

Szanowni Czytelnicy,

Choć może wydać się to stwierdzeniem niepoważnym, na rynkach finansowych możemy również zauważyć prawidłowości rządzące światem mody: kolejne trendy przychodzą, zastępując dotychczasowe. W dobie spadających stóp procentowych i niskich rentowności obligacji skarbowych i inwestorzy poszukują nowych kierunków, by w miejsce mało atrakcyjnych walorów wprowadzić nowe. Czy nowe trendy w postaci obligacji korporacyjnych bądź akcje spółek dywidendowych przyjmą się wśród graczy? Na te i inne pytania próbują odpowiedzieć eksperci w bieżącym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion.

I jak co miesiąc, ostatnie wydarzenia komentuje Piotr Kuczyński.

Zachęcamy do lektury!

W numerze:

- o luzowaniu ilościowym opowiada Grzegorz Zatryb ze Skarbiec TFI S.A.,
- alternatyw inwestycyjnych dla niskich stóp procentowych szuka Adam Łaganowski z ING TFI S.A.,
- ideę obligacji korporacyjnych wyjaśnia Marek Kuczalski z TFI Allianz Polska S.A.,
- na pytanie „Letnia hossza czy bessa?” odpowiada Paweł Homiński z Noble Funds TFI S.A.,
- z cyklu „Okieł Piotra Kuczyńskiego”: Czerwiec nie był łaskawy dla posiadaczy akcji.



Platforma Xelion

na bieżąco sprawdzaj
swoje inwestycje...

Więcej na www.xelion.pl

Inercja - czyli to pies kręci ogonem, a nie odwrotnie

Tak zwane „luzowanie ilościowe”, od angielskiego „quantitative easing”, to ogólna nazwa dla niestandardowych, nieortodoksyjnych narzędzi polityki pieniężnej. Nieortodoksyjnych, dodajmy, dla współczesnej doktryny bankowości centralnej opartej o bezpośredni cel inflacyjny. Opiera się ona na założeniu, iż za pomocą stopy procentowej można regulować popyt na pieniądź i tym samym wpływać na ogólny poziom cen w gospodarce. **Luzowanie ilościowe to reakcja na wyczerpanie się możliwości klasycznych instrumentów polityki pieniężnej w momencie, kiedy stopy procentowe osiągnęły poziom zerowy.** Trzeba zaznaczyć, iż prawdopodobnie jeszcze większe znaczenie dla zaniku skuteczności stosowanych do tamtego czasu metod miało wyłączenie się mechanizmów transmisji polityki pieniężnej spowodowane dezintegracją międzybankowego rynku pieniężnego.

Dlatego pierwszym celem Fed, jeszcze w 2008 roku, było przywrócenie prawidłowego funkcjonowania tego ważnego segmentu systemu finansowego. Ponieważ banki nie chciały nawzajem pożyczać sobie pieniędzy, amerykański bank centralny musiał zapewnić płynność na takim poziomie, która przywróci normalne funkcjonowanie systemu bankowego. Wybrał sposób, który jednocześnie pozwalał na redukcję ryzyka bilansowego samych banków, tj. odkup zagrożonych aktywów. Stąd wzięła się nazwa pierw-



szego z programów luzowania ilościowego: TARP (Troubled Asset Relief Program). Następnym etapem było odkupowanie szerszego spektrum instrumentów, które przybierało postać QE2 i trwającego obecnie QE3. Inną drogę obrał Europejski Bank Centralny, który zakupy ograniczył do relatywnie niewielkiej aktywności w ramach SMP (Securities Market Repurchase), kiedy skupował obligacje krajów zagrożonych, a następnie przeprowadził dwie tury operacji pożyczkowych LTRO. Ogłoszony w lipcu ubiegłego roku program OMT nie został w praktyce wdrożony. I znowu, jego celem nie jest zasilenie rynków finansowych a przywrócenie zaufania do długu rządowego.

