

Szanowni Czytelnicy,

W najnowszym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion prezentujemy Państwu tematy, które aktualnie nurtują nie tylko finansistów, ekonomistów, analityków i polityków, ale każdego z nas. Co czeka polską gospodarkę, czy istnieje szansa, aby w przyszłości emerytury były wyższe? Na tych i wiele innych pytań, jak co miesiąc, odpowiedzą eksperci.

Zachęcamy do lektury!

Czy inwestycje w infrastrukturę są ciągle szansą dla polskiej gospodarki?

Odpowiedź na tytułowe pytanie warto zacząć od analizy wydatków na szeroko rozumianą infrastrukturę i ich znaczenia dla polskiej gospodarki i polskich spółek w ostatnim okresie. Bardzo dobrze pamiętam euforię, jaka wybuchła na warszawskiej giełdzie po ogłoszeniu przez UEFA decyzji o przyznaniu Polsce i Ukrainie prawa do organizacji Euro 2012. Wszyscy skojarzyli dwa bardzo proste fakty. Po pierwsze, przygotowania do mistrzostw muszą ruszyć pełną parą i będą ściśle monitorowane, co powinno pokonać naszą narodową niemoc w realizacji dużych kontraktów budowlanych (drogi, stadiony, dworce). Po drugie, środki przyznane Polsce w budżecie Unii na lata 2007-2013 (ponad 67 mld Euro) zostaną wykorzystane pod planowane inwestycje. **Wydawało się więc, że mamy dwa najistotniejsze elementy tej układanki: motywację i pieniądze.** Ruszyła maszyna przetargowa i wszystkie firmy (mniej i bardziej doświadczone w prowadzeniu dużych projektów) rzuciły się do walki o kontrakty. Inwestorzy natomiast oczami wyobraźni widzieli rosnącą wartość swoich portfeli inwestycyjnych wypełnianych po brzegi akcjami spółek budowlanych.

Ostateczne rezultaty tych oczekiwań pokazują dwa prezentowane wykresy. Na wykresie 1. pierwszym widzimy, jak zachowały się

akcje największych spółek budowlanych na warszawskiej giełdzie w porównaniu do szerokiego indeksu WIG. Na wykresie 2. możemy zobaczyć, jak wyglądała sprzedaż i marże netto tych samych spółek. **Jak widzimy, euforia na rynku akcji spółek budowlanych była ogromna, ale też szybko zgasła.** Drugi wykres jest wyjaśnieniem tej sytuacji. Szaleńcza walka o kontrakty przyniosła oczywiście duży wzrost przychodów, ale też niestety drastyczny spadek zysków netto. Powodów takiej sytuacji było kilka. Najważniejsze z nich to: silna konkurencja zarówno polskich jak i zagranicznych podmiotów, cena jako główny element przetargowy, wzrost cen materiałów budowlanych i cen robót firm podwykonawczych. Wszystko to negatywnie wpłynęło na rentowność firm.

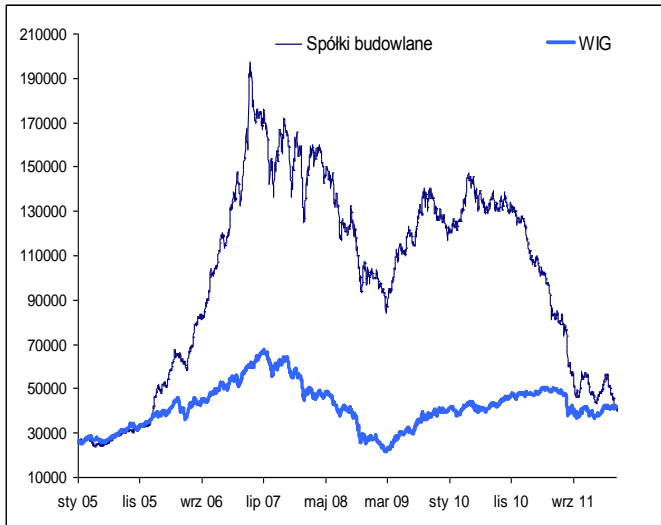
Ostateczny rezultat wydatków infrastrukturalnych w ostatnich latach, których wartość sięgnęła ponad 220 mld zł, był niejednoznaczny. Dla polskiej gospodarki był to efekt pozytywny. Udział szerokiego sektora budowlanego w polskim PKB w ostatnich latach wyniósł ponad 7%. Dla spółek budowlanych była to katastrofa - jedno z nich (PBG) wpadły w kłopoty, z których wychodzić będą jeszcze jakiś czas, dla innych może to być koniec funkcjonowania w obecnej formie (DSS).

Pozostaje pytanie, czy to już koniec na-

W numerze:

- Jarosław Skorulski z TFI Allianz Polska S.A. analizuje inwestycje w infrastrukturę w kontekście polskiej gospodarki,
- na pytania dotyczące systemu emerytalnego odpowiada Sławomir Łopalewski z Nordea Polska TUnŻ S.A.,
- wpływ sytuacji na Bliskim Wschodzie na rynki finansowe przedstawia Leszek Auda z AXA TFI S.A.,
- Remigiusz Pruszczyk z Amplico TFI S.A. o wydarzeniach geopolitycznych i rynkach finansowych,
- z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: polityka będzie w maju rządziła rynkami?,
- o inteligentnych inwestycjach Paweł Mielcarek, Analityk Domu Inwestycyjnego Xelion.

