

Szanowni Czytelnicy,

Działając już jako Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o., mamy przyjemność przedstawić Państwu nową szatę graficzną naszego Biuletynu Inwestycyjnego, licząc, że zmiana ta uczyni jego lekturę jeszcze przyjemniejszą.

A w bieżącym wydaniu Biuletynu poruszymy ważne kwestie makroekonomiczne, ale także istotne również w skali mikro. Inflacja, sposoby ochrony przed nią, ceny surowców... Nad tymi i wieloma innymi aspektami naszego życia gospodarczego pochylią się eksperci rynków finansowych.

Zachęcamy do lektury!

Co z tą inflacją, czyli próba przewidzenia ruchu Rady Polityki Pieniężnej...

Wydaje się, że Rada Polityki Pieniężnej znajduje się obecnie w trybie „poczekamy, zobaczymy”. Z jednej strony, mamy inflację, która uporczywie utrzymuje się powyżej górnego pasma dopuszczalnych wahań. Z drugiej strony, w zeszłym roku RPP podniosła stopy o 100 punktów bazowych - do poziomu 4,5%. **Zazwyczaj, aby zobaczyć efekty zmian polityki monetarnej w gospodarce realnej (poprzez zmiany konsumpcji prywatnej, inwestycji czy zmiany popytu na kredyt) należy poczekać od 4 do 8 kwartałów, tak więc dopiero teraz zaczynamy w twardych danych makroekonomicznych dostrzegać wpływ decyzji sprzed roku.**

Dlatego też obecne podejście RPP stanowi pewien kompromis między wysoką inflacją a świadomością podjętych w zeszłym roku działań.

Jakie mogą być decyzje RPP w najbliższych miesiącach? W grudniu zeszłego roku, kiedy kryzys zadłużenia szalał w Europie, doszło do rewizji w dół prognoz polskiego PKB oraz oczekiwania spadku presji inflacyjnej. Dwie udane aukcje 3-letnich tanich pożyczek udzielonych przez Europejski Bank Centralny znacząco zmieniły rozkład ryzyka. Rządy europejskie dalej mogą na korzystnych wa-

runkach refinansować swoje długi. **W oczach wielu ekonomistów głęboka recesja w strefie euro została zażegnana. Ma to oczywiście ogromne znaczenie dla Polski, jako że kraje strefy euro z Niemcami na czele to główny odbiorca polskich towarów.** Tak więc nie dziwią bardziej optymistyczne komentarze niektórych członków RPP na temat perspektyw polskiego wzrostu gospodarczego.

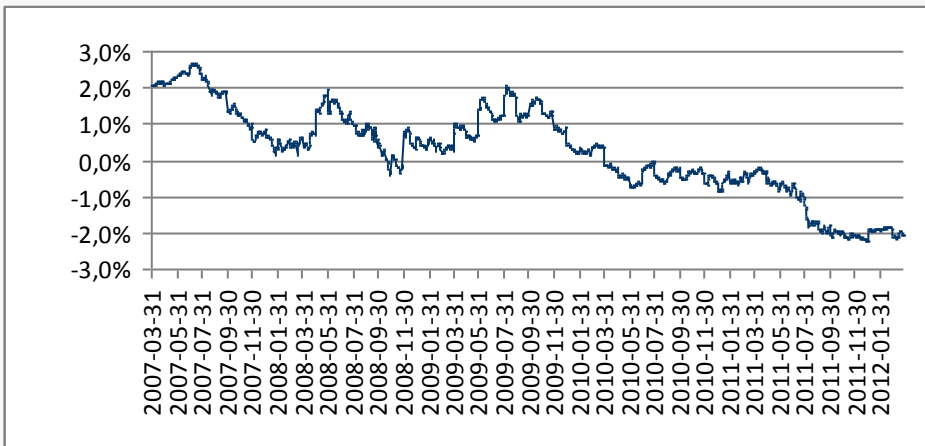
Mimo wszystko, nad europejskim systemem bankowym wisi widmo delewarowania, co, z definicji, wywołuje presję deflacyjną, która będzie z pewnym opóźnieniem widoczna również w polskiej gospodarce. Aby pomóc rządowi, banki centralne pozwalają na niskie realne stopy procentowe (Wykres nr 1 pokazuje 2-letnią stopę realną w Niemczech). Powoli ta tendencja niskich realnych stóp procentowych zaczyna być widoczna w Polsce, gdzie premia inflacyjna jest również niska. (Wykres nr 2 pokazuje 2-letnią stopę realną w Polsce).

Z drugiej strony, wysokie ceny ropy naftowej (po części wywołane właśnie przez banki centralne, które tworzą pusty pieniądź szukający jako inwestycji realnych aktywów) kreują realną presję inflacyjną.