Ostatnie kilka tygodni upłynęło pod znakiem obaw rynków o zakończenie programu luzowania ilościowego w Stanach. Na moment pisania tego tekstu, obawy te znalazły swoją kulminację 20 czerwca, gdy po wypowiedzi Bena Bernanke na temat możliwego końca QE (połowa 2014 pod warunkiem poprawy na rynku pracy w USA) nastąpił globalny krach na wszystkich rynkach. Krach głęboko nieracjonalny dodajmy. **Co bowiem tak naprawdę oznacza koniec QE? Na pewno nie będzie miał on charakteru jednorazowego zdarzenia, a raczej stopniowego „zakręcania kurka” z gotówką.** Kiedy już kurek zostanie zakręcony, wszystkie pieniądze, które Fed wpompował w system finansowy POZOSTANA w nim. Ani jeden dolar nie wróci do kasy banku centralnego, chyba że banki same zechcą odkupić od niego sprzedane wcześniej aktywa.

Całe zamieszanie z końcem luzowania ilościowego trzeba też wpisać w kontekst sytuacji gospodarczej. Mamy taki etap cyklu koniunkturalnego, kiedy widać pierwsze oznaki ożywienia. W takich warunkach naturalnym procesem jest wzrost rentowności obligacji, wyższe stopy procentowe są bowiem wymuszone przez wyższy popyt na kapitał. Z dru-

giej strony rosną zyski przedsiębiorstw, co podnosi ich wyceny. Zjawiska te możemy obserwować na rynkach rozwiniętych od dłuższego czasu. Jak jednak pokazuje reakcja rynków po komunikacie Fed, panuje powszechne mniemanie, iż wzrost cen akcji jest efektem pompowania gotówki w ramach QE. Jednak ta teza zupełnie nie tłumaczy spadku cen obligacji. Tłumaczy go natomiast teoria „wielkiej rotacji”, czyli przesuwania kapitału do bardziej ryzykownych aktywów.

Mogłoby się wydawać, że po 2008 roku rynki wyciągnęły lekcję o umiarkowanej skuteczności polityki pieniężnej w wygładzaniu cyklu koniunkturalnego. Jednak ich obecne zachowanie pokazuje, że tak się nie stało. Luzowanie ilościowe ma tak naprawdę jeszcze mniejszy wpływ na realną gospodarkę, większość pieniędzy pozostała bowiem w systemie finansowym. Dowodem na to jest bardzo niska inflacja. Z tego względu zakończenie QE także nie wpłynie na realną gospodarkę w sposób bezpośredni. Miałoby wpływ, gdyby banki ograniczyły finansowanie. Jeśli jednak mają generować zyski oczekiwane przez akcjonariuszy, muszą w coś inwestować. W warunkach niskich stóp procentowych, a takie otoczenie jakiś czas jeszcze się utrzyma, zostaną zmuszone do akceptowania wyższego ryzyka. To samo zjawisko będzie miało miejsce w funduszach i wśród inwestorów indywidualnych.

Koniec QE nie odbędzie się bez wstrząsów i turbulencji. **Jednak zasadnicze znaczenie ma realna sfera gospodarki, która pełni rolę stabilizatora.** Tak jak w 2008 roku wydarzenia na amerykańskim rynku nieruchomości zatrzymały szaleńczy pęd rynków finansowych, tak teraz inercja rozpędzającej się gospodarki nie pozwoli im upaść.

Grzegorz Zatrzyb

Główny Strateg

Skarbiec Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Oszczędzanie w czasach niskich stóp procentowych, czyli gdzie szukać wyższej stopy zwrotu...

Temat inwestycyjny „poszukiwanie stóp zwrotu” to nowość dla Polaków, którzy dopiero budzą się w realiach niskich stóp procentowych. Na rynkach rozwiniętych inwestorzy zmierzili się z nim w latach 2009-2013, kiedy stopy procentowe i rentowności długu skarbowego osiągnęły dno wszechczasów.

