

Szanowni Czytelnicy,







Kiedy w ostatnim czasie Komisja Nadzoru Finansowego zajęła się kwestią funkcjonujących na rynku ubezpieczeń polis inwestycyjnych, rozgorzała gorąca dyskusja publiczna: prasa prześcigała się w publikowaniu kolejnych artykułów, a fora internetowe huczały od opinii zadowolonych bądź nie właścicieli polis. Stuchając wszystkich głosów można wyciągnąć jeden wniosek - produkty składające się z części ochronnej oraz umożliwiające lokowanie środków w ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe posiadają zarówno wady, jak i zalety. I właśnie na nich skupia się w bieżącym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion Przedstawicielka jednego z towarzystw ubezpieczeń.

W aktualnym numerze nie zabraknie też informacji o obligacjach skarbowych, tym razem węgierskich, perspektyw na 2013, a także popularnego ostatnio tematu gazu łupkowego i wpływu możliwości jego przemysłowego wydobycia na gospodarkę.

Ponadto, jak co miesiąc, spoglądamy na rynek okiem Piotra Kuczyńskiego i czerpiemy z wiedzy Pawła Mielcarka, Analityków Domu Inwestycyjnego Xelion.

Zachęcamy do lektury!

W numerze:

-  o polisach inwestycyjnych Katarzyna Golińska z Nordea Polska TUnŻ S.A.,
-  wpływ wydobycia gazu łupkowego na przemysł przedstawia Jarosław Skorulski z TFI Allianz Polska S.A.,
-  o węgierskich obligacjach skarbowych mówi Tomasz Bartnicki z Amplico TFI S.A.,
-  rok 2013 z perspektywy Michaela Hasenstaba z Franklin Templeton Fixed Income Group,
-  z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Decyzje polityczne zmieniają harmonogram,
-  tajemniczo o jajkach i koszykach opowiada Paweł Mielcark, Analityk Domu Inwestycyjnego Xelion.

***Istniejemy po to, aby ludzie mogli
we właściwym czasie podejmować
dobre decyzje dotyczące ich pieniędzy.***



Czy każda polisa inwestycyjna to zło i naciąganie klientów?

Produkty inwestycyjne od lat cieszą się popularnością i uznaniem Polaków. Odpowiednio dobrane (samodzielnie przez klienta lub przy pomocy eksperta) nie tylko wspierają motywację oszczędnościową, ale także mogą wypracować wysokie zyski.

Pierwsze produkty z ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi (UFK) pojawiły się w Polsce już w latach 90-tych XX wieku. **Dynamiczny rozwój tych produktów na przestrzeni lat wpłynął na kształt całego rynku ubezpieczeń na życie.** O potrzebie łączenia funkcji ochronnej ubezpieczeń na życie z możliwością inwestowania może świadczyć choćby rosnący udział tej kategorii produktów w wartości przypisanej składki brutto. Jak podaje KNF, po I półroczu 2012 r. ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (grupa 3) stanowiły 30,65% łącznej składki przypisanej brutto działu I osiągając wartość 6,02 mld zł. Oznacza to wzrost o 15,07% w porównaniu z analogicznym okresem w 2011 r. Jak dodaje KNF, „część składki przypisanej w tej grupie pochodzi z UFK lokujących środki finansowe w instrumenty strukturyzowane lub instrumenty pochodne w związku z oferowaniem ubezpieczeniowych produktów”. (za: Raport o stanie sektora ubezpieczeń po I półroczu 2012 r., KNF, 09.10.2012). Jednocześnie – wg Analiz Online (<http://www.gu.com.pl/>) - po trzech kwartałach 2012 r. przypis składki w tym segmencie produktów wynosił już 9,4 mld zł.

Produkty inwestycyjne wspierają dodatkowe oszczędzanie

Ubezpieczenia na życie z UFK, szczególnie z wpłatami regularnymi, to produkty wspierające długoterminowe gromadzenie i pomnażanie oszczędności. Oznacza to, że klient – zawierając umowę ubezpieczenia – zobowiązuje się do regularnych wpłat w określonym horyzoncie czasowym. **Przy czym należy**

zaznaczyć, że w odniesieniu do umów ubezpieczenia z elementem inwestycyjnym, termin „długoterminowy” oznacza perspektywę nawet kilkunastu lat. Gromadzenie oszczędności przez lata pozwala na budowę większego kapitału – to efekt zarówno stale powiększanej podstawy, jak i potencjalnych zysków z inwestycji. Z tego względu tak ważne jest, aby zwracać uwagę na długoterminowy charakter takich produktów. Przybliżanie Polakom najważniejszych informacji na temat tych ubezpieczeń – wyjaśnienie zasad funkcjonowania, celu oszczędzania, sposobów inwestowania, konieczności dywersyfikacji portfela inwestycyjnego – sprawi, że staną się one bardziej zrozumiałe i tym samym - potrzebne.

Z ekspertem inwestowanie może być łatwe

Zawierając umowę ubezpieczenia z UFK klient uzyskuje dostęp do zróżnicowanych pod względem poziomu ryzyka strategii inwestycyjnych: od bardziej ryzykownych funduszy akcji, do bezpiecznych form lokowania kapitału w funduszach obligacji i rynku pieniężnego. **Warto podkreślić, że fundusze inwestycyjne dostępne w ramach produktu ubezpieczeniowego nie ograniczają się do jednego TFI.** To szczególnie istotne w kontekście funduszy znanych międzynarodowych marek, które nie są dostępne w sprzedaży bezpośredniej, a jedynie za pośrednictwem UFK. Osoby mniej doświadczone na rynku kapitałowym mogą skorzystać z gotowych strategii w ramach portfeli modelowych. W zależności od indywidualnie akceptowanego poziomu ryzyka, klient może wybrać strategię agresywną, neutralną lub konserwatywną. Dzięki dywersyfikacji portfela (czyli alokacji środków w zróżnicowane pod względem ryzyka ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe), każde z tych rozwiązań pozwala na optymalne pomnażanie oszczędności, dostosowane

do horyzontu inwestycyjnego i akceptowalnego dla klienta poziomu ryzyka.