W numerze:

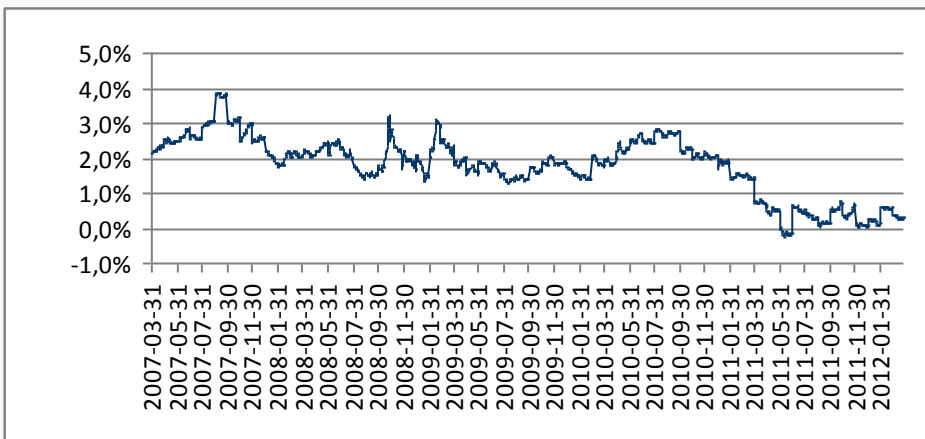
- Tomasz Zatoń z Nordea Investment Management AB próbuje przewidzieć postępowanie Rady Polityki Pieniężnej,
- jak zabezpieczyć się przed inflacją pisze Paweł Mizerski z AXA TFI S.A.,
- czy to odpowiedni czas na inwestycje w surowce odpowiada Grzegorz Zatrzyb ze Skarbiec TFI S.A.,
- Przemysław Nowicki z TFI Allianz Polska S.A. analizuje ceny ropy naftowej,
- z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: koniec do-brego dla byków kwartału,
- o lokatach Paweł Mielcarek, Analityk Domu Inwestycyjnego Xelion.

Wykres nr 1: Realne stopy procentowe w Niemczech w okresie marzec 2007- stycznia 2012.



Źródło: opracowanie własne.

Wykres nr 2: Realne stopy procentowe w Polsce w okresie marzec 2007- stycznia 2012.



Źródło: opracowanie własne.

Jednocześnie, patrząc na niedawną projekcję inflacji, nawet gwałtowny wzrost cen ropy naftowej (rzędu 50%) nie jest w stanie zmienić na tyle ścieżki inflacji, żeby było to dla RPP poważnym problemem.

Co w tej sytuacji powinna zrobić RPP? Oczywiście nie ma ona żadnego wpływu na kształtowanie się cen ropy naftowej na światowych rynkach, ale presja infla-

cyjna płynąca z zagranicy może zostać zniwelowana przez silną złotówkę. I tu należy upatrywać się przyczyny obecnego stanu rzeczy. **Operacje LTRO zainicjowane przez EBC doprowadziły do umocnienia złotówki, co zmniejszyło presję inflacyjną i wykonały za RPP część pracy.**

Dla polskich inwestorów ten stan rzeczy oznacza, że decyzje RPP będą bardziej

przewidywalne. Patrząc na wydzwięk komunikatów po posiedzeniach oraz komentarze członków RPP w mediach, widać jednak, że bilans ryzyk zmienił się na korzyść potencjalnych podwyżek. Jednocześnie, skala ewentualnego zacieśnienia polityki pieniężnej nie powinna być wysoka (o czym mówi nam projekcja ścieżki inflacji) - najwyżej 50 punktów bazowych. Nie zapominajmy, że RPP również nie chciałaby bardzo silnego umocnienia złotówki (co byłoby konsekwencją wysokiej różnicy w oprocentowaniu lokat złotych i w innych walutach, np. euro czy dolarze).

Podsumowując, wydaje się więc, że dopóki inflacja nie zmieni charakteru z kosztowej (wywoływanej przez ceny ropy naftowej) na inflację popytową (rosnące płace, zatrudnienie), to RPP będzie raczej zachowawcza w swoich decyzjach. Celem pośrednim RPP jest także wspieranie wzrostu gospodarczego, więc te ograniczenia będą powodować umiarkowanie RPP w decyzjach.

Tak więc polscy inwestorzy będą raczej patrzeć na globalne rynki w poszukiwaniu wskazówek dotyczących przyszłych ruchów, jako że o sentymencie inwestorów decydują czynniki globalne, a tych jest cała masa: pytania dotyczące trwałości ożywienia gospodarczego w USA, obawy związane ze spowolnieniem tempa wzrostu w Chinach czy przyciszony na razie kryzys długu w Europie. Z tych wszystkich czynników RPP będzie najbardziej przewidywalna.