By głębiej przeanalizować, co się kryje za terminem „poszukiwanie stopy zwrotu”, trzeba sięgnąć do demografii. Tradycyjnie, gdy ktoś poszukiwał zysków, musiał inwestować we własny biznes czy akcje. Starzejące się w tempie 2 lata na dekadę od czasów II Wojny Światowej społeczeństwo Europy Zachodniej, USA i Japonii ma jednak coraz mniejszy apetyt na ryzyko. Z drugiej strony pęcznią zobowiązania wszelkiego typu oszczędności emerytalnych, które, choćby z racji ograniczeń ustawowych, muszą (ale też i chcą) inwestować konserwatywnie. **Mamy więc zestawienie trzech czynników – awersji do ryzyka, niskich stóp procentowych i chęci na umiarkowane zyski.** Poszukiwanie stóp zwrotu objęło 3 klasy aktywów, które cieszyły się dużą popularnością inwestorów. Stały się nimi dług emitowany przez korporacje, dług emitowany przez kraje zaliczane do rynków

wschodzących i akcje spółek dywidendowych. Każdy z nich, o poziomie ryzyka (zwłaszcza kredytowego) wyższego od długu skarbowego, oferował znacznie wyższy dochód. Tani pieniądz z banków centralnych, które stymulowały gospodarki dolarami, euro i jenami wspierał ceny tych aktywów. Dodatkowo, po wpadkach z obligacjami skarbowymi krajów strefy euro okazało się, że te trzy klasy aktywów całkiem nieźle radzą sobie w czasach stresu na rynkach kapitałowych. Restrukturyzacja długu Grecji, Irlandii, Islandii pokazała, że ryzyko niewypłacalności rządów jest istotne i należy je dywersyfikować.

W powyższym opisie celowo użyłem czasu przeszłego, ponieważ najwyraźniej czas bardzo niskich stóp procentowych w USA dobiega końca. Przy obecnych kosztach obsługi długu publicznego na rynkach rozwiniętych i wciąż wątego globalnego wzrostu gospodarczego stopy nie powinny wzrosnąć do poziomów z lat 90-tych. Dochód nadal będzie miał znaczenie, zwłaszcza, że z drukowania pieniędzy nie wycofała się Japonia, której jeny wciąż zalewają rynki tanim kapitałem. Jego poszukiwanie przesuwają się jednak z długu do akcji spółek dywidendowych.

Gdzie stóp zwrotu powinni szukać polscy inwestorzy? Przez analogię do inwestorów zagranicznych – również w długu korporacyjnym i akcjach spółek dywidendowych. Zainteresowanie papierami nieskarbowymi widać było już przy ostatniej emisji obligacji detalicznych Orlenu. Naszym zdaniem, z punktu widzenia krajowych TFI, obecny poziom rozwoju naszego rynku nie pozwala na zbudowanie zdywersyfikowanego portfela krajowych emisji. Pozostaje inwestowanie na rynkach globalnych, gdzie rentowności są nadal atrakcyjne, a zarządzający mają możliwość wyboru spośród kilku tysięcy emisji dostępnych przede wszystkim w USA i Europie Zachodniej.