Rozmawiajmy o opłatach

Przed zawarciem umowy ubezpieczenia sprzedający jest zobowiązany do udostępnienia klientowi kompletu dokumentów (OWU, kart parametrów, regulaminu opłat i innych), a także udzieleniu odpowiedzi na pytania lub wątpliwości. To niezwykle ważny element procesu, ponieważ swoim podpisem klient akceptuje zasady produktu i obowiązujące koszty.

Szczególny rodzaj kosztów stanowią opłaty likwidacyjne, pobierane w przypadku wcześniejszego wykupu. Wynikają one z długoterminowego charakteru tych produktów oraz kosztów ponoszonych przez towarzystwo ubezpieczeniowe w związku z zawarciem umowy ubezpieczenia. Wysokość tych opłat maleje w kolejnych latach polisowych tak, by po pewnym okresie inwestowania (różnym dla różnych produktów inwestycyjnych) klient mógł rozwiązać umowę ubezpieczenia bezkosztowo.

Ponadto, w przeciwieństwie do funduszy inwestycyjnych, transfer środków pomiędzy ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi w ramach jednej umowy ubezpieczenia typu unit-linked odbywa się bez podatku od zysków kapitałowych. Preferencyjne warunki umów ubezpieczenia z UFK dotyczą nie tylko zwolnienia z ww. podatku, ale również kwestii związanych z dziedziczeniem. W przypadku śmierci ubezpieczonego, zgromadzona wartość środków jest wypłacana osobie uposażonej z pominięciem podatku od spadków i darowizn.

Katarzyna Golińska

Rzecznik Prasowy

Nordea Polska Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie S.A.

Gaz łupkowy – rewolucja w gospodarce czy płonne nadzieje?

Rozwój gospodarczy zawsze potrzebował impulsu, który powodował, że sytuacja krajów czy całych regionów ulegała radykalnej poprawie. Taką rolę w historii świata pełniły wynalazki, nowe technologie czy odkrycia nowych zasobów surowców. Czy dzisiaj możemy liczyć na podobne wydarzenia, które mogą pchnąć światową gospodarkę na nowe tory? Czy światowy kryzys rozpanoszył się na dobre i jesteśmy skazani na trwałe w trudnej sytuacji gospodarczej na lata?

Wydaje się, że mamy szansę przełamać złą passę z ostatnich lat. Pomóc w tym powinna tania energia pozyskiwana z olbrzymich zasobów gazu łupkowego. Nie jest to nowe odkrycie, zasoby tego surowca są znane od dłuższego czasu. Jednak metody poszukiwania oraz eksploatacji na skalę przemysłową uległy radykalnej poprawie. **Największe złoża gazu łupkowego (na podstawie dzisiejszego stanu wiedzy) znajdują się w USA i Chinach.** Na wykresie nr 1 zostały przedstawione szacunkowe dane dotyczące zasobów gazu łupkowego w poszczególnych krajach.

Jak już wcześniej wspomnieliśmy gaz łupkowy nie jest nowością. Badania nad jego wykorzystaniem trwają już bardzo długo. Należało jednak zrobić ten ostatni

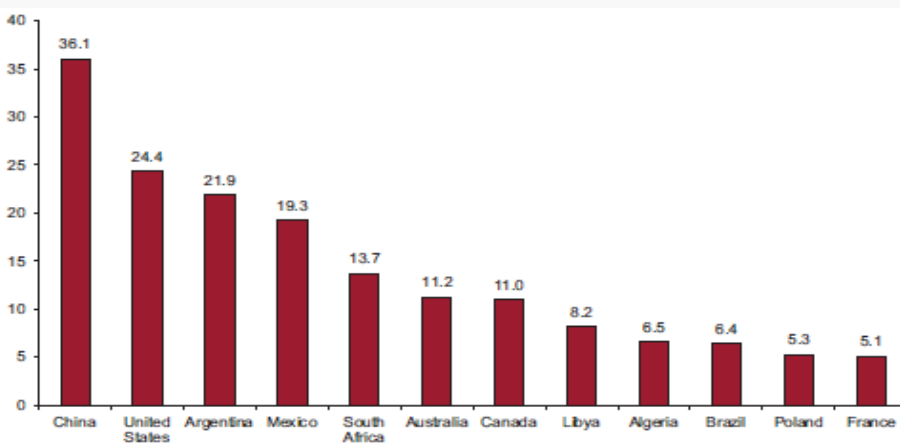
krok – przejść od fazy badań laboratoryjnych do fazy wykorzystania gazu łupkowego na skalę przemysłową. Ten etap najszybciej przeskoczyły Stany Zjednoczone. **W ciągu ostatnich kilku lat, dość niepostrzeżenie, USA stały się największym producentem gazu na świecie.** W tym okresie nastąpił masowy napływ inwestycji związany z gazem łupkowym. Dzięki tej tzw. „łupkowej rewolucji” koszty gazu dla odbiorców w USA spadły kilkakrotnie w stosunku do tych, które płacą odbiorcy w Europie. Pozwoliło to gospodarce amerykańskiej uniezależnić się od importu tego surowca. Jak wielka to była zmiana, niech świadczy fakt, że ponad połowa wydobywanego obecnie gazu w USA pochodzi ze złóż niekonwencjonalnych, w tym łupkowych. Od 2008 roku produkcja gazu łupkowego wzrosła aż czterokrotnie i dziś wynosi około 200 mld m sześć. rocznie (wykres nr 2) – co stanowi ponad jedną czwartą produkcji gazu w USA. Jak szacuje Amerykańska Agencja ds. Energii, do 2035 r udział ten przekroczy 50%.

Tanie źródło energii to oczywiście olbrzymi impuls dla gospodarki. Poza tym nie należy też zapominać o bezpośrednich inwestycjach w sam sektor wydobycia gazu. W ostatnich latach wydatki na inwestycje w amerykański sektor wydobycia

ropy i gazu (w tym w znacznej części w wydobycie gazu łupkowego) przekraczają regularnie 140 mld USD rocznie. **„Przemysł łupkowy” przyczynił się do rozwoju innych dziedzin przemysłu i do stworzenia nowych miejsc pracy.** Badania wskazują, że dzięki uruchomieniu prac wydobywczych od 2008 roku powstało w USA około 600 tys. nowych miejsc pracy i wszystko wskazuje na to, że ta liczba będzie w dalszym ciągu w szybkim tempie rosła. Nowe zakłady uruchamiają między innymi koncerny chemiczne, dla których gaz jest surowcem generującym największe koszty produkcji. Poza USA i Kanadą, gdzie badania i wydobycie gazu łupkowego jest najbardziej zaawansowane, największe szanse na szybki rozwój tego sektora mają Chiny. W tym kraju udokumentowane zasoby gazu łupkowego są największe. Jednak przyspieszenie inwestycji i wydobycia nastąpi prawdopodobnie dopiero pod koniec obecnej dekady.

