

Biuletyn Inwestycyjny Xelion

NR 06(40) 18 czerwca 2014 r.

E K S P E R C I

T R E N D Y

A K T U A L N O Ś C I

I N W E S T Y C J E

E M E R Y T U R A







Szanowni Czytelnicy,

Bieżący numer Biuletynu Inwestycyjnego Xelion jest dla nas dość szczególny. Przedstawiamy w nim bowiem swoisty przełom na rynku futures, którego autorem jest Dom Inwestycyjny Xelion. Baczny obserwatorom zapewne już na początku miesiąca rzuciły się w oczy artykuły i komentarze dot. nowej oferty w zakresie obrotu kontraktami terminowymi, opartej o model stałej opłaty abonamentowej. Na kolejnych stronach Paweł Mielcarek przybliży nam zasady funkcjonowania Pakietów SuperKontrakt i SuperKontrakt Plus.

W dalszej części jak zwykle skupiamy się na tematach bliskich inwestorom - tym razem poruszamy kwestię rynku obligacji, sytuacji na warszawskim parkiecie oraz dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. A podsumowaniem jest, jak co miesiąc, relacja Piotra Kuczyńskiego z bieżących wydarzeń rynkowych.

Zachęcamy do lektury!

W numerze:

-  o innowacyjnej ofercie DI Xelion na FW20 opowiada Paweł Mielcarek z Domu Inwestycyjnego Xelion,
-  rynek papierów dłużnych charakteryzuje Magdalena Strzałkowska z TFI Allianz Polska S.A.,
-  na pytanie o letnią hossę stara się odpowiedzieć Tomasz Hońdo z Quercus TFI S.A.,
-  o różnych sposobach dywersyfikacji mówi Remigiusz Pruszcak z MetLife TUnŻiR S.A.,
-  ideę Senior Loans przedstawia Adam Łaganowski z ING TFI S.A.,
-  z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Maj nie był groźny dla rynkowych byków.

**Przełom w opłatach
na FW20**

Stać opłata miesięczna

Sprawdź na www.xelion.pl

Prawdziwy przełom

Rynek kapitałowy w Polsce nie należy już do najmłodszych, a przez sporą część inwestorów traktowany jest już jako miejsce pośrednie między rynkami rozwiniętymi, a rozwijającymi się. Wraz z dynamicznym rozwojem warszawskiej giełdy, istotnie zmieniał się też rynek brokerów, którzy poprzez prowadzenie rachunków papierów wartościowych zapewniają dostęp do GPW. Wraz z rozwojem rynku nie specjalnie zmieniała się jednak oferta - bez wątpienia można traktować jako skostniałą, do której wszyscy gracze chcąc nie chcąc się przyzwyczaili.

Niezwykle miło jest nam zatem poinformować, że **Dom Inwestycyjny Xelion jest autorem prawdziwie innowacyjnej oferty** – drugiej takiej na całym rodzimym rynku kapitałowym próżno szukać. Owa zmiana dotyczy rynku kontraktów terminowych, czyli obszaru, który dotychczas nie był traktowany priorytetowo przez domy maklerskie.

Tytułowy przełom polega na wprowadzeniu do oferty DI Xelion nowego modelu opłat za obrót kontraktami terminowymi na indeks. Standardem rynkowym jest pobieranie prowizji od każdej transakcji w kwocie c.a. od 5 do 9 zł za kontrakt (w zależności od domu maklerskiego). Wobec tego zauważalna jest prawidłowość: im wyższy wykonywany obrót, tym wyższa łączna opłata prowizyjna. Nowy model DI Xelion zakłada, że po opłaceniu stałej miesięcznej opłaty abonamentowej Klient będzie mógł dokonywać za pośrednictwem Internetu Nielimitowanego obrotu kontraktami terminowymi na indeks na swoim rachunku maklerskim, płacąc dodatkowo jedynie koszty transakcyjne ponoszone przez dom maklerski na rzecz Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. **Mówiąc krótko, po opłaceniu stałej miesięcznej opłaty abonamentowej, inwestor uzyskuje dostęp do prowizji na poziomie 3 zł za kontrakt, co równo-**

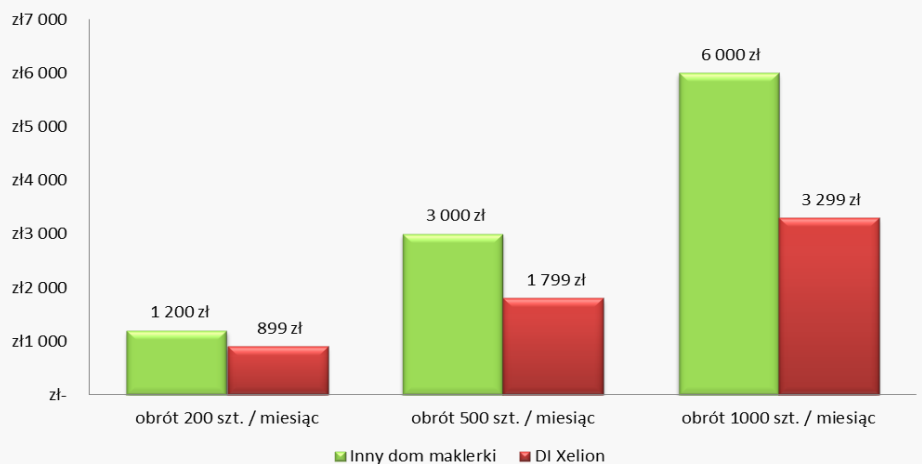
ważne jest opłatom ponoszonym przez DI Xelion na rzecz GPW i KDPW.