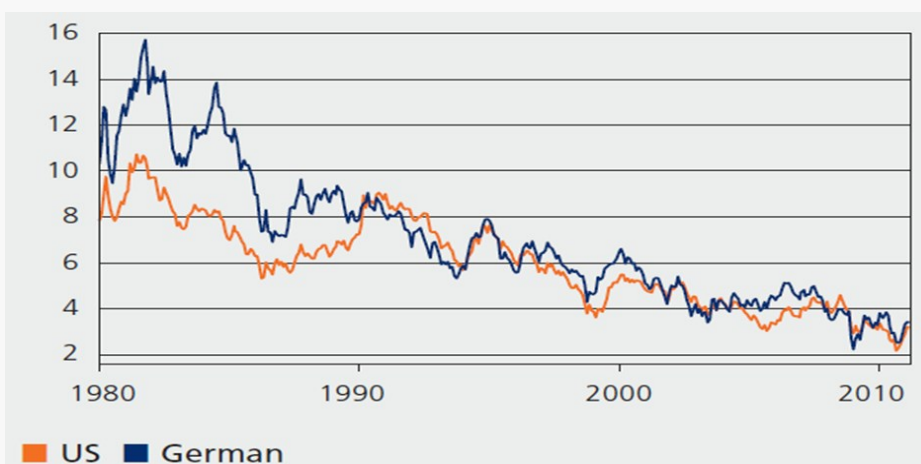
Inną sprawą są spółki dywidendowe. Trudno tutaj mówić o stałym dochodzie, ponieważ dywidenda nie jest zobowiązaniem spółki. Niemniej jednak stopy dywidend, tj. dywidenda przypadająca na 1 zł ceny akcji, to temat inwestycyjny, który wciąż nie jest zbyt mocno wyeksploatowany. Stopy dywidend dla WIG-u to 1,86%, natomiast dla MSCI Europe 3,5%, dla S&P500 2,0%. Na rynkach rozwiniętych to wielkości znacznie wyższe od rentowności obligacji skarbowych. Dodatkowo, nawet w czasach stagnacji zysków spółek, firmy znacznie chętniej rezygnują z kosztów czy inwestycji niż wypłat dywidend. W czasach niskiego wzrostu gospodarczego, niskich stóp procentowych to źródło zysków, które ma istotne znaczenie.

Adam Łaganowski

CFA

ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Wykres nr 1: Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w USA i Niemczech w ostatnich 30 latach.



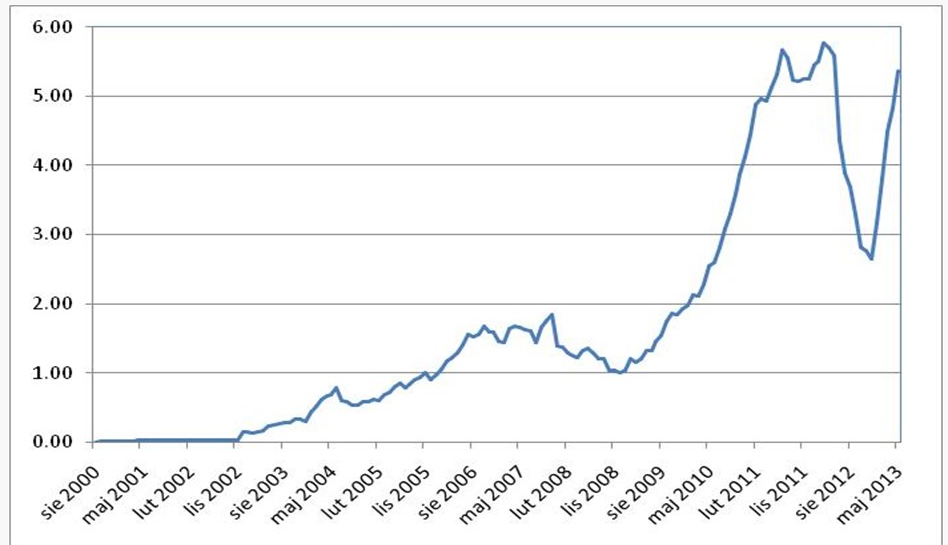
Źródło: Thomson Reuters Datastream, ING IM.

Fundusze obligacji korporacyjnych jako alternatywa dla funduszy obligacji skarbowych czy podobieństwo wyłącznie z nazwy?

Fundusze obligacji korporacyjnych na dobre zadomowiły się na rynku instrumentów dłużnych. Choć produkty tego typu są obecne w ofercie towarzystw funduszy inwestycyjnych od przeszło dekady, prawdziwą popularność zyskały one w roku 2009, po upadku banku Lehman Brothers. W wyniku zaostżenia kryzysu finansowego, banki drastycznie ograniczyły akcję kredytową, odcinając od finansowania całą rzeszę przedsiębiorstw. Wiele z nich, często prężnych podmiotów o niezagrożonej pozycji, nie mogła funkcjonować bez kapitału obcego. Brak dostępu do kredytów skłonił ich do wyjścia na rynek obligacji korporacyjnych, pomimo wyższego kosztu pozyskiwania środków. Pojawienie się ciekawej alternatywy inwestycyjnej zachęciło TFI do tworzenia dedykowanych funduszy jako uzupełnienia palety funduszy dłużnych. **Obecnie fundusze obligacji komercyjnych zarządzają aktywami przekraczającymi 5,3 mld PLN.**