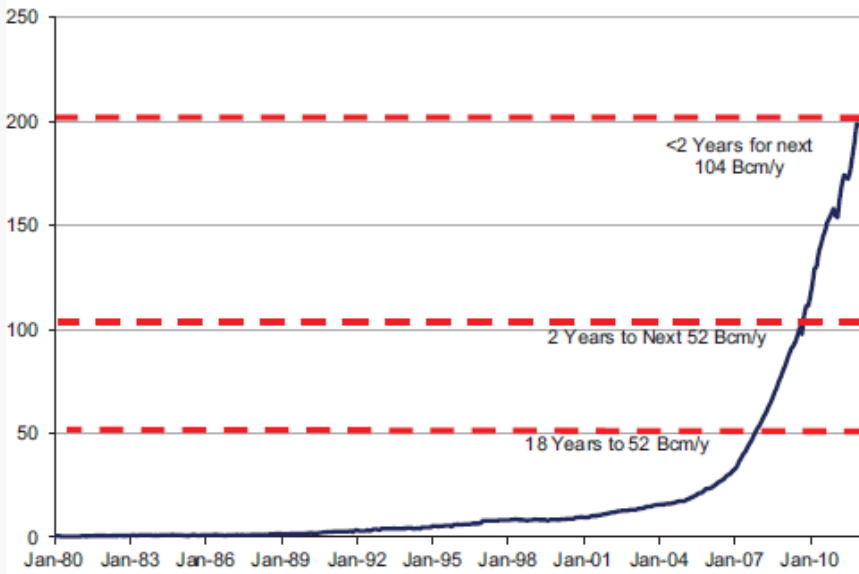
W jaki sposób wykorzystać zmiany na rynku energii do inwestowania w akcje? Można to zrobić na kilka sposobów, skupiając się jednak przede wszystkim na rynku amerykańskim, gdzie efekty wydobycia gazu łupkowego są największe. Jedną z opcji jest inwestowanie w firmy, które posiadają koncesję na poszukiwanie i wydobycie gazu. Inną jest inwestycja w akcje firm infrastrukturalnych z dziedziny wydobycia ropy i gazu zajmujących się między innymi: budową i eksploatacją rurociągów, przerobem i przesyłem zarówno surowców jak i półproduktów gazo- i ropopochodnych. Na rozwoju sektora gazowego zyskują też firmy produkujące urządzenia i wyposażenie dla wcześniej wymienionych sektorów. Ceny akcji wielu z tych firm odnotowały już duże wzrosty, ale ciągle można znaleźć ciekawe inwestycje. Firmy amerykańskie będą też odgrywały wiodącą rolę w rozwoju wydobycia gazu łupkowego poza USA. Pomimo tego, że warunki wydobycia gazu w USA i poza jego tery-

Wykres nr 1: Zasoby gazu łupkowego w poszczególnych krajach (bln m. sześć.).



Źródło: Credit Suisse.

Wykres nr 2: Produkcja gazu łupkowego w USA (mld. m. sześć./r.).



Źródło: Credit Suisse.

torium mogą się różnić, to łatwiej będzie zmodyfikować obecne technologie niż opracować zupełnie nowe.

Oczywiście w tej beczce miodu można też znaleźć łyżkę dziegciu i wymienić przynajmniej kilka ryzyk związanych z gazem łupkowym. **Najczęściej dysku-**

waną sprawą związaną z wydobyciem gazu łupkowego jest ochrona środowiska. Bez wątplenia jest to problem, przed którym staną firmy wydobywające gaz. Moim zdaniem ciągle poprawiające się technologie wydobycia i fakt, że gaz jest znacznie „czystszy” źródłem energii niż np. węgiel powinny ten problem

rozwiązać. **Innym zagrożeniem jest cena ropy, która ma wpływ na opłacalność nowych inwestycji w wydobycie gazu łupkowego.** Szacuje się, że bezpiecznym poziomem jest 80-90 USD za baryłkę.

Podsumowując, naszym zdaniem został uruchomiony proces, który jest już nie do zatrzymania. Setki miliardów dolarów jakie zostały zainwestowane w USA w wydobycie gazu łupkowego spowodowały, że świat zobaczył, jak można pozyskać tanią energię dla gospodarki. **Dzisiaj możemy raczej tylko dyskutować o tym, jak szybko „łupkowa rewolucja” rozprzestrzeni się po całym świecie niż o tym czy to w ogóle nastąpi.** Możemy wziąć w tym procesie udział bądź nie, ale już go nie zatrzymamy.

Jarosław Skorulski

Prezes Zarządu

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych
Allianz Polska S.A.

Rynek węgierskich obligacji skarbowych - klon rynku polskiego?

Podobnie jak w przypadku polskich obligacji skarbowych w roku 2012 byliśmy również świadkami hossy na rynku węgierskich obligacji skarbowych. Wykres nr 1 obrazuje spadek rentowności obligacji 10-letnich polskich (czerwona linia) i węgierskich (linia zielona).

Rentowności węgierskich obligacji skarbowych spadły do poziomów nie notowanych od 2007 roku. Wykres nr 2 obrazuje, jak w 2012 r. spadała rentowność węgierskich 10-latek.

Widoczny jest spadek o 400 punktów bazowych z 10 na 6 proc. Podobnie jak na krajowym rynku, za hossę na rynku długu węgierskiego odpowiedzialni byli przede wszystkim inwestorzy zagraniczni. **Ponadprzeciętny napływ środków do funduszy obligacji inwestujących**

w kraje tzw. rynków wschodzących, do których zaliczane są i Węgry i Polska, skutkowało gwałtownym obniżeniem się rentowności obligacji w krajach całego regionu.