Tomasz Zatoń

Fixed Income Portfolio Manager

Nordea Investment Management AB

Oddział w Polsce

Czy skazani jesteśmy na akcje? Niestandardowe produkty zabezpieczające przed wysoką inflacją

Roczny wzrost cen w Polsce w lutym 2012 roku wyniósł 4,3%. To mniej niż średnio w ostatnim kwartale ubiegłego roku, ale również znacznie powyżej celu inflacyjnego NBP wyznaczonego na poziomie 2,5%. **Według najnowszej**

projekcji banku centralnego inflacja utrzyma się na podwyższonym poziomie w całym 2012 roku, a do celu powróci dopiero w roku 2013. Powolny spadek inflacji będzie możliwy dzięki słabszemu wzrostowi gospodarczemu i

niższej konsumpcji. Z drugiej strony, już obecnie mówimy o spowolnieniu popytu, a inflacja uporczywie utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie. Żeby zrozumieć czemu tak się dzieje, musimy sięgnąć w głąb koszyka inflacyjnego i

przeanalizować jego składowe. O ile w lutym inflacja ogółem wyniosła 4,3% r/r, to już inflacja bazowa, z wyłączeniem cen żywności i energii, wzrosła o 2,6% r/r. **A więc głównym winowajcą odpowiadającym za uporczywe utrzymywanie się inflacji na wysokim poziomie są ceny leżące poza kontrolą władz monetarnych – ceny żywności, paliw i innych nośników energii.** Stąd niechęć Rady Polityki Pieniężnej do interwencji w postaci podwyżek stóp procentowych oraz brak oczekiwań rynku co do takich podwyżek w nadchodzących miesiącach.

Jak w takim razie można wytłumaczyć uporczywie rosnące ceny żywności i paliw? Czy jest to efekt kłęski neurodzaju i coraz większych problemów z pozyskaniem ropy naftowej? Być może tak, choć w krótkim terminie większość odpowiedzi można odnaleźć w działaniach globalnych banków centralnych – luzowania ilościowego prowadzonego przez amerykański Bank Rezerwy Federalnej (tzw. Quantitative Easing) czy operacji zwiększenia płynności na europejskim rynku bankowym przez Europejski Bank Centralny (operacje LTRO). Największe banki centralne dolewają płynności do systemu finansowego w obawie o kondycję światowej gospodarki, ponieważ amunicja w postaci obniżek stóp procentowych

została już zużyta. A gospodarka światowa bez kroplówki w postaci drukowania euro i dolarów nie radzi sobie zbyt dobrze. **Dzisiaj wydaje się, że bez pomocy banków centralnych gospodarki światowe nie są w stanie utrzymać się dłuższy czas na fali wznoszącej, zwłaszcza, że raczej nie można liczyć na pomoc w postaci ekspansywnej polityki fiskalnej.** Ogromne wydatki rządów po upadku banku Lehman Brothers doprowadziły do przekroczenia przez deficyty poszczególnych państw akceptowalnych przez inwestorów poziomów ryzyka. O skutkach paniki inwestorów związanej z obawą o wypłacalność emitentów obligacji przekonali się już Grecja, Portugalia, Hiszpania, Irlandia czy Włochy. Interwencje banków centralnych zwiększające ilość pieniądza na rynku pozwoliły na oddalenie groźby niewypłacalności europejskich bankructw, ale jednocześnie część funduszy trafiła na rynki aktywów uznanych za perspektywiczne – są wśród nich akcje krajów emerging markets, ale także rynki surowców. W ten sposób można częściowo wytłumaczyć rosnące ceny żywności i paliw pomimo nie najlepszej koniunktury w gospodarce.

Rzeczywistość makroekonomiczna w nadchodzących kwartałach może wyglądać tak jak dotychczas – z jednej strony niska inflacja popytowa, z dru-

giej strony wysoka inflacja kosztowa spowodowana kolejnymi zastrzykami gotówki wspomagającymi słabnącą gospodarkę. Jak się przed nią zabezpieczyć? **Można skorzystać z prostych instrumentów, takich jak obligacje indeksowane inflacją emitowane przez Ministerstwo Finansów.** Wypłata z tego rodzaju obligacji rośnie wraz ze wzrostem inflacji, niezależnie od poziomu stóp procentowych. Oznacza to, że w przeciwieństwie do standardowych obligacji stałokuponowych, w momencie zakupu nie znamy dokładnie przyszłych przepływów pieniężnych z obligacji – ale możemy być pewni, że im wyższa inflacja, tym będą one większe. **Można również spróbować zabezpieczyć się przed wzrostem konkretnych części koszyka inflacyjnego i inwestować na rynkach towarowych w realne aktywa – poprzez kontrakty terminowe na surowce.** W tym przypadku jednak należy się liczyć z dużo większą zmiennością niż ta wynikająca jedynie z miesięcznych zmian wskaźnika inflacji.

Paweł Mizerski

Zarządzający Funduszami -

Departament Zarządzania Aktywami

AXA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Inwestycja w surowce ? Tak, ale jeszcze nie teraz

Rynki surowców stały się w ostatnich latach znacznie bardziej popularne wśród inwestorów, zarówno instytucjonalnych jak i indywidualnych. Z jednej strony wzrost zainteresowania wynikał z poszukiwania nowych rynków i aktywów, z drugiej zaś związany był z łatwiejszym dostępem. **Możliwość inwestowania w surowce zapewniły inwestorom Exchange Traded Funds, tzw. ETFy. Są to instytucje wspólnego inwestowania, rodzaj funduszy, których celem jest jak najwierniejsza replikacja zachowania surowców lub indeksów surowcowych.**