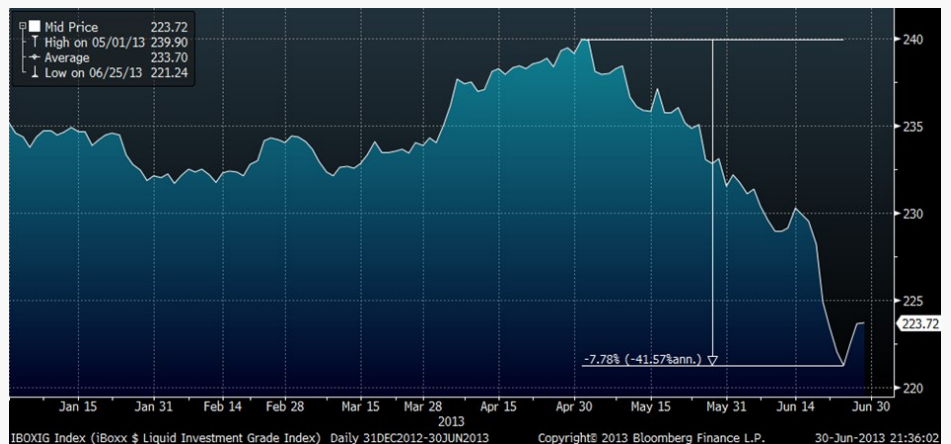
Polskie obligacje korporacyjne są dość nietypowe na tle swoich zagranicznych odpowiedników. **Zdecydowana większość została oparta o zmienną stopę procentową (z reguły 3-miesięczny lub 6-miesięczny WIBOR) powiększoną o marżę.** Konstrukcja ta jest kalką kredytów bankowych, do których przywykli przedsiębiorcy. Marża płacona przez podmiot zależy przede wszystkim od terminu zapadalności obligacji oraz oceny jakości kredytowej emitenta. W mniejszym stopniu odzwierciedla ona również specyfikę danej emisji, konwenanty, których zobowiązuje się przestrzegać emitent oraz płynność instrumentów. Na świecie większość obligacji komercyjnych oparta jest o stałą stopę procentową. Jej wysokość zależy od wielu parametrów, przy czym decydujący jest poziom stopy procentowej obligacji skarbowych kraju emisji o takiej samej dacie zapadalności. Marża ponad stopę procentową obligacji skarbowych odzwierciedla w głównej mierze ryzyko kredyto-

Wykres nr 1: Wartość aktywów netto zgromadzonych w funduszach obligacji korporacyjnych.



Źródło: AnalityzOnline.

Wykres nr 2: Indeks IBOXX \$ Liquid Investment Grade od początku roku.



Źródło: Bloomberg.

Wykres nr 3: Indeks IBOXX \$ Liquid High Yield od początku roku.



Źródło: Bloomberg.

we emitenta oraz ryzyko specyficzne emisji. Wynikiem tych różnic jest zdecydowanie mniejsza wrażliwość polskich obligacji korporacyjnych na zmiany rynkowych stóp procentowych niż w przypadku ich zagranicznych odpowiedników. Modified Duration (wskaźnik stosowany przy analizie instrumentów dłużnych, obrazujący zmianę ceny w przypadku zmiany rynkowych stóp procentowych) dla większości polskich obligacji nie przekracza 0,5, podczas gdy np. dla obligacji denominowanych w dolarach amerykańskich wynosi średnio 7,6 dla emisji o ryzyku inwestycyjnym (investment grade) oraz 4,3 dla emisji o ryzyku nie inwestycyjnym (high yield). **Oznacza to, iż zawirowania rynkowe wyjątkowo silnie wpływają na zmiany cen obligacji zagranicznych, podczas gdy nasze obligacje zachowują się zdecydowanie bardziej stabilnie.** W sytuacji, gdy rynkowe stopy procentowe spadają, podwyższona wrażliwość jest