Pomimo tak znaczącego spadku rentowności o 400 punktów bazowych, rentowność 6 proc. wydaje się dalej atrakcyjna, jeśli odniesiemy ją do rentowności np. obligacji polskich z rentownością na poziomie 4 proc. dla obligacji 10-letnich.

Na Węgrzech, podobnie jak w Polsce, trwa cykl obniżek stóp procentowych. Od sierpnia 2012 r. Narodowy Bank Węgier obniżył stopy pięciokrotnie z 7 do 5,75% (wykres nr 3).

Rynek oczekuje dalszych obniżek stóp w kolejnych miesiącach. Wykres nr 5 w

oparciu o notowania FRA pokazuje, jak rynek obecnie szacuje poziom stóp procentowych w kolejnych miesiącach. Wiadac, że rynek szacuje dalszy spadek stóp poniżej 5 proc.

Jedynie znacząca deprecjacja forinta spowodowana spadkiem globalnego apetytu na ryzyko mogłaby spowolnić lub zahamować cykl obniżek stóp procentowych. Mogłoby to zostać wywołane m.in. przez zapowiedzi ograniczenia lub wycofywania się z operacji QE, czyli ilościowego luzowania polityki monetarnej. Choć taki scenariusz wydaje się mało prawdopodobny, to nieliczni analitycy nie wykluczają tej istotnej zmiany w drugiej połowie 2013 roku. Mogłoby to skutkować wzrostem rentowności

Wykres nr 1



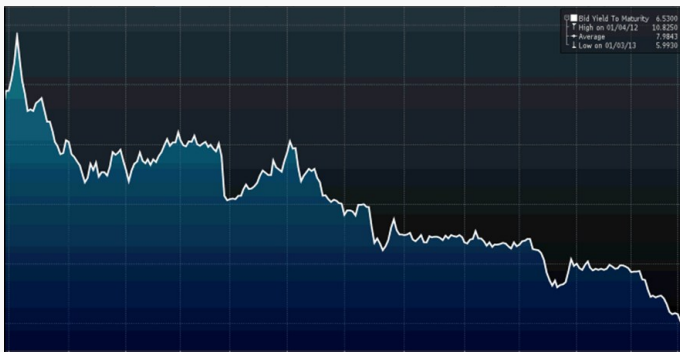
Źródło: Bloomberg.

Wykres nr 4



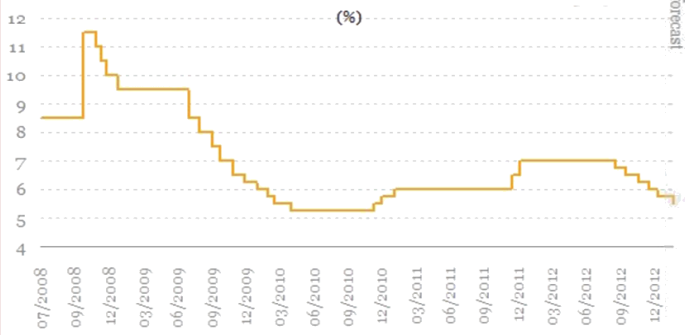
Źródło: Bloomberg.

Wykres nr 2



Źródło: Bloomberg.

Wykres nr 3: Benchmark interest rate of the National Bank of Hungary



Źródło: NBH, Portfolio.fu

Wykres nr 5: Hungary's past and expected* base rate (%).

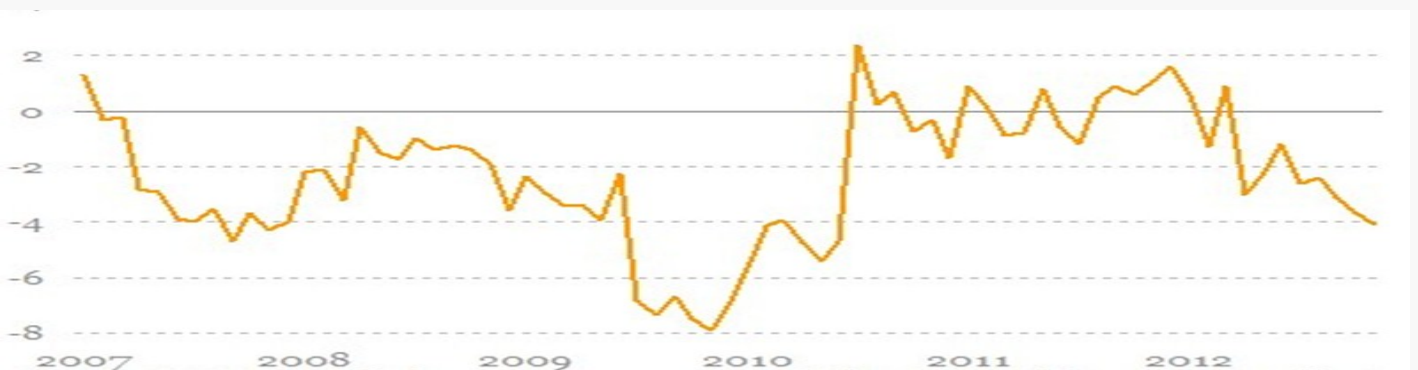


base rate	date	market pricings (%) for the following periods			
		1M	3M	6M	9M
5.75	2013.01.23	5.50	5.33	4.77	4.59
5.75	2013.01.16	5.52	5.18	4.78	4.60
5.75	2013.01.09	5.50	5.12	4.66	4.49
5.75	2012.12.24	5.52	5.12	4.64	4.54

Źródło: Datastream, Portfolio.fu

* based on: 1X4, 3X6, 6X9 and 9X12 Forward Rate Agreements (FRAs)