Przyjęło się dzielić surowce na cztery grupy: żywność, energia, metale przemysłowe i metale szlachetne. Każda z



tych grup ma swoją specyfikę. **Metale przemysłowe oraz surowce energetyczne** są najbardziej wrażliwe na stan koniunktury gospodarczej, przy czym w ostatnim okresie największy wpływ na metale przemysłowe ma stan chińskiej gospodarki. Ropa naftowa tradycyjnie nadal najsilniej reaguje na koniunkturę w Stanach Zjednoczonych. Surowiec ten należy też do najbardziej wrażliwych na czynniki geopolityczne, jako że największe złoża znajdują się w regionach niezbyt stabilnych pod tym względem. **Żywność** to grupa bardzo wielu towarów ale łączy je dominujący wpływ podaży na cenę. Wynika to z dość stabilnego, niezależnego od koniunktury, popytu. **Kruszce**, jako nośnik wartości stanowią ochronę przed inflacją i ryzykiem, w

związku z czym ich ceny mogą zachowywać się zupełnie inaczej niż ceny innych surowców. Na koniec warto dodać, że z uwagi na fakt zawierania transakcji surowcami w dolarach amerykańskich, każde osłabienie tej waluty powoduje wzrost kursów surowców.

Jak widać z powyższych zależności, każda grupa surowców ma największy potencjał wzrostowy w innej sytuacji. Zdarzają się oczywiście okresy, w których drożeją wszystkie surowce, są to jednak przypadki specyficzne, związane z gwałtownym napływem kapitału na rynki ryzykownych aktywów.

Aktualna sytuacja globalnej gospodarki nie nastroja optymistycznie w stosunku do surowców. Dość skromne tempo wzrostu światowego PKB skutecznie utrzymuje w miejscu ceny metali przemysłowych. Zwłaszcza niepewność otaczająca Chiny, największego importera tej grupy, gasi optymizm inwestorów. Dopiero rozwiązanie problemów z sektorem nieruchomości i pojawienie się wy-

rażnych sygnałów przyspieszenia wzrostu usunie barierę dla wzrostu cen metali przemysłowych.

Choć sytuacja globalnej gospodarki pozostawia wiele do życzenia, to jednak rynki uspokoiły się i ryzyko spadło. Tym samym spadła też atrakcyjność złota jako lokaty. Pozostałe kruszce związane ze złotem długoterminowymi relacjami cen także straciły w tej sytuacji na atrakcyjności.

Ropa naftowa jest obecnie droga. Co prawda jej cena w USD nie przewyższyła szczytu z 2008 roku, ale już liczona w euro osiągnęła kolejny rekord. Eskalacja konfliktu wokół Iranu może cenę ropy wydzwignąć wyżej, jednak już teraz inni producenci tego surowca zwiększają wydobycie, starając się nie dopuścić do negatywnego wpływu ceny ropy na kondycję globalnej gospodarki. Trudno opierać strategię inwestycyjną na wzroście napięcia w rejonie Zatoki Ormuz.

Żywność, gwałtownie drożejąca w 2010 roku w związku z bardzo słabymi plona-

mi i rekordowo niskimi zapasami, w zeszłym roku równie szybko taniała z uwagi na bardzo dobre zbiory. Jest to, z uwagi na wrażliwość na pogodę, bardzo nieprzewidywalna grupa aktywów. W długim okresie, z uwagi na przyrost populacji powinna być to dobra inwestycja. W krótszych okresach jest jednak obciążona bardzo wysokim ryzykiem.

W obecnej sytuacji o atrakcyjności surowców jako inwestycji przesądza więc to, jaki scenariusz rozwoju koniunktury uznamy za najbardziej prawdopodobny. Moim zdaniem z wejściem na rynek surowców warto zacząć do momentu, kiedy z większym prawdopodobieństwem można będzie stwierdzić, że światowa gospodarka weszła w okres stabilnego rozwoju.

Grzegorz Zatrzyb

Dyrektor Zespołu Analiz

SKARBIEC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Wzrosty na giełdach a droga ropa naftowa. Czy taki stan jest do utrzymania w dłuższym terminie?

Większość inwestorów uważa, że rosnące ceny ropy prowadzą do spadku cen akcji. Niektórzy uważają wręcz, że spadające ceny ropy to pożywka do tego, aby rynki akcji mogły rosnąć.

Takie myślenie musi w konsekwencji prowadzić do stwierdzenia, że ropa i akcje są ujemnie skorelowane. Kiedy ropa rośnie, to akcje spadają. I odwrotnie.

Czy tak jest w rzeczywistości i skąd się bierze takie podejście do zagadnienia? Zabrałoby dni, jak nie tygodnie, żeby zebrać wszystkie oświadczenia analityków czy ekonomistów cytowanych w mediach, którzy twierdzą, że rosnące ceny ropy to niebezpieczeństwo dla rosnących rynków akcji. Taki tryb myślenia bierze się najprawdopodobniej z doświadczeń lat 70-tych, kiedy to akcje spadały, a ropa szła do góry. Wszyscy pamiętamy tzw. szoki podażowe z tamtych lat. Tamten okres zakorzenił w nas myślenie, że rosnące ceny ropy podnoszą koszty energii, a te z kolei redukują zyski spółek i obniżają tzw. siłę nabyw-

czą konsumentów, co w konsekwencji wywołuje presję na kursy akcji i na ekonomię jako całość.