dotychczasowym źródłem wzrostu cen instrumentów dłużnych, jednakże gdy stopy rosną, obligacje o większej wrażliwości tracą zdecydowanie mocniej. Najlepiej obrazują to wydarzenia ostatnich dwóch tygodni czerwca. Nagłe załamanie cen obligacji amerykańskich spowodowane zapowiedziami przewodniczącego Zarządu Rezerwy Federalnej (FED), Bena Bernanke, dotyczącymi możliwości ograniczania programu QE (Quantitative Easing) przełożyło się nie tylko na spadki cen obligacji skarbowych, ale w znacznym stopniu przyczyniło się do istotnej przeceny obligacji korporacyjnych.

Fundusze polskich obligacji korporacyjnych są ciekawą alternatywą inwestycyjną w ramach bezpiecznych strategii inwestycyjnych. Oparcie obligacji o stawki WIBOR w znacznym stopniu eliminuje ryzyko stopy procentowej, co ma szczególne znaczenie w sytuacji, kiedy na rynku panuje podwyższona niepewność a większość ekspertów prognozuje dal-

sze wzrosty rentowności obligacji skarbowych. Co prawda, inwestorzy narażeni są na wyższe ryzyko kredytowe związane z potencjalnym bankructwem emitentów i częściową lub całkowitą utratą środków z danej emisji, jednakże oferowane na rynku marże, przy odpowiedniej dywersyfikacji portfela, z nawiązką rekompensują potencjalne straty. **W miarę rozwoju rynku, możliwe będzie tworzenie bardziej rozbudowanych strategii inwestycyjnych opartych o dług korporacyjny, jednakże już teraz wybór jest całkiem spory.**

Marek Kuczalski

Zastępca Dyrektora Departamentu Zarządzania Aktywami

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

Letnia hossa czy bessa?

Pierwsze półrocze 2013 r. przyniosło spore wahania koniunktury na rynkach finansowych. **Właściwie trudno o przykłady klas aktywów, czy też indeksów krajowych, czy sektorowych, które wyszły z opresji obronną ręką.**

Na pewno nie były to rynki surowcowe, które m.in. w związku z obawami o spowolnienie gospodarcze w Chinach podlegały presji przez całe półrocze. Surowce przemysłowe zniżkowały przez większą część półrocza, ceny złota wręcz załamały się i zbliżają się do poziomu 1200 dolarów za uncję, a w ślad za cenami surowców spadały (i to w zwielokrotnionym tempie) akcje spółek surowcowych.

Obserwowaliśmy też odwrót od rynków obligacji, zarówno na rynkach rozwiniętych (w USA rentowność „dziesięcioletek” szturmuje poziom 2,5%), jak i rozwijających się, gdzie – odwrotnie niż w roku ubiegłym – obser-

wujemy odpływ inwestorów zagranicznych i osłabienie lokalnych walut. W Polsce w błyskawicznym tempie rentowność papierów 10-letnich wzrosła z poniżej 3% do ponad 4% (co oznacza spadek ceny o ponad 10%). Klienci wpłacający w I kwartale br. środki do funduszy obligacyjnych mają pewnie nieciekawe miny.

Na poszczególnych rynkach akcji koniunktura była zróżnicowana. Indeks japoński, gwiazda pierwszych czterech miesięcy, skorygował połowę wzrostów, a i tak kończy półrocze wyżej o 25% w stosunku do punktu startu. Akcje w USA rosły napędzane nie najgorszą koniunkturą gospodarczą za oceanem. Niektóre indeksy Europy Zachodniej też walczyły o choćby lekki plusik przy podsumowaniu półrocza. Zdecydowanie najgorzej sytuacja wyglądała na rynkach emerging markets, gdzie zniżki przekraczały nawet

20% (Rosja, Brazylia). Nawet ulubiona przez polskich inwestorów giełda turecka straciła rezon i poddała się korekcie, której przyczyn można doszukiwać się w zaognieniu sytuacji politycznej. Na tym tle wynik polskiego rynku, zwłaszcza w segmencie małych i średnich spółek jest całkiem niezły, zwłaszcza, że następuje bezpośrednio po bardzo dobrym przebiegu roku 2012.