Wykres nr 1: Zmiana kursów akcji spółek budowlanych vs. indeks WIG.

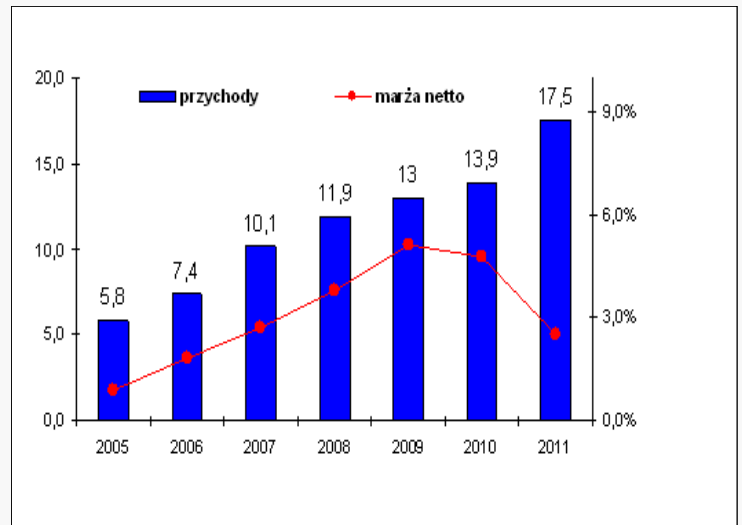


Źródło: opracowanie własne.

dziei na pozytywny wpływ wydatków na infrastrukturę oraz naszą gospodarkę i polskie firmy? Istnieje duża szansa, że nie. Za kilka miesięcy będziemy już wprawdzie po Euro, ale pozostaną inne bodźce: rozpadająca się infrastruktura energetyczna (zagrożenie poważnymi awariami), rozpoczęte inwestycje drogowe i kolejowe, które trzeba będzie zakończyć.

Kolejną kwestią jest finansowanie tych inwestycji. Tutaj też może nie być tak źle. Po pierwsze, mamy środki firm energetycznych, które są bardzo realne i dostępne. Po drugie, jeżeli nie będzie totalnego kryzysu w Europie, mamy szansę uzyskać następną transzę środków z budżetu Unii na lata 2014-2020.

Wykres nr 2: Wyniki finansowe największych spółek sektora budowlanego notowanych na GPW (mld PLN).



Źródło: opracowanie własne.

Według wstępnych projektów może to być nawet 80 mld Euro. Jeżeli dodamy wszystkie planowane wydatki (infrastruktura gazowa, hydrologiczna, energetyczna), to do roku 2020 możemy wydać ponad 300 mld zł. Będzie to więc ponownie ważny element rozwoju polskiej gospodarki. Czy będzie to też szansa dla spółek budowlanych - przyszłość pokaże. Pozostaje mieć nadzieję, że tym razem spółki wykorzystają swoją szansę.

Przyszłe kontrakty będą bardziej specjalistyczne, więc konkurencja powinna być mniejsza. Najważniejszym elementem w przetargach będzie raczej jakość niż cena. Spółki nabyły już bogate doświadczenie dotyczące du-

żych kontraktów i nie powinny popełnić tego samego błędu jak przy kontraktach drogowych, gdzie umowy nie przyniosły zysków. Jeżeli tak będzie i doprowadzi to do wzrostu rentowności, wówczas akcje spółek budowlanych staną się bardzo ciekawą inwestycją. Jeżeli spółki nie wyciągnęły wniosków z porażek w ostatnich latach, wówczas trzeciej szansy mogą już nie dostać.

Jarosław Skorulski

Prezes Zarządu

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

Zmiany w systemie emerytalnym drogą do narodowego dobrobytu? 6 pytań do Sławomira Łopalewskiego



Jakie Pana zdaniem jest uzasadnienie przeprowadzenia reformy emerytalnej?

Zgodnie z deklaracjami rządu i wszelkimi danymi statystycznymi reforma jest konieczna. Obciążenie budżetu obecnym systemem jest zbyt duże, żyjemy coraz dłużej i rodzi się coraz mniej dzieci. Dla zachowania stabilności finansowej państwa i wypłacalności systemu emerytalnego – wydaje się, że nie ma innego wyjścia.

Czy można wskazać negatywne

aspekty wydłużenia wieku emerytalnego?

Z punktu widzenia gospodarki i budżetu państwa ciężko jest znaleźć aspekty negatywne. Biorąc pod uwagę zjawiska demograficzne w naszym kraju jest to moim zdaniem krok konieczny. W 2010 roku pracowało niemal 2/3 naszego społeczeństwa, a na emeryturze był co szósty Polak. Czyli jednego emeryta utrzymywało prawie czterech pracujących. Zgodnie z prognozami ZUS w 2060 roku pracować będzie mniej niż połowa Polaków, natomiast na emerytu-

rze będzie co trzeci z nas. To znaczy, że jednego emeryta, utrzymywać będzie nieco więcej niż jeden pracujący. Oczywiście należy pamiętać o względach społecznych, takich jak obciążenie pracą, zmiana modelu życia, konieczność tworzenia miejsc pracy. Takie zjawiska występują w całej Europie, a w Polsce jesteśmy społeczeństwem najszybciej przechodzącym na emeryturę,

Co pozytywnego dla gospodarki wyniknie z wydłużenia wieku emerytalnego?