Jest to podejście fundamentalne i trudno mu odmówić logiki. Na pierwszy rzut oka ma ono sens. Większość inwestorów, analityków, ekonomistów przyjmuje je jako pewnik i nie próbuje nawet zbadać, czy na przestrzeni chociażby ostatnich lat jest ono prawdziwe. A każde twierdzenie wymaga od nas dowodów na poparcie naszych tez. Nic tak nie uprawdopodobnia prawdziwości jakiejś tezy niż jej weryfikacja z historią. A co nam mówi historia?

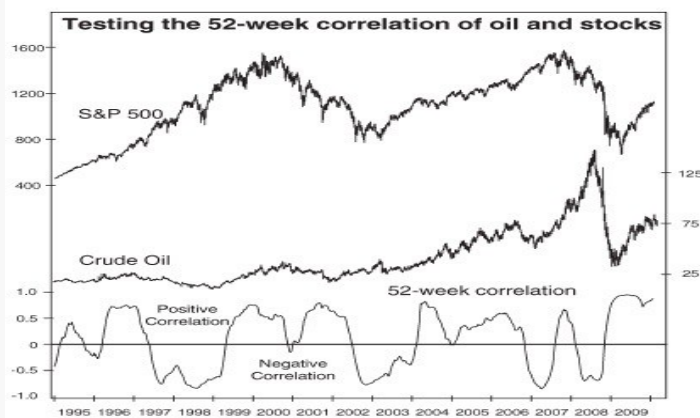
Na wykresie nr 1 widać, że na przestrzeni 15 lat (1995-2010) nie było ścisłej relacji pomiędzy cenami ropy a cenami akcji. Czasami ta zależność była pozytywna, czasami negatywna. A kwartały, kiedy gospodarka spowalniała najbardziej miały miejsce podczas i tuż po tym jak ceny ropy załamały się w 2008 roku. Co więcej, ceny ropy potroiły się podczas ożywienia gospodarczego lat 2009-2011. Nijak ma się to do stwierdzenia, że

rosnące ceny ropy negatywnie wpływają na ceny akcji. Na wykresie widać wręcz, że korelacja pomiędzy tymi opozycyjnymi rynkami jest częściej pozytywna niż negatywna.

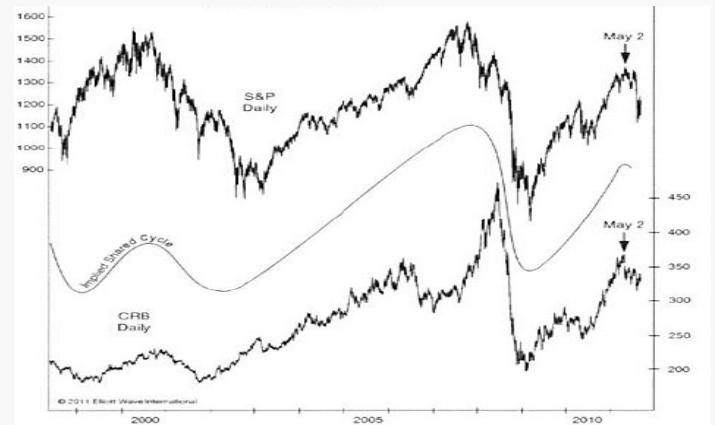
Może więc analitycy i ekonomiści powinni sformułować nowy fundamentalny argument i postulować, że rosnąca gospodarka sprawia, że ropa i akcje rosną lub spadają równocześnie, ponieważ silna ekonomia jest dobra dla zysków spółek, poprawia sytuację finansową konsumentów i wpływa na wzrost zapotrzebowania na energię i vice versa.

Gdyby jednak to była prawda, to komentatorzy wydarzeń gospodarczych i rynków finansowych musieliby zacząć używać stwierdzeń w stylu: *przyczyną wczorajszego wzrostu na giełdach był silny wzrost ropy naftowej, gdyż nie od dziś wiadomo, że rosnąca ropa to również rosnące kursy akcji* lub *wczorajszy silny spadek na parkietach tłumaczy się gwałtownym załamaniem cen ropy naftowej*. Czy spotkaliśmy się kiedyś z tego typu

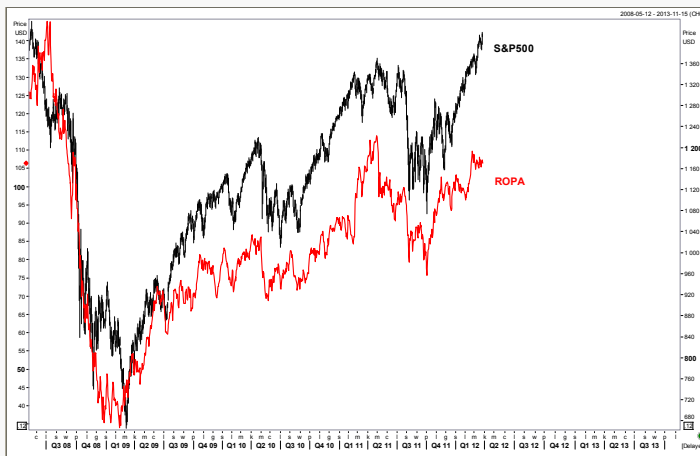
Wykres nr 1.