Co dalej? Wiosenno-letnia korekta jest już faktem. **Zwolennicy giełdowych powiedzonek („sell in May.”) mogą się czuć moralnymi zwycięzcami, ale czy cały okres wakacji będzie stracony i z powrotem na rynek trzeba czekać do jesieni?** Niekoniecznie – pamiętajmy, że w dwóch minionych latach istotne dolki rynku kształtowane były już w sierpniu.

Nie da się ukryć, że jednym z najważniejszych czynników kształtujących ko-

niunkturę na rynkach finansowych w ostatnich latach jest polityka pieniężna Fed-u i innych banków centralnych (podobnie zresztą było dawniej, choć wtedy proces transmisyjny miał nieco bardziej wysublimowany charakter). Obawy o wycofywanie się z programu zakupów aktywów na rynku z pewnością miały wpływ na korektę obserwowaną w ostatnich tygodniach. Szczególnie dotkliwa ta korekta jest na rynkach krajów rozwijających się, które tradycyjnie są beneficjentem nadmiernej ilości zbyt taniego pieniądza generowanego przez system finansowy w takich okresach jak obecnie.

„Stymulowania” rynków finansowych nie można jednak prowadzić w nieskończoność. W tym kontekście zaczyna pojawiać się magiczne słowo tapering, które odnosi się do wycofywania płynności z rynków finansowych. Jak taka operacja przełożyć się może na wyceny aktywów, widać było wyraźnie w połowie roku 2006, gdy swój poprzedni program sku-

pu aktywów (i dostarczania na rynek taniego pieniądza) kończył Bank of Japan. Co było potem? Inwestorzy opamiętali się, zobaczyli, że świat jakoś kreci się bez taniego pieniądza i wygenerowali kolejną, trwającą 12 miesięcy falę wzrostową, zakończoną w Polsce słynną hossa „misiów”. Rzeczywiście, ostatnie – tak źle przyjęte – słowa pana Bernanke wspierają taki scenariusz! **Wydaje się, że gospodarka amerykańska jest w lepszym stanie i dalsze wspomaganie w dotychczasowym tempie nie jest potrzebne. Jest więc szansa na to, że inwestorzy zajmą się wyszukiwaniem wzrostowych sektorów rynku, zamiast spekulacją tanim pieniądzem.**

W odniesieniu do polskiego rynku jestem optymistą. Ceny akcji musiały odreagować fantastyczny rok 2012 (+42% w dolarach), ale teraz bardziej atrakcyjne wyceny, oczekiwane odbicie koniunktury gospodarczej, coraz gorsza atrakcyjność innych form oszczędzania powinny wspierać kursy na GPW. Tym bardziej,

że analitycy stali się pesymistami i chyba zeszedli ze swoimi prognozami zbyt nisko (spodziewam się, że w najbliższych tygodniach analitycy będą częściej podnosić, niż obniżać prognozy wyników spółek).

Dla tego scenariusza jest (jak zawsze) wiele ryzyk, z których najpoważniejsze może zmaterializować się dzięki... rządowi liberalnemu. A jak pisał Tocqueville, „nie ma takiego okrucieństwa ani takiej niegodziwości, której nie popełniłby skądinąd łagodny i liberalny rząd, kiedy zabraknie mu pieniędzy”.

Paweł Homiński

Członek Zarządu

Noble Funds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Czerwiec nie był łaskawy dla posiadaczy akcji



Rozpoczęta 22 maja korekta na rynkach rozwiniętych była w czerwcu kontynuowana. Indeksy na Wall Street zakończyły miesiąc niewielkimi zniżkami. Obawiano się o losy chińskiego rynku międzybankowego (sytuacje tam dość szybko uspokoił Ludowy Bank Chin). Ciągłe utrzymywał się strach przed zmniejszeniem przez Komitet Otwartego Rynku (FOMC) skupu aktywów (poluzowanie ilościowe –

QE). Nie zmniejszyło tej obawy posiedzenie FOMC.