Nowa usługa dostępna jest w dwóch wariantach: SuperKontr@kt oraz SuperKontr@kt Plus. Pierwszy pakiet daje możliwość nieograniczonego obrotu kontraktami terminowymi na indeks za pośrednictwem Internetu za stałą miesięczną opłatą abonamentową w wysokości 299 zł powiększaną o jednostkowe koszty GPW/KDPW w wysokości 3 zł za kontrakt. Jedynym ograniczeniem jest liczba jednocześnie otwartych pozycji, która

wynosi 50 szt. Drugi pakiet, czyli SuperKontr@kt Plus, kosztuje 799 zł miesięcznie i również oferuje obrót kontraktami terminowymi na indeks za jedyne 3 zł za kontrakt, przy czym maksymalna liczba otwartych pozycji wynosi 100 szt. lub więcej (ustalana indywidualnie).

Jak nowe podejście do opłat sprawdza się w praktyce? Najlepiej koncepcję przedstawić na przykładzie. Załóżmy, że mamy 3 inwestorów, z których każdy wykonuje miesięczny obrót kontraktami w ilości odpowiednio 200 szt., 500 szt.

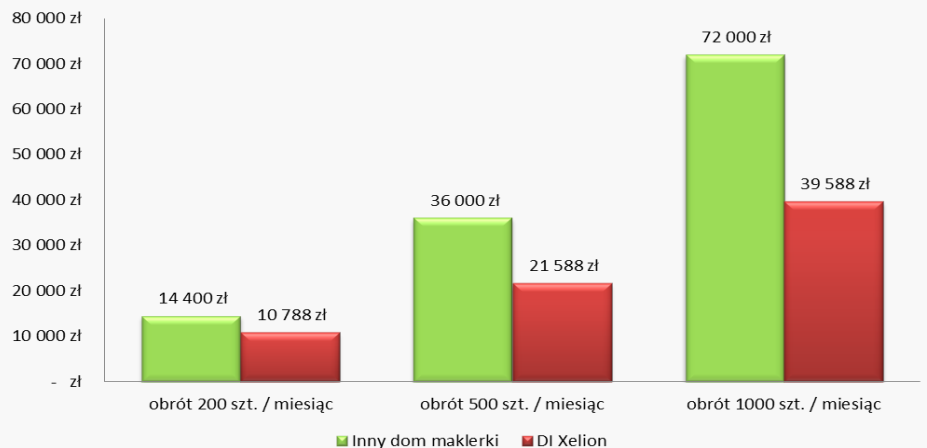
Wykres nr 1: Szacunkowa miesięczna wysokość prowizji dla domu maklerskiego za obrót kontraktami terminowymi na indeks.



Źródło: Opracowanie własne.

* Założenia: (1) Prowizja za obrót kontraktami terminowymi w innym domu maklerskim: 6 zł/kontrakt. (2) W DI Xelion: Pakiet SuperKontrakt.

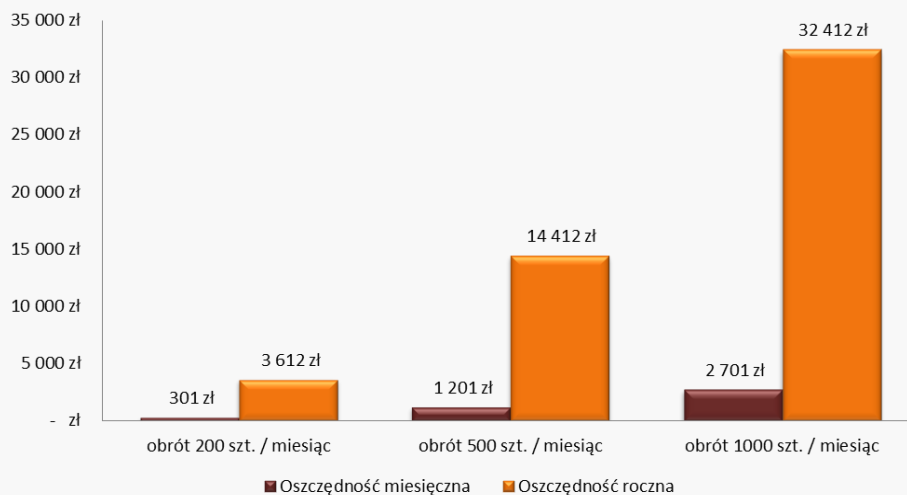
Wykres nr 2: Szacunkowa roczna wysokość prowizji dla domu maklerskiego za obrót kontraktami terminowymi na indeks.



Źródło: Opracowanie własne.

* Założenia: (1) Prowizja za obrót kontraktami terminowymi w innym domu maklerskim: 6 zł/kontrakt. (2) W DI Xelion: Pakiet SuperKontrakt.

Wykres nr 1: Szacunkowa miesięczna i roczna oszczędność na prowizji dla domu maklerskiego za obrót kontraktami terminowymi na indeks.



Źródło: Opracowanie własne.

* Założenia: (1) Prowizja za obrót kontraktami terminowymi w innym domu maklerskim: 6 zł/kontrakt. (2) W D/I Xelion: Pakiet SuperKontrakt.

oraz 1000 szt. Przyjmijmy, że każdy z nich płaci taką samą prowizję na poziomie 6 zł za kontrakt, co teoretycznie jest stawką bardzo konkurencyjną, gdyż średnia rynkowa kształtuje się w okolicach 9 zł. Jak można zauważyć na prezentowanych wykresach **już przy niższych z analizowanych obrotów (200 szt. miesięcznie) w skali jednego miesiąca inwestor oszczędza ponad**

300 zł na prowizji, co w skali roku daje ponad 3 600 zł. Nowy model opłat nabiera na znaczeniu, jeśli inwestor wykonuje jeszcze większy obrót, gdyż miesięczna oszczędność na prowizji wynosi 1 201 zł przy obrocie na poziomie 500 szt., oraz 2 701 zł przy obrocie na poziomie 1000 szt. Powyższe oszczędności dotyczą zaledwie jednego miesiąca, ale jeśli dany inwestor wykonuje podobny

obróć każdego miesiąca, roczna oszczędność równa się niemal wartości nowego samochodu.