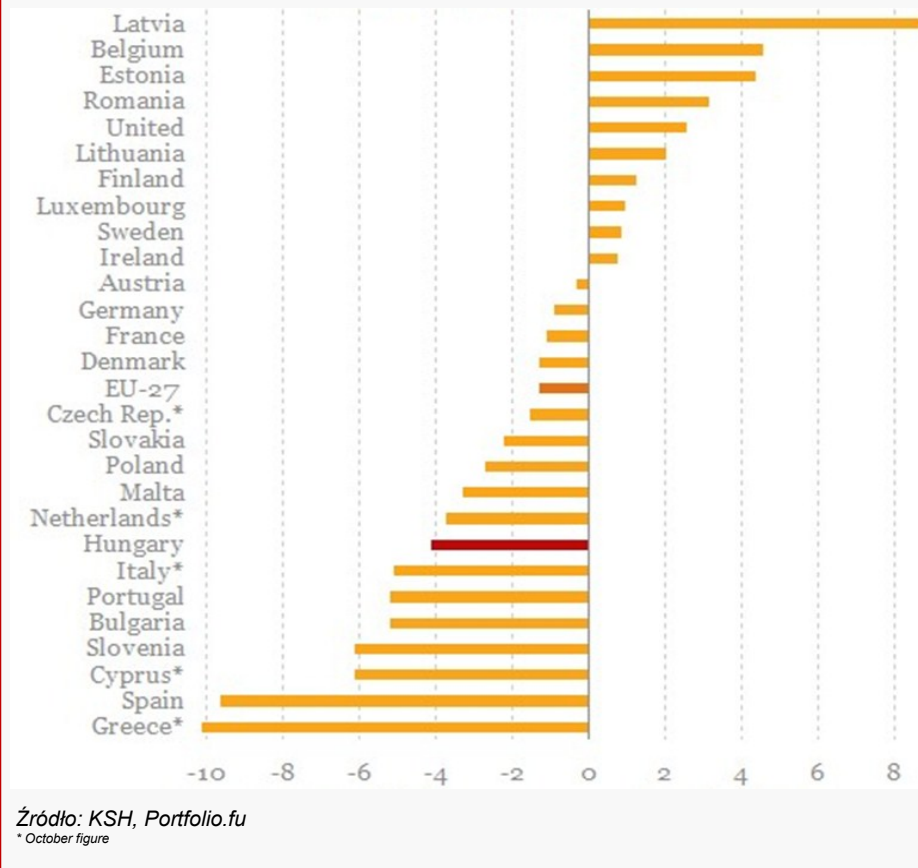
Wykres nr 6: Hungary's retail sales (yr/yr volume change, %*).



Źródło: KSH, Portfolio.fu

* index adjusted for calendar effects

Wykres nr 7: Hungary's retail sales (yr/yr change in November, %).



doczny silny trend wskazujący na kontynuację w kolejnych miesiącach.

Na tle innych krajów również sytuacja nie wygląda najlepiej. Węgry należą do krajów, w których sprzedaż spada najmocniej (wykres nr 7).

Jak te wszystkie informacje mogą mieć przełożenie na inwestycje w węgierskie obligacje skarbowe? Uważam, że decydujący będzie apetyt na ryzyko. **Innymi słowy, kluczowe będzie działanie i retoryka banków centralnych, od których zależy utrzymanie się pozytywnego nastawienia na rynki obligacji krajów EM.** Jeśli nastąpi powolne wycofywanie się z operacji QE, rynki aktywów, w tym obligacji krajów rynków wschodzących w tym krajów Europy Środkowej, ucierpią. Jeśli banki centralne dalej będą zapewniać płynność finansową na rynkach aktywów, to nawet w sytuacji pogarszających się danych makroekonomicznych rynki aktywów, w tym rynki obligacji, dalej powinny zachowywać się dobrze.

obligacji krajów EM bez względu na inne czynniki.

Wykres nr 4 przedstawia parę EURHUF. Widać, że od 2 miesięcy forint osłabiał się do EUR o ok. 6 proc.

Należy też pamiętać, że Węgry zanotowały w 2012 roku spadek PKB poniżej

zera i że najświeższe dane dotyczące sprzedaży detalicznej nie zapowiadają powrotu na ścieżkę wzrostu w 2013 roku. To może z kolei rodzić obawy o deficyt budżetowy i stan finansów państwa. Wykres nr 6 obrazuje załamanie się sprzedaży detalicznej w 2012 roku i wi-

Tomasz Bartnicki
Zarządzający Portfelami Dłużnymi
Amplico Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Prognozy na rok 2013



Pomimo niezmiennie wzmożonej zmienności rynkowej, cały czas pozycjonujemy nasz portfel w taki sposób, by odpowiednio zarządzać ryzykiem stóp procentowych wynikającym z rekordowo niskich stóp i skrajnie rozluźnionej polityki pieniężnej w grupie G-3 (tzn. w USA, strefie euro i Japonii), rosnącej presji inflacyjnej generowanej przez Chiny i światowego popytu, który – w naszej ocenie – jest daleki od załamania. Dlatego utrzymywali-

śmy raczej defensywne podejście do ryzyka stóp procentowych, poszukując zysków przede wszystkim wśród względnie atrakcyjnych walut krajów, którym czynniki fundamentalne zapewniają solidny potencjał w średniej perspektywie.

Jeżeli chodzi o Europę, sądzimy, że kluczowe znaczenie dla przetrwania euro będzie miała unia fiskalna. Uważamy, że przeciwstawianie polityki “zaciskania pasa” wzrostowi gospodarczemu jest niewłaściwym rozumieniem sytuacji. Naszym zdaniem, musi znaleźć

się miejsce zarówno na konsolidację budżetową, jak i na stymulację wzrostu. Choć w najbliższej przyszłości wzrost gospodarczy w unii walutowej będzie najprawdopodobniej anemiczny, nie musi to od razu oznaczać rozkładu strefy euro. Co ważniejsze, dynamika w niektórych częściach eurolandu nie jest tak słaba, jak sugeruje to ogólne wrażenie; takim jasnym punktem na mapie Europy są, na przykład, Niemcy. Wiadomości napływające z Grecji nadal będą, według nas, wywoływać wahania na rynkach, ale jest większe prawdopodobieństwo, że kraj ten zostanie w unii walutowej, niż że ją opuści. Co więcej, o ile EBC będzie utrzymywać swą „zaporę ogniową”, nie widzimy powodu, dla którego greckie problemy miałyby wywołać efekt domina w całej Europie. Panika wokół sytuacji innych krajów eurolandu, takich jak Hiszpania, Włochy czy Irlandia, także wydaje nam się przesadzona.