Decyzja Komitetu była taka, jakiej oczekiwano: żadnych zmian. Prognozy dla gospodarki USA zwiększały prawdopodobieństwo szybszego niż dotąd oczekiwano zaostrzenia polityki monetarnej. Nadal jednak został podtrzymany bardzo „gołębi” ton komunikatu. **Komitet jest gotowy zarówno do rozszerzenia jak i do ograniczenia wartości kupowanych aktywów.**

Po posiedzeniu odbywała się też konferencja prasowa Bena Bernanke, szefa Fed. Bernanke powiedział, że spadek stopy bezrobocia do 6,5 procent nie oznacza automatycznej podwyżki stóp, a poza tym upłynie dużo czasu pomiędzy zakończeniem skupu aktywów, a podwyżką stóp procentowych. Dodał jednak

też, że ograniczenie skupu może nastąpić jeszcze w tym roku i zakończyć się w połowie 2014 roku. I to chyba było najważniejsze w tej wypowiedzi – to doprowadziło do przeceny na Wall Street.

Pod koniec czerwca sytuacja zaczęła się jednak poprawiać. Wielu członków Fed przekonywało, że nie będzie gwałtownego cięcia skupu aktywów, co graczy uspokajało. **Nie jest wykluczone, że jeśli zawirowania w Portugalii i Grecji (te problemy pojawiły się na początku lipca) nie przeszkodzą, to Wall Street znowu wykorzysta sezon publikacji raportów kwartalnych spółek (od 8 lipca) do wykreowania letniej hossy.**

Bardzo dziwne rzeczy działy się w Warszawie. Szczególnie dewastujący był tydzień z wygasaniem czerwcowych kontraktów w tle (wygasały 22 czerwca).

Już w środę WIG20 stracił 1,7 proc. Niedźwiedzim bardzo pomógł siedmioprocentowy spadek ceny akcji KGHM. Powodem był rozczarowujący wniosek Skarbu Państwa o podniesienie dywidendy jedynie do 9,80 zł. Kolejne dwa dni drastycznie przecenę pogłębiły. Te trzy dni cofnęły WIG20 do początku maja i wymazały z nadwyżką całą zwyżkę rozpoczętą w kwietniu. Mało tego – anulowały piękną formację ORGR, czyli mocny sygnał kupna.

Potem pojawił się problem OFE. Publikację raportu i konferencję prasową ministrów finansów i pracy giełda przyjęła spokojnie. Jednak już następnego dnia WIG20 stracił kolejne trzy procent. Przysłużył się niedźwiedzim Goldman Sachs twierdząc, że propozycje rządowe są „negatywne dla rynków akcji z powo-

du niższych napływów środków i potencjalnie wymuszonej sprzedaży akcji, a także mogłoby zmniejszyć płynność rynku obligacji skarbowych, jednocześnie zwiększając zależność od zagranicznych inwestorów”. GS mówił też o możliwym obniżeniu ratingu Polski.

To była bardzo niesprawiedliwa i opinia, więc niespecjalnie dziwiło to, że już następnego dnia WIG20 straty odrobił, ale to nie zmieniło fatalnego obrazu rynku dużych spółek. Na mniejszych spółkach trwała normalna, niewielka korekta. Tam zachowanie indeksów było zgodne z oczekiwaniami i bardzo racjonalne.

Wiemy już teraz, że trzeba będzie na wybór wariantu (niekoniecznie jeden z raportu) poczekać do września. W tej sytuacji stawianie prognoz mija się z

celem, bo każda wypowiedź polityka (na przykład o możliwości zmiany wariantów) lub agencji ratingowej spotkać się może z kolejnymi, gwałtownymi ruchami cen akcji (w górę lub w dół). Trwały powrót do wzrostów wymagałby albo pojawienia się nowych, bardziej obiektywnych opinii agencji ratingowych, albo zmiany propozycji rządowych.

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