Co należy zatem zrobić, aby skorzystać z pakietów SuperKontr@kt lub SuperKontr@kt Plus? Pierwszym krokiem dla nowych inwestorów jest oczywiście standardowe otwarcie rachunku maklerskiego, którego można dokonać osobiście w jednym z Punktów Obsługi Klienta, za pośrednictwem Doradcy Finansowego Xelion oraz oczywiście samodzielnie poprzez wniosek internetowy (LINK). Po otwarciu rachunku, w systemie ePromak+ należy wypełnić dyspozycję aktywacji usługi SuperKontr@kt lub SuperKontr@kt Plus. Jeśli na rachunku znajduje się kwota pokrywająca pierwszą opłatę abonamentową, pakiet zostanie włączony najpóźniej następnego dnia roboczego po złożeniu dyspozycji.

Paweł Mielcarek

Analitik

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie promocyjny i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Inwestycje w instrumenty pochodne dają możliwość realizacji ponadprzeciętnych stóp zwrotu, jednakże związane są z ryzykiem. Wielkość poniesionej straty może przekraczać wysokość wniesionego depozytu. Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce oraz świadczonych usługach oraz ryzyku związanym z inwestowaniem, udostępniane są na stronie www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usługi. Informacje nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę lub do podjęcia jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej.

Bieżąca sytuacja na rynku obligacji skarbowych. Czyli co stimuluje, a co ogranicza wzrosty na rynku papierów dłużnych.



Wraz z zakończeniem 2013 roku większość analityków wróżyła koniec hossy na rynkach obligacji skarbowych, jednak ostatnie kilka miesięcy to okres niemalże nieprzerwanych wzrostów cen papierów dłużnych. Od początku roku rentowności polskich skarbowek spadły na koniec maja z 3,08% do 2,74% dla krótkiego końca krzywej i odpowiednio z 4,35% do 3,67% dla papierów 10-letnich. Stopa zwrotu z indeksu rynku polskich obligacji skarbowych (Citigroup Poland Government Index) pokazuje, że w przeciągu pierwszych 5

miesięcy polski dług pozwolił zarobić inwestorom ponad 3%. Tak znaczące zmiany cen papierów dłużnych skłaniają do zastanowienia się nad przyczynami takiej sytuacji.

Głównym powodem utrzymywania się niskich rentowności na światowych rynkach zdają się być publikacje słabszych niż spodziewane przez inwestorów danych makroekonomicznych i będące ich następstwem decyzje banków centralnych. O ile amerykańska Rezerwa Federalna nie zaskoczyła realizując zapowiedziane wcześniej działania, to szczegól-

na uwaga inwestorów zwrócona jest od dłuższego czasu w stronę Europejskiego Banku Centralnego, którego najbliższe decyzje mogą być dla rynków kluczowe. Sygnały płynące w ostatnim czasie od członków EBC utwierdziły rynki w przekonaniu, że bank zdecyduje się na luzowanie polityki pieniężnej już na najbliższym, czerwcowym posiedzeniu. Scenariusz ten został dodatkowo wsparty publikacją danych makro z Europy (produkcja przemysłowa w strefie euro spadła w marcu o 0,3% m/m i o 0,1% r/r, przy konsensusie 1,0% r/r) i z najważniejszej gospodarki strefy euro (sprzedaż detaliczna Niemiec spadła w kwietniu o 0,9% m/m). Największym problemem EBC jest jednak inflacja, której odczyt dla Niemiec wyniósł 0,9% r/r wobec konsensusu na poziomie 1,2%, a dla całej strefy euro 0,5% r/r wobec konsensusu 0,7% r/r, wracając do poziomu marcowego, czyli najniższego od listopada 2009 roku (wykres 1). O ile w tej sytuacji obniżka stóp procentowych wydaje się przesadzona i wyceniana przez rynek, o tyle decydujące znaczenie będą miały dodatkowe działania EBC. Jeśli zostaną podjęte, to przez dłuższy czas rentowności powinny utrzymać się na niskim poziomie. Z drugiej jednak strony oczekiwania wobec banku są tak duże, że jeśli jego decyzje nie sprostają oczekiwaniom inwestorów, możemy się spodziewać korekty.

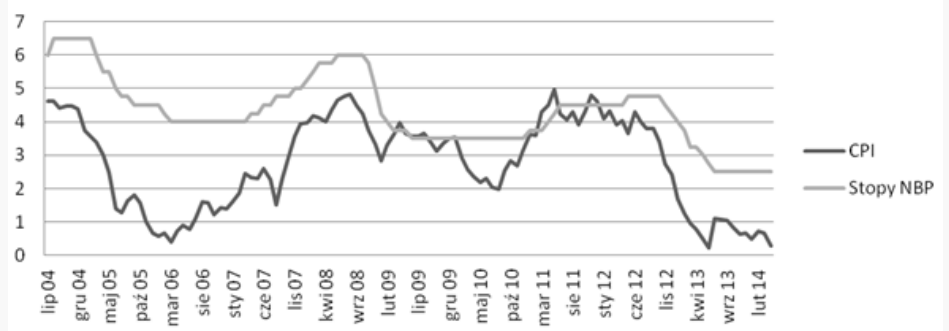
Nie jest tajemnicą, że ceny krajowego długu w dużej mierze podążają za rynkami bazowymi, ale dla polskich obli-

Wykres nr 1: Inflacja CPI strefy euro.



Źródło: Opracowanie własne.

Wykres nr 1: Inflacja CPI vs stopy NBP.