Informacja natury prawnej

Niniejszy dokument został sporządzony wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi porady prawnej ani podatkowej ani oferty sprzedaży ani zachęty do kupna tytułów uczestnictwa jakiegokolwiek funduszu zarejestrowanej w Luksemburgu spółki SICAV Franklin Templeton. Żadnych informacji zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako porady inwestycyjnej.

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane przez Franklin Templeton Investments z zachowaniem zasad profesjonalizmu i należytej staranności. Niemniej jednak, dane pochodzące z zewnętrznych źródeł mogły zostać wykorzystane na potrzeby opracowania niniejszego dokumentu. Takie dane nie zostały odrębnie zweryfikowane, potwierdzone ani poddane kontroli przez Franklin Templeton.

Opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą ulegać zmianom bez odrębnego powiadomienia. Wszelkie badania i analizy uwzględnione w niniejszym dokumencie zostały opracowane na potrzeby i do wyłącznych celów Franklin Templeton Investments i mają charakter informacji pobocznych.

Przed podjęciem jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych, należy skonsultować się z doradcą finansowym. Kopię najnowszego prospektu funduszu, „Kluczowych informacji dla inwestorów” oraz ostatniego sprawozdania rocznego lub półrocznego (o ile było opublikowane później) można znaleźć na naszej stronie internetowej www.franklintempleton.pl lub otrzymać gratisowo od Franklin Templeton International Services S.A. – profesjonalnej organizacji finansowej podlegającej nadzorowi Commission de Surveillance du Secteur Financier - 26 Boulevard Royal L-2449 Luksemburg – Tel.: +352-46 66 67-1 - Faks: +352-46 66 76.

W Chinach spodziewamy się umiarkowania tempa wzrostu, któremu towarzyszyć będzie szereg reform. Te z kolei powinny zapewnić chińskiej gospodarce zrównoważony wzrost, w miarę zwiększania udziału konsumpcji krajowej w PKB. Chiny mają bardzo duży wpływ na ceny wielu różnych towarów, w związku z czym uważamy, że presja na wzrost zarobków w Chinach stymulowana niedoborem siły roboczej nie tylko zwiększy konsumpcję krajową, ale także podniesie inflację na całym świecie. Taka perspektywa jest jednym z powodów, dla których cały czas bardzo defensywnie podchodzimy do ekspozycji na stopy procentowe.

Uważamy, że liczne rynki wschodzące powinny osiągać dobre wyniki dzięki solidnym fundamentom i strumieniowi kapitału zasilanemu ogólnościowym „luzowaniem ilościowym”. Perspektywy wzrostowe i niskie zadłużenie wielu go-

spodarek rozwijających się napawają nas optymizmem. **Poza Chinami, korzystnie wygląda sytuacja innych krajów azjatyckich (poza Japonią), a także wybranych gospodarek latynoamerykańskich, skandynawskich i wschodnioeuropejskich.** Wiele rynków wschodzących oferowało pod koniec roku wyższe krótkoterminowe stopy procentowe oraz niedoszacowane, według nas, waluty. Preferujemy te kraje, których władze z wyprzedzeniem korygują swą politykę budżetową, pieniężną i finansową.

Dr Michael Hasenstab

Zarządzający portfelami inwestycyjnymi i Dyrektor w dziale obligacji międzynarodowych

Franklin Templeton Fixed Income Group

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Decyzje polityczne zmieniają harmonogram



Styczeń do momentu pisania tego komentarza był nadal na rynkach akcji korzystny dla posiadaczy akcji. Mówimy

przede wszystkim o inwestorach na Wall Street, bo w Europie zmiany były nieduże. W USA jak zwykle bykom pomagał sezon publikacji raportów kwartalnych spółek.

W Polsce blue chipy pauzowały, ale znakomicie zachowywały się mniejsze spółki. Tam hossa była kontynuowana. Martwić mogło jedynie to, że publikowane w Polsce dane makro były bardzo słabe. Szczególnie martwić mógł spadek produkcji o ponad dziesięć procent rok do roku oraz sprzedaży detalicznej o dwa i

pół procent. **Jeśli popyt wewnętrzny hamuje, to źle rokuje wzrostowi gospodarczemu, bo przecież w Polsce 60 procent PKB zależy właśnie do tego popytu.**

Cieszyć jednak mogło to, że wiele danych makroekonomicznych publikowanych od Chin poprzez Europę do USA (szczególnie dane z amerykańskiego rynku pracy oraz wstępne indeksy PMI w Chinach i Europie) sygnalizuje zbliżającą się poprawę sytuacji w globalnej gospodarce. Jeśli rzeczywiście taka nastąpi, to

polski eksport może uratować wzrost gospodarczy w naszym kraju. W każdym razie czarne prognozy należy przynajmniej zawiesić.

Wróćmy na rynki finansowe. Miesiąc temu pisałem, że po sezonie wyników, w końcu stycznia, kierownicę powinny przejąć niedźwiedzie. Powodem miało być to, że politycy amerykańscy nie mogą dogadać się w sprawie podniesienia limitu zadłużenia USA oraz zbliżające się wybory we Włoszech (24-25 lutego), jak również po części szczyt Unii Europejskiej (7-8. luty), na którym znowu miano dyskutować o perspektywie budżetowej na lata 2014 – 2020. W styczniu okazało się, że jedno z tych zagrożeń przesunęło się w czasie, a drugie najpewniej się nie zrealizuje.

Izba Reprezentantów USA przegłosowała bowiem republikański projekt przedłużenia zdolności pożyczkowych USA o 3

miesiące. Departament Skarbu może się zadłużać w tym czasie, mimo że USA przekroczą ustalony wcześniej przez Kongres limit zadłużenia (16,4 bln USD). Senat tego rozwiązania nie zablokuje, a prezydent zapowiedział, że regulację podpisze. Dzięki temu posunięciu problem wróci dopiero latem, bo do połowy kwietnia Departament Skarbu zgromadzi środki wystarczające do lipca. **W ten sposób znika bezpośrednio powód dla przeprowadzenia korekty na rynkach, ale znika też powód do marcowego wzrostu indeksów po rozwiązaniu problemu.**

Zniknie zapewne też zagrożenie skłócenia polityków europejskich podczas planowanego na luty szczytu UE. Przeciaki są bardzo jednoznaczne – politycy już się porozumieci w sprawie perspektywy budżetowej, a Polska dostanie mniej więcej tyle, ile obiecywał rząd. **Teore-**

tycznie zostało więc tylko jedno zagrożenie – wybory we Włoszech.