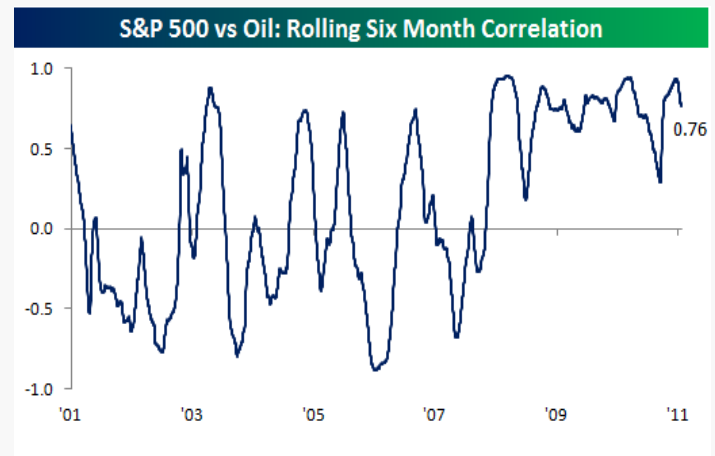
Wykres nr 2.



Wykres nr 3.



Wykres nr 4.



stwierdzeniami? Odpowiedź: Nie.

Gdzie leży więc prawda? Rzucając trochę więcej światła na relacje pomiędzy ropą a akcjami, widzimy, że czasami ropa i akcje poruszają się w przeciwnych kierunkach. Trudno znaleźć racjonalne wytłumaczenie na taki stan rzeczy i trudno stwierdzić, że jest to zachowanie normalne. Są to nieistotne, krótkotrwałe ruchy. W ostatnich latach znaczące ruchy na ropie i akcjach przebiegały w tych samych kierunkach - wykres nr 2: SP500 i indeks surowcowy CRB (udział ropy 20% w tym indeksie).

A na wykresie nr 3 widzimy historię cen ropy i akcji od 2008 roku do dziś. Zauważmy, że w okresie, kiedy ropa spadła o 78% ceny akcji się przepoływały. Później, kiedy ceny ropy się potroiły, ceny akcji wzrosły dwukrotnie. Ciężko nazwać te ruchy *delikatnie anormalnymi*. Są to ruchy, podczas których mieliśmy największy i najszybszy spadek cen ropy w historii, największy spadek rynków akcji od 76 lat, najszybszy trzykrotny wzrost cen ropy w historii oraz najszybsze podwojenie cen akcji od 72 lat.

Wszystko to w środowisku spowolnienia i później ożywienia gospodarczego.

Zatem historia pokazuje nam, że od kilku lat ceny ropy i akcji poruszają się mniej lub więcej ale jednak w tych samych kierunkach. Po upadku Lehman Brothers korelacja między tymi dwoma rynkami utrzymuje się w okolicach 0.8 (1 – korelacja 100%).

Dlaczego tak się dzieje? Dlaczego od 2008 roku korelacja pomiędzy nie tylko cenami ropy i cenami akcji, ale generalnie pomiędzy różnymi klasami aktywów, które wcześniej w historii nie były ze sobą skorelowane, jest aż tak wysoka?

Płynność – oto odpowiedź na to pytanie. **Od kilku lat płynność jest czynnikiem, który ma największy wpływ na zachowanie rynków finansowych.** Największy, a być może nawet jedyny. Dostarczanie płynności przez banki centralne winduje rynki do góry. Wycofywanie płynności powoduje przecenę.

Płynność rozlewa się po wszystkich klasach aktywów. W środowisku, w którym Ben Bernanke i spółka dostarczają

nieograniczonej, taniej płynności rynek ropy naftowej i inne surowce traktowane są jako alternatywne, w stosunku do rynku akcji, źródło ujęcia tej płynności.

Odpowiedzmy więc w końcu na pytanie postawione w tytule: Wzrosty na giełdach a droga ropa naftowa? – dostarczając na rynek tani pieniądź, banki centralne windują nie tylko ceny akcji, ale również pośrednio ceny ropy. Rosną akcje – rośnie ropa. Płynność jest tutaj determinantem. **Zakręcenie kurka z tanim pieniądźem spowoduje spadki zarówno na rynkach akcyjnych, jak i na ropie.** W takim środowisku, dopóki nie dojdzie do jakiegoś szoku podażowego (Iran), drogie akcje oznaczają drogą ropę. I vice versa.

Przemysław Nowicki

Zarządzający Allianz Platinum FIZ i Allianz Stabilnego Wzrostu

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Koniec dobrego dla byków kwartału



W ostatnim dniu lutego okazało się, że kolejna aukcja LTRO

przeprowadzona przez ECB 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 około połowy tej sumy i z pewnością nie wszystkie trafią na rynek długu. Była to jednak znowu suma imponująca, co bykom na rynkach pomagało.