Źródło: Opracowanie własne.

gacji skarbowych nie bez znaczenia pozostają również komunikaty Rady Polityki Pieniężnej. I choć od kilku ostatnich posiedzeń RPP podążała zgodnie z wyznaczonym forward guidance utrzymując stopy na niezmiennym poziomie 2,50%, to czerwcowy komunikat był bardziej gołębi, niż oczekiwał rynek. W komunikacie po posiedzeniu podkreślono trwający brak presji inflacyjnej, który podobnie jak w strefie euro, jest głównym problemem narodowego banku centralnego. Odczyt inflacji CPI dla Polski za kwiecień pokazał spadek do 0,3% r/r wobec 0,7% r/r w marcu, plasując się znacznie poniżej oczekiwań (0,6% r/r). Powtórzona została również deklaracja utrzymywania stabilnych stóp procentowych do końca III kwartału, jednak na konferencji prasowej prezes NBP zaskoczył inwestorów nie wykluczając obniżki stóp w dalszym horyzoncie. Marek Belka podkreślił, że w obecnej sytuacji nie jest to „scenariusz bazowy ani prawdopodobny”, ale sygnał wysłany przez Radę wraz ze spadającym poziomem inflacji oraz spodziewanymi działaniami EBC może stać się ważnym czynnikiem wsparcia dla polskiego długu w najbliższych tygodniach.

Kolejnym czynnikiem wspierającym ceny polskiego długu, szczególnie w średnim terminie, powin-

no być ograniczenie podaży papierów skarbowych na rynku pierwotnym. Ministerstwo Finansów poinformowało, że po maju sfinansowało ponad 80% potrzeb pożyczkowych na 2014 rok i zamierza od lipca ograniczyć ilość i wielkość emisji oferowanych w przetargach. Dodatkowym impulsem dla wzrostu cen powinny być również wypłaty bieżących odsetek i wykupy papierów krótkoterminowych, w wyniku czego na rynek powróci ponad 10 mld gotówki.

Serie słabszych danych makroekonomicznych, przy braku presji inflacyjnej oraz oczekiwanie dalszego łagodzenia polityki EBC ugruntowały rentowności obligacji na niskich poziomach. Dodatkowo gołębie komentarze członków RPP i ograniczenie podaży polskiego długu pozostają istotnymi czynnikami wsparcia, podtrzymując apetyt na obligacje. Takie otoczenie sprzyja utrzymywaniu się niskich rentowności w najbliższym okresie.

W perspektywie końca roku należy się jednak spodziewać ożywienia gospodarczego i wyraźnej poprawy wskaźników ekonomicznych, co spowoduje odejście inwestorów od papierów dłużnych w kierunku bardziej ryzykownych aktywów, a w efekcie obniżenie cen długu skarbowego.

Magdalena Strzałkowska

Analityk w Departamencie Zarządzania Aktywami

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

Letnia hossa na GPW – mrzonki czy realna szansa?

Póki co, ten rok na warszawskim parkiecie rozczarowuje, bo po zdyskontowaniu ożywienia w gospodarce inwestorzy skoncentrowali uwagę na zagrożeniach. Jeśli jednak „usterka” w gospodarce wywołana przez wydarzenia na Ukrainie okaże się chwilowa, to jeszcze nie wszystko stracone dla rynku akcji.

Z latem na giełdzie bywa tak jak z pogodą w naszym kraju: zdarzają się okresy gorącej koniunktury, ale czasem bywa dużo gorzej. Popularne hasło „letniej hossy” powstało na fali wydarzeń w latach takich jak ubiegły rok (zwyżka WIG o 9% w okresie lipiec-sierpień), czy też 2009 (+25%). Niestety nie zawsze giełdowa pogoda była tak sprzyjająca. Na myśl przychodzi rok 2011, kiedy lato było najgorszym okresem roku.

Jak będzie w tym roku? **Wydaje się, że najważniejszym czynnikiem decydującym o apetycie inwestorów na akcje będą perspektywy gospodarcze.** Rynek akcji jest bardzo wrażliwy nawet na mało zauważalne wahania koniunktury, więc warto mieć rękę na pulsie. Spójrzmy na szerszy kontekst. Jak pamiętamy, ubiegłoroczna letnia hossa była związana z dyskontowaniem przez inwestorów ożywienia gospodarczego. Dynamika PKB szybko przyspieszała, co zgodnie z historycznymi wzorcami ciągnęło kursy akcji w górę.

Teraz sytuacja jest zgoła odmienna. Oczekiwane ożywienie stało się faktem. Dynamika PKB z poziomu zaledwie 0,5% została wywindowana do 3,3% w I kw. 2014 r. Tymczasem według prognoz ekonomistów zarówno w całym bieżącym roku, jak i w przyszłym, gospodarka ma rosnać właśnie mniej więcej w tempie 3%. Innymi słowy, na podstawie prognoz trudno zakładać dalsze przyspieszenie w stosunku do tego, co już udało się wycisnąć z gospodarki.

Oczywiście sytuacja, w której gospodarka już nie przyspiesza, ale rośnie miarowo

w tempie rzędu 3%, też nie powinna być taka zła dla akcji (zyski spółek powinny rosnać), tyle że stopy zwrotu mogą wówczas być już mniejsze niż w ubiegłym roku, który stał pod znakiem dynamicznego wychodzenia z dołka.

Pytanie tylko czy na tempie wzrostu nie odbiją się negatywnie jakieś nieoczekiwane czynniki. Jeden z nich jest już znany: destabilizacja na Ukrainie. Część ekonomistów mówi o „usterce” w cyklu wzrostowym spowodowanej przez spadek polskiego eksportu na rynki wschodnie. Przynajmniej według obecnych diagnoz ma to być jedynie chwilowa usterka, po której wzrost gospodarczy zostanie odbudowany dzięki mocnemu popytowi konsumpcyjnemu i inwestycjom infrastrukturalnym.