Teoretycznie, bo jest jeszcze jeden problem – powszechny optymizm. Nawet profesor Nouriel Roubini, prawie etatowy pesymista, zaczyna przejawiać optymizm. VIX, indeks strachu, szoruje po dnie. Kiedy trwa hossa? Wtedy, kiedy indeksy wspinają się po ścianie strachu, a teraz strachu nie ma, mimo że indeksy w USA i w Niemczech były w styczniu bliskie szczytom wszechczasów. Taki optymizm ostrzega, że mimo zmiany harmonogramu niedługo powinniśmy zobaczyć niegroźną korektę.

Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

O jaskach i koszykach

Tytuł tekstu mógłby wskazywać, że będzie on poświęcony zbliżającym się Świętom Wielkanocnym lub też pośrednio problemom ujemnej dynamiki sprzedaży detalicznej w Polsce. Intencja jest jednak zupełnie inna. **Każdy inwestor giełdowy niemal w sposób naturalny, budując swój portfel inwestycyjny, opiera go o co najmniej kilka spółek i jak ognia unika lokowania środków w akcje wyłącznie jednej firmy. Stosuje się on więc do znanej giełdowej maksymy, aby „wszystkich jasek nie wsadzać do jednego koszyka”.** Zdając sobie z tego sprawę lub nie, stosuje więc dywersyfikację.

Dywersyfikację (różnicowanie) stosować można w wielu aspektach życia ludzkiego. Dywersyfikować można dostawców, odbiorców, własne przychody, aż w końcu portfel inwestycyjny. Pojęcie dywersyfikacji inwestycji po raz pierwszy pojawiło się ponad 60 lat temu, w pracy o teorii portfelowej Harry'ego Markowitza. Dywersyfikacja w jego rozumieniu polegała

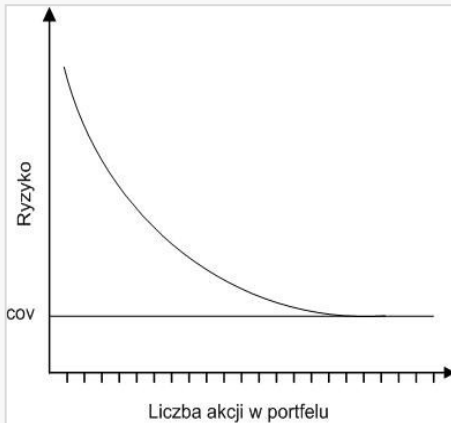
na zwiększaniu liczby spółek w portfelu. Zgodnie z teorią przez niego stworzoną, podstawą portfeli jest maksymalizacja stopy zwrotu przy zadanym ryzyku i minimalizacja ryzyka przy zadanej stopie zwrotu. W swojej pracy Markowitz zauważył, że w wyniku zwiększania liczby spółek w portfelu inwestycyjnym można zmniejszyć aż do zera udział wariancji poszczególnych akcji w ryzyku całkowitym portfela. Inaczej mówiąc, dokładając do portfela kolejne spółki, można całkowicie wyeliminować ryzyko niesystematyczne (ryzyka systematycznego, czyli rynkowego za pomocą dywersyfikacji uniknąć się nie da). Co ciekawe, na rynku kapitałowym istnieje przeświadczenie, że wraz ze wzrostem podejmowanego ryzyka, rośnie oczekiwana stopa zwrotu z portfela. Twierdzenie to nie znajduje potwierdzenia w myśl teorii portfelowej. Dowodzi się, że inwestor nie powinien spodziewać się dodatkowych zysków z tytułu podejmowania ryzyka, którego



można było uniknąć przez dywersyfikację portfela.

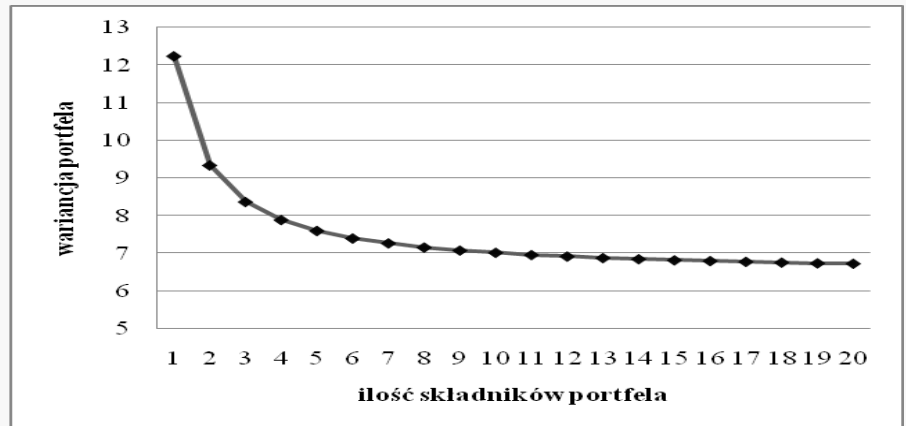
Literatura przedmiotu wyróżnia podział dywersyfikacji inwestycji na dwa podstawowe kierunki: dywersyfikację pionową oraz dywersyfikację poziomą. Pierwsza z nich, polega na zmniejszaniu ryzyka portfela papierów warto-

Wykres nr 1



Źródło: W. Tarczyński, M. Łuniewska, *Dywersyfikacja ryzyka na polskim rynku kapitałowym*.

Wykres nr 2: Rzeczywisty wpływ dywersyfikacji na poziom ryzyka na GPW.



Źródło: Dembny A., *Budowa portfela ograniczonego ryzyka*.