W wyniku przeprowadzonej reformy zmniejszą się ponoszone przez państwo koszty wypłat emerytur, a tym samym spadnie deficyt budżetowy. Siła robocza będzie większa, co najpewniej przełoży się pozytywnie na wzrost gospodarczy w długim terminie. Wyższy wzrost gospodarczy zwiększy wpływy do budżetu, co pozwoli na dalsze zmniejszenie deficytu budżetowego, a relacja osób aktywnych zawodowo do niepracujących będzie korzystniejsza.

Nie oznacza to niestety, że nasze przyszłe emerytury pozwolą nam na przysłówne „wakacje pod palmami”. Pozwolą nam jednak godniej żyć, a system emerytalny będzie wypłacalny. Choć na godziwe emerytury, musimy oszczędzać dodatkowo sami. Szczególnie jeśli pracujemy na umowę zlecenie, jesteśmy przedsiębiorcami, lub też zarabiamy na poziomie tzw. „średniej krajowej” i więcej. Im wyższe są nasze obecne zarobki, tym większa będzie luka emerytalna.

Dlaczego wprowadzono wcześniej zmianę w wysokości składki odprowadzanej do OFE?

Zdaniem autorów reformy OFE nie mogły zagwarantować wypłaty emerytur w odpowiedniej wysokości i jednocześnie koszty funkcjonowania OFE (dotacje) były z punktu widzenia budżetu zbyt wysokie. Możemy argumentować, że gdyby OFE działały dłużej i zatrudnieni odprowadzali większą składkę, to emerytury z OFE byłyby wystarczające. Rząd ograniczył rolę OFE, bo brakowało pieniędzy na utrzymanie systemu.

Czyli obecnie wprowadzany system zapewni nam zatem godziwe emerytury?

Podwyższenie wieku emerytalnego, a także zmiany w wysokości składki odprowadzanej do ZUS i do OFE wskazują na to, że państwowy system emerytalny może nie być w stanie spełnić oczekiwań osób obecnie pracujących. Szacujemy, że by godnie żyć na emeryturze, musimy mieć świadczenie emerytalne w wysokości około 60-70% ostatniej pensji. Nawet najwięksi optymiści nie mogą nam zagwarantować takiego poziomu wypłat z I i II filaru systemu. Dlatego, aby się zabezpieczyć, należy odkładać samemu na emeryturę. Dziś limity ustawowe oszczędzania w trzecim filarze, czyli w IKE, IKZE i PPE są moim zdaniem zbyt niskie. Sprawia to, że oszczędzanie w IKZE i IKE, jakkolwiek konieczne, jest mało atrakcyjne.

Niska jest też świadomość konieczności zadbania o emerytury. Dotyczy to zarówno pracodawców, jak i pracowników. Program emerytalny może być motywatorem i czynnikiem zwiększającym lojalność pracownika. Z punktu widzenia pracownika jest także bardzo korzystnym zabezpieczeniem godnej przyszłości.

Co więcej – oferując PPE oferujemy nie tylko możliwość zwiększenia emerytury, ale także zmniejszenie składki na ubezpieczenie społeczne (składka do 7% wynagrodzenia pracownika w zakładzie będzie zwolniona ze składki na ZUS), a pracodawca będzie mógł wliczyć składkę w koszty uzyskania przychodu przedsiębiorstwa. Oszczędzanie z IKE i IKZE także niesie ze sobą zachęty podatkowe – tym razem po stronie oszczędzającego. To ważne, a mało znane zalety tych produktów.

Czy wiek emerytalny określono obecnie właściwie?

To pytanie postawiłbym inaczej: ile lat mamy oszczędzać, aby na emeryturze żyć na oczekiwanym przez nas poziomie i na jakie minimum zabezpieczenia emerytalnego możemy liczyć ze strony państwa. Jednak to na nas – ludziach zajmujących się finansami, świadomych zachodzących zmian ich konsekwencji - leży ciężar edukacji społeczeństwa w zakresie konieczności gromadzenia dodatkowych środków na emeryturę. Szczególnie w segmentach wyższych, gdzie luka emerytalna będzie wyjątkowo dotkliwa – czyli także Państwa segmentach docelowych.

Na pytania odpowiedział:

Sławomir Łopalewski
Prezes Zarządu

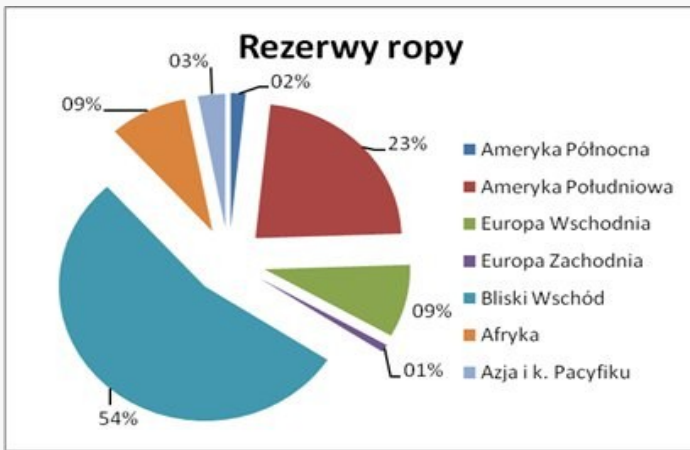
Nordea Polska Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie S.A.