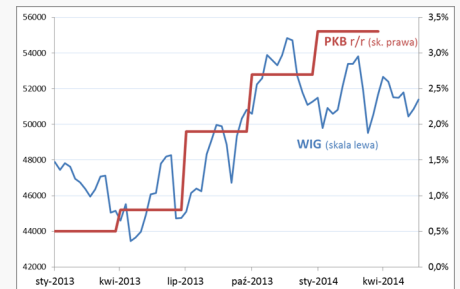
Jeżeli scenariusz chwilowej usterki jest trafny, to wiosenne osłabienie na warszawskim parkiecie (szczególnie widoczne wśród akcji małych spółek) również powinno być przejściowe. Według takiego toku rozumowania należałoby uznać, że lato może okazać się lepsze od wiosny.

Za relatywnie pozytywnym scenariuszem przemawiają też rekordowo niskie stopy procentowe w naszym kraju i brak perspektywy ich szybkiej podwyżki. To z kolei pozytywna odmiana w porównaniu z oczekiwaniami z ubiegłego roku. Wówczas zakładano, że stopy mogą zacząć rosnać w połowie 2014 r. Teraz mówi się raczej o wiosnie 2015 r. Historycznie podwyżki stóp były klasycznym dopełnieniem cyklu wzrostowego.

Rysuje się więc scenariusz, w którym po chwilowej usterce gospodarka rośnie miarowo w tempie 3%, a na podwyżki stóp mamy jeszcze sporo czasu. Taka sytuacja powinna być dość sprzyjająca dla rynku akcji.

Taki scenariusz jest jednak obarczony licznymi czynnikami ryzyka, zarówno lokalnymi, jak i globalnymi. U nas nieko-

Wykres nr 1: Indeks WIG i dynamika polskiego PKB.



Źródło: Opracowanie własne.

rzystną odmianą w porównaniu z poprzednimi latami są zmiany w OFE. Fundusze emerytalne przekierowały popyt z akcji polskich spółek na rynki zagraniczne, a na dodatek grozi im scenariusz radykalnego ograniczenia strumienia wpływających składek. W skali globalnej mamy z jednej strony ryzyko eskalacji konfliktu na Ukrainie, a z drugiej przykręcanie kurka z pieniędzmi przez amerykański Fed (miesięczny skup aktywów w ramach QE, czyli luzowania ilościowego, został już ograniczony z 85 do 45 mld zł miesięcznie i na tym jeszcze zapewne nie koniec). A tymczasem już od dwóch lat inwestorzy w USA nie mieli do czynienia z poważniejszą korektą.

Reasumując, po wiosennym schłodzeniu nastrojów na warszawskim parkiecie lato ma szansę okazać się lepsze. Jest jednak szereg warunków do spełnienia, a wśród nich: uniknięcie scenariusza głębszego spowolnienia w polskiej gospodarce.

Tomasz Hońdo
CFA, Starszy Analityk

Quercus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Po co komu dywersyfikacja, czyli kilka słów o szerokim spektrum inwestycyjnym

Na początek proponuję kilka słów przypomnienia o tym, jak należy rozumieć słowo „dywersyfikacja”.

Dla jednych to szansa na ograniczenie ryzyka niesystematycznego (rynkowego) poprzez budowanie portfela złożonego z dużej liczby instrumentów o podobnym poziomie ryzyka, np. akcji spółek z różnych branż. Inni uważają, że dywersyfikacja to ograniczenie ryzyka całkowitego poprzez dodawanie instrumentów, których wpływ zmian cen jednego instrumentu na inne jest niewielki.

Pierwszy z wariantów jest w zasadzie wariantem książkowym, drugi to wariant praktyczny, mający zastosowanie w życiu codziennym. Oczywiście, pojawić się mogą tu pewne ograniczenia związane z niewielką ilością rozwiązań (ograniczenia produktowe, dystrybucyjne), procesem zarządzania tymi rozwiązaniami, czy też kwestiami kosztowymi (ile taka dywersyfikacja mnie kosztuje?).

W skrajnych przypadkach poprzez wyżej wymienione ograniczenia, dywersyfikacja może się po prostu nie opłacać, czyli koszt ograniczania ryzyka będzie na tyle duży, że może wygenerować nam stratę, mimo że tych strat chcemy właśnie unikać.

Możemy wykorzystywać różne instrumenty: akcje, instrumenty dłużne, surowce lub instrumenty pochodne. Niemniej, w większości przypadków wymagają one od nas nie tylko fachowej wiedzy, ale również dość baczego śledzenia zachowania każdego z nich. Musimy dokonywać częstych zmian w ilościach i rodzajach danego składnika. Jeżeli budujemy portfel z akcji i np. instrumentów dłużnych, to ważne jest także dokonywanie zmian w części akcyjnej, nie tylko względem proporcji wobec długu, ale także rodzaju akcji, jakie posiadamy.

Lepszą formą, która może nadawać się do dywersyfikacji przy stosunkowo niewielkich kosztach, są fundusze parasolowe.

Składają się one z kilku lub kilkunastu strategii. Za zmianę strategii nie zapłacimy podatku od zysków kapitałowych (do momentu, kiedy nie opuścimy funduszu, czyli nie wypłacimy środków z danego parasola). Takie fundusze pobierają stosunkowo niewielkie opłaty (kilka procent) za nabycie jednostek uczestnictwa danego subfunduszu, który wchodzi w skład funduszu parasolowego. Dosyć łatwo możemy zmieniać proporcje pomiędzy funduszami (i tym samym klasami aktywów), operując tylko na portfelach instrumentów (subfunduszami), którymi zarządza TFI, a nie na poszczególnych instrumentach. Jednak i takie rozwiązanie nie jest idealne. Pomijając łatwość, z jaką można próbować budować portfel z kilku subfunduszy, możemy trafić na ograniczenie systemowe wynikające z faktu, że dany fundusz parasolowy nie zapewnia optymalnej dywersyfikacji (ma niezbyt zróżnicowane strategie albo niewielką ilość subfunduszy w danym funduszu).

