowa} / \text{Liczba akcji}}$$

**Wskaźnik cena do zysku mówi nam, ile trzeba zapłacić za 1 złotówkę aktywów netto spółki.** Generalnie wycena rynkowa powinna być równa ich wycenie księgowej, czyli wskaźnik ten powinien być równy 1. Jeśli jest on poniżej tego poziomu kupujemy akcje wyceniane poniżej wartości księgowej, czyli teoretycznie niedowartościowane. Dla zobrazowania warto wyobrazić sobie skrajny scenariusz, czyli bankructwo spółki, w którą zainwestowaliśmy. Jeśli wskaźnik C/WK był niższy od 1, oznacza to, że po sprzedaży całego majątku i spłaty zadłużenia inwestor w dalszym ciągu osiągnie zysk.

Prosta kalkulacja wskaźnika oraz inter-

pretacja (pozornie) sprawia, że wskaźnik ten wraz ze wspomnianym C/Z są najczęściej wykorzystywanymi narzędziami przez inwestorów indywidualnych. Jak zawsze jednak diabeł tkwi w szczegółach. Porównując C/WK do wspomnianego C/Z rzeczywiście zauważalna jest duża przewaga tego pierwszego. Zestawianie ceny do aktywów netto (C/WK) ma tę przewagę nad zyskami spółki (C/Z), że wskaźnik jest dużo bardziej odporny na krótkookresowe zawirowania. Jeśli spółka odnotuje jednorazowe skoki zysków lub też zajdą inne zdarzenia o charakterze jednorazowym, wskaźnik cena do wartości księgowej nie będzie reagował dużymi zmianami, przez co nie będzie generował mylnych sygnałów.

**Największym minusem omawianego wskaźnika jest wątpliwa wiarygodność danych zawartych w bilansach giełdowych spółek.** Zdarzyć się bowiem może, że wycenione w nim aktywa oraz zobowiązania mogą być znacznie zawyżone lub zaniżone. Sytuacja, w której spółka zbyt wysoko wycenia wartość swoich zapasów lub nie doszacowuje zobowiązań pozabilansowych (np. gwarancji lub poręczeń) jest całkiem możliwa, a przez to wskaźnik może nie odzwierciedlać prawdziwej sytuacji. Wprawny inwestor może oczywiście dostrzec takie niuanse i wykorzystać je na swoją korzyść. Jako przykład posłużyć może historia jednego z giełdowych deweloperów, który w pewnym momencie wyceniany był dużo poniżej wartości księgowej, pomimo że

w swoich aktywach posiadał bardzo atrakcyjną kamienicę w centrum Wrocławia (wartą więcej niż ówczesna kapitalizacja spółki).

Oczywiście należy pamiętać o traktowaniu majątku spółki z pewną umownością. O ile w przypadku spółek przemysłu ciężkiego rzeczywiście można wyceniać maszyny i urządzenia potrzebne do produkcji, to w przypadku spółek handlowych, usługowych, a przede wszystkim internetowych są już z tym duże problemy. Warto również zwracać uwagę na pozycję w aktywach zwaną wartością niematerialnie i prawne, ze szczególnym naciskiem na wartość firmy (goodwill). Pozycja ta pojawia się w wyniku przejęć bądź fuzji, a jej wycena często jest co najmniej dyskusyjna.

Pomimo wielu pułapek związanych ze stosowaniem tego wskaźnika na jego korzyść przemawia duża skuteczność statystyczna. Jak pokazują badania, zakup spółek z niskim wskaźnikiem C/WK przynosił znacznie wyższą stopę zwrotu niż budowa portfela wyłącznie w oparciu o spółki z wysokim C/WK. Warto jednak pamiętać, aby oprócz samych wartości wskaźników zawsze przeanalizować choć wstępną realność danych zawartych w bilansach spółek.

**Paweł Mielcarek**

Analityk

Xelion. Doradcy Finansowi 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 Xelion. Doradcy Finansowi 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.*