W połowie marca pojawiły się pierwsze problemy. Dane europejskie i chińskie (indeksy PMI) sygnalizowały, że gospodarki Chin i strefy euro spowalniają. Obawy jednak szybko zniknęły. Pretekstu bykom dostarczyły słowa Bena Bernanke, szefa Fed, który podczas publicz-

nego wystąpienia (na forum NABE) stwierdził, że gospodarka amerykańska powinna szybciej rosnąć, bo obecny wzrost nie daje odpowiednio szybkiej poprawy na rynku pracy. Wymyślono sobie, że taka wypowiedź zwiększa prawdopodobieństwo kolejnego poluzowania ilościowego (QE3). Tak naprawdę te słowa niczego nie zmieniły i niczego nie przybliżyły, ale w końcu kwartału każdy pretekst był dobry do rozpoczęcia procesu „windows dressing”. Gracze czekali też na sezon raportów kwartalnych amerykańskich spółek (rozpoczyna Alcoa 10. kwietnia). Wiele ostatnich sezonów pomagało bykom, więc i tym razem gracze mieli takie oczekiwania. To nie był okres sprzyjający oczekiwaniu poważnej korekty.

Problemy powinny się pojawić w okolicach połowy kwietnia. Czekanie na wybory we Francji i Grecji powinno wyzwolić chęć do zrealizowania części zysku. Potem zobaczymy, co zrobią nowe rządy po wyborach w Grecji (kwiecień) i kto zostanie prezydentem Francji (maj). W tym ostatnim przypadku rynki wolałyby zwycięstwo Nicolasa Sar-

kozy'ego. Politycy zazwyczaj dużo obiecują, a mało robią, ale po wyborach we Francji zniknie czynnik polityczny powstrzymujący ogłoszenie przez Grecję oficjalnego bankructwa.

Nawet jednak gdyby korekta się przedłużyła, to w dalszym ciągu w rękach Europejskiego Banku Centralnego jest zagrożenie nieograniczonym drukiem euro. W USA Fed rzeczywiście w dowodnej chwili może uruchomić kolejny program poluzowania ilościowego. Takie decyzje przedłużyłyby hossę. **Dopóki banki centralne mają amunicję, to trudno będzie doprowadzić niedźwiedziom do prawdziwej bessy.** Zalewanie rynków pieniędzmi za kilka lat musi doprowadzić do wybuchu inflacji i poważnego kryzysu. Jednak, dopóki nie zobaczymy szybko rosnącej inflacji, to nawet dużymi korektami nie ma się sensu zbytnio przejmować.

Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

Koniec lokat antybelkowych

1 kwietnia z oferty polskich banków całkowicie zniknęły lokaty chroniące przed podatkiem od zysków kapitałowych, czyli tzw. lokaty antybelkowe. Ostrożnie szacuje się, że niemal 20 proc. wszystkich lokat zdeponowanych w polskich bankach stanowiły dotychczas produkty zapewniające ochronę przed tym podatkiem. Wycofanie z oferty rozwiązań antypodatkowych nie oznacza jednak, że ogromna suma pieniędzy (blisko 100 mld zł) będzie natychmiast transferowana w inne produkty finansowe. Lokaty „antybelkowe” zapadać będą w różnych terminach, co daje instytucjom finansowym czas na opracowanie produktów, które będą mogły zaproponować swoim dotychczasowym klientom. Warto jednak już teraz rozważyć jakie potencjalne możliwości mają inwestorzy, którzy chcą w sposób

bardzo bezpieczny pomnażać swoje oszczędności.

Życie nie lubi próżni, dlatego banki na pewno zaoferują swoim klientom produkty zastępcze. Do tego czasu naturalnym następcą lokat antypodatkowych wydają się być zwykłe, już obciążone podatkiem, depozyty. Klienci, którzy dotychczas preferowali oszczędzanie na lokatach bankowych, charakteryzują się wysoką awersją do ryzyka, a czynniki takie jak z góry przewidywalny zysk czy gwarancja bankowa są dla tej grupy klientów absolutnym priorytetem. Duża ich część pogodzi się zapewne z koniecznością płacenia podatku i zdeponuje swoje oszczędności na takich „zwykłych” lokatach. Fakt, że niektóre produkty nie zapewniają nawet minimalnego zysku, czyli inwestorzy po

uwzględnieniu inflacji ponoszą realne straty, nie ma dla tej grupy aż tak dużego znaczenia.

Skoro unikanie podatku nie będzie już możliwe, a na wyższe oprocentowanie zwykłych lokat też raczej nie ma co liczyć, popularne mogą stać się produkty dotychczas zapomniane lub ignorowane. Biorąc pod uwagę utrzymujący się wysoki poziom inflacji korzystne z perspektywy klienta mogą być lokaty o zmiennym oprocentowaniu (np. oparte o stawkę WIBOR). Takie rozwiązania nie są, póki co, zbyt popularne (znajdują się w ofercie wyłącznie kilku banków), ale biorąc pod uwagę likwidację „antybelek” może się okazać, że kolejne banki będą włączały je do swojej oferty, tworząc tym samym więk-

szą świadomość klientów w tym aspekcie i rynek dla nowych produktów.