Próba budowania portfela opartego na subfunduszach wchodzących w skład kilku funduszy parasolowych zarządzanych przez różne towarzystwa funduszy inwestycyjnych znów może nam tę dywersyfikację uniemożliwić. Rosną nam koszty, a także czas realizacji. Dlatego oprócz opłat za nabycie jednostek danych subfunduszy, pojawia się nam jeszcze aspekt podatku od zysków kapitałowych, a także czas związany ze zmianą strategii. Chcąc ulokować aktywa w subfunduszu za środki pochodzące z realizacji wykupu z innego funduszu parasolowego, musimy poczekać na odkupienie jednostek oraz na przelew środków na nasz rachunek bankowy i te środki przelać na nowy rachunek bankowy do docelowego subfunduszu. Taka operacja może nam zająć w niektórych przypadkach od kilku do kilkunastu dni roboczych. Jeżeli więc chodzi o elastyczność, koszty i wygodę, to portfel zbudowany z kilku „parasoli” może wymagać od nas sporo uwagi i dość dużej pracowitości.

Nie chcąc jednak rezygnować z formy, jaką daje fundusz inwestycyjny, i móc jednocześnie swobodnie operować pomiędzy poszczególnymi strategiami, warto zastanowić się nad programami z ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi (UFK). Mimo swojego charakteru – polisy ubezpieczeniowej – mają one wszystkie zalety, jakie daje fundusz parasolowy, a dodatkowo wzbogacają je o jeszcze inne, ważne cechy:

1. brak opłat za nabycie jednostek UFK (przy tej formie nie inwestujemy w fundusz inwestycyjny, ale w UFK, który opiera się na danym funduszu inwestycyjnym),
2. brak podatku przy przenoszeniu środków pomiędzy UFK (nawet, jeżeli dotyczą one strategii, które w postaci bazowych subfunduszy, znajdowały się pod różnymi funduszami parasolowymi) – w ramach polisy przenoszenie środków pomiędzy UFK odbywa się tak, jakby wszystkie UFK znajdowały się pod jednym dużym parasolem,
3. czas związany ze zmianą strategii – jak pisałem powyżej, przy subfunduszach z różnych funduszy parasolowych zarządzanych przez różne instytucje finansowe czas zmiany strategii może zająć od kilku do kilkunastu dni roboczych, a przy programach ubezpieczeniowych z UFK, całość zamyka się najczęściej w 3 dniach roboczych, począwszy od chwili zarejestrowania zlecenia,
4. ilość dostępnych rozwiązań – o ile fundusze parasolowe składają się z kilku bądź kilkunastu strategii, ilość UFK wchodzących w skład danego ubezpieczeniowego programu inwestycyjnego, to kilkadziesiąt lub kilkaset strategii. Często są to strategie, których nie możemy nabyć poprzez odpowiedniki funduszowe w Polsce, gdyż np. firma inwestycyjna nie prowadzi dystrybucji w naszym kraju.

To tylko kilka cech, które wpływają na skuteczną dywersyfikację poprzez ww. produkt. Są jeszcze inne, które dla samej dywersyfikacji nie wnoszą być może wiele, ale mogą stanowić istotny argument przemawiający za wyborem takiej formy inwestycji. Z racji opakowania w polisę uzyskujemy na ogół również korzyści wynikające m.in.:

- dodatkowym ubezpieczeniem od następstw nieszczęśliwych wypadków, bez konieczności zapłaty dodatkowych składek. W niektórych rodzajach ubezpieczeń świadczenie wypłacane jest już od 1% poziomu inwalidztwa, określanego np. do 3 - krotności zainwestowanej kwoty,
- możliwości wskazania osoby uposażonej, która w sytuacji śmierci ubezpieczonego otrzyma wszystkie środki z polisy, przy czym warto wskazać, że na ogół osobą uposażoną może być dowolna osoba fizyczna (nawet niespokrewniona) lub prawna (np. fundacja),
- prostym dziedziczeniem – środki wypłacane są osobom wskazanym jako uposażeni, bez przeprowadzania postępowania spadkowego przed sądem,
- brakiem opodatkowania podatkiem od spadków od otrzymanego świadczenia – niezależnie od tego, czy osoba otrzymująca świadczenie była spokrewniona z ubezpieczonym czy też nie,
- faktem, że otrzymywane świadczenie jest wolne od zajęć komorniczych (do wysokości $\frac{3}{4}$ środków) z wyłączeniem egzekucji z tytułu alimentów, podatków czy ZUS.

Niewątpliwie, w zakresie szerokiego spektrum dywersyfikacji ubezpieczeniowy program inwestycyjny jest rozwiązaniem bardzo dobrym, ale czy idealnym?

Nie ma rozwiązań idealnych, niemniej ilość zalet zdecydowanie działa na

korzyść wad, które się z tym produktem wiążą.

Jedną z nich są dosyć spore koszty rozwiązania umowy z towarzystwem ubezpieczeniowym, które mogą wynosić od kilku do kilkudziesięciu procent (w programach ze składką jednorazową lub regularną), zwłaszcza w pierwszym roku trwania umowy ubezpieczenia. Drugą z kwestii przemawiającą przeciw przedmiotowym programom staje się wysokość pobieranej opłaty administracyjnej - jednak należy zauważyć, że nie jest ona relatywnie duża (wynosi od 1% do max 2,5% w skali roku). Kolejną niedogodnością jest fakt, że środki zgromadzone w UFK są własnością towarzystwa ubezpieczeń (czyli istnieje ryzyko niewypłacalności).