Tabela nr 1: Dynamika spadku ryzyka w miarę zwiększania ilości składników portfela

Liczba składników portfela	Średnie ryzyko portfeli	Zmiana ryzyka
1	12,24	
2	9,34	-23,7
3	8,37	-10,4
4	7,89	-5,7
5	7,6	-3,7
6	7,4	-2,6
7	7,27	-1,8
8	7,16	-1,5
9	7,08	-1,1
10	7,02	-0,8
11	6,96	-0,7
12	6,92	-0,6
13	6,88	-0,6
14	6,85	-0,4
15	6,82	-0,4
16	6,8	-0,3
17	6,78	-0,3
18	6,76	-0,3
19	6,74	-0,3
20	6,73	-0,01

Źródło: : Dembny A., *Budowa portfela ograniczonego ryzyka*.

ściowych poprzez zwiększanie liczby walorów w portfelu. Dywersyfikacja pozioma zakłada z kolei, że nie tylko liczba spółek decyduje o jakości portfela, ale również ich jakość fundamentalna, w związku z czym stosując dywersyfikację poziomą, inwestor stara się dobrać spół-

ki uwzględniając kryteria fundamentalne, za które przyjmuje się kondycję ekonomiczno-finansową spółki. Ten sposób dywersyfikacji pozwala również różnicować spółki poprzez branże, w których działają, aby unikać dublowania się sektorów.

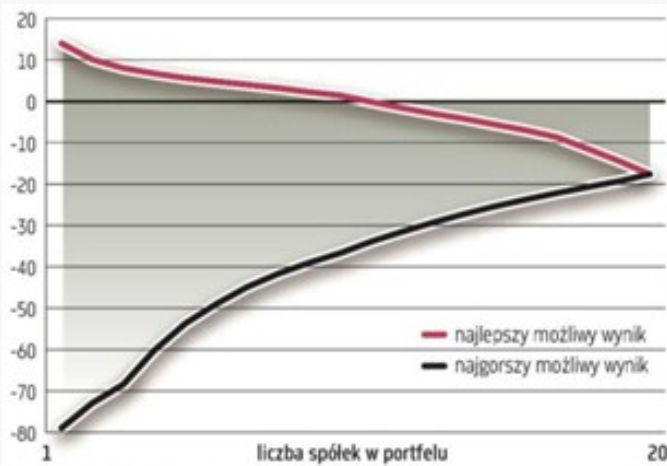
Najważniejszym pytaniem z punktu widzenia inwestora jest to, z ilu spółek powinien faktycznie składać się portfel inwestycyjny. William Sharpe, twórca modelu jednowskaźnikowego, twierdzi, że optymalna dywersyfikacja portfela jest osiągnięta już od kilkuset spółek. Założenie twórcy teorii rozmiija się jednak z praktyką, gdyż jak potwierdzili m. in. J. Evans i S. Archer w badaniach z 1968 r. najlepsze portfele powinny mieć od 10-15 składników. Wyniki te potwierdzają również badania, jakie przeprowadzono na GPW, a których rezultat przedstawia poniższy wykres nr 2 oraz tabela nr 1. W testowanym okresie optymalne były portfele 9-10 elementów, gdyż każdy następny walor zmniejszałby ryzyko o mniej niż 1%, co sugeruje odstępianie od dalszego zwiększania rozpiętości portfela. Ewentualne koszty, wynikające z obsługi zbyt rozbudowanego portfela nie byłyby rekompensowane przez korzyści wynikające z niższego poziomu ryzyka.

Osobne badanie przeprowadzili również dziennikarze gazety giełdy Parkiet. Przeprowadzili oni symulację stóp zwrotu,

jakie można było uzyskać od początku 2011 r. do końca września 2012 r. w zależności od tego, ile spółek z WIG20 znalazło się w portfelu. Jak widać na wykresie nr 3, dywersyfikacja ma dwa skutki. Pierwszy to ograniczenie ryzyka. Gdyby inwestor miał pecha i całe pieniądze ulokował w najgorszych, jak się później okazało, akcjach (PBG), straciłby niemal cały kapitał. Dodawanie kolejnych spółek do koszyka pozwalało zmniejszać ryzyko katastrofy finansowej. Równocześnie ceną za to są oczywiście mniejsze zyski w porównaniu z najlepszymi możliwymi inwestycjami. Jak jednak widać, tempo, w jakim na skutek dywersyfikacji maleją potencjalne stopy zwrotu, jest mniejsze niż tempo, w jakim maleje ryzyko. Na tym właśnie polegają korzyści z dywersyfikacji.

Ze stosowaniem dywersyfikacji w praktyce są jednak pewne problemy. Pierwsza niedogodność oprócz wstępnej analizy dużej liczby spółek polega na stałym monitorowaniu wielu walorów, co dla inwestorów indywidualnych, posiadających inne obowiązki zawodowe może być uciążliwe i czasochłonne. Dywersyfikacja oprócz redukcji ryzyka ogranicza w pewnym zakresie potencjalne zyski portfela. Można bowiem sobie wyobrazić sytuację, że idealnie wybierzemy spółkę, która w najbliższym czasie osiągnie trzycyfrową stopę zwrotu, co przy konstrukcji portfela składającego się z 10 różnych akcji wydaje się być mało prawdo-

Wykres nr 3: Stopy zwrotu od początku 2011 r. (%).



Źródło: www.parkiet.pl.

podobne. Trudno sobie bowiem wyobrazić, aby wszystkie wybrane przez nas walory zachowywały się tak rewelacyj-

nie. Inwestorzy są jednak z natury chciwi i podejmując konkretną decyzję inwestycyjną nie zakładają scenariusza porażki. A szkoda. Słuszność stosowania szerokiej dywersyfikacji podważa również najbardziej znany inwestor na świecie, Warren Buffett, który stwierdził, że „Dywersyfikacja jest ochroną przed igno-

rancją. Nie ma ona zbyt wiele sensu dla ludzi, którzy wiedzą, co robią”. **Jeśli inwestor potrafi w sposób rzetelny ana-**

lizować spółki i jest w stanie poświęcić im sporo uwagi, rzeczywiście może skusić się na większą koncentrację portfela. Jeśli jednak nie jesteśmy do końca przekonani co do własnej wiedzy i doświadczenia, lepiej postawić na sprawdzoną ochronę kapitału i skoncentrować się przede wszystkim na nie generowaniu strat, gdyż te szybko mogą zakończyć naszą przygodę z rynkiem kapitałowym.

Paweł Mielcarek

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 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