Alternatywą dla lokat bankowych mogą być również obligacje skarbowe.

Można je kupić w każdym oddziale banku PKO BP, również tam można je przedstawić do wcześniejszego wykupu. Papiery dłużne są o tyle ciekawą propozycją, że zapewniają duże bezpieczeństwo (gwarancja Skarbu Państwa), płynność oraz umożliwiają zakup papierów o długim terminie wykupu. Ostatni czynnik wydaje się być z perspektywy klienta bankowego najmniej istotny. Inwestorzy lokujący swoje oszczędności na depozytach bankowych nastawieni są w większości na krótkoterminowe oszczędzania, a nie lokaty o długim charakterze.

Jeśli przyjąć tezę, że klienci skłaniać się jednak będą do produktów długoterminowych, to najlepszym rozwiązaniem wydają się być dla nich Indywidualne Konta Emerytalne (IKE).

Oprócz wszystkich wymienionych wcześniej zalet, rozwiązanie to gwarantuje zwolnienie z podatku (o ile zdecydujemy się wypłacić środki dopiero po nabyciu praw emerytalnych). Co ciekawe, również klienci, którzy nie planują czekać aż tak długo powinni zainteresować się tym produktem. Dlaczego? IKE pozwala korzystać z dobrodziejstw procenta składanego. W ramach Indywidualnego Konta Emerytalnego możemy dokonywać wielu przeróżnych transakcji kupna i sprzedaży nie płacąc od wypracowanego zysku podatku. Ten zapłacimy dopiero jeśli zdecydujemy się zlikwidować konto lub

wypłacić część środków. IKE jest więc ciekawą alternatywą dla standardowego oszczędzania. Inwestor w jego ramach może lokować środki nawet na depozytach bankowych, jednak część zysku którą przy normalnej lokacie trzeba by odprowadzić do Urzędu Skarbowego w IKE w dalszym ciągu będzie pracować dla inwestora.

Innym produktem finansowym który w obecnych warunkach może zyskać na popularności może być lokata strukturyzowana, czyli instrument bezpieczny jak tradycyjna lokata, dający jednocześnie perspektywę bardzo wysokich zysków.

Produkt ten składa się z dwóch części: oszczędnościowej i inwestycyjnej. Pierwsza z nich generuje przewidywalny zysk, który z kolei jest inwestowany bardziej agresywnie, najczęściej w instrumenty pochodne (opcje). Jeśli strategia opcyjna zostanie dobrze dobrana, może przynieść dodatkową wysoką stopę zwrotu. Jeśli opcja nie zostanie wykonana (nie przyniesie żadnych zysków), wówczas inwestor otrzymuje najczęściej zwrot zainwestowanych środków. Tak „struktura” wygląda w teorii - w praktyce najbardziej popularne były lokaty, które nie zapewniały całkowitej ochrony kapitału. Inwestorzy byli bardziej skłonni inwestować w struktury, które dawały zabezpieczenie wyłącznie na poziomie 70-80 proc. otrzymując w zamian perspektywę wyższych zysków. Chcąc przyciągnąć kapitał, który dotychczas zaangażowany był w lokatach antybelkowych, można spodziewać

się, że banki powrócą do oferowania standardowych struktur promując atrybut bezpieczeństwa. Należy jednak pamiętać, że bezpieczeństwo należy pojmować w sposób umowny. W przypadku realizacji negatywnego scenariusza, inwestor, owszem, otrzyma zwrot zainwestowanego kapitału, jednak biorąc pod uwagę wartość pieniądza w czasie oraz inflację, zwrot na takiej inwestycji będzie ujemny.

W obecnej sytuacji trudno wskazać głównego beneficjenta likwidacji lokat chroniących przed podatkiem od zysków kapitałowych. Do czasu, kiedy banki zaoferują rozwiązania zastępcze, najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest równomierne rozłożenie się zainteresowania na poszczególne produkty. Każdy inwestor jest inny, dlatego niektórzy będą bardziej skłonni porzucić bezpieczeństwo, by realnie zyskać więcej, inni z kolei zaakceptują niższe oprocentowanie, a przewidywalne zyski w dalszym ciągu będą priorytetem. **Niezależnie od tego likwidacja „antybelek” jest dobrym momentem, aby zastanowić się nad swoim portfelem inwestycyjnym oraz nad ewentualnymi jego korektami.**

Paweł Mielcarek

Analitik

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Niniejsze opracowanie nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j.: Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 z późn. zm., dalej jako „Ustawa”), ani nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, ani nie stanowi analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych w rozumieniu art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy.

Wskazane w treści opracowania części zostały przygotowane przez osoby nie będące pracownikami Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o. (dalej jako „Spółka”), za które Spółka nie ponosi odpowiedzialności. Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie w zakresie przygotowanym przez Spółkę zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani Spółka nie gwarantują jednak ich poprawności, kompletności i dokładności. Opracowanie ma charakter ogólny i nie może stanowić wyłącznej podstawy do podjęcia 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.