Zakładając jednak, że nasz horyzont inwestycyjny jest kilkuletni, to opłata likwidacyjna nas nie dotyczy (np. w programach ze składką jednorazową jest ona pobierana z reguły tylko w pierwszych 2-3 latach, przy programach regularnych może być dłużej). W przypadku, kiedy planujemy dokonywać co najmniej jednej zmiany pomiędzy poszczególnymi strategiami, to koszt opłaty administracyjnej będzie zdecydowanie mniejszy od kosztu (i czasu), jaki ponieśliśmyby, dokonując konwersji pomiędzy „czystymi” funduszami (a tam takie opłaty mogą wynosić nawet 4-5% za jedną konwersję). Pojawia się jeszcze kwestia obowiązkowego podatku, który w ubezpieczeniowych programach inwestycyjnych ma miejsce dopiero w momencie wykupu środków. Jeżeli zaś chodzi o kwestie niewypłacalności (upadłości zakładu ubezpieczeń), to są one niesłychanie rzadkie. Warto też wskazać, że w tym przypadku nasze środki są chronione przez Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny (50% wartości polisy do równowartości 30 tyś. EURO). A najlepszym rozwiązaniem jest powierzenie środków towarzystwom ubezpieczeniowym wcho-

dzącym w skład wielkich grup kapitałowych, które mogą pochwalić się długą historią działania, międzynarodowym zasięgiem i wysokimi ocenami ryzyka kredytowego nadawanymi przez międzynarodowe agencje ratingowe (Fitch, Moody's, S&P, AM Best).

Podsumowując, idealnego rozproszenia ryzyka niestety nie ma. Każdy z wymienionych wariantów zależy od stopnia wiedzy, preferencji i horyzontu inwestycyjnego inwestora. Jeżeli jesteśmy inwestorem zachowawczym i preferujemy strategię bezpieczną, to najlepiej wybrać albo depozyt w banku (na zmienny procent), albo kupno obligacji skarbowej (również o zmiennym oprocentowaniu), albo fundusz pieniężny.

Natomiast, jeżeli zastanawiamy się nad zbudowaniem portfela zdywersyfikowanego w oparciu o szerokie spektrum inwestycyjne i zamierzamy dopasować nasz portfel do zmieniających się warunków rynkowych – czy to samodzielnie, czy w porozumieniu z naszym doradcą – ubezpieczeniowe programy inwestycyjne z UFK mogą być dla nas bardzo dobrym rozwiązaniem.

Remigiusz Pruszcak

Makler Papierów Wartościowych, Dyrektor Sprzedaży Produktów Inwestycyjnych MetLife Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie i Reasekuracji S.A.

Nie tylko akcje i obligacje, czyli dywersyfikacja portfela inwestycyjnego przy wykorzystaniu Senior Loans...

Praktycznie zerowa inflacja w Polsce spowodowała poziom oprocentowania depozytów bankowych i rentowności obligacji skarbowych do wartości, które jeszcze 3-4 lata temu wydawały się absurdalnie niskie. Polska dołączyła tym samym do USA i krajów strefy euro, gdzie zjawisko zwane „dochodem” stało się poszukiwane i cenione przez inwestorów. **Jedynym instrumentem oferującym wysokie rentowności i nie niosącym za sobą wielu ryzyk związanych z obligacjami są Senior Loans.**

Senior Loans to zabezpieczone pożyczki, przygotowywane przez banki bądź inne instytucje finansowe, do których przystępują inni inwestorzy – tacy jak np. fundusze inwestycyjne. Instrumenty te płacą odsetki oparte o zmienną stopę procentową – np. 3M LIBOR. Ich wrażliwość na rosnące stopy procentowe jest więc bardzo ograniczona. Dają one natomiast ekspozycję na ryzyko kredytowe, w przypadku jednej emisji związane z sytuacją finansową emitenta i jakością zabezpieczenia. To ryzyko skutkuje podwyższonym oprocentowaniem, które jest też głównym źródłem stopy zwrotu.

W przypadku zdywersyfikowanego funduszu, który inwestuje w około 350-400 pożyczek, ekspozycja na jednego emitenta jest limitowana, a ekspozycja na ryzyko kredytowe jest przybliżeniem cyklu niewypłacalności w całej gospodar-

ce. **Wskutek rozwoju amerykańskiej gospodarki obecnie znajdujemy się w bardzo korzystnej z punktu widzenia rynku Senior Loans fazie rynku, gdzie niewypłacalności jest niewiele, firmy nie mają problemu z refinansowaniem bądź pozyskaniem nowych środków.**

Przybliżenie Senior Loans inwestorom często spotyka się z pytaniami, czym różnią się one od obligacji korporacyjnych. Podstawową różnicą jest zabezpieczenie i poziom uprzywilejowania Senior Loans (uprzywilejowanych pożyczek) do majątku dłużnika. Pożyczki znajdują się najwyżej w strukturze praw do aktywów i przepływów pieniężnych dłużnika. Obligacje są natomiast instrumentem znacznie bardziej ryzykownym, zazwyczaj niezabezpieczonym i płacącym stałe oprocentowanie. To powoduje, że Senior Loans mają zupełnie inny profil ryzyka niż obligacje korporacyjne.

Senior Loans prezentują się bardzo ciekawie jako narzędzie do dywersyfikacji tradycyjnych porteli zbudowanych z akcji i obligacji. Indeks CS Leveraged Loan Index w latach 1992-2011 miał ujemną korelację (co oznacza, że kursy obu klas aktywów powinny poruszać się w przeciwnych kierunkach) z amerykańskimi obligacjami skarbowymi, które powinny być pod presją w najbliższych latach w związku z wycofywaniem się Fed z programu QE. Senior Loans



były w przeszłości zupełnie nieskorelowane z cenami złota i w stosunkowo niewielkim stopniu związane z rynkiem akcji w USA.