Sytuacja na Bliskim Wschodzie a rynki finansowe

Sytuacja na Bliskim Wschodzie od ponad roku jest co najmniej niestabilna. **Rejon ten jest istotny dla świata z powodu dużych złóż ropy naftowej.** W rejonie Bliskiego Wschodu, a głównie krajów Zatoki Perskiej, znajduje się 54% światowych rozpoznanych rezerw ropy. Rezerwy te zlokalizowane są głównie w Arabii Saudyjskiej, Iranie, Iraku, Zjednoczonych Emiratach Arabskich, Kuwejcie oraz Katarze i Omanie.

Najwięksi eksporterzy to Arabia Saudyjska, Iran, Zjednoczone Emiraty Arabskie, Irak oraz Kuwejt. Eksport każdego z tych krajów jest większy od eksportu Libii. Jest to o tyle istotne, że w ubiegłym roku rewolucja w Libii i przerwanie w wyniku walk eksportu tego surowca spowodowało duże perturbacje na rynku ropy. Po pierwsze, byliśmy świadkami wzrostów cen surowca o kilkanaście procent w odpowiedzi na niepokój w Egipcie i Libii. Po drugie, zaprzestanie

eksportu z Libii rozszerzyło spread pomiędzy ropą WTI a Brent do prawie 20 dolarów. **Nietrudno sobie wyobrazić, co mogłoby się wydarzyć na rynku ropy, gdyby jakieś wydarzenia w rejonie zahamowały możliwość eksportu ropy naftowej. W zależności od tego, jakiego kalibru byłyby to wydarzenia, można by wyobrazić sobie możliwość wzrostu cen ropy od kilku do nawet 100%.** Co więc dzieje się w rejonie, który z punktu widzenia przeło-



Źródło: opracowanie własne.

żenia na rynek podstawowego dla świata surowca ma tak duże znaczenie?

Zacznijmy od Egiptu. To jeden z najliczniejszych ludnościowo krajów regionu i jednocześnie jeden z liderów wśród krajów arabskich. Ubiegłoroczna rewolucja, która obaliła prezydenta Mubaraka, wyzwoliła w społeczeństwie tendencje wolnościowe i prodemokratyczne. Pamiętać musimy, że dotychczasowi prezydenci Egiptu byli wojskowymi, a wojsko w Egipcie miało duży wpływ zarówno na gospodarkę jak i politykę. Wybory do parlamentu, które odbyły się przed kilkoma miesiącami, 46% miejsc dały kandydatom związanym z Bractwem Muzułmańskim. Jest to organizacja powstała w 1928 roku, a przez ostatnie lata zdelegalizowana. Jej członkowie w latach rządów Mubaraka byli prześladowani, zaś odłam Bractwa utworzył w strefie Gazy organizację znaną jako Hamas. **Decydujące dla dalszych wydarzeń w Egipcie będą wybory prezydenckie w połowie roku.** Trzech głównych pretendentów zostało wykluczonych z wyborów w związku z różnymi zarzutami. Obawiać się można, że armia będzie próbować tak manipulować wyborami, aby wygrał

kandydat akceptowalny dla armii. Na tym tle może dochodzić do napięć społecznych.

Dla sytuacji na rynku ropy nie musi to mieć znaczenia, gdyż Egipt nie jest znaczącym jej eksporterem. Sytuacja **w Egipcie może mieć jednak wpływ na sytuację i politykę Izraela, który graniczy z Egipcem oraz innymi państwami arabskimi.** Istotny jest tu też dalszy rozwój sytuacji w Syrii, również graniczącej z Egipcem. Pytanie otwarte, jakie można w przypadku Syrii postawić, to czy obecny reżim przetrwa czy może jakieś inne siły (jakie?) przejmą władzę w tym kraju. Egipt może być dla społeczeństwa Syrii jakimś wyznacznikiem, bowiem Bractwo Muzułmańskie działało również w Syrii i było prześladowane w przeszłości.

Dlaczego zajmujemy się Izraelem? Jest to mały kraj otoczony przez państwa arabskie. Dodatkowo, Izrael obawia się Iranu, który rozwija program badań nad energią atomową, a być może rozwija broń nuklearną. W przeszłości retoryka Iranu była wobec Izraela bardzo wojownicza. Izrael może więc obawiać się, że w przypadku pozyskania broni atomowej przez Iran mógłby stać się potencjalnym



Źródło: opracowanie własne.

celem ataku, a jego skutki dla tak małego kraju jak Izrael mogłyby być katastrofalne. Nawet jeśli tak by się nie stało, to pozyskanie broni jądrowej przez Iran zmieniłoby układ sił w całym regionie. Istnieją więc obawy, że Izrael zaatakuje instalacje nuklearne w Iranie jako pierwszy, zaś Iran w takim przypadku może odpowiedzieć różnymi środkami, nie wyłączając blokady cieśniny Ormuz. Byłby to oczywiście jeden z gorszych scenariuszy jaki można sobie wyobrazić. Jednak mamy nadzieję, że do niego nie dojdzie. **Wydaje się że w ostatnich miesiącach widać raczej wolę prowadzenia negocjacji i chęć dojścia do porozumienia niż zaogniania sytuacji.**

Leszek Auda

CIO, Członek Zarządu AXA TFI
Główny Ekonomista grupy AXA w Polsce
AXA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Jak wydarzenia geopolityczne mogą wpłynąć na rynek finansowy?

Rok 2011 był rokiem, w którym na rynkach finansowych doświadczyliśmy klasycznego krachu, czyli gwałtownego załamania się indeksów w krótkim okresie czasu. Była to reakcja na brak zdecydowanych działań w strefie euro w zakresie ograniczania nadmiernej deficytów budżetowych, przy jedno-

czesnym pojawieniu się obaw, że gospodarka USA wejdzie w stan recesji w 3. kwartale 2011 r. W tym czasie kraje peryferyjne strefy Euro od kilku kwartałów znajdowały się w recesji. Przeprowadzone zmiany rządu w Grecji i Włoszech, nie przełożyły się na istotne odreagowanie rynków akcji.

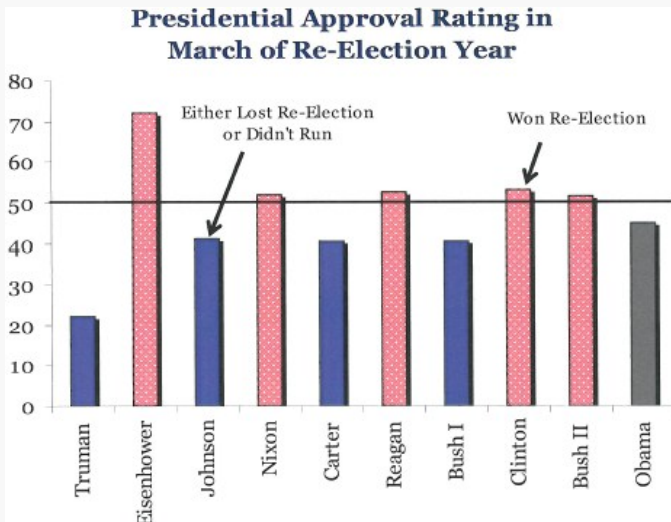
Rok 2012 zapowiadał się dość pozytywnie: w styczniu wystąpił „efekt stycznia” (niewidziany od ponad 5 lat), gdzie ryzykowne aktywa urosły średnio po 10%, ale pod koniec lutego optymizm wygasł. Od tamtego czasu rynki poruszają się w klasycznym trendzie horyzontalnym w oczekiwaniu na

nowe, istotne informacje gospodarcze lub geopolityczne. **A tych ostatnich w tym roku będzie sporo – najpierw wybory prezydenckie we Francji, potem wybory parlamentarne w Grecji, a na jesieni wybory prezydenckie i do Kongresu w USA.** W Europie ich wynik może mieć istotne przełożenie na to, w jakim kierunku podążą działania w zakresie walki z zadłużeniem, a także mogą zdecydować o kształcie strefy euro w

łań proponowanych przez Niemcy i popieranych przez ECB i MFW. Pytanie, na które nie znamy odpowiedzi to, czy Holandia dotrzyma obietnic, kiedy wygra wybory, czy zderzy się z rzeczywistością i nie dotrzyma obietnic. Dlatego wynik wyborów we Francji będzie kluczowy dla dalszego kształtu strefy euro. Po pierwszej turze nieznacznie prowadzi Holandia i jemu komentatorzy wróżą zwycięstwo w drugiej turze.

kie działanie miałyby przełożenie na cenę ropy i zmianę poparcia (dla obecnego Prezydenta), a jeżeli akcja militarna zakończyłaby się sukcesem, to wygrana wyborów dla Obamy byłaby przesądzona. Pamiętajmy, że cena ropy to nie tylko zmiana nastawienia konsumentów w USA do władzy, ale także dalszy kierunek rozwoju gospodarki światowej, której wzrost gospodarczy przy dalszej aprecjacji cen ropy stoi pod dużym zna-

Wykres nr 1



Źródło: Strategas Research Partners.

przyszłości. Jeżeli popatrzymy na Francję, to pomiędzy dwoma najważniejszymi rywalami, obecnym prezydentem Nicolas Sarkozy'm i Francois Hollande'm, są diametralne różnice. Pierwszy z nich jest przez komentatorów postrzegany jako „zadużony w sobie sybaryta”, a drugi jako „zbyt skromny i pozbawiony wyrazu, aby ubiegać się o urząd prezydenta” drugiej najważniejszej gospodarki Europy. Sarkozy opowiada się za dalszą bliską współpracą z Niemcami w rozwiązywaniu problemów nadmiernego zadłużenia rządów strefy euro, jak i we wprowadzaniu oszczędności w nadmiernie rozbudowanym państwie opiekuńczym. Hollande sprzeciwia się obecnej polityce, proponując politykę promującą wzrost gospodarczy, a polegającą na wyższym deficycie budżetowym i długi publiczny. Największą wagę komentatorów przykuła jego propozycja wprowadzenia podatku dochodowego w wysokości 75% dla najlepiej zarabiających, ale kluczowe wydają się jego obietnice wyborcze, które sprowadzają się do negocjowania dzia-

Jeżeli popatrzymy z kolei na USA, to obecne wyniki sondażowe nie gwarantują Obamie reelekcji (wykres nr 1).

Ma to oczywiście uzasadnienie w obecnym poziomie konsumpcji obywateli amerykańskich, którzy od czasu zaostrzenia konfliktu USA-IZRAEL-IRAN coraz więcej muszą płacić za paliwo na stacjach. Przełożenie na sentyment konsumentów jest odwrotnie proporcjonalny do cen paliw - jeżeli te rosną, sentyment słabnie i nastroje są gorsze. Społeczeństwo najczęściej winą za to obarcza obecną administrację Baracka Obamy (wykres nr 2).

Dlatego zdaniem niektórych ekspertów kluczem do wygrania wyborów prezydenckich w USA jest zatrzymanie tendencji wzrostowej cen ropy naftowej, a więc rozwiązania problemów związanych z Iranem. Jednym z możliwych działań jest przeprowadzenie szybkiego nalotu lotniczego na instalacje nuklearne Iranu, aby powstrzymać rozwój programu nuklearnego w tym kraju. Niewątpliwie ta-

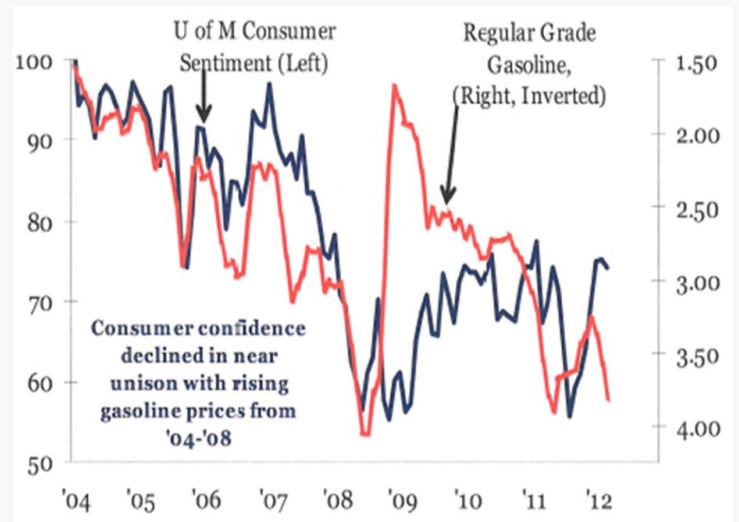
kiem zapytania.

Podsumowując, najbliższe miesiące na rynkach akcji mogą być dosyć nerwowe, bo decydować się będzie kierunek działań Unii Europejskiej, a także to, w jakim kierunku podąży konflikt na Bliskim Wschodzie. Spadek cen ropy miałby oczywiście pozytywne przełożenie na rynek akcji, bo to oznaczałoby zmniejszenie presji kosztowej po stronie producentów, a tym samym poprawę ich wyników finansowych. Wtedy inwestycje w fundusze akcji przyniosą dużo wyższe zyski niż inwestycje w fundusze dłużne czy lokaty bankowe.

Remigiusz Pruszcak

Amplico Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Wykres nr 2



Źródło: Strategas Research Partners.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Polityka będzie w maju rządziła rynkami?



W kwietniu na rynkach akcji od mniej więcej połowy marca

(Europa) lub początku kwietnia (USA) trwała korekta. W Stanach hamowana była przez sezon raportów kwartalnych spółek. Znowu najważniejsze stało się to, co działo się na europejskim rynku długu. Tam rentowności obligacji hiszpańskich znowu na chwilę przekroczyły sześć procent. Wzrosły rentowności obligacji włoskich.

Wydaje mi się, że gracze zechcieli przetestować determinację banków w kupowaniu za pieniądze z LTRO długu krajów PIIGS. Owszem, przydały się preteksty w postaci wyższego od oczekiwań deficytu budżetowego Hiszpanii, ale według mnie prawdziwym powodem był właśnie wspomniany test. Okazało się, że tuż po drugiej aukcji LTRO, w której banki dostały ponad pół biliona euro, rynek długu już broniony nie był, a to dało impuls wyprzedaży na rynkach akcji i długu.

W końcu kwietnia odbyło się posiedzenie FOMC, co poprawiało nastroje. **Oczywiście stopy nie zmieniły się i nadal**

mają się jeszcze do 2014 roku nie zmienić. Było to też posiedzenie, podczas którego co kwartał Fed informuje o swoich prognozach dla gospodarki. Okazało się, że prognozy PKB na ten rok w porównaniu do prognoz styczniowych wzrosły, prognozy dla rynku pracy poprawiły się, a dla bazowej inflacji wzrosły. Podczas konferencji prasowej Ben Bernanke, szef Fed, przemycił sformułowania o możliwym pobudzeniu gospodarki. **Stwierdził, że Fed nadal chce pomagać gospodarce i wszystko zależy od danych makro.** Wszystko to w sytuacji, kiedy prognozy Fed nie dawały najmniejszej szansy na uruchomienie kolejnego pobudzenia gospodarki.

I co dalej? W maju skończy się sezon raportów kwartalnych spółek w USA i wrócimy do tego, co przeceniało Europę. Wejdziemy w miesiąc, w którym często obowiązuje zasada „w maju sprzeda i uciekaj”. Odbędzie się też druga tura wyborów we Francji i wybory parlamentarne w Grecji (6 maja). Od wyników tych wydarzeń politycznych bardzo dużo zależy. Z pewnością wygrana Nicolasa Sarkozy'ego byłaby dla byków lepsza, ale i wygrana François Hollande nie musi być dla nich zła. Przestrzegam jednak przed lekceważeniem wyborów w Grecji. Tam może dojść do utworzenia rządu socjalistyczno – komunistycznego. Nie można wykluczyć, że

zażądałby on renegocjacji porozumień z „trojką”. Pokazanie na przykładzie greckim, jak działa demokracja i do czego może doprowadzić, natychmiast uruchomiłoby efekt domina.

Kolejny atak kryzysu zmusiłby ECB do zaniechania stosowania protezy, jaką jest według mnie LTRO. Bank musiałby zrobić to, o czym piszę od jesieni zeszłego roku, że zrobić powinien. Powinien poinformować (znajdzie jakieś prawne wyjście z układowego zakazu), że będzie skupował bez ograniczeń obligacje (drukował euro). Jak zawsze twierdziłem, taka deklaracja spuściłaby parę z rynku długu, a ECB nie wydrukowałby zapewne ani jednego euro. Kto by chciał walczyć z drukarkami?

Tak więc uważam, że jeśli sytuacja w maju rozstrzygnie się niekorzystnie dla byków, to pojawi się okazja do kupna akcji. Banki centralne mają jeszcze dużo amunicji, a to, że docelowo wpędzą nas w dużą inflację? Zobaczmy to za parę lat, a to dla rynków jest wieczność.

Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

Inteligentne inwestycje

Warrena Buffetta, jednego z najbardziej rozpoznawalnych inwestorów, a zarazem trzeciego najbogatszego człowieka na Ziemi znają niemal wszyscy. Każdy, kto choć trochę jest zainteresowany tematyką inwestycji kapitałowych, na dźwięk jego nazwiska potrafi wymienić kilka podstawowych zasad, jakimi kieruje się „wrocznia z Omaha”, dobierając spółki, a tym samym tworząc portfel inwestycyjny. Jednak, jak twierdzi sam zainteresowany „jego poglądy to w 15% poglądy Fishera, a w 85% Grahama”, dlatego w niniejszym numerze Biuletynu chciałbym zwrócić szczególną uwagę na to drugie nazwisko, które w gronie

zwłaszcza mniej doświadczonych inwestorów nie jest już tak dobrze znane.

Benjamin Graham urodził się w 1894 roku, ukończył studia na Uniwersytecie Columbia, a już w wieku 20 lat pracował na Wall Street. Szczególnie interesujące są wyniki inwestycyjne Grahama. Pomimo depresji na rynku akcji zdołał on w okresie pomiędzy II wojną światową a latami siedemdziesiątymi osiągnąć średnio 17 proc. zysku rocznie. Także i dzisiaj metody stosowane przez Grahama odnoszą rewelacyjne rezultaty. Opracowywane przez Amerykańskie Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych in-

deksy wyraźnie pokazują, że portfele zbudowane w oparciu o metodykę Grahama biją indeksy giełdowe na głowę (Wykres nr 1.).

Ogromną przewagę portfela Grahama widać również na wykresie nr 2, który wyniki portfela porównuje z osiągnięciami indeksu S&P500.

Skoro metoda wykorzystywana przez Benjamina Grahama tak doskonale sprawdza się na rynkach finansowych, można zadać sobie pytanie: co w niej jest i czy nie stanowi ona silnie strzeżonej tajemnicy? Jak się okazuje, mentor Warrena Buffetta nie robił w tym aspek-

Wykres nr 1.

	Graham-- Enterprising Investor	S&P 500
YTD Return:	29.2%	8.6%
Five Year Return:	10.0%	-0.6%
Ten Year Return:	25.8%	2.1%
Inception:	21.5%	2.2%

Data as of February 29, 2012

Źródło: <http://www.aaii.com/>

cie żadnych tajemnic, a dodatkowo całe podejście opisał w wydanych przez siebie książkach. Druga z nich, „Inteligentny Inwestor” wydana po raz pierwszy w 1947 r. stała się prawdziwym bestsellerem i powinna stanowić żelazną podstawę każdego inwestora. Tak, to nie pomyłka - książka mająca już ponad 60 lat nieustannie jest największym kompendium wiedzy dla każdego gracza giełdowego. A co jeszcze ciekawsze, proste metody w niej opisane doskonale sprawdzają się nawet dziś, w świecie całkowitej globalizacji i super szybkich komputerów.

Kupić tanio i sprzedać drogo - tak w skrócie można opisać podstawowe założenie strategii Grahama. Według niego ceny akcji czy obligacji wahają się od skrajnego niedoszacowania do poziomów przesadnego optymizmu czy nawet euforii. **Według autora, inteligentny inwestor to realista, który kupuje od pesymistów i sprzedaje optymistom.** Oczywiście w takim podejściu nie ma nic odkrywczego, gdyż niemal każdy inwestor z takim samym nastawieniem podchodzi do rynków kapitałowych - nie każdy jednak stara się głębiej zdiagnozować kluczowe czynniki, które pomagają odpowiedzieć na pytanie czy dane akcje są tanie czy drogie. Benjamin Graham jako pierwszy szczegółowo określił jakie warunki muszą być spełnione, aby uznać walory za interesujące i poddać je dalszej bardziej wnikliwej analizie.

Graham w swojej książce wymienił następujące warunki:

- **niska cena w stosunku do ostatnich zysków:** wskaźnik cena/zysk nie powinien przekraczać 9;
- **dobra kondycja finansowa** - wskaźnik płynności bieżącej powi-

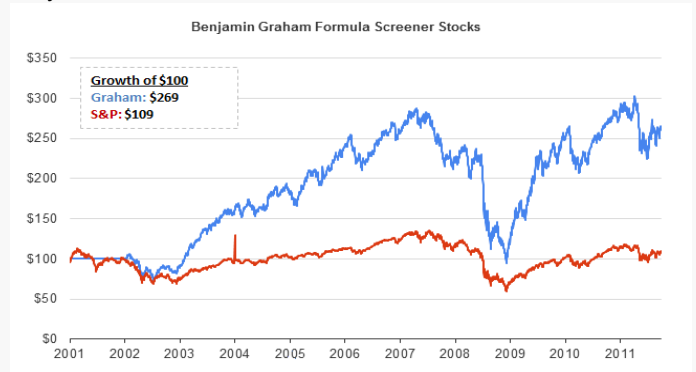
nien być na poziomie co najmniej 1,5, a zobowiązania długoterminowe nie większe niż 110% wartości kapitału obrotowego;

- **stabilność dochodów** - zyski (brak straty) za ostatnie 5 lat;
- **bieżąca dywidenda** - wypłacona dywidenda za ubiegły rok;
- **wzrost dochodów** - zysk za ostatni rok większy niż zysk 5 lat temu;
- **niska cena w stosunku do wartości** - wskaźnik Cena do Wartości Księgowej powinien być mniejszy od 1,2.

Już na pierwszy rzut oka widać, że tak zdefiniowane warunki w łatwy sposób pozwalają wyselekcjonować spółki o dobrej kondycji finansowej, posiadające zyski, a tylko (z nie do końca znanych powodów) wycenianych poniżej ich rzeczywistej wartości. Oczywiście należy pamiętać, że spełnienie tych warunków nie powinno generować całkowitej wiary w system, gdyż na rynku znane mogą być fakty, które przemawiają za niską wyceną. Niemniej jednak warunki Grahama stanowią świetny punkt wyjścia do dalszej analizy papierów wartościowych.

Podejście Grahama dla rodzimych inwestorów generuje jednak więcej trudności w jego rzeczywistym stosowaniu. Nie wielka liczba spółek spełniająca wszystkie założenia (a przede wszystkim te odnośnie dywidendy) sprawia, że zbudowanie portfela składającego się z akcji co najmniej dziesięciu różnych spółek jest zadaniem niezwykle trudnym. Z takim problemem spotkali się dziennikarze Gazety Giełdy Parkiet, którzy podjęli się próby stworzenia portfela w oparciu o zasady Grahama i zasymulowania osiągniętych wyników. W latach 2006–2010 łączny zysk portfela wyniósłby ostatecznie 211 proc. (co przekłada się na średnią roczną składaną stopę zwrotu równą 25,5 proc.), podczas gdy WIG zyskał w tym czasie skromne 27 proc. (średnio 4,9 proc. rocznie). Co ciekawe, kiedy wyeliminowano punkt 4. mówiący o bieżącej dywidendzie wyniki okazały się

Wykres nr 2.

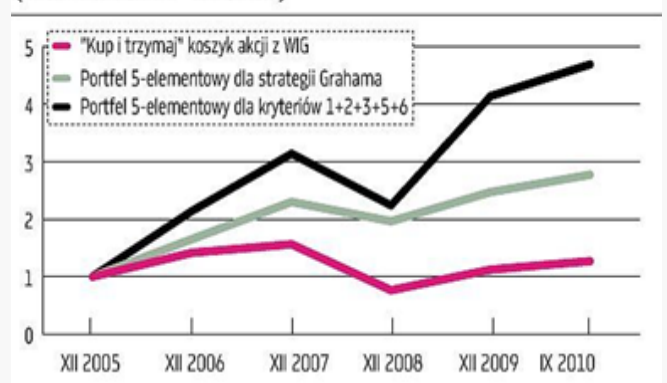


Źródło: <http://www.oldschoolvalue.com>

wanie portfela składającego się z akcji co najmniej dziesięciu różnych spółek jest zadaniem niezwykle trudnym. Z takim problemem spotkali się dziennikarze Gazety Giełdy Parkiet, którzy podjęli się próby stworzenia portfela w oparciu o zasady Grahama i zasymulowania osiągniętych wyników. W latach 2006–2010 łączny zysk portfela wyniósłby ostatecznie 211 proc. (co przekłada się na średnią roczną składaną stopę zwrotu równą 25,5 proc.), podczas gdy WIG zyskał w tym czasie skromne 27 proc. (średnio 4,9 proc. rocznie). Co ciekawe, kiedy wyeliminowano punkt 4. mówiący o bieżącej dywidendzie wyniki okazały się

Wykres nr 3.

KAPITAŁ W STRATEGIACH
(KONIEC 2005 R. = 1 TYS. ZŁ)



Źródło: <http://www.parkiet.com>

jeszcze lepsze. Średnia składana roczna stopa zwrotu sięgnęła aż 36,2 proc., za czym niekoniernie poszedł wzrost ryzyka (w krytycznym 2008 r. wartość takiego portfela zmalała „jedynie” o 28,6 proc.).

Paweł Mielcarek
Analityk

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.