Podsumowując, Senior Loans to bardzo duża (ponad 1 bilion USD aktywów) i płynna klasa aktywów, w przeszłości dedykowana przede wszystkim inwestorom instytucjonalnym. **Połączenie niskiego ryzyka stopy procentowej i walutowego z ekspozycją na zdywersyfikowany branzowo i ilościowo portfel emisji z sektora high yield to szansa na dywersyfikację krajowych portfeli pod względem geograficznym, stopy procentowej jak i korelacji z innymi, tradycyjnymi aktywami jak akcje, obligacje czy złoto.**

Adam Łaganowski

CFA

ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Tab. nr 1: Korelacja Senior Loans z innymi klasami aktywów.

Credit Suisse High Yield Index	0.76	JPM Emerging Markets	0.22
FTSE NAREIT All REITs	0.49	Gold	0.01
Dow Jones Wilshire 5000	0.44	U.S. 30 Day Tbill	-0.01
Russell 2000	0.43	Barclays U.S. Agg Bond	-0.03
MSCI Eafe	0.43	Merrill Lynch Mortgage	-0.13
Standard and Poor's 500	0.42	Barclays U.S. Corporate Aaa	-0.13
Merrill Lynch ABS	0.37	U.S. Govt 10+ Years	-0.31
IA SBBI U.S. Inflation	0.32	U.S. Govt 5-7 Years	-0.32
Merrill Lynch U.S. Corporate	0.31		

Źródło: Credit Suisse, Bloomberg, Ibboston Associates.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Maj nie był groźny dla rynkowych byków



W końcu maja, kiedy to pisać ten tekst, okazało się, że cieszący się złą sławą miesiąc, który często przynosi duże korekty (sławne „sell in May and go away”), był dla byków na rynkach globalnych łaskawy. Podkreślałem poprzednio, że tego typu prawidłowości nie muszą się zawsze wypełniać i okazało się, że tym razem się nie wypełniły. Przez większą część maja indeksy na Wall Street pozostawały w trendzie bocznym, ale w drugiej połowie indeks S&P 500 bił już rekordy. Zdecydowanym minusem było to, że bardzo mały był wolumen. **Niepotwierdzenie szczytu przez wolumen często jest zapowiedzią nagłej, nieoczekiwanej, korekty.**

Duży wpływ na zachowanie rynków (szczególnie walutowego) miało oczekiwanie na decyzję ECB. Nie chodziło o decyzję na posiedzeniu w maju, ale o decyzję, które miały być podjęte 5. czerwca. Rynki liczyły na jakąś formę zwalczania małej inflacji (niższe stopy, LTRO, drukowanie pieniędzy). Czekanie na decyzje pomagało bykom na rynkach akcji i prowadziło do spadku kursu EUR/USD.

Zakładam, że bank coś z tego menu trzech możliwości wybierze. Reakcja

rynków będzie zależała od stopnia zaskoczenia. Jeśli decyzje będą stosunkowo nieśmiałe (czego oczekuję), to okaże się, że wszystko jest już zawarte w cenach aktywów i pojawi się realizacja zysków. Jeśli ECB pozytywnie zaskoczy, do reakcja (pozytywna) będzie mocna.

W każdym razie to czekanie niewątpliwie miało znacznie dla majowej koniunktury.

Dla Polski groźne mogły się stać wydarzenia na Ukrainie, ale na szczęście ten problem nam już nie szkodził. Nikt już na rynkach nie interesuje się tym, co się tam dzieje. Konflikt wszedł w fazę przewlekłą, a to bardzo rynkom odpowiada. Wszedłby w fazę ostrą, gdyby Rosja oficjalnie wprowadziła swoje wojska na Ukrainę, a na to się nie zanoszi. Ukraińskie wybory prezydenckie (uznane przez Moskwę) też uspokoiły zachodnich polityków. Czy słusznie? Nie wiem, ale na razie geopolityka zeszła z radarów rynków finansowych.

Oprócz wyborów na Ukrainie odbyły się też wybory do Parlamentu Europejskiego. Uważam, że wyniki tych wyborów są tylko ostrzeżeniem, żółtym światłem. Sygnalizują, że partie antysystemowe są w natarciu. To prawda, że przez pięć lat wynikiem wyborów będzie to, że wysoko płatni deputowani będą nas zabawiali swoimi wybrykami. Jednak sukcesy skrajnych partii w wyborach europejskich zachęcą wyborców na głosowania na ich przedstawicieli w wyborach krajowych (do nich dojdzie szybciej niż za pięć lat), a to może się źle skończyć. Tym jednak rynki nie będą się na razie przejmowały.

Na polskich rynkach finansowych sytuacja była zróżnicowana. Złoty nadal jest (i pozostanie) bardzo silny, a popyt na nasze obligacje jest potężny. Można się cieszyć, że rentowność obligacji spada, co powoduje, że mniej płacimy za pożyczone pieniądze, ale w długim terminie napływ kapitału zagranicznego musi martwić. On potrafi jeszcze szybciej odpłynąć.

Sytuacja na polskim rynku akcji nadal była w maju niejednoznaczna. Odnotować jednak trzeba, że w czwartek, 22 maja, uderzenie popytu dało sygnał kupna. Uważam, że bardzo dobre zachowanie rynków rozwijających się (wbrew opiniom funduszy z początku roku) musi spowodować wzrost zainteresowania zagranicznych inwestorów Polską.

Kapitał, który zaatakował w czwartek 22 maja, nie śpieszył się potem z wygenerowaniem mocnego sygnału kupna, którym byłoby przełamanie poziomu 2.600 pkt. **Jedno jest pewne – kolejny atak popytu nastąpi wtedy, kiedy nikt go nie będzie oczekiwał.** Nadal jednak uważam, że najbardziej logiczne byłoby, gdyby taki atak nastąpił latem. Najlepiej pod koniec lipca, kiedy wielu graczy będzie się pozbywało akcji przed zakończeniem okresu decyzji w sprawie OFE.

Piotr Kuczyński

